

## VIII. Schlussbemerkungen: Wie könnten die Ungleichgewichte behoben werden?

2004 war ein Ausnahmejahr für die Weltwirtschaft. In den meisten Ländern, vor allem in den aufstrebenden Volkswirtschaften, wurde ein kräftiges Wachstum verzeichnet, wobei die Inflation trotz erheblicher Rohstoffpreiserhöhungen moderat blieb. Die Finanzinstitute verbuchten weltweit glänzende Gewinne, und an den meisten Finanzmärkten stiegen die Preise beträchtlich. Begleitet wurde diese herausragende Entwicklung jedoch von einer zunehmenden Besorgnis, dass sie womöglich nicht von Dauer sein würde. Ein Anlass zur Sorge war, dass die heutige Weltwirtschaft zunehmende Ähnlichkeiten zu den späten 1960er Jahren aufzuweisen scheint – ein beunruhigender Gedanke, denn in jener Zeit wurde in den wichtigsten Industrieländern der Grundstein für die hohe Inflation der 1970er Jahre gelegt. Diese wiederum zog die Schuldenkrisen der 1980er Jahre nach sich, unter denen viele aufstrebende Volkswirtschaften zu leiden hatten.

Heute, genau wie Ende der 1960er Jahre, sind die Realzinsen in den Industrieländern seit längerer Zeit niedrig, und die Kreditaggregate weiten sich rasch aus. Vergleichbar mit Problemen, die im Bretton-Woods-System auftraten, ist der Dollar im Zusammenhang mit der US-Leistungsbilanz unter Abwertungsdruck geraten. Dies hat in den letzten Jahren viele andere Länder veranlasst, sowohl ihre Geldpolitik zu lockern als auch Währungsreserven zu akkumulieren, um sich einer Aufwertung ihrer Währung entgegenzustellen. Das Ergebnis ist, dass die Liquidität weltweit enorm zugenommen hat. Auch die Fiskalpolitik wurde zuletzt in vielen Ländern gelockert, was an die kombinierten Auswirkungen des Vietnamkriegs und der Great-Society-Programme der Johnson-Ära erinnert. Die Rohstoffpreise – und insbesondere die Ölpreise – sind ebenfalls drastisch gestiegen, was sich allmählich auch im weiteren Verlauf der Produktionskette sowie in den Leistungsbilanzen der Verbraucher ebenso wie der Erzeugerländer niederschlagen beginnt.

Bedeutet diese Ähnlichkeiten, dass die Industrieländer mit einer Wiederkehr der hohen Inflationsraten und der konjunkturellen Turbulenzen der 1970er und 1980er Jahre rechnen müssen? Und dass den aufstrebenden Volkswirtschaften abermals Schuldenprobleme wie in den 1980er Jahren bevorstehen? Die kurze Antwort: Vielleicht, aber nicht unbedingt. Vielleicht, denn Prognosen sind schwierig, und politische Fehler lassen sich keinesfalls ausschließen. Nicht unbedingt, denn die Verantwortlichen haben eindeutig aus vergangenen Fehlern gelernt. Ende der 1960er und Anfang der 1970er Jahre wurde den Kosten hoher Inflationsraten in den Industrieländern keine große Beachtung geschenkt. Auch wurde nicht angemessen berücksichtigt, wie rasch Veränderungen der Inflationserwartungen zu einer

gefährlichen Lohn-Preis-Spirale führen können. Die Zentralbanken haben es geschafft, die Inflation zu senken, auch wenn der Aufwand hoch war, und daher ist es glaubwürdig, wenn sie sagen: „Nie wieder.“ Überdies hat die Wirtschaftspolitik weltweit etwas über die Bewältigung von Rohstoffpreisschocks gelernt. Wer heute mit höheren Importpreisen konfrontiert ist, weiß, dass das Hinauszögern der Anpassung durch Verschuldung im Ausland, wie es in den 1970er Jahren praktiziert wurde, sich später als äußerst kostspielig erweisen kann. Wer dagegen heute von höheren Preisen profitiert, erinnert sich, wie leicht es zu einer Überschuldung kommt, wenn höhere Preise als Sicherheit für die Kreditaufnahme betrachtet werden. Leider erst im Nachhinein steht inzwischen fest, dass sich die Rohstoffpreise keineswegs von den Preisen von Wohnimmobilien oder Finanzvermögenswerten unterscheiden. All diese Preise können nicht nur steigen, sondern auch fallen, doch der Nominalwert von Schulden bleibt stets derselbe.

Wir können uns freuen, dass wir diese Lektionen gelernt haben. Wir müssen uns jedoch auch der Gefahr bewusst sein, den gleichen Kampf ein weiteres Mal auszufechten. Wie in der Einleitung des vorliegenden Jahresberichts festgehalten, hat sich die Welt seit den 1960er Jahren in dreierlei Hinsicht grundlegend und positiv verändert. Diese strukturellen Veränderungen lassen eine inflationsfreie Entwicklung vermuten und untermauern somit die Antwort „Vielleicht, aber nicht unbedingt“.

Erstens hat die Liberalisierung und Globalisierung der Realwirtschaft das Angebotspotenzial enorm vergrößert, die relativen Preise erheblich verändert und die Inflation – wegen verzögerter Impulse auf der Nachfrageseite – tendenziell verringert. Zweitens hatte die Kombination von Deregulierung und technologischem Fortschritt tiefgreifende Auswirkungen auf die Finanzsysteme. Diese sind immer weniger bank-, sondern mehr marktorientiert, sind zunehmend global ausgerichtet und umfassen immer größere und komplexere Institute, die in vielen Bereichen tätig sind. Drittens hat sich die geldpolitische Strategie auf ein übergeordnetes Ziel verlagert: die Inflation niedrig zu halten. Diese Veränderungen – und mehr noch vielleicht ihre Wechselwirkungen untereinander – bringen neue Lektionen und neue Unsicherheiten mit sich.

Eine erste Lektion basiert auf dem Zusammenspiel zwischen anhaltenden positiven Angebotschocks und der neuen geldpolitischen Strategie: Künftig dürfte deflationärer Druck beinahe ebenso oft auftreten wie inflationärer. Außerdem stellt sich die Frage, ob nicht der Ursprung der Deflation für die geldpolitische Reaktion maßgeblich sein sollte. Erstrunden-Preisanstiege infolge negativer Schocks auf der Angebotsseite werden von der Geldpolitik inzwischen allgemein toleriert; warum sollte dasselbe nicht für positive Angebotschocks gelten? Eine zweite Lektion lässt sich aus der Interaktion zwischen positiven Angebotschocks und dem Verhalten des Finanzsystems ableiten. Diese Schocks führen im System eher zu Optimismus, und es entsteht der Eindruck, die Anlagerisiken seien niedriger, als sie es wirklich sind. So wird das Angebot von Kredit- und Anlageprodukten inhärent elastischer. Eine dritte Lektion bezieht sich auf die Interaktion zwischen dem modernen Finanzsystem und dem Streben nach Preisstabilität. Die Reaktionen des Finanzsystems auf geldpolitische Straffungen werden zu einem immer wichtigeren Bestandteil

des Transmissionsmechanismus und müssen bei der Dosierung einer restriktiveren Geldpolitik zunehmend berücksichtigt werden.

Eine vierte – und vielleicht die wichtigste – Lektion ergibt sich aus der Interaktion aller drei genannten strukturellen Veränderungen. Wenn positive Schocks auf der Angebotsseite die Inflation senken, sodass für die Geldpolitik kein Grund zur Straffung der Kreditkonditionen besteht, dann wird der größeren Kapazität des Finanzsystems, Kredit- und Anlageprodukte bereitzustellen, eine größere Nachfrage gegenüberstehen. Ein solches Umfeld könnte einen „boom and bust“-Zyklus im Finanzsystem bewirken, und dieser würde seinerseits Bremswirkungen hervorrufen, die die Realwirtschaft in verschiedener Weise beeinträchtigen könnten. Wenn die Inflation bereits von vornherein niedrig wäre, dann könnte es zu einer unerwünschten disinflationären Entwicklung kommen, die gefährlicher verlaufen würde, als wenn sie allein durch positive Angebotsschocks ausgelöst worden wäre.

Das heißt nicht, dass eine radikale Neuorientierung nötig wäre. Vielmehr sollte der eingeschlagene Weg gezielt weiterverfolgt werden. Die Geld- und Wirtschaftspolitik ist bereits eher mittel- bis langfristig ausgerichtet. Auf der Angebotsseite belegen dies die verstärkten Strukturreformen in den letzten Jahren. Insbesondere herrscht weitgehend Einigkeit über die Notwendigkeit von Maßnahmen zur Förderung der Finanzstabilität. Auf der Nachfrageseite sei daran erinnert, dass in den 1960er Jahren sowohl die Geldpolitik als auch die Fiskalpolitik „feingesteuert“ wurden, um die Konjunktur zu stabilisieren und die Arbeitslosigkeit zu verringern. In der Folge führte die Erkenntnis, dass solche Maßnahmen kostspielige längerfristige Konsequenzen haben, zu Geldmengensteuerung, zu Inflationszielen und zu Initiativen für längerfristige Konzepte auch in der Fiskalpolitik.

Ohne diese längerfristigen Konzepte grundlegend zu ändern, sollte nun darüber nachgedacht werden, wie sie angepasst werden könnten, um einer weiteren Komplikation Rechnung zu tragen. Die im Laufe der Zeit wachsenden Schuldenstände im Inland wie international können letztlich nämlich ebenfalls – oftmals kostspielige – volkswirtschaftliche Probleme hervorrufen. Es sei nur daran erinnert, wie lange Japan und Ostasien brauchten, um sich von Finanzkrisen zu erholen. Jüngste Maßnahmen einer Reihe von Zentralbanken, teils als Reaktion auf kreditinduzierte Preisanstiege beim Wohneigentum, zeigen, dass dieses Problem zunehmend erkannt wird. Zwar wird es schwierig sein, hier konkrete Leitlinien zu formulieren, da es keine eindeutigen Maßstäbe dafür gibt, wann das Kreditwachstum, die Schuldenstände oder die Preise von Vermögenswerten „zu hoch“ sind. Es steht jedoch so viel auf dem Spiel, dass erhebliche analytische Anstrengungen ganz sicher gerechtfertigt sind.

In diesen Schlussbemerkungen geht es um zwei Dinge. Erstens werden die derzeitigen Risiken für die Weltwirtschaft untersucht, insbesondere die Konsequenzen der binnen- und außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte, und es werden die Maßnahmen betrachtet, die dazu beitragen könnten, diese Risiken zu mindern. Zweitens werden Überlegungen angestellt, ob ein längerfristiger Rahmen notwendig ist, der helfen könnte, das Entstehen finanzieller Ungleichgewichte von vornherein zu verhindern. Auf nationaler Ebene lautet die Frage, ob es sich lohnt, ein Gesamtkonzept für die Finanzstabilität

einzuführen. Auf internationaler Ebene ist zu überlegen, ob Verbesserungen des internationalen Währungssystems notwendig sind, um ein Gegengewicht zur Verfolgung rein nationaler Interessen zu schaffen.

## Rechtfertigen die jetzigen Ungleichgewichte ein makroökonomisches Handeln?

Einigkeit darüber zu erzielen, dass die Weltwirtschaft unmittelbar vor „Problemen“ steht, wäre sehr schwierig. Dass es gewisse „Ungleichgewichte“ gibt, ist dagegen schon weniger umstritten. Die Zahl der Indikatoren, die mittlerweile alle gleichzeitig eine deutliche Abweichung von der langfristigen Norm signalisieren, lässt sich einfach nicht ignorieren. Auf nationaler Ebene verlangen z.B. die sich weiterhin um null bewegend realen Leitzinsen in vielen Industrieländern und den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens Aufmerksamkeit. Die Nominalrenditen langfristiger Anleihen, die Kreditrisikoprämien und die Maße für die Marktvolatilität sind bemerkenswert niedrig. Die Sparquote der privaten Haushalte ist in zahlreichen Industrieländern seit einiger Zeit steil abwärts gerichtet, und die Schuldenstände haben Rekordhöhe erreicht. Die Preise für Wohneigentum waren in vielen Ländern nie höher als jetzt, und in China ist die Investitionsquote auf sage und schreibe 50% des BIP gestiegen. Auch die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte sind so hoch wie noch nie seit dem Zweiten Weltkrieg. All diese Größen könnten durchaus wieder zum langfristigen Mittelwert zurückkehren, mit entsprechenden Folgen für das weltweite Wirtschaftswachstum. Eine solche Korrektur könnte sich allmählich – und möglicherweise reibungslos – vollziehen, sie könnte jedoch auch abrupt und folgenschwer sein. Was geschieht, wird vor allem durch Wechselwirkungen zwischen der Real- und der Finanzwirtschaft bestimmt werden, die wir – seien wir ehrlich – nicht völlig durchschauen.

Was kann getan werden, um diese binnen- und außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte anzugehen? Bei nationalen Ungleichgewichten ist es natürlich möglich, die Zinsen anzuheben, um einen Abbau der langfristigen Engagements zu bewirken. Dabei entsteht jedoch automatisch ein potenzieller Konflikt hinsichtlich eher traditioneller kurzfristiger Ziele, nämlich niedriger Arbeitslosigkeit und der Vermeidung übermäßiger Disinflation. Auch bei außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten gibt es viele Zielkonflikte. Beispielsweise könnte eine Straffung der Fiskalpolitik in den Defizitländern zwar helfen, die Probleme der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte zu reduzieren, sie könnte aber auch eine unerwünscht hohe Arbeitslosigkeit zur Folge haben. Unter solchen Umständen bleibt vielleicht nur, auf günstigen Wind zu hoffen, d.h. längerfristige Ungleichgewichte dann zu verringern, wenn sich die Gelegenheit ergibt, ohne jedoch andere Ziele zu gefährden.

In den USA wird die Geldpolitik – vor dem Hintergrund einer expandierenden Wirtschaft – bereits maßvoll gestrafft. Zwar sind die Hauptgründe hierfür eine steigende Kapazitätsauslastung und Bedenken wegen der Inflationsaussichten, doch leisten die höheren Zinssätze auch eine willkommene Unterstützung beim Abbau der binnenwirtschaftlichen Ungleichgewichte. Die US-Wirtschaft ist mittlerweile wohl allzu stark von den Verbraucheraus-

gaben, der Kreditaufnahme und der Kapitalabschöpfung aus Wertsteigerungen beim Wohneigentum abhängig – zu stark vor allem deshalb, weil ein Anstieg der Wohnimmobilienpreise das Volksvermögen in geringerem Maße erhöht als Investitionen aus Ersparnissen bzw. Produktivitätssteigerungen. Höhere Preise für Wohnimmobilien kommen den Eigentümern zugute, aber die Kosten für Wohnraum sind für alle gestiegen. Aus dieser Perspektive betrachtet, ist die US-Wirtschaft weit größeren Risiken ausgesetzt, als es scheinen mag.

Doch selbst bei der derzeit robusten Verfassung der US-Wirtschaft muss die Straffung behutsam erfolgen. Eine Unsicherheit betrifft den wahrscheinlich stärkeren Einfluss der Preise von Vermögenswerten, insbesondere von Wohneigentum, im Transmissionsmechanismus. Die Erfahrungen des Vereinigten Königreichs und Australiens können hier vielleicht als Anhaltspunkt dienen. Ebenso wie in den Niederlanden vor einigen Jahren haben sich die Preise für Wohneigentum in diesen beiden Ländern unter dem Eindruck höherer Leitzinsen stabilisiert, und das Wachstum der Verbraucherausgaben hat bereits begonnen, sich abzuschwächen. Eine weitere Komplikation besteht darin, dass höhere Leitzinsen auch die Unternehmensinvestitionen bremsen könnten. Glücklicherweise haben die Unternehmen ihre Schuldenlast in den letzten Jahren recht erfolgreich verringert und weisen sowohl hohe Gewinne als auch reichlich Liquidität aus. Allerdings ist die gegenwärtige Belebung der Investitionen immer noch weit weniger ausgeprägt als in früheren Konjunkturzyklen.

Ein weiterer Grund zur Besorgnis ist, dass Straffungen zu Störungen an den Finanzmärkten führen können, wenn Positionen, die im Zuge des Renditestrebens eingegangen wurden, plötzlich aufgelöst werden. Bisher ist das nicht passiert, was wahrscheinlich damit zusammenhängt, dass die Federal Reserve ihre zukünftigen Absichten klar kommuniziert. Unsicherheiten bleiben jedoch bestehen. Sollte der Inflationsdruck letztlich stärker sein, als derzeit erwartet wird, müssen die Leitzinsen möglicherweise rascher angehoben werden. In diesem Fall könnte der Markt trotzdem überrascht werden. Denkbar ist auch, dass die – obwohl nicht ohne Wenn und Aber formulierten – Äußerungen der Federal Reserve über ihre künftigen Absichten einige Spekulanten veranlasst haben, ihre Positionen angesichts der sich verengenden Carry-Trade-Margen stärker fremdzufinanzieren, um ihre Renditen zu wahren. Das würde bedeuten, dass weitere Auflösungen von Positionen, womöglich in erheblichem Ausmaß, noch bevorstehen.

In einer Reihe anderer wichtiger Volkswirtschaften wären noch größere Schwierigkeiten damit verbunden, die Zinssätze wieder auf ein üblicheres Niveau heraufzuführen. In Kontinentaleuropa und Japan spricht das weiterhin gedämpfte Wirtschaftswachstum gegen höhere Zinssätze. In Japan konnte die Deflation noch nicht endgültig überwunden werden, sodass Zinssteigerungen allein schon deshalb nicht angebracht sind. Für Zinserhöhungen in Europa gilt aufgrund der disinflationären Effekte der Euro-Aufwertung das Gleiche. Es ist anzumerken, dass die Verschuldung des privaten Sektors in Japan nicht steigt, sondern weiter sinkt, während sie in Kontinentaleuropa weder so schnell angestiegen noch so allgemein verbreitet ist wie in den USA. Trotzdem äußerte die EZB wiederholt ihre Besorgnis angesichts der Wachstumsraten der

Geldmengen- und Kreditaggregate und des steilen Anstiegs der Preise für Wohneigentum in vielen Teilen des Euro-Raums.

In anderen asiatischen Ländern könnte es leichter sein, die Leitzinsen anzuheben. Hier zeichnet sich ein etwas stärkerer Inflationsdruck ab, und die Wirtschaft wächst sehr rasch. Außerdem geben die steigenden Immobilienpreise in einer Reihe von Ländern Anlass zur Sorge, ebenso wie die Tatsache, dass die Banken sich zunehmend auf Verbraucherkredite stützen. Angesichts der höheren Zinssätze in den USA würde eine Straffung in Asien die Wechselkurse der asiatischen Währungen gegenüber dem Dollar zudem weniger stark beeinflussen. Dennoch herrscht in Asien trotz der in letzter Zeit soliden Wachstumsraten vielfach Besorgnis, ob das Wirtschaftswachstum robust genug ist und ob der Unternehmenssektor und die Banken höhere Zinssätze verkraften werden. In China wurde im letzten Jahr nur ein leichter Zinsanstieg zugelassen, da die Verbraucherausgaben gesteigert und weitere Kapitalzuflüsse verhindert werden sollten. Obwohl eine Überhitzung bei den Anlageinvestitionen offensichtlich ist, dürften die chinesischen Behörden weiterhin versuchen, dies durch andere Maßnahmen in den Griff zu bekommen. Leider steht nicht fest, ob das gelingen wird. Ebenso wie in den USA stellt sich in Asien dann die Frage, ob eine ungenügende Straffung der Geldpolitik eine Inflation, wachsende binnenwirtschaftliche Ungleichgewichte oder gar beides zur Folge haben wird.

Bezüglich der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte ist das sich ausweitende US-Leistungsbilanzdefizit ein gravierendes längerfristiges Problem. Es könnte nämlich letztlich einen plötzlichen Einbruch des Dollars, entsprechende Turbulenzen an anderen Finanzmärkten und sogar eine Rezession auslösen. Gleichermaßen beunruhigend – und vielleicht weniger weit entfernt – ist die Möglichkeit, dass neue protektionistische Tendenzen entstehen könnten. Das Leistungsbilanzdefizit ist größer als je zuvor, die Auslandsverschuldung wächst rasch, das Defizit wird immer mehr über den öffentlichen Sektor finanziert, und die US-Kreditaufnahme fließt zumeist nicht in Investitionen, sondern in den Konsum. All das lässt befürchten, dass es irgendwann zu Problemen kommen wird. Diese würden zudem angesichts der wechselseitigen Abhängigkeiten der modernen Finanzmärkte wahrscheinlich nicht auf den Dollar beschränkt bleiben. Eine höhere Risikoprämie für Vermögenswerte in US-Dollar könnte einen Anstieg der langfristigen Zinssätze und der übrigen Risikoprämien nach sich ziehen, mit Konsequenzen für die Preise jeglicher Vermögenswerte.

Zu sagen, dass eine solche Entwicklung unmittelbar bevorsteht, wäre jedoch falsch. Die USA verzeichnen zwar seit Jahren eine steigende Nettoauslandsverschuldung, ihre Anlagen im Ausland werfen aber insgesamt immer noch höhere Erträge ab als die Anlagen der übrigen Welt in den USA. Da die Verbindlichkeiten der US-Schuldner fast ausschließlich auf Dollar und die Vermögenswerte auf andere Währungen lauten, führt außerdem ein Dollarrückgang automatisch zu einem deutlichen Rückgang der ausgewiesenen Nettoverschuldung. Ausländische Währungsbehörden schließlich, die den US-Dollar durch Interventionen stützen, haben viele gute Gründe, dies auch weiterhin zu tun. Somit sollte einige Zeit vorhanden sein, damit Maß-

nahmen zur Verringerung der bestehenden Ungleichgewichte ihre Wirkung entfalten können. Es kann aber durchaus sein, dass diese Zeit knapp wird.

Was kann die Wirtschaftspolitik zum gegenwärtigen Zeitpunkt tun? Die Lehrbuchantwort – vor dem Hintergrund der abnehmenden Kapazitätsreserven – lautet, dass die Defizitländer die Wachstumsrate der Inlandsausgaben unter die der Inlandsproduktion senken müssten. Eine reale Abwertung ihrer Währungen zuzulassen würde ihre Wettbewerbsfähigkeit steigern und außerdem einen Anreiz schaffen, die Produktion von nicht handelbaren zu handelbaren Gütern zu verlagern. In den Überschussländern wäre das Umgekehrte vonnöten, also höhere reale Wechselkurse und größere Inlandsausgaben. Diesen theoretischen Konzepten für wirtschafts- und strukturpolitische Maßnahmen sind jedoch die Sachzwänge und Abwägungen der realen Welt gegenüberzustellen.

Für die USA ist der Zielkonflikt wahrscheinlich am geringsten. Potenzielle Inflation, binnenwirtschaftliche Ungleichgewichte und das Leistungsbilanzdefizit verlangen alle nach einer Reduzierung der Inlandsausgaben. Mit Blick auf die Höhe des Haushaltsdefizits bieten sich als erster Schritt natürlich Ausgabenkürzungen und Steuererhöhungen an. Die Regierung hat zwar ein Ziel für die Verringerung des Defizits festgelegt, aber noch fehlen die konkreten Maßnahmen zur Umsetzung. Das ist bedauerlich, denn ohne ein rasches Handeln der Fiskalpolitik wird die Anpassungslast verstärkt auf der Geldpolitik liegen. Höhere Zinssätze würden durchaus dazu beitragen, den seit zehn Jahren andauernden Rückgang der Ersparnis der privaten Haushalte umzukehren, was den eigentlichen Schlüssel zur Verringerung des Leistungsbilanzdefizits darstellt. Bei einer zu großen Belastung der Geldpolitik drohen jedoch alle oben beschriebenen folgenschweren Übergangsprobleme.

Die Überschussländer in Kontinentaleuropa und Asien stehen bei ihren Überlegungen, wie die Inlandsnachfrage durch makroökonomische Instrumente belebt werden könnte, vor tiefgreifenderen Zielkonflikten. In beiden Regionen, wenngleich in Asien wohl mit größerer Berechtigung, gibt es weiterhin Bedenken, den von den höheren Rohstoffpreisen ausgehenden Inflationsdruck noch zu verstärken. Zudem scheinen die kurzfristigen Notwendigkeiten und die längerfristigen Überlegungen einander zu widersprechen. In Europa stellen sich beispielsweise dem Einsatz der Fiskalpolitik unmittelbar die hohen Schuldenstände, der demografische Druck und der Stabilitäts- und Wachstumspakt entgegen. Seinen fiskalpolitischen Spielraum hat Europa eigentlich schon vor einigen Jahren ausgeschöpft. In Asien – natürlich mit Ausnahme Japans – sieht die Haushaltsslage auf den ersten Blick generell günstiger aus. In vielen Ländern, und insbesondere in China, sind aber die Kosten, die die Sanierung der Finanzsysteme für die Steuerzahler mit sich bringt, eine zusätzliche Einschränkung, die nicht ignoriert werden darf. Gegen eine lockerere Geldpolitik wiederum sprechen nicht nur die anhaltenden Bedenken wegen der Inflation, sondern auch die Tatsache, dass eine allgemeine Straffung notwendig ist, um die oben beschriebenen längerfristigen binnenwirtschaftlichen Ungleichgewichte abzubauen. Solche Zielkonflikte erklären, weshalb Zentralbankbeobachter in manchen Ländern nicht nur über Zeitpunkt und Ausmaß der geldpolitischen

Schritte debattieren, sondern zum ersten Mal seit Jahrzehnten sogar über ihre Richtung.

Auch Wechselkursveränderungen sind ein zweiseitiges Schwert. Bisher hat der Dollar in geordneter Weise abgewertet, im Wesentlichen aber gegenüber wirklich frei schwankenden Währungen. Im Ergebnis steht der Dollar real effektiv jetzt nicht niedriger als im Durchschnitt der letzten 30 Jahre. Mit Blick darauf, wie wenig das US-Außenhandelsdefizit bisher auf die Dollarabwertung reagiert hat, teilweise bedingt durch die begrenzte Überwälzung auf die Inlandspreise, scheint eine gewisse weitere Abwertung fast unvermeidbar. Eine Aufwertung würde sich beim chinesischen Renminbi aufdrängen, ebenso wie bei anderen asiatischen Währungen, die sich an ihm orientieren. Zwar haben die chinesischen Behörden gute Gründe, eine Aufwertung mit Besorgnis zu betrachten – nämlich die Verfassung des Finanzsystems und die Einkommensentwicklung der inländischen Landwirtschaft –, doch wären hier wirtschaftspolitische Maßnahmen im Inland das geeignetere Mittel. Eine größere Flexibilität der Wechselkurse würde auch helfen, die massiven Kapitalzuflüsse zu bremsen; diese tragen zu den wachsenden binnenwirtschaftlichen Ungleichgewichten bei, die die Nachhaltigkeit der langen Expansion der chinesischen Wirtschaft bedrohen. Außerdem würde größere Wechselkursflexibilität der Geldpolitik mehr Spielraum für die Bekämpfung der Inflation im Inland geben.

Veränderungen der realen Wechselkurse sind ein Anreiz für Verschiebungen der Ressourcen zwischen den handelbaren und den nicht handelbaren Gütern. Hindernisse für einen solchen Ressourcenausgleich sollten aus dem Weg geräumt werden. Unabhängig von der Situation im Außenhandel wären Strukturveränderungen in den Ländern mit aufwertender Währung auch im jeweiligen nationalen Interesse. In Japan gilt es die Dienstleistungsbranchen von erdrückenden Regulierungen zu befreien, die die Gewinne beeinträchtigen, und es ist eine größere Bereitschaft notwendig, insolvente Unternehmen im Sektor der handelbaren Güter zu schließen. In Kontinentaleuropa ist der Anpassungsbedarf vielleicht am größten, denn hier ist die Preisgestaltung bei vielen Dienstleistungen durch Regulierung eingeschränkt, die relativen Löhne sind unflexibel, und die Lohnnebenkosten sind hoch. Diese Hindernisse sollten beseitigt werden. In China liegt der Anteil der Dienstleistungen am BIP ungefähr bei 30%. Brasilien weist im Vergleich dazu einen Anteil von rund 50% auf. Daran zeigt sich, dass die Erblast der zentralen Planwirtschaft noch weiter überwunden werden muss, um die Produktion nicht handelbarer Güter zu fördern.

Die USA schließlich verfügen über eine besonders flexible Produktionsstruktur im Inland, doch sind auch hier viele Anpassungen nötig. Die verarbeitende Industrie zu verjüngen wird nicht leicht sein, denn sie ist auf nur noch 10% des BIP geschrumpft, und die Gewinne in diesem Bereich sind nach wie vor verhalten. Dass der Sektor der handelbaren Güter an der jüngsten Belebung der Investitionen in den USA bisher kaum teilhatte, ist ebenfalls entmutigend. Das vielleicht größte Hindernis für eine Ausweitung der Produktion handelbarer Güter und Dienstleistungen in den USA ist der Eindruck einer bedrohlichen Konkurrenz aus China, Indien und anderen aufstrebenden Volks-

wirtschaften. Zugegebenermaßen ist jetzt nicht der beste Moment, um Anteile am Weltmarkt zurückzugewinnen.

Selbst wenn in etwa klar ist, was geschehen muss, um die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte zu beheben, scheint zugleich klar zu sein, dass vieles davon in naher Zukunft einfach nicht geschehen wird. Ein Grund dafür sind nationale Zielkonflikte, wie sie oben beschrieben wurden. Sogar Maßnahmen zur – national wie international wünschenswerten – Verringerung des US-Haushaltsdefizits könnten durchaus politischem Gerangel und tief verwurzelten Interessen zum Opfer fallen. Schlimmer noch ist es, wenn die einen die anderen für die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte verantwortlich machen und die eigene Schuld bestreiten; derweil werden womöglich die Finanzmärkte destabilisiert und die Probleme verschärft, um deren Lösung man sich eigentlich bemühen sollte. Es gibt jedoch auch allgemeinere Gründe. Systemweite Aspekte erhalten nicht genügend Aufmerksamkeit, und es wird zu wenig erkannt, dass ein Handeln im Eigeninteresse möglicherweise alles andere als optimal ist. Notwendig ist derzeit ein wirklicher Dialog aller, die von diesen außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten betroffen sind. Ein jeder muss jetzt einige unangenehme Kompromisse eingehen, um noch unangenehmere Alternativen in der Zukunft zu vermeiden.

### Längerfristige Konzepte für die systemweite Finanzstabilität

Es ist eine Sache, Probleme anzugehen, wenn sie entstehen. Eine ganz andere Sache ist es, die Rahmenbedingungen so zu gestalten, dass es gar nicht erst zu Problemen kommt. Die fundamentalen Veränderungen des weltweiten Wirtschafts-, Finanz- und Währungssystems, die in der Einleitung dieses Jahresberichts aufgezeigt wurden, haben zweifelsohne vielfältigen wirtschaftlichen Nutzen gebracht. Die Wechselbeziehungen unter ihnen führen jedoch immer wieder zu Störungen. Die Herausforderung besteht nun darin, die nachhaltigen Steigerungen der wirtschaftlichen „Effizienz“ mit etwaigen Schritten zur Verringerung der Kosten dieser Störungen zu verbinden.

#### *Auf dem Weg zu einem nationalen Gesamtkonzept für die Finanzstabilität?*

Wenn ein Gesamtkonzept für die Finanzstabilität eingeführt werden sollte, müsste ein Grundprinzip darin bestehen, dass sowohl die Aufsichts- als auch die Geldpolitik im Konjunkturzyklus symmetrischer angewandt werden. Dieser Vorschlag steht in Analogie zu der fiskalpolitischen Lehrbuchforderung, im Aufschwung Überschüsse zu erzielen, um für einen gewissen Spielraum zu sorgen. Für die Aufsichtspolitik bedeutet eine größere Symmetrie, dass in guten Zeiten mehr Eigenkapital aufgebaut werden sollte. Das würde nicht nur helfen, eine übersteigerte Kreditvergabe zu bremsen, sondern würde es auch ermöglichen, dieses Eigenkapital in schlechten Zeiten bis zu einem gewissen Punkt abzubauen, um die Auswirkungen von Kreditengpässen auf die Volkswirtschaft abzufedern. Eine Straffung der Geldpolitik angesichts übermäßigen Kreditwachstums würde ebenfalls die schlimmsten Übersteigerungen eindämmen und könnte verhindern, dass später eine

radikale Lockerung notwendig wird, die zur Folge haben könnte, dass die Leitzinsen an die Untergrenze Null stoßen. Dies wäre sehr vorteilhaft für den Fall, dass in einem solchen Umfeld unerwünschte disinflationäre Tendenzen entstehen.

In der Praxis könnte eine symmetrischere Aufsichtspolitik auf verschiedene Art und Weise umgesetzt werden. Wären die Aufsichtsinstanzen überzeugt, dass die Systemrisiken gefährlich ansteigen, könnten sie diskretionäre Maßnahmen ergreifen und die Liquiditätsquoten, Beleihungsquoten, Sicherheitenanforderungen, Mindesteinschüsse und Tilgungsfristen straffen. Noch vor einigen Jahren wurden solche Maßnahmen von Zentralbanken in den Industrieländern in der Tat öfter eingesetzt, und in jüngerer Zeit waren sie in Hongkong SVR und andernorts erfolgreich. Wäre die Aufsicht dagegen skeptischer, was ihre Voraussage von Stressereignissen betrifft, dann könnte sie eher mit einigen einfachen Indikatoren arbeiten, um ein umsichtigeres Verhalten zu fördern. Mittels Richtwerten für das Kreditwachstum oder die Preissteigerungen von Vermögenswerten könnten im Prinzip die Risikobewertung, die Bildung von Verlustrückstellungen (für erwartete Verluste) oder der Aufbau von Eigenkapital (für unerwartete Verluste) beeinflusst werden. In Spanien gibt es bereits ein System „dynamischer Verlustrückstellungen“: Die Rückstellungen müssen mit den Kreditvolumina steigen, weil davon ausgegangen wird, dass die über den gesamten Konjunkturzyklus gemessenen Verluste in Zukunft ähnlich hoch sein werden wie in der Vergangenheit.

Auch für eine symmetrischere Geldpolitik sind entweder diskretionäre Maßnahmen oder einfache normative Indikatoren denkbar. Ein Beispiel für diskretionäres Vorgehen sind die Erklärungen der Bank of England wie auch der Reserve Bank of Australia im letzten Jahr, dass bei ihren jeweiligen Zinserhöhungen neben dem starken Wachstum der Nachfrage auch Bedenken wegen steigender Wohnimmobilienpreise und Schuldenstände eine Rolle gespielt hatten. Aus ähnlichen Gründen senkte die Sveriges Riksbank die Zinssätze nicht so weit, wie es angesichts der Unterschreitung ihres Inflationsziels zu erwarten gewesen wäre. Als Beispiel für die Verwendung normativer Indikatoren ließe sich der 2-Säulen-Ansatz der EZB nennen. Hier wäre jedoch vielleicht eher angebracht, Geldmengen- und Kreditdaten einzusetzen, um nicht nur dem Inflationsdruck entgegenzuwirken, sondern Übersteigerungen im Finanzsektor generell.

Konkret ist es sehr schwer festzustellen, wann sich finanzielle Ungleichgewichte aufbauen, von denen erhebliche gesamtwirtschaftliche Kosten zu erwarten sind. Eine systemorientierte Ausrichtung dürfte aber mindestens dafür sorgen, dass die Aufmerksamkeit in die richtige Richtung gelenkt wird. Diejenigen, die sich mit Schwachstellen im Finanzsektor beschäftigen, würden sich dadurch stärker auf Bereiche konzentrieren, wo Stressinflüsse mit größerer Wahrscheinlichkeit auf andere übergreifen. Das heißt z.B., dass Banken – als diejenigen, die Liquidität bereitstellen – zu Recht mehr Aufmerksamkeit erhalten sollten als manche andere Institute und dass größere Institute stärker zu überwachen sind als kleine. Um diese externen Effekte zu berücksichtigen, müssten die Aufsichtsstandards für solche Institute bei sonst gleichen Voraussetzungen möglicherweise durchaus strenger sein. Angesichts

der wachsenden Bedeutung der Märkte für die Finanzierung und den Transfer von Risiken gälte es außerdem, die Marktüberwachung und die Evaluierung struktureller Entwicklungen weiter zu verbessern. Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssysteme schließlich sind definitionsgemäß auf das Finanzsystem als Ganzes ausgerichtet, sodass die Überwachung ihres effektiven Funktionierens noch wichtiger würde.

Die quantitative Messung von Systemungleichgewichten macht ebenfalls Fortschritte. Hinsichtlich der Verfügbarkeit von Daten hat der IWF eine Liste von Indikatoren für die finanzielle Solidität der einzelnen Länder (Financial Soundness Indicators) vorgestellt, die er bei der Beurteilung des Finanzsektors im Rahmen seines Financial Sector Assessment Program nun versuchsweise anwendet. Hinsichtlich der Überwachung beginnen viele Zentralbanken jetzt mit der Evaluierung der Solidität ihres eigenen Finanzsektors und etwaiger Schwachstellen, die sich aus der finanziellen Verfassung des Unternehmenssektors und der privaten Haushalte ergeben. Die Resultate werden zunehmend in Finanzstabilitätsberichten veröffentlicht. Zudem können die Risiken von Banken- und Währungskrisen seit einigen Jahren immer besser anhand quantitativer Modelle beurteilt werden. Maße für binnen- und außenwirtschaftliche Ungleichgewichte, die in der Regel als erhebliche und nachhaltige Abweichungen bestimmter Finanzvariablen von historischen Werten definiert sind, scheinen in der Tat einen gewissen Prognosewert zu besitzen.

Trotz der Fortschritte bei der Beurteilung von Ungleichgewichten bleiben jedoch beträchtliche Unzulänglichkeiten bestehen. Durch eine verbesserte Finanzintermediation sind höhere Schuldenquoten tragfähiger geworden, und das erschwert eine quantitative Beurteilung, wann genau sie die Grenze dieser Tragfähigkeit überschreiten. Zudem sind einige grundlegende Daten tendenziell verzerrt. Externe Ratings, interne Ratings und marktbasiertere Messgrößen des Kreditrisikos dürften alle mitunter von Wellen des Optimismus oder Pessimismus beeinflusst werden. Das kann irreführende Signale über die künftigen Gefahren für die einzelnen Teile des Systems zur Folge haben. Bei Prognosen anhand aggregierter Daten bleiben außerdem die Wechselbeziehungen unberücksichtigt, die bisweilen komplex und nicht immer linear sind. Wir müssen mehr darüber wissen, wie die Risiken innerhalb des Systems verteilt sind und wie groß die Wahrscheinlichkeit ist, dass unterschiedliche Marktteilnehmer in gleicher Weise auf ähnliche Schocks reagieren. Letztlich brauchen wir bessere Möglichkeiten, Stresstests für das Finanzsystem als Ganzes durchzuführen und zu überprüfen, wie die Schocks auf die Realwirtschaft durchschlagen und dadurch weitere Schocks für das Finanzsystem auslösen können, und so weiter. All das wird nicht leicht sein.

Wie würden die für die Finanzstabilität Verantwortlichen reagieren, wenn sich die zuständigen Stellen einig wären, dass ein problematisches Ungleichgewicht im Entstehen sei? Der erste Schritt wären wohl konzertierte Äußerungen der Besorgnis. Die Drohung einer stabilitätspolitischen Reaktion könnte sowohl Gläubiger als auch Schuldner veranlassen, ihre Anlagestrategien zu überprüfen. Sollte tatsächlich der Bedarf eines diskretionären Eingreifens gesehen werden, dürften zuerst regulatorische Maßnahmen gewählt werden, falls der Eindruck bestünde, dass das Finanzsystem in irgendeiner

Weise beeinträchtigt wäre. Eine wichtige neue Erkenntnis für die Aufsicht – im Hinblick auf das Funktionieren des Systems als Ganzes – ist hier, dass das Problem unzulässiger Verallgemeinerungen angemessen berücksichtigt werden müsste: Die richtige Empfehlung für ein einzelnes Institut kann für das System insgesamt falsch sein. Dagegen könnte statt regulatorischer Maßnahmen als Erstes die Geldpolitik eingesetzt werden, wenn sich die Bedenken vor allem auf die wachsenden Verbindlichkeiten der Schuldner bezögen, die Verfassung des Finanzsystems selbst aber noch als gut beurteilt würde.

Was die institutionellen Vorkehrungen betrifft, so besteht das größte Problem der Trennung von Aufsicht und Zentralbank darin, dass Fragen der systemweiten Finanzstabilität auf der Strecke bleiben könnten. Das heißt, die beteiligten Stellen erkennen zwar die entstehenden Probleme, gehen aber davon aus, dass jemand anders sich darum kümmern wird. Um dem vorzubeugen, könnten z.B. hochrangige Vertreter von Zentralbanken, Aufsichtsinstanzen und Finanzministerien regelmäßig zusammentreffen, um Entwicklungen zu beobachten und Probleme zu erörtern. Auf internationaler Ebene besteht interessanterweise bereits ein solches Gremium, nämlich das Forum für Finanzstabilität, doch in vielen Ländern gibt es kein nationales Pendant. In Ländern, wo ähnliche instanzübergreifende Gremien eingerichtet wurden, um Krisenmanagement und -überwindung zu erleichtern, wäre es am einfachsten, deren Mandat um die Krisenprävention zu erweitern.

Welche Hindernisse stehen einem solchen Konzept in der Praxis entgegen, und wären sie zu beseitigen? Das größte Hindernis wäre vielleicht einfach die fehlende Überzeugung, dass nationale Ungleichgewichte tatsächlich Risiken für die Wirtschaft oder das Finanzsystem bedeuten können, gepaart mit Zweifeln, ob sie je ex ante erkennbar wären – ein neues Konzept wäre nach dieser Argumentation weder notwendig noch funktionsfähig. Der erstgenannte Einwand könnte jedoch entkräftet werden, wenn eine Minimax-Optimierungs-Strategie Akzeptanz fände, die in einem Umfeld großer Unsicherheit mehr Gewicht darauf legen würde, das Schlimmste zu verhüten. Der Rechtfertigungsdruck würde dann nämlich bei denen liegen, die bereit sind, die längerfristigen Risiken einer Politik in Kauf zu nehmen, die stark von historischen Werten abweicht. Und das Erkennen von Ungleichgewichten würde sicherlich erleichtert, wenn die – leider offenbar ständig zunehmenden – historischen Daten über Finanzkrisen näher erforscht würden.

Was würde die Aufsicht im Einzelnen davon abhalten, nach dem vorgeschlagenen Stabilitätskonzept vorzugehen? Ein Problem ist, dass – nach jahrzehntelangem Fokus auf die Einzelinstitute – vielleicht nicht alle Aufsichtsinstanzen die Überzeugung teilen, dass es auch dann zu Instabilität im Finanzsektor kommen kann, wenn die einzelnen Institute in guter Verfassung zu sein scheinen. Ein zweites ist, dass sie zumeist nicht die Befugnisse haben, von denen oben ausgegangen wurde. Was das erste Problem betrifft, so hat sich die Aufsichtskultur bereits erheblich gewandelt, und sie könnte sich noch weiter entwickeln, wenn ein regelmäßigerer Austausch mit anderen stattfände, die sich mit diesen Systemfragen ebenfalls beschäftigen. Und was das zweite Problem angeht, so könnten diese Befugnisse übertragen werden, wenn die Gesetzgeber überzeugt würden, dass dies wünschenswert wäre. Das mag zwar

unwahrscheinlich aussehen, doch es sei daran erinnert, dass es in den 1960er und 1970er Jahren sehr wenig öffentliche Unterstützung für die Inflationsbekämpfung gab. Heute dagegen ist nahezu unumstritten, dass eine solche Politik erstrebenswert ist.

Und die Zentralbanken? Welche spezifischen Überlegungen könnten sie daran hindern, das neue Gesamtkonzept zu befolgen? Zuerst und vor allem könnten sie es im Widerspruch zu dem Bestreben sehen, die Inflation auf niedrigem positivem Niveau zu stabilisieren; das wäre konkret der Fall, wenn die Inflation unter Kontrolle wäre, die Geldpolitik nach dem neuen Konzept aber gestrafft werden müsste. Zunächst ist da vielleicht die Frage zu stellen, ob die Beibehaltung einer niedrigen positiven Inflation angesichts anhaltender positiver Angebotsschocks tatsächlich wünschenswert ist. Diese analytische Frage wurde in der Zeit zwischen den beiden Weltkriegen lebhaft diskutiert und verdient es, wieder aufgegriffen zu werden. Doch selbst unter der Annahme, dass dieses Ziel aufrechterhalten wird, wäre es wohl nicht so schwierig, die derzeitigen inflationsorientierten Strategien so anzupassen, dass sie die Bedenken hinsichtlich nationaler finanzieller Ungleichgewichte berücksichtigen. Bei einem anfangs niedrigen Inflationsniveau finanziellen Übersteigerungen gegenzusteuern ist nichts anderes, als so lange gegen eine Deflation zu kämpfen, wie es die Rückbildung der Übersteigerungen erfordert. In der Praxis könnte eine Zentralbank ihre Geldpolitik wohl meistens genauso betreiben wie heute. Durch ihre öffentlich sichtbare Überwachung von Indikatoren für Schwachstellen im Finanzsystem würde sie jedoch gleichzeitig deutlich machen, dass die Geldpolitik gelegentlich so gestaltet werden muss, dass sie diesen längerfristigen Bedenken hinsichtlich der Preisstabilität Rechnung trägt.

#### *Auf dem Weg zu einem internationalen Gesamtkonzept für die Finanzstabilität?*

Eigentlich ist es merkwürdig, dass die nationalen Finanzungleichgewichte nicht weiter oben auf der Prioritätenliste stehen, denn auf internationaler Ebene sind Ungleichgewichte seit Jahrhunderten Anlass zur Sorge. Frühere Regelungen des internationalen Währungssystems waren sogar gezielt daraufhin konzipiert, solche Ungleichgewichte nicht bedrohlich außer Kontrolle geraten zu lassen. Der Goldstandard beispielsweise sah eine (nicht immer reibungslos verlaufende) automatische Anpassung von Ungleichgewichten im Außenhandel vor. Angesichts der sogenannten unmöglichen Trinität behielten die Länder einen festen Wechselkurs und freien Kapitalverkehr bei, mussten aber im Interesse der Systemdisziplin ihre geldpolitische Unabhängigkeit aufgeben. Im Bretton-Woods-System behielten sie feste Wechselkurse und eine unabhängige Geldpolitik, verzichteten aber auf den freien Kapitalverkehr. Der IWF spielte im Wesentlichen die Rolle des „Schiedsrichters“, der insbesondere auf die Länder mit hohem Leistungsbilanzdefizit einwirkte. Später, nachdem die zunehmend liberalisierten Kapitalströme dem Bretton-Woods-System ein Ende bereitet hatten, galten flexible Wechselkurse als der Mechanismus, der Ungleichgewichte im Außenhandel reduzieren würde, bevor sie übermäßig hoch wurden. Mit Blick auf die Höhe der jüngsten

Leistungsbilanzungleichgewichte, vor allem des US-Leistungsbilanzdefizits, wird dieser Mechanismus nun immer öfter in Frage gestellt. Wie bereits erwähnt bestehen die wesentlichsten Bedenken darin, dass ein Einbruch der Nachfrage nach Dollarvermögenswerten Instabilität an den weltweiten Finanzmärkten verursachen könnte oder dass sich protektionistische Tendenzen ausbreiten.

Dies wirft die Frage auf, welche Merkmale des derzeitigen internationalen Währungs- und Finanzsystems zu dieser Situation beigetragen haben und wie sie verändert werden könnten, um künftige Probleme zu vermeiden. Eigentlich geht es wohl darum, dass wir kein System mehr haben, das die Länder in irgendeiner Weise zwingt, den Grad der heimischen Absorption – und entsprechend den Wechselkurs – so anzupassen, dass die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte auf geordnete Weise abgebaut werden. Eine Reihe wichtiger Gläubigerländer, vor allem in Asien, haben beträchtliche Maßnahmen ergriffen, um den Wert ihrer Währungen gegenüber dem Dollar niedrig zu halten. So wird die notwendige effektive Abwärtskorrektur des Dollars verhindert. In Wirklichkeit haben wir also kein reines System flexibler Wechselkurse. Vom Bretton-Woods-System sind wir dennoch weit entfernt. Die Anpassungsgrundsätze des IWF hatten auf die Gläubigerländer nie großen Einfluss, und das gilt heute wohl sogar noch mehr. Zwar ist es prinzipiell denkbar, dass durch Maßnahmen, die mit der Behebung nationaler Ungleichgewichte sowohl in den Gläubiger- als auch in den Schuldnerländern im Einklang stehen, auch die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte abgebaut werden, aber es sollte nicht davon ausgegangen werden. Wahrscheinlich ist es ohnehin nicht. Somit stellt sich die Frage, ob institutionelle Änderungen empfohlen werden können, um den internationalen Anpassungsprozess voranzubringen. Es gibt drei Möglichkeiten.

Erstens könnte darüber nachgedacht werden, zu einem stärker regelbasierten System zurückzukehren. Mehrere Wissenschaftler haben die Einführung einer einheitlichen internationalen Währung vorgeschlagen. Mit Rücksicht auf die unmögliche Trinität würde dies bedeuten, dass die nationalen Währungsbehörden ihre geldpolitische Unabhängigkeit aufgeben und noch bestehende Kapitalverkehrskontrollen abschaffen müssten. Realistischer wäre vielleicht die Empfehlung einiger weniger, relativ formeller Währungsblöcke (z.B. auf der Basis des Dollars, des Euro und des Renminbi/Yen), deren Wechselkurse dann aber natürlich freier gegeneinander schwanken müssten. Allerdings könnte es auch bei einem solchen System durch fehlgeleiteten Optimismus bezüglich des einen oder anderen Währungsblocks zu übermäßigen Kapitalströmen kommen, die dann zu abrupten Wechselkursveränderungen und damit verbundenen internationalen Fehlallokationen von Ressourcen führen. In den asiatischen Volkswirtschaften scheinen sich derzeit ganz konkret formellere Kontakte und Verfahren für die regionale währungspolitische Zusammenarbeit herauszubilden. Von einem Wechselkursmechanismus wie demjenigen, der dem Euro vorausging, sind sie jedoch noch weit entfernt, von einer einheitlichen Währung ganz zu schweigen.

Eine zweite Möglichkeit könnte sein, zu einem Bretton-Woods-ähnlichen System zurückzukehren. Die Geschichte lehrt uns jedoch, dass das nur dann

reibungslos funktionieren würde, wenn der Kapitalverkehr stärker beschränkt wäre, als dies gegenwärtig der Fall ist, und auch das hätte seinen Preis. Außerdem müsste der IWF viel mehr Macht bekommen, um sowohl Gläubiger als auch Schuldner zwingen zu können, ihre Aufgabe im internationalen Anpassungsprozess wahrzunehmen. Das wiederum könnte den Anreiz für die Länder reduzieren, sozusagen als „Versicherung“ massive Reservenbestände zu akkumulieren. Selbstverständlich wäre es nicht leicht, Länder – vor allem große – davon zu überzeugen, auf diese Art und Weise freiwillig ihre Souveränität einzuschränken.

Drittens – und am vielversprechendsten in der realen Welt – könnten informelle kooperative Lösungen erwogen werden, die berücksichtigen, dass Wechselbeziehungen vorhanden sind und dass es Umstände zu vermeiden gilt, die zu systemweiten Störungen führen könnten. Dies würde zumindest erfordern, dass große Gläubigerländer einen regelmäßigen Gedankenaustausch mit den Schuldnern darüber pflegen, ob sich Probleme abzeichnen und welche Maßnahmen helfen könnten, sie zu lösen. Im Kontext der unmöglichen Trinität würde dies bedeuten, dass die Entscheidungsträger in den einzelnen Ländern gelegentlichen Einschränkungen ihres Handlungsspielraums zustimmen müssten. Ähnlich wie bei den Bemühungen um den Abbau nationaler Ungleichgewichte dürfen aber die Hindernisse – bedingt durch Unterschiede in der Einschätzung des Systemrisikos, im kulturellen Umfeld und in den analytischen Modellen sowie einfach durch nationale Interessen – nicht unterschätzt werden.

---

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass alle wirtschaftspolitischen Entscheidungen auch Trade-offs und subjektive Beurteilungen beinhalten, und der Bereich der systemweiten Finanzstabilität bildet da keine Ausnahme. Einerseits haben das stabilere makroökonomische Umfeld der letzten zwanzig Jahre und die ihm zugrundeliegenden Rahmenbedingungen fraglos Vorteile mit sich gebracht. Andererseits sind Belege für sich abzeichnende Spannungen nicht schwer zu finden, und künftige Probleme können nicht ausgeschlossen werden. Hier an dieser Stelle soll gesagt werden, dass finanzielle Ungleichgewichte – im Inland wie auf internationaler Ebene – systematischerer Beachtung bedürfen und dass dies vielleicht durch eine Weiterentwicklung des derzeitigen Handlungsrahmens gewährleistet werden könnte. Zwar gibt es offensichtliche Hindernisse, die dem entgegenstehen, aber diejenigen, die der Überzeugung sind, dass es ein Problem zu bekämpfen gilt, würden sie nicht als unüberwindbar bezeichnen.

