

VIII. Schlussbemerkungen: Risikobewältigung heute und morgen

Jeder hofft wohl, dass wir nächstes Jahr um diese Zeit genauso befriedigt über die Entwicklung der Weltwirtschaft sein werden wie heute. In diese Richtung weisen der Konsens der Prognosen ebenso wie die Prognosen des IWF und der OECD, wobei die Erwartung zum Ausdruck kommt, dass sich das jüngste ausgewogenere Wachstum in den Industrieländern fortsetzt und dass in den aufstrebenden Volkswirtschaften die Inlandsnachfrage eine noch größere Rolle spielen wird. Erfreulich ist auch, dass im Allgemeinen eine weltweit gedämpfte Inflationsentwicklung vorausgesagt wird. Die Finanzmärkte haben sich diesen Optimismus offenbar ebenfalls zu Eigen gemacht. Die – zumindest bis vor sehr kurzer Zeit – niedrige Volatilität deutete sogar darauf hin, dass sie sich ungewöhnlich sicher zu sein schienen. Außerdem wurden die jüngsten Maßnahmen zur Straffung der Geldpolitik in vielen fortgeschrittenen Industrieländern an den Märkten anscheinend als angemessen und eher wachstumsfördernd als -hemmend betrachtet.

Welches sind die gegenwärtigen Risiken?

Hoffentlich haben die Märkte mit ihrer relativ optimistischen Einschätzung Recht. Eine Verschärfung der Kreditbedingungen nach einer so langen Phase der Lockerung könnte jedoch zweierlei Fehler in sich bergen. Erstens wäre möglicherweise eine stärkere und schon früher einsetzende Straffung der Geldpolitik angezeigt gewesen. Dafür könnte sprechen, dass sich ein latenter Inflationsdruck bereits etabliert hat. Auch lässt eine vergleichsweise lockere Geldpolitik weiterhin den Aufbau einer Vielzahl finanzieller „Ungleichgewichte“ zu, die mit der Zeit immer bedrohlicher werden. Beide Überlegungen dürften eine resolutere Straffung der Geldpolitik notwendig erscheinen lassen. Der zweite denkbare Fehler hängt eng hiermit zusammen: Womöglich sind diese Ungleichgewichte inzwischen so groß, dass eine straffere Geldpolitik die Lage zum Kippen bringen könnte und dabei das Wachstum und die Beschäftigung weltweit beeinträchtigt würden. Dies würde für ein maßvolleres Vorgehen der Geldpolitik sprechen. Angesichts der beträchtlichen Unsicherheit und sogar offener Uneinigkeit der Analysten über die jeweilige Wahrscheinlichkeit dieser beiden Szenarien steht nur eines fest: Das nächste Jahr wird für die Geldpolitik nicht leicht werden.

Worauf gründet der Eindruck, dass der Inflationsdruck größer sein könnte, als derzeit angenommen wird? Ein Argument liegt auf der Hand: Sowohl in den USA als auch in Japan wird die Kapazität der jeweiligen Volkswirtschaft von offizieller Seite als nahezu ausgelastet beurteilt, was traditionell Anlass zur

Sorge gibt. Für die USA besteht außerdem das Risiko einer weiteren erheblichen Dollarabwertung, die den Inflationsdruck verstärken könnte. Darüber hinaus wächst die Weltwirtschaft nach wie vor außerordentlich rasch, woraus sich eine letztlich schwer zu kontrollierende Eigendynamik entwickeln könnte. Die Preise für Wohnimmobilien steigen fast überall rapide an, und die Preise für Energie und andere Rohstoffe haben Rekordstände erreicht. Die Löhne in Teilen Chinas und in einigen anderen aufstrebenden Volkswirtschaften weisen ebenfalls einen Aufwärtstrend auf, und die Inflationsrisiken scheinen sich in Asien insgesamt zu erhöhen.

Auch hier gibt es erhebliche Unsicherheiten. Die pessimistische Einschätzung: Sofern die von billigeren Gütern aus aufstrebenden Volkswirtschaften ausgehenden globalen disinflationären Effekte unterschätzt wurden, könnte es auch unerwartet schwerwiegende Folgen haben, wenn dieser Einfluss nachlässt. Zudem besteht eine beträchtliche Unsicherheit, ob die Welt an einem Wendepunkt angelangt ist, an dem sich das Angebot an Öl und Rohstoffen nicht mehr steigern lässt. Das könnte bedeuten, dass die Preise über eine längere Zeit erhöht bleiben, als dies in der Vergangenheit der Fall war. Die optimistische Einschätzung: In den aufstrebenden Volkswirtschaften gibt es noch viele Gegenden, in denen die Kosten niedriger sind, darunter nicht zuletzt Zentral- und Westchina, und die Produktion wird sich letztlich auch dorthin ausweiten. Zudem könnte der technologische Fortschritt durchaus die Tatsache kompensieren, dass neue Rohstoffreserven schwerer zu erschließen sind. So oder so – beide Anpassungsprozesse werden Zeit brauchen. Angesichts der derzeitigen Höhe der weltweiten Nachfrage bestünde in der Übergangszeit das Risiko eines anhaltenden Inflationsdrucks. Außerdem könnte die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken, die in der Vergangenheit vielleicht von günstigen Umständen profitiert hat, auf die Probe gestellt werden. Sie müsste natürlich energisch verteidigt werden.

Und was spricht dafür, dass „Ungleichgewichte“ die optimistische Einschätzung infrage stellen? Es lassen sich ohne Weiteres etliche signifikante und nachhaltige Abweichungen wichtiger gesamtwirtschaftlicher Variablen vom langfristigen Durchschnitt feststellen. Bedenken wegen einer ungeordneten Rückkehr zu „üblicheren“ Werten müssen jedoch relativiert werden, wenn die Abweichung erklärbar und als dauerhaft zu rechtfertigen ist. Leider wird der Erklärungsversuch über solche Fundamentaldaten offenbar weder dem Ausmaß noch der Dauer der ungewöhnlichen aktuellen Umstände gerecht. Eine ergänzende Erklärung wäre, dass diese ungewöhnlichen Entwicklungen mit der über so lange Zeit so reichlichen weltweiten Liquidität zusammenhängen.

Das vielleicht wichtigste Beispiel dafür, dass sich die Entwicklung an den Finanzmärkten mit den Fundamentaldaten nicht hinreichend erklären lässt, ist der Kapitalmarkt in den USA. Als die Leitzinsen stiegen, sank der Langfristzins – das berühmte „Zinsrätsel“. Die in letzter Zeit weiterhin sehr niedrigen Renditenaufschläge auf Staatsanleihen aufstrebender Volkswirtschaften – selbst bei steigenden langfristigen Zinssätzen – lassen sich womöglich auf eine allgemein größere Dynamik der binnenwirtschaftlichen Entwicklung zurückführen. Doch die drastisch verringerte Differenz zwischen den Renditen für höhere bzw. sehr niedrige Bonitäten bleibt rätselhaft. Der beinahe weltweite Höhen-

flug der Aktienkurse und Wohnimmobilienpreise scheint mit den großen Unterschieden bei den inländischen Wachstumsaussichten kaum in Einklang zu bringen zu sein. Der explosionsartige Anstieg der Fusionen und Übernahmen, besonders in Europa, ist ebenfalls nur schwer nachzuvollziehen. Was deutet darauf hin, dass sich die Aussichten auf Wertsteigerungen durch Umstrukturierung plötzlich verbessert hätten, zumal noch immer ein relativ geringes Interesse an neuen Investitionen zu bestehen scheint?

Angesichts des höchsten je verzeichneten Leistungsbilanzdefizits und der beispiellos hohen Verschuldung der privaten Haushalte in den USA bleibt darüber hinaus schwer zu erklären, weshalb der Dollar bis vor sehr kurzer Zeit so stark war. Bei genauer Betrachtung kann keines der derzeit beliebten Argumente – die Bedeutung immaterieller Vermögenswerte („dark matter“), eine informelle „Vernunftehe“ zwischen Schuldnern und Gläubigern und der „inhärente Reiz“ hochrentabler US-Vermögenswerte – überzeugend belegen, dass die aktuellen weltweiten Ungleichgewichte tragbar seien. Um die Widerstandsfähigkeit des Dollars zu erklären, muss wiederum auf die Differenzen bei den kurzfristigen Zinsen, insbesondere die anhaltend niedrigen Zinsen außerhalb der USA, verwiesen werden. Auch hier tragen die monetären Bedingungen zur Lösung des Rätsels bei.

Durch die Komplexität der Situation und die Begrenztheit unseres Wissens ist extrem schwierig vorherzusagen, wie sich all dies weiterentwickeln wird. Einerseits, so lässt sich leicht argumentieren, ist es immer noch am wahrscheinlichsten, dass es zu einer geordneten Anpassung kommt, was ja auch die verbreitete Sichtweise ist. Als Beispiel seien die derzeitigen weltweiten Leistungsbilanzungleichgewichte genannt. Sollte der Dollar an Wert verlieren und die Auslandsnachfrage nach US-Gütern entsprechend zunehmen, könnten im Prinzip die US-Zinssätze angehoben werden, um die Inlandsnachfrage gerade genug zu dämpfen, dass ein Anstieg der Arbeitslosigkeit oder der Inflation verhindert wird. Wüchse dann die Inlandsnachfrage in anderen Ländern gerade rasch genug, um die bisherige Nachfrage aus den USA zu ersetzen, gäbe es wiederum keine Auswirkungen auf das globale Wachstum und die weltweite Inflation. Andererseits sind ebenso leicht Kräfte erkennbar, die dafür sorgen könnten, dass die verschiedenen Anpassungsprozesse weniger reibungslos verlaufen. Einige könnten in abrupten Turbulenzen, andere dagegen in einer langwierigen Wachstumsschwäche münden. Sollte die erwartete reibungslose Anpassung ausbleiben, ist eine Kombination beider Szenarien nicht auszuschließen.

Abrupte Turbulenzen wären dann denkbar, wenn es sowohl einen Auslöser gibt als auch Grund zu der Annahme, dass die Preisentwicklung an verschiedenen Märkten außer Kontrolle geraten könnte. Leider herrscht an beiden kein Mangel. Was den Auslöser betrifft, so könnte erstens die weltweite geldpolitische Straffung Katalysatorwirkung entfalten. Zwar hat die Straffung bereits begonnen und ist bisher problemlos verlaufen, doch eine generelle Verschärfung der Geldpolitik findet vorerst noch nicht statt. Auslöser könnten zweitens auch weitere protektionistische Gesetze sein, insbesondere im Hinblick auf China oder auf Ölexporteure im Nahen Osten. Solche Maßnahmen könnten durchaus einer problemlosen Finanzierung des

US-Leistungsbilanzdefizits im Wege stehen, sind diese Länder derzeit doch die wichtigsten Käufer von US-Dollar-Verbindlichkeiten. Ein dritter potenzieller Auslöser wäre schließlich der plötzliche Zusammenbruch – oder die Flucht in den Schutz des Insolvenzrechts – eines großen Unternehmens mit beträchtlichen Kapitalmarktverflechtungen. Vergessen werden darf bei all dem außerdem nicht, dass die Finanzkrisen in den letzten Jahrzehnten beinahe immer durch überraschende Faktoren ausgelöst wurden.

Darüber hinaus ist es aus mehreren marktspezifischen Gründen gerechtfertigt, gewisse Turbulenzen für den Fall zu befürchten, dass eine Preiskorrektur in Richtung eher üblicher Niveaus einsetzen sollte. In den wichtigsten Industrieländern gibt es viele neue Finanzmarktteilnehmer und viele neue Finanzprodukte, die immer komplexer und undurchschaubarer werden. Die Marktliquidität hat ihre erste Belastungsprobe in diesem veränderten Umfeld noch vor sich. Die offensichtliche Ausweitung der Carry-Trade-Spekulation in den letzten Jahren bringt auch ein Potenzial für eine simultane Rückabwicklung ähnlicher Handelspositionen („crowded trades“) mit sich, die im Extremfall zu einem Teufelskreis von höheren Marktrisiken, Kreditrisiken und Liquiditätsrisiken führen könnte. Solche Wechselwirkungen haben wir in der Vergangenheit bereits gesehen. Ähnliche Probleme könnten auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften auftreten, und angesichts des Ausmaßes der Kapitalzuflüsse seit ungefähr einem Jahr sind sie vielleicht sogar schon im Entstehen begriffen.

Auch an den Märkten für die wichtigsten Währungen gibt es Grund zu der Befürchtung, dass umfangreiche und potenziell ungeordnete Wechselkursbewegungen auftreten könnten. Festzuhalten ist zunächst, dass sich die zugrundeliegende Anpassung im Welthandel recht lange hinziehen könnte. Bereits für eine Reduzierung des US-Leistungsbilanzdefizits auf 3% des BIP müssten möglicherweise Millionen von Arbeitnehmern vom Sektor nicht handelbarer Güter zum Sektor handelbarer Güter wechseln. Das geht nicht von heute auf morgen. Da die US-Importe mehr als das Anderthalbfache der Exporte ausmachen und die US-Wirtschaft nach wie vor weit schneller wächst als viele andere Volkswirtschaften, muss außerdem die Wettbewerbsfähigkeit der USA erheblich gesteigert werden, um die Leistungsbilanz zu verbessern. In der Vergangenheit gelang es den Exporteuren in die USA bei Dollarabwertungen, ihre Kosten zu senken und so ihre Gewinnspannen zu wahren wie auch die Weitergabe auf die Preise gering zu halten. Wenn dies erneut der Fall wäre, könnte die Korrektur der US-Leistungsbilanz ebenfalls behindert werden. Je länger sich zudem die Anpassung hinzieht, umso mehr Auslandsschulden werden aufgebaut, und umso größer wird der künftig zu erwartende Schuldendienst. Die Nettoerträge aus dem US-Auslandsvermögen waren zwar bis vor Kurzem positiv, aber es lässt sich leicht ausrechnen, dass sie sich in Zukunft noch beträchtlich verschlechtern werden.

Sowohl die privaten als auch die öffentlichen Investoren in US-Dollar-Verbindlichkeiten könnten in einer solchen Situation irgendwann die Geduld verlieren. Der ausländische private Sektor hält den größten Teil der US-Dollar-Verbindlichkeiten, und selbst ein moderater Rückzug könnte die Wechselkurse erheblich beeinflussen. Die Bestände des öffentlichen Sektors dürften zwar viel

eher stabil bleiben, doch auch hier sind eventuelle Anspannungen denkbar. Selbst geringfügige Wertverluste des Dollars könnten für Länder mit hohen Reserven massive Kapitalverluste mit sich bringen, und dies könnte politisch einigermaßen heikel werden. Zudem fließen die Reserven jetzt vermehrt in die energieexportierenden Länder, bei denen reine Risiko-Ertrags-Überlegungen den Ausschlag für die Anlageentscheidungen geben dürften. Dass der private Sektor nachziehen könnte, wenn er den Eindruck hat, die öffentlichen Anleger änderten ihre Strategie, scheint ebenfalls nicht abwegig.

All diese Überlegungen bedeuten, dass an Märkten, an denen viel Optimismus in die Preise geflossen ist, ein beträchtliches Potenzial für eine Rückkehr zu eher üblichen Niveaus besteht. Angesichts der inländischen wie auch internationalen Wechselbeziehungen zwischen all diesen Märkten ist es überdies recht wahrscheinlich, dass bei erheblichen Anspannungen an einem Markt auch andere Märkte in Mitleidenschaft gezogen würden. Nehmen wir beispielsweise an, der Dollar würde einbrechen. Dann könnte die Risikoprämie für das Halten von Vermögenswerten in US-Dollar steigen. Dies würde sich vermutlich in höheren langfristigen Zinssätzen äußern, was sich wiederum an anderen Märkten, u.a. am Markt für Wohnimmobilien, niederschlagen würde. Ein anderes Beispiel bezieht sich auf die immer noch relativ niedrigen Kosten einer Absicherung gegen Marktvolatilität. Sollten diese Kosten nennenswert steigen, wenn an einigen Märkten Belastungen aufträten, bekämen das praktisch alle Märkte zu spüren.

Viele Beobachter würden sicherlich bezweifeln, dass abrupte Turbulenzen am Markt sehr wahrscheinlich sind. Doch es gibt auch noch die Möglichkeit einer langwierigen Wachstumsschwäche, die von realwirtschaftlicher Seite ausgeht. Die verschiedenen oben beschriebenen Ungleichgewichte könnten sich nämlich durchaus Schritt für Schritt abbauen, aber in einer Weise, die die weltweite Nachfrage über lange Zeit schwer belasten würde. Es ist ohne Weiteres denkbar, dass sich die extrem niedrigen Sparquoten der privaten Haushalte in vielen Ländern und insbesondere in den USA wieder erholen. Dies könnte eine spontane Vorsorgereaktion auf eine höhere Verschuldung sein. Es könnte auch die Befürchtung der geburtenstarken Jahrgänge widerspiegeln, dass wahrscheinlich weder private noch öffentliche Rentenansprüche letztlich in vollem Umfang bedient werden, oder eine Reaktion auf steigende Zinssätze, Marktanspannungen bzw. Unsicherheit bezüglich des künftigen Wertes von Vermögenspositionen darstellen. Da die Preise für Wohnimmobilien in so vielen Ländern derart hohe Niveaus erreicht haben und dieser „Vermögenseffekt“ die Ausgaben tatsächlich begünstigt zu haben scheint, ist eine solche Entwicklung umso wahrscheinlicher. Dabei ist das Vermögen, das sich aus Steigerungen der Wohnimmobilienpreise ergibt, auf nationaler Ebene betrachtet in hohem Maße eine Illusion. Es handelt sich um eine Verschiebung der relativen Preise, und daher gleichen sich der Nutzen für die Gewinner und die Kosten für die Verlierer weitgehend aus. Wenn die Verlierer schließlich mit Anpassungen reagieren, werden erhebliche konjunkturelle Bremseffekte die Folge sein.

Andere Arten von Ungleichgewichten können ähnliche Probleme verursachen. Die Hauptsorge in China ist, dass Fehlallokationen von Kapital letztlich

zu Gewinneinbußen führen werden und dies wiederum das Bankensystem, die öffentlichen Finanzen und die Wachstumsaussichten insgesamt beeinträchtigen wird. Nach einer langen Phase kreditfinanzierter Expansion wäre dies die klassische Folge. In der Tat hat Japan zuvor ziemlich genau diese Entwicklung durchgemacht. Überdies könnten die Industrieländer in einem solchen Szenario noch stärker in Mitleidenschaft gezogen werden, als derzeit angenommen wird. Unter diesen Umständen würde Chinas bereits heute enormes und rasch wachsendes Potenzial in der verarbeitenden Industrie sicherlich noch stärker auf die Exportmärkte ausgerichtet werden. Sollte dies eintreten – und zwar gerade dann, wenn die Nachfrage in anderen Ländern schrumpft –, würden die sich ergebenden Wechselbeziehungen wirtschaftlicher, politischer und sozialer Art eine große Herausforderung für den öffentlichen wie auch den privaten Sektor darstellen.

Natürlich befinden wir uns derzeit nicht in einer Situation, in der wir uns mit solchen Problemen unmittelbar auseinandersetzen müssen, und die Wahrscheinlichkeit, dass es dazu kommt, ist nach wie vor gering. Die allgemeine Prognose ist immer noch am plausibelsten. Doch die potenziellen volkswirtschaftlichen Kosten, die mit diesen Problemen verbunden wären, dürften so hoch sein, dass es sich lohnt, über die geeignetste Reaktion nachzudenken. Solche Überlegungen sind nicht als Prognose zu verstehen, sondern vielmehr als Vorsichtsübung. Es ist keineswegs ein Widerspruch, das Beste zu erwarten und auf das Schlimmste gefasst zu sein, vor allem wenn die Kosten des Unerwarteten sehr hoch sein könnten.

Wie könnten die derzeitigen Risiken gemindert werden?

Wir sehen uns heute nicht nur den üblichen Unsicherheiten gegenüber, die mit der Reaktion auf einen beginnenden Preisauftrieb verbunden sind. Vielmehr geben auch verschiedene – binnen- und außenwirtschaftliche – finanzielle Ungleichgewichte zu denken. Sie sind ein Nebeneffekt mindestens eines Jahrzehnts mit rasant steigendem globalem Angebot, nachhinkender Inlandsnachfrage in großen Volkswirtschaften mit Ausnahme der USA und übermäßigem Vertrauen in eine lockere Geldpolitik zur Verringerung der Produktionslücken. Um die richtigen Maßnahmen zur Minderung der derzeitigen Risiken treffen zu können, müssen wir uns darüber klar werden, wie wir dort angelangt sind, wo wir heute stehen.

Die Angebotsausweitung hat sich vor allem dadurch ergeben, dass ehemals geschlossene Volkswirtschaften wieder in die Weltwirtschaft integriert wurden, verbunden mit einer generell verbesserten Kommunikation und Technologie. Hinzu kommen die anhaltenden Steigerungen des Produktivitätswachstums, insbesondere in den USA. Die stetige Deregulierung der Märkte sowohl für Güter als auch für Faktor-Inputs in den Industrieländern hat ebenfalls zu den positiven Angebotschocks in den letzten rund zehn Jahren beigetragen.

In Asien wurden zwei Faktoren sichtbar, welche für die nachhinkende Nachfrage verantwortlich sind: die typisch hohen Sparquoten vor dem Hintergrund der massiven Verunsicherung, die mit einem Strukturwandel verbunden

ist, und die Zeit, die es braucht, bis sich die Ausgabegewohnheiten an ein rasant steigendes Einkommensniveau angepasst haben. Vor dem letztgenannten Problem stehen auch die Regierungen in Ländern, die Öl und andere Rohstoffe exportieren. In den Industrieländern sind zudem zwei strukturelle Mängel erkennbar, die auf die Nachfrage drücken. Der erste ist, dass sich Deutschland und Japan seit Langem schwer tun, sich von den Belastungen durch die Wiedervereinigung bzw. von der Phase der Preisblase zu erholen. Keines der beiden Länder hat den Strukturwandel rasch und beherzt in Angriff genommen. Der zweite Mangel besteht darin, dass es die Fiskalpolitik bisher fast nirgends geschafft hat, die mit den Übersteigerungen der 1970er und frühen 1980er Jahre verbundenen Probleme zu lösen. Die Industrieländer hatten danach in Abschwungphasen kaum fiskalpolitischen Spielraum; inzwischen ist sogar Japan keine Ausnahme mehr. Zahlreiche Länder, insbesondere in Europa, hätten dieses Problem längst überwunden, wenn sie die Fiskalpolitik in den Jahren robusten Wirtschaftswachstums viel energischer gestrafft hätten.

Vor diesem Hintergrund musste die Geldpolitik nicht nur dem langfristigen Trend einer zu schwachen Nachfrage begegnen, sondern auch periodisch auftretenden Krisen infolge von Störungen im Finanzsystem. Bisher ist ihr das bemerkenswert gut gelungen. Das Wachstum konnte gewahrt und die Inflation niedrig gehalten werden. Doch mit der Zeit werden zunehmend auch unwillkommene Nebenwirkungen sichtbar. Immer wenn Schocks das Wachstum bedrohten, führten niedrigere Zinssätze wie beabsichtigt zu Ausgabensteigerungen. Zugleich jedoch ist die Verschuldung laufend gewachsen – zunächst die Unternehmensverschuldung, doch nun auch die Verschuldung der privaten Haushalte. Die fortschreitende Liberalisierung der Finanzsysteme hat diesen Transmissionsmechanismus verstärkt, wobei zugelassen wurde, dass die Länder mit den ausgefeiltesten Finanzsystemen auch hohe Leistungsbilanzdefizite aufbauten. Letztlich hat der geglückte antizyklische Einsatz der Geldpolitik die nachfolgende Straffung jedes Mal riskanter werden lassen und die Erfolgsaussichten für eine anschließende Lockerung geschmälert.

Was kann jetzt noch getan werden, um die Risiken zu mindern, denen wir im anhaltenden globalen Aufschwung gegenüberstehen? Der erste Punkt ist naheliegend: Die Geldpolitik weltweit braucht Unterstützung, wenn folgenschwere Veränderungen von Zinssätzen und Wechselkursen vermieden werden sollen. Insbesondere braucht sie Hilfe durch eben jene Maßnahmen, die in der Vergangenheit so unzulänglich waren, nämlich die Fiskalpolitik und strukturelle Reformen.

Die Fiskalpolitik sollte allgemein gestrafft werden, und zwar in den Industrieländern ebenso wie in den aufstrebenden Volkswirtschaften. Das wird auch dazu beitragen, wieder Spielraum für die Zukunft zu schaffen. Besonders groß ist die Notwendigkeit fiskalpolitischer Zurückhaltung in den USA sowie in den anderen Ländern, die hohe Haushalts- ebenso wie Leistungsbilanzdefizite verzeichnen. Eine glaubwürdige mittelfristige Strategie der Haushaltsdisziplin in den Defizitländern würde zudem den ausländischen Gläubigern versichern, dass ihre längerfristigen Interessen gewahrt sind.

Indirekt wäre sie außerdem eine willkommene Unterstützung für eine geordnete Anpassung des US-Dollars.

Angesichts der Größe der Ungleichgewichte im Welthandel erscheinen strukturelle Veränderungen, die den Ressourcentransfer zwischen dem Sektor der handelbaren und dem Sektor der nicht handelbaren Güter fördern, sehr wünschenswert. Sie würden auch dazu beitragen, die Notwendigkeit großer Veränderungen der nominalen Wechselkurse zu verringern, die schwerwiegende Folgen haben könnten. Den Sektor handelbarer Güter in den USA wieder zu beleben wird eine Herausforderung darstellen, denn bei einigen Produkten ist die Industrie stark geschrumpft. Allerdings ist angesichts der berühmten Flexibilität der US-Wirtschaft Optimismus gerechtfertigt. Außerdem könnte ein Abbau der derzeitigen Steuervergünstigungen den Markt für Wohnimmobilien abkühlen, die ein typisches nicht handelbares Gut darstellen. Des Weiteren könnte eine Verbrauchsteuer helfen, die Sparquote der privaten Haushalte zu erhöhen, die im Zentrum des US-Leistungsbilanzdefizits steht. In anderen Ländern müssen Maßnahmen ergriffen werden, um Konsum und Produktion nicht handelbarer Güter zu fördern. In vielen Ländern – vor allem in China, aber auch in Deutschland und Japan – liegt immer noch ein zu großes Gewicht auf exportinduziertem Wachstum. Staatliche Regelungen und andere Anreize, die in diese Richtung zielen, müssen überdacht werden, zumal es angesichts der raschen demografischen Alterung in allen drei Ländern umso wichtiger ist, die Produktivität im inländischen Dienstleistungssektor zu steigern.

Der angemessene Pfad für die weltweite Geldpolitik geht in der jetzigen Situation ebenfalls in Richtung einer Straffung, ob nun ein steigender Inflationsdruck auf kurze oder die Bedrohung eines nachhaltigen Wachstums durch Ungleichgewichte auf längere Sicht größere Besorgnis hervorruft. Allerdings ist der von diesen beiden Risikoquellen ausgehende Druck je nach Land unterschiedlich. In Kontinentaleuropa beispielsweise sind die Überkapazitäten immer noch höher und die finanziellen Ungleichgewichte weniger ausgeprägt als in den USA und einer Reihe von Industrieländern mit Inflationsziel, in denen die größere Straffung entsprechend gerechtfertigt erscheint. Die jeweilige außenwirtschaftliche Position der betreffenden Volkswirtschaften untermauert diese Einschätzung. In Ländern mit Leistungsbilanzdefizit müssen die Inlandsausgaben reduziert werden, und höhere Zinssätze sind ein möglicher Weg dorthin.

Diese generelle Empfehlung auszusprechen fällt nicht schwer; den Pfad der Straffung im Einzelnen festzulegen ist eine andere Sache. Welche Inflationsmessgröße für die Beurteilung der Inflationstrends benutzt werden sollte, ist dabei eine nicht zu unterschätzende Schwierigkeit, und die Meinungen hierüber gehen stark auseinander. Den Kern des Problems in den Industrieländern bildet eine erhebliche und dauerhafte Verschiebung bei den relativen Preisen: Die Preise für Wohnimmobilien und Energie steigen rasant, während sich die Preise von Industriegütern wesentlich gedämpfter entwickeln. Sollte die Geldpolitik davon ausgehen, dass die – derzeit höhere – unbereinigte Inflationsrate im Laufe der Zeit gegen die Kerninflationsrate strebt, oder wird es umgekehrt sein? Die aufstrebenden Volkswirtschaften stehen ähnlichen

Problemen gegenüber, die in diesem Fall noch durch die relative Bedeutung einer anderen volatilen Komponente verschärft werden, nämlich der Nahrungsmittel. In einem solchen Umfeld lässt sich vielleicht nur der Schluss ziehen, dass sich die Geldpolitik noch stärker auf die längerfristigen Inflationstrends konzentrieren sollte, statt lediglich kürzerfristige quantitative Ziele im Auge zu behalten.

Eine weitere Komplikation ist, dass sich auch die Eckpfeiler verschieben, anhand deren die Zentralbanken ihre Leitzinsen festlegen. Mit der fortschreitenden Globalisierung dürften Indikatoren für die weltweiten Kapazitätsreserven eine immer nützlichere Ergänzung zu den traditionelleren inländischen Messgrößen für den Inflationsdruck darstellen. Gleichzeitig erfordert die zunehmende Besorgnis hinsichtlich der Auswirkungen finanzieller Ungleichgewichte auf Wachstum und Inflation, dass solchen Messgrößen vermehrt Aufmerksamkeit geschenkt wird. Überdies wird immer mehr anerkannt, dass volkswirtschaftliche Prozesse durchaus auch nicht linear verlaufen könnten: Träge Inflationserwartungen könnten in Bewegung geraten, scheinbar harmlose Ungleichgewichte könnten plötzlich zu einer Verkaufswelle an den Finanzmärkten führen und so weiter. In einer stärker globalisierten Welt spielen außerdem auch andernorts getroffene Entscheidungen eine größere Rolle. Sollte es an allen wichtigen Finanzplätzen gleichzeitig zu einer beträchtlichen Straffung kommen, so könnte dies einen disinflationären Schub auslösen, der viel größer wäre als die Summe seiner Teile. Obwohl eine Verschärfung der Geldpolitik beinahe überall wünschenswert erscheint, muss sie daher behutsam und maßvoll erfolgen.

Die Durchführung der Geldpolitik in den meisten Ländern wird zu einem gewissen Grad auch durch das Problem der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte und dessen letztliche Auswirkungen auf die Wechselkurse beeinflusst. Immer wieder wurde die Befürchtung geäußert, dass dieser Prozess außer Kontrolle geraten könnte, vor allem an den wichtigsten Devisenmärkten, wo der Großteil des Handels stattfindet. Eine solche Entwicklung würde weniger wahrscheinlich, wenn die Last der Währungsaufwertung entsprechend der Höhe der Leistungsbilanzüberschüsse auf viele Länder verteilt wäre. Dies bedeutet insbesondere, dass die asiatischen Währungen weiter aufwerten müssen. Zum Glück gibt es einige Anzeichen dafür, dass die asiatischen Zentralbanken diese Einschätzung teilen; nicht zuletzt haben viele von ihnen ihre Interventionen an den Devisenmärkten verringert. China bleibt allerdings eine wichtige Ausnahme und hat seine Reserven im Laufe des Jahres 2005 um weitere \$ 200 Mrd. erhöht. Hier wie auch in anderen asiatischen Ländern dürfte eine größere Wechselkursflexibilität auch den Spielraum für eine geldpolitische Straffung erweitern. Angesichts allgemeiner Bedenken wegen einer Überhitzung der Binnenwirtschaft – und im Falle Chinas Besorgnis wegen Fehlallokationen von Investitionen – wäre dies sehr willkommen.

Betrachtet man alle ergriffenen oder auch nur glaubhaft zugesagten Maßnahmen, so kann man sicherlich nicht behaupten, dass die mit außenwirtschaftlichen Anpassungen verbundenen Risiken wirksam eliminiert worden seien. Viele der wichtigsten Akteure konzentrieren sich immer noch beinahe

ausschließlich auf ihre binnenwirtschaftlichen Prioritäten – wirtschaftlicher oder politischer Art –, und das Ergebnis ist, dass sich die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte den Erwartungen nach weiter vergrößern dürften. Vor diesem Hintergrund gilt es eine kooperative Lösung zu finden, bei der sich die wichtigsten Länder darauf einigen, dass jedes von ihnen binnenwirtschaftliche Kompromisse eingeht, um dem allgemeinen Interesse zu dienen. Die meisten dazu erforderlichen Maßnahmen liegen auf der Hand und wurden oben bereits angesprochen.

Das wirkliche Problem liegt in der Umsetzung. Zunächst müssen alle wichtigen Akteure einsehen, dass die Kosten des Nichthandelns letztlich weit größer sein dürften als die Kosten einer kooperativen Lösung. Ein wesentlich schwächerer Dollar könnte die Inflation in den USA erhöhen, die finanzielle Verfassung und die Wachstumsaussichten der europäischen und asiatischen Gläubiger gefährden und – bereits jetzt unerwünschte – protektionistische Tendenzen weltweit verstärken. Das Bewusstsein um diese möglichen Kosten dürfte eine größere Kooperationsbereitschaft fördern, die mit etwas Glück ausreichen könnte, um uns um die zu erwartenden Fallstricke herum zu führen.

Was tun, wenn die Risiken zu Problemen werden?

Es lässt sich unmöglich vorhersagen, wo und wann die mit den derzeitigen Ungleichgewichten verbundenen potenziellen Probleme tatsächlich auftreten könnten. Wie oben beschrieben, scheint es jedoch zwei plausible Krisenszenarien zu geben. Das erste Szenario wäre ein abrupter Schock, der zu Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten führt. Das zweite wäre eine langwierige globale Wachstumsschwäche während des allmählichen Abbaus der Ungleichgewichte. In der Realität könnten diese Szenarien auch kombiniert auftreten.

Beim ersten Krisenszenario könnte ein einzelnes Ereignis Turbulenzen an den Finanzmärkten hervorrufen. Welche Vorkehrungen könnten für diesen Fall getroffen werden? Ein wichtiger Schritt müsste darin bestehen, eine funktionierende Kommunikation zwischen den wichtigsten Finanzinstituten, ihren Aufsichtsinstanzen, der Zentralbank und den Betreibern kritischer Bereiche der Finanzinfrastruktur im Inland zu gewährleisten. Eine solche offene Kommunikation wäre auch auf internationaler Ebene notwendig. Die aktuellen Diskussionen zwischen den Aufsichtsinstanzen verschiedener Länder über die jeweiligen Aufgaben des Herkunfts- bzw. Aufnahmelandes arbeiten in diese Richtung, und das gilt auch für verschiedene Vereinbarungen über Zuständigkeiten und Abläufe. In einer Reihe europäischer Foren wurden in internationalen „Kriegsspielen“ bereits Szenarien auf der Basis bestimmter Störereignisse simuliert, die eine Reaktion des öffentlichen Sektors erfordern. Daraus wurden nützliche Lehren gezogen. Auf globaler Ebene hat das Forum für Finanzstabilität, das regelmäßig Vertreter von Zentralbanken, Aufsichtsinstanzen und Finanzbehörden vieler wichtiger Volkswirtschaften sowie Vertreter von internationalen Finanzorganisationen und speziellen Ausschüssen an einen Tisch bringt, bereits einen wichtigen Beitrag zur Krisen-

prävention geleistet. Vermutlich könnte es auch beim Krisenmanagement und bei der Krisenbewältigung eine nützliche Rolle spielen.

Es sind jedoch noch viele Verbesserungen möglich und wünschenswert. Die gesetzlichen Regelungen in den einzelnen Ländern, die einer internationalen Weitergabe zeitlich kritischer Informationen im Wege stehen, behindern das Krisenmanagement nach wie vor sehr. Noch gravierender ist vielleicht, dass es keine Vereinbarung über eine internationale Lastenverteilung im Ernstfall gibt. Die Kosten könnten letztlich beträchtlich sein, unabhängig davon, ob es dann konkret um Einlagensicherung, sofortigen Liquiditätsbeistand oder die Sanierung einer international tätigen Bank geht. Wird nicht im Voraus eine Einigung über die Verteilung dieser Kosten erzielt, könnte ein wirksames Krisenmanagement leicht dadurch behindert werden, dass die Behörden der einzelnen Länder im Sinne ihrer vermeintlichen nationalen Interessen handeln.

Im Prinzip könnte auch bereits im Voraus untersucht werden, inwieweit der Finanzsektor auf solche Probleme vorbereitet ist. Fast in allen Finanzinstituten werden heute Stresstests durchgeführt, und das ist sehr zu begrüßen. Allerdings basieren Stresstests auf vereinfachenden Annahmen, die die Komplexität realer Ereignisse natürlich nicht gänzlich abbilden können. Dies sollten die Institute berücksichtigen, wenn sie sich auf etwaige künftige Schwierigkeiten vorbereiten und die Angemessenheit ihres Eigenkapitals zu gewährleisten suchen. Vor allem sollten sie in ihre Überlegungen einbeziehen, welche Folgen es für die Marktdynamik haben kann, wenn andere Institute – möglicherweise sogar dem Rat der Aufsichtsinstanzen folgend – auf dieselbe Weise auf einen bestimmten Schock reagieren, und sie sollten sich entsprechend vorbereiten. Auch die Aufsichtsinstanzen sollten vielleicht über diese Möglichkeit nachdenken. Auf alle Fälle sollten Geschäftsparteien und Aufsichtsinstanzen vermehrt über die Ergebnisse von durchgeführten Tests informiert werden.

Vorkehrungen zu treffen, bevor Probleme entstehen, würde die Vielzahl anderer Maßnahmen ergänzen, die im Laufe der Jahre ergriffen worden sind, um die grundsätzliche Verfassung der Finanzinstitute, der Märkte sowie der Zahlungs- und Abwicklungssysteme zu verbessern. Nähere Betrachtung verdient der neuere Vorschlag, für den Notfall „Vorratsbanken“ bereitzustellen. Hierbei würde eine juristische Person errichtet, die innerhalb kürzester Zeit die wichtigsten Aufgaben eines geschlossenen Finanzinstituts übernehmen und so die Folgeeffekte der Schließung abmildern könnte. Dies wäre eine weitere Möglichkeit, einer übermäßigen Nachsicht der Aufsichtsinstanzen vorzubeugen, die in der Vergangenheit oftmals ein Problem war.

Was kann mitten in einer Krise getan werden? Traditionell würden die betroffenen Institute Liquiditätsspritzen erhalten. In einer sich rasch wandelnden Welt wirft dies jedoch einige Fragen auf. Wer z.B. sollte in einem stärker marktorientierten Finanzsystem Unterstützung bekommen: nur inländische Banken oder auch ausländische Banken, regulierte Finanzinstitute, Zweckgesellschaften, die forderungsunterlegte Wertpapiere emittieren, oder noch andere? Eine weitere Frage stellt sich hinsichtlich der angemessenen Sicherheiten, insbesondere in Bezug auf die Zulässigkeit ausländischer Sicherheiten

und die Möglichkeit, dass der Wert der Sicherheiten in einer Krise stark beeinträchtigt sein könnte. Eine dritte Frage ist, ob bereits im Voraus vereinbart werden sollte, unter welchen Umständen Liquiditätshilfe gewährt wird. Wurde vor nicht allzu langer Zeit noch allgemein eine „konstruktive Vieldeutigkeit“ gefordert, um Moral Hazard vorzubeugen, so ist in Zentralbankkreisen heute immer mehr von „konstruktiver Klarheit“ die Rede. Dies läuft darauf hinaus, dass die Banken ermutigt werden sollen, selbst alle sinnvollen Schritte zur Wahrung ihrer Solidität zu ergreifen, wenn sie zum Kreis derjenigen gehören möchten, die im Extremfall Hilfe erhalten könnten.

In einer stärker marktorientierten Welt ist es in der Tat wahrscheinlicher, dass bei jeglichen schwerwiegenden finanziellen Störereignissen eine generelle Liquiditätszufuhr und niedrigere Zinssätze die geldpolitischen Mittel der Wahl wären. Dies haben wir in der jüngsten Vergangenheit schon einige Male gesehen. Eine Komplikation könnte darin bestehen, dass die Entwicklung in den einzelnen Ländern divergiert und es deshalb zu unerwünschten Wechselkursbewegungen kommt. Eine bessere Kommunikation unter den Zentralbanken hinsichtlich der möglichen Reaktionen auf Schocks dürfte hier zum Teil Abhilfe schaffen. Weitere Probleme können entstehen, wenn die Zinssätze für eine längere Zeit niedrig gehalten werden, d.h. auch dann noch, wenn die Märkte bereits wieder im üblichen Rahmen funktionieren. Diese Probleme lassen sich besser im Zusammenhang mit dem zweiten Krisenszenario behandeln. Dieses bezieht sich auf eine möglicherweise langwierige globale Wachstumsschwäche, die eventuell, aber nicht notwendigerweise, mit schweren Anspannungen im Finanzsystem einhergeht.

Wie sollte die Geldpolitik reagieren, falls störende Einflüsse die Wachstumsaussichten bedrohen? Eine langfristige Analyse zeigt vier Faktoren auf, deren Zusammenwirken fatale Folgen haben kann. Erstens können die Realzinsen zu hoch bleiben, um die Wirtschaft wieder zu beleben, und das gilt umso mehr, wenn die Nominalzinsen an die Nullzinsgrenze stoßen und die Preise rückläufig sind. Zweitens können die Reallöhne steigen und die Gewinne sinken. Dies wird wiederum dann wahrscheinlicher, wenn die Nominallöhne nach unten rigide sind und die Preise fallen. Drittens kann eine hohe Verschuldung eine schwere Schuldendienstlast mit sich bringen, die die Ausgaben beeinträchtigt. Viertens kann eine realwirtschaftliche Schwäche Konsequenzen für das Finanzsystem haben, was wiederum zu Kreditbeschränkungen führt und die Abwärtsdynamik bei den Ausgaben noch verstärkt. Hier stellt sich die Frage, wie die Geldpolitik dazu beitragen kann, die einzelnen Faktoren auszuschalten, wobei jede Maßnahme sowohl Vor- als auch Nachteile mit sich bringen wird.

Bei einem potenziellen künftigen Abschwung dürfte es völlig natürlich erscheinen, dass die Zinsen gesenkt werden, um die gesamtwirtschaftliche Nachfrage anzukurbeln. Angesichts der hohen Verschuldung, die bei früheren geldpolitischen Lockerungen aufgebaut wurde, funktioniert dies jedoch möglicherweise nicht reibungslos. In Japan reichte in den 1990er Jahren eine beispiellose geld- und fiskalpolitische Lockerung nicht aus, um eine konjunkturelle Wende herbeizuführen. In den USA fand nach 2001 eine ähnlich außergewöhnliche Lockerung statt; dennoch war der darauffolgende Aufschwung

einer der schwächsten seit dem Zweiten Weltkrieg, insbesondere in Bezug auf Anlageinvestitionen und Beschäftigung.

Es darf zudem nicht vergessen werden, dass sehr niedrige Nominalzinssätze auch erhebliche negative Nebenwirkungen haben können, nicht zuletzt auf das gesamtwirtschaftliche Angebot. Nach einer Phase übermäßiger Ausgaben können, wie dies in Japan geschah, niedrige Kreditkosten es extrem angeschlagenen Unternehmen ermöglichen, Kredite zu verlängern und so ihren Fortbestand zu sichern – zum Nachteil der solideren Unternehmen. Niedrige Nominalzinssätze bieten auch große Anreize für Fusionen und Übernahmen, wengleich die Erfahrung zeigt, dass dadurch meist mehr Wert vernichtet als geschaffen wird. Darüber hinaus stellen niedrige Zinsen einen Transfer von den Gläubigern zu den Schuldnern dar, was mit der Zeit die Ersparnis und die Kapitalbildung drückt und letztlich einen höheren Lebensstandard gefährdet. Die negativen Nebenwirkungen niedriger Zinssätze auf die Finanzmärkte müssen ebenfalls berücksichtigt werden. Das Streben nach Rendite kann zu schwerwiegenden Verzerrungen führen und schafft ein Potenzial für künftige Instabilität, denn die Anleger erwerben inhärent risikoreichere Vermögenswerte und verschulden sich dabei höher. Ferner ist es nicht leicht, diesen Kurs schließlich wieder zu ändern. Diese Schwierigkeiten erleben wir gerade, und beim nächsten Mal werden sie noch größer sein, wenn die Verschuldung weiter zunimmt.

Solche Überlegungen bedeuten, dass – sollte es zu einer langwierigen globalen Wachstumsschwäche kommen – eine geld- und fiskalpolitische Lockerung durch andere, eher strukturell ausgerichtete Maßnahmen ergänzt werden sollte. Da eine stabile Unternehmensrentabilität eine notwendige Voraussetzung für die Wiederbelebung der Investitionsausgaben ist, sind Maßnahmen zur Beschränkung der Lohnzuwächse und zur Steigerung der Produktivität nicht ohne Reiz. Doch auch sie haben ihre Nachteile. Erstens ist – wie bei der geldpolitischen Lockerung – nicht sicher, dass sie funktionieren. In Japan war das Lohnwachstum jahrelang sehr begrenzt, aber die Investitionen zeigten bis vor recht kurzer Zeit keinerlei Anzeichen einer Erholung. Zweitens bedeuten niedrigere Löhne und weniger Beschäftigte anfangs eine geringere gesamtwirtschaftliche Lohnsumme und damit niedrigere Einkommen und Ausgaben der privaten Haushalte. In Japan begrenzte ein starker Rückgang der Sparquote der privaten Haushalte diesen Ausgabeneffekt. Bei einem künftigen Abschwung in Ländern, wo die Sparquote bereits sehr niedrig ist, wie derzeit in den USA, dürfte dies weniger wahrscheinlich sein.

Den Schuldenüberhang direkt zu bekämpfen kann ebenfalls dazu beitragen, längerfristige Probleme zu vermeiden. Der Trend zur Verbriefung von Schulden und die neuen Instrumente zur Übertragung von Kreditrisiken könnten nämlich bereits jetzt zur Folge haben, dass die Häufigkeit von Unternehmenskonkursen – im Vergleich zu kontrollierten Abwicklungen durch wohlwollende Banken – steigt. Es hat viele Vorteile, wenn schon früh festgestellt wird, dass ein Schuldner praktisch insolvent ist, und beizeiten eine Lösung gesucht wird. So kann viel Unsicherheit aus dem System genommen werden. Vorkehrungen, mit deren Hilfe der Wert der verbleibenden Vermögenswerte maximiert wird, sind selbstverständlich ebenfalls zu empfehlen.

Könnte dabei gleichzeitig Produktionskapazität aus Industriezweigen entfernt werden, in denen die Unternehmensgewinne auf ein sehr niedriges Niveau gedrückt worden sind, würde auch dies dazu beitragen, zuvor aufgebaute angebotsseitige Ungleichgewichte zu beheben.

Ebenso wie die anderen soeben erörterten Maßnahmen hat auch der explizite Schuldenabbau seine Nachteile. Der erste und offensichtlichste ist Moral Hazard, wengleich die Konkursgesetzgebung dem in gewisser Weise entgegenwirken kann. Die zweite Schwierigkeit besteht darin, dass frühzeitige, explizite Eingeständnisse, dass Schulden nicht bedient werden können, die Solidität des Bankensystems beeinträchtigen könnten. In den Industrieländern dürfte dies in der jetzigen Lage kein so großes Problem sein, da die Schulden in hohem Maße verbrieft sind. Immobilienkredite und Kredite an private Haushalte könnten letztlich dennoch zu Störungen führen. Ferner könnten in den Bankensystemen aufstrebender Volkswirtschaften verbreitete Schuldennachlässe oder Konkursverfahren die Solvenz einzelner Institute und womöglich sogar das System als Ganzes bedrohen.

Diese Herausforderung bietet jedoch auch eine Chance. Wenn die Verluste vom Bankensystem getragen und auch explizit als Verluste ausgewiesen werden, sind damit die Nebenwirkungen vorangegangener Übersteigerungen konsolidiert und können leichter bewältigt werden. Insbesondere kann die Eigenkapitalausstattung des Bankensystems wieder gestärkt werden, und es können Maßnahmen ergriffen werden, um sicherzustellen, dass die Banken in Zukunft rentabel wirtschaften. Ein auf diese Weise saniertes System könnte dann bei der Finanzierung einer neuerlichen Expansion seine Aufgaben vollumfänglich wahrnehmen. Die Erfahrung der nordischen Länder, die Ende der 1980er Jahre mit solchen Problemen konfrontiert waren, zeigt, was möglich ist, wenn der notwendige politische Wille vorhanden ist.

Lassen sich ähnliche Risiken in Zukunft vermeiden?

Niemand würde heutzutage die beträchtlichen wirtschaftlichen Vorteile infrage stellen, die mit der Rückführung der Inflation gegenüber den hohen Niveaus der 1970er Jahre verbunden sind. Mit der Zeit gerät jedoch allzu leicht in Vergessenheit, wie schwierig diese Aufgabe damals zu sein schien. In den 1960er und 1970er Jahren herrschte generell die Auffassung, dass eine Verringerung der Inflation hohe und langwierige Kosten in Form von Arbeitslosigkeit mit sich bringen und dies die Vorteile bei Weitem überwiegen würde. Dies war aber ein Irrtum. Spätere analytische Erkenntnisse haben gezeigt, welche wichtige Rolle die Inflationserwartungen spielen und wie eine glaubwürdige Geldpolitik diese zurückführen und niedrig halten kann, und zwar zu erheblich geringeren Kosten als zunächst vermutet. Die allgemein ausgezeichnete Wirtschaftsentwicklung in den Industrieländern in den letzten 20–30 Jahren bestätigt, wie klug diejenigen waren, die sich dazu entschlossen, diese Erkenntnis auf die Probe zu stellen.

Es würde jedoch allen Erfahrungen der Vergangenheit widersprechen, wollte man behaupten, dass ein Klima niedriger Inflation ausreicht, um sämtlichen makroökonomischen Problemen zuvorzukommen. In den letzten Jahr-

zehnten haben wir – zum Teil im Zusammenhang mit der Beseitigung von Beschränkungen in zuvor streng regulierten Finanzsystemen – alle möglichen Störfälle erlebt. Beispiele sind die Finanzkrise in Mexiko 1994, die Asien-Krise 1997, das russische Schuldenmoratorium und die Ereignisse rund um den Zusammenbruch von LTCM 1998 sowie der Börsencrash 2001. Bei keinem dieser Ereignisse hatte es zuvor eine nennenswerte sichtbare Inflation gegeben. Blickt man weiter zurück, so war weder in den USA in den 1920er noch in Japan in den 1980er Jahren ein starker Inflationsdruck erkennbar. Niedrige Inflationsraten sind zwar höchst wünschenswert, aber offensichtlich nicht immer ausreichend, um gute gesamtwirtschaftliche Ergebnisse zu garantieren.

In ähnlicher Weise bestätigt die jüngste Erfahrung auch, dass es nicht zu schwerwiegenden gesamtwirtschaftlichen Problemen kommen muss, wenn die Preise fallen. Ausschlaggebend ist, aus welchem Grund die Preise sinken. Durch Produktivitätssteigerungen und weltweiten Wettbewerb in den letzten Jahren ist der Preissetzungsspielraum der Unternehmen geringer geworden, aber ihre Gewinnspannen haben sich dennoch ausgeweitet. Dies steht im Einklang mit längerfristigen historischen Untersuchungen, die zeigen, dass in vielen Perioden Deflation und rasches Wirtschaftswachstum ohne Weiteres nebeneinander bestanden. Diese Studien zeigen auch, dass die traumatische Erfahrung der „Great Depression“ in den USA effektiv eine einmalige Episode war.

Aus all diesen Überlegungen ergibt sich, dass der derzeitige konventionelle Ansatz, Preisstabilität anzustreben, möglicherweise verbesserungsbedürftig ist. Es besteht das Risiko, dass die Leitzinsen angesichts stabiler Inflationsprognosen für den von den Zentralbanken üblicherweise betrachteten 1- bis 2-Jahres-Horizont auf einem im Verhältnis zu den erwarteten Kapitalrenditen sehr niedrigen Niveau gehalten werden. Positive Schocks auf der Angebotsseite vergrößern diese Gefahr noch, indem sie sowohl die Inflation niedrig halten als auch den Optimismus der Wirtschaftsakteure stärken. Dies wiederum dürfte die Unternehmen veranlassen, ihre Kreditaufnahme zu steigern, um Finanzvermögenswerte zu erwerben und in den Kapitalstock und Rohstoffe zu investieren. Entsprechend könnten tiefe Leitzinsen und damit niedrige Kosten für die Kreditaufnahme einen Anreiz für die Verbraucher darstellen, geplante Käufe vorzuziehen, darunter den Erwerb von Wohneigentum und langlebigen Konsumgütern. Die Auswirkungen einer solchen Dynamik auf die gesamtwirtschaftlichen Ausgaben und die Schaffung neuer Arbeitsplätze könnten natürlich grundsätzlich als sehr willkommen eingeschätzt werden. Ab einem gewissen Punkt lauert jedoch Gefahr, denn steigende Vermögenspreise fördern zum einen die Spekulation und liefern zum anderen die Sicherheiten für die damit verbundene Kreditaufnahme. In sämtlichen weiter oben erwähnten Boom-Bust-Episoden spielte diese Dynamik eine sehr wichtige Rolle.

Um dem Rechnung zu tragen, muss der keynesianische Analyserahmen, der in den meisten Zentralbanken nach wie vor ein wichtiges Werkzeug darstellt, angepasst werden. Für die Festlegung der Zinssätze ist heute eine viel breitere Palette von Indikatoren nötig, darunter insbesondere Indikatoren für binnen- und außenwirtschaftliche finanzielle Ungleichgewichte. Über längere

Zeithorizonte betrachtet können solche Ungleichgewichte eine noch größere und gefährlichere Bedrohung für die Preisstabilität darstellen als ein kürzerfristiger und konventionellerer „Inflationsdruck“, wie er etwa von Produktionslücken ausgeht. Das bedeutet, dass wir den Horizont verlängern sollten, über den wir den Erfolg der Geldpolitik im Hinblick auf die Preisstabilität beurteilen, um ihre gesamte Wirkung erkennen zu können. In manchen Situationen mag eine Anhebung der Zinssätze die Inflation vorübergehend unter das gewünschte Niveau drücken, doch dürfte dies immer noch einem Boom-Bust-Szenario vorzuziehen sein, bei dem die Unterschreitungen des Inflationsziels letztlich größer und dauerhafter sind. Vielleicht besteht auch die Möglichkeit, dieses Dilemma mithilfe anderer – eher regulatorischer – Instrumente zu verringern, um dazu beizutragen, dass so große kreditfinanzierte Ungleichgewichte erst gar nicht entstehen. Solche Vorschläge würden jedoch einen Wandel sowohl in der Aufsichtskultur als auch in der Beziehung zwischen Zentralbanken und anderen öffentlichen Stellen erfordern.