

VIII. Schlussbemerkungen: Vorbeugen statt heilen?

Die Volkswirtschaftslehre ist keine exakte Wissenschaft; die Wiederholung eines Experiments führt jedenfalls nicht immer zu demselben Ergebnis. Wirtschaftsprognosen liegen daher oft weit daneben, vor allem an zyklischen Wendepunkten. Unbefriedigende Ergebnisse entstehen dabei vielfach aus dem Zusammenspiel unzureichender Daten, fehlerhafter Modelle und zufälliger Schocks. Noch schwieriger ist es, den Risiken, mit denen Prognosen behaftet sind, Eintrittswahrscheinlichkeiten zuzuordnen. Dies ist sogar so schwierig, dass ohne große Übertreibung gesagt werden kann: Wir sehen uns nicht nur einer risikoreichen, sondern einer grundlegend ungewissen Welt gegenüber – nämlich einer Welt, in der sich keine Wahrscheinlichkeiten berechnen lassen.

Die Wirtschaftsgeschichte ist hier recht aufschlussreich. Die hohen Inflationsraten der 1970er Jahre kamen für die meisten Beobachter und öffentlichen Entscheidungsträger völlig überraschend, ebenso wie das Tempo der Disinflation und die anschließende Konjunkturerholung, als das Problem wirksam angegangen worden war. Auch mit der Weltwirtschaftskrise in den 1930er Jahren und mit den Krisen in Japan und Südostasien Anfang bzw. Ende der 1990er Jahre hatte praktisch niemand gerechnet. Vielmehr war in allen Fällen eine Phase nicht inflationären Wachstums vorausgegangen, dessen Dynamik sogar zahlreiche Beobachter veranlasste, vom Beginn einer „neuen Ära“ zu sprechen. Ähnliche Überraschungen hat es auch für einzelne Akteure gegeben. Als LTCM im Jahr 1998 zusammenbrach, sah sich das Unternehmen an verschiedenen Märkten Preisschocks ausgesetzt, die beinahe zehnmal größer waren, als auf Basis bisheriger Erfahrungen realistisch zu erwarten gewesen wäre. Dadurch erwiesen sich die grundlegenden Annahmen des Fonds – dass er angemessen diversifiziert sei und über reichlich Liquidität sowie eine solide Eigenkapitalausstattung verfüge – als katastrophal falsch.

Natürlich werden viele sagen, dass unser Verständnis der wirtschaftlichen Abläufe dank dieser Erfahrungen gewachsen ist. Ohne Weiteres beweisen lässt sich das jedoch nicht. Betrachten wir beispielsweise, wie die Volkswirte der Zentralbanken üblicherweise mithilfe ökonomischer Modelle für das Wechselspiel zwischen Löhnen und Preisen die künftige Inflation prognostizieren. Um ein genaues Ergebnis zu erzielen, müssen mindestens fünf Fragen richtig beantwortet werden: Wie lassen sich Überkapazitäten in der inländischen Wirtschaft am besten messen? Wie hoch ist die Trendrate des Produktivitätswachstums? Beschränken sich externe Einflüsse einzig auf die Importpreise? Werden die Löhne von vorausschauenden Preiserwartungen oder von der vergangenen Preisentwicklung bestimmt? Und schließlich: Falls die Erwartungen von Bedeutung sind, werden sie von der Glaubwürdigkeit der

Zentralbanken beeinflusst oder vielleicht von anderen Faktoren, wie etwa der tatsächlichen oder gar der „gefühlten“ Inflation? Jede dieser Fragen ist derzeit höchst kontrovers, und bei anderen ökonomischen Variablen ist die Uneinigkeit über viele gleichermaßen grundlegende Fragen nicht weniger groß.

Angesichts der enormen und andauernden strukturellen Änderungen lässt sich daher durchaus die Meinung vertreten, dass wir die wirtschaftlichen Abläufe heute womöglich noch weniger verstehen als in der Vergangenheit. In der Realwirtschaft hat der technologische Fortschritt zusammen mit der Globalisierung die Produktion revolutioniert. Im Finanzbereich haben sich neue Akteure, neue Instrumente und neue Einstellungen als ebenso revolutionär erwiesen. In der Geldpolitik schließlich haben die zunehmend unabhängigen Zentralbanken ihre Handlungsweise und ihre Kommunikation mit der Öffentlichkeit radikal geändert. Lässt sich inmitten all diesen Wandels noch ernsthaft behaupten, alles sei wie immer?

In der Geldpolitik besteht zudem eine besondere Unsicherheit. Während sich die Zentralbanken so engagiert für Preisstabilität einsetzen wie nie zuvor, wird – in Anbetracht der obenerwähnten Unsicherheit bezüglich des Inflationsprozesses – immer lebhafter über die Rolle der Geldmengen- und Kreditaggregate debattiert. Manche Zentralbanken und sogar viele führende Wissenschaftler schreiben weder der Geldmenge noch dem Kreditvolumen eine nützliche Rolle in der geldpolitischen Praxis zu. Andere dagegen sehen das zu rasche Wachstum dieser Aggregate als Vorboten von Inflation oder eines von der Finanzwirtschaft ausgehenden Boom-Bust-Zyklus mit den ihm eigenen unwillkommenen Merkmalen.

Vor diesem Hintergrund ist anzunehmen, dass weder die Zentralbanken noch die Märkte in ihrem Urteil unfehlbar sind. Das hat erhebliche Konsequenzen. Für die Märkte bedeutet dies, dass sie weiterhin selbstständig denken müssen. Einfach die Einschätzungen der Zentralbanken zu seinen eigenen zu machen, könnte sich als gefährliche Strategie erweisen. Für die öffentlichen Entscheidungsträger bedeutet dies, dass sie weiterhin daran arbeiten sollten, die Widerstandsfähigkeit des Systems gegenüber unvermeidbaren, aber unerwarteten Schocks zu stärken.

Aktuelle Themen für die Entscheidungsträger

Gemäß den Consensus Forecasts, einer Befragung von Volkswirten zur künftigen weltwirtschaftlichen Entwicklung, ist davon auszugehen, dass sich die derzeitigen hohen Wachstumsraten fortsetzen, die globale Inflation recht gedämpft bleibt und die weltweiten Leistungsbilanzungleichgewichte allmählich geringer werden. Für die Finanzmärkte wird erwartet, dass sich die langfristigen Zinsen 2007 etwa auf dem jetzigen Niveau bewegen werden. Offenbar – und verständlicherweise – wird bei diesen Prognosen implizit angenommen, dass weder geopolitische Ereignisse noch Turbulenzen im Finanzsektor groß genug wären, um auf die Realwirtschaft durchzuschlagen.

Auf kurze Sicht ist die Vorhersage, dass die Zukunft der Vergangenheit sehr ähneln wird, recht plausibel. Sieht man sich Prognosefehler der letzten Jahre genauer an, ließe sich sogar der Schluss ziehen, dass Grund zu noch

größerem Optimismus besteht. Das reale Wachstum übertraf allgemein die Erwartungen, während sich die Inflation in der Regel entsprechend den Prognosen entwickelte, obwohl die Rohstoffpreise in den letzten rund zwölf Monaten stark gestiegen sind. Auch die langfristigen Zinssätze waren durchgängig niedriger als vorhergesehen. Da Prognosefehler bekanntlich oft eine beträchtliche Hartnäckigkeit aufweisen, besteht Anlass zu einiger Zuversicht, dass die günstige Entwicklung anhalten wird. Nur bezüglich der weltweiten Außenhandelsungleichgewichte fiel das Ergebnis deutlich schlechter aus als erwartet, aber es gibt – wie in der Einleitung des vorliegenden Jahresberichts erwähnt – auch hier Anzeichen einer Verbesserung.

Dennoch lassen sich ohne Weiteres Unsicherheiten ausmachen, die diese Kurzfristprognose durchaus umstoßen oder auf längere Sicht zu weniger willkommenen Ergebnissen führen könnten. Im Folgenden werden verschiedene Unsicherheitsfaktoren aufgezeigt und getrennt voneinander analysiert, wenngleich sie sehr wohl miteinander verknüpft sein könnten. Wie im nächsten Abschnitt beschrieben, sehen diejenigen, die stärker auf derartige Wechselwirkungen schauen, den roten Faden, der all diesen Unsicherheiten zugrunde liegt, meist in dem akkommodierenden finanziellen Umfeld.

Eine Unsicherheit bezieht sich auf das mögliche Wiederaufflammen der globalen Inflation und – eventuell – auf entsprechend steigende Inflationserwartungen. Nach Schätzungen der Kapazitätsauslastung zu urteilen, befinden sich die meisten wichtigen Industrieländer nahe oder bereits an der Grenze ihres Potenzials. Auch der Disinflationsdruck, der von den aufstrebenden Volkswirtschaften ausgegangen ist, scheint angesichts bisweilen außerordentlich hoher inländischer Wachstumsraten nachzulassen. Insbesondere in China ist in den letzten Monaten immer deutlicher geworden, dass die Maßnahmen zur Abkühlung der Konjunktur bisher keine Wirkung gezeigt haben. Teilweise als Folge davon hält der starke Anstieg der weltweiten Energie- und sonstigen Rohstoffpreise unvermindert an, und es wird die Frage aufgeworfen, ob die Unternehmen weiterhin in der Lage sein werden, diese höheren Kosten durch Einsparungen an anderer Stelle aufzufangen. Viele Beobachter schätzen es überdies als besorgniserregendes Zeichen ein, dass die Geldmengen- und Kreditaggregate sehr rasch wachsen, nicht zuletzt in Ländern wie z.B. China, die sich mittels Devisenmarktinterventionen gegen eine Währungsaufwertung lehnen.

Da die USA in der Weltwirtschaft nach wie vor eine zentrale Rolle spielen, liegt auf kurze Sicht ein Unsicherheitsfaktor darin, ob konjunkturbedingt steigende Löhne und rückläufige Produktivitätszuwachsraten den Preisauftrieb beschleunigen könnten. Außerdem sind zwei mittelfristige Überlegungen zu berücksichtigen: Das Verhältnis zwischen den Preisen von Wohnimmobilien und den Mieten befindet sich auf einem historischen Höchststand. Sofern die Preise für Wohnimmobilien nicht beträchtlich fallen, würde sich dieses Verhältnis nur bei einem Anstieg der Mieten wieder normalisieren, und dieser würde sich unmittelbar im Verbraucherpreisindex niederschlagen. Ferner könnte eine Behebung der globalen Außenhandelsungleichgewichte u.a. einen weiteren und vielleicht erheblichen Wertverlust des Dollars erfordern. Bisher reichten schrumpfende Margen ausländischer Anbieter gekoppelt mit

Produktivitätssteigerungen aus, um die Überwälzung von Wechselkursbewegungen auf die Inlandspreise in den USA auf ein Minimum zu beschränken. Ob sich dies fortsetzen wird, bleibt abzuwarten.

Aus dieser Perspektive ist die jüngste Konjunkturabschwächung in den USA zu begrüßen. Im weiteren Verlauf des Jahres 2006 kam allerdings immer mehr die Besorgnis auf, dass sie über das Ziel hinausschießen könnte. Die Finanzmärkte richteten ihre Aufmerksamkeit zunächst auf den Markt für nicht erstklassige Hypotheken, aber das eigentliche Problem ist viel breiter angelegt. Die Sparquote der privaten Haushalte in den USA wurde zeitweise negativ, da das schleppende Lohnwachstum den drastischen Anstieg der Konsumausgaben und der Wohnungsbauinvestitionen nicht angemessen stützen konnte. Lockere Kreditbedingungen, vor allem am Hypothekenkreditmarkt, begünstigten sowohl eine höhere Verschuldung als auch höhere Wohnimmobilienpreise. Letztere wiederum lieferten zum einen Sicherheiten, die eine Ausweitung der Kreditvergabe zuließen, und führten zum anderen zur Wahrnehmung von Vermögenssteigerungen, die als Rechtfertigung für mehr Konsum dienten.

Die Besorgnis besteht darin, dass sich all dies umkehren könnte. Der Schuldendienst ist bereits sehr hoch, und die Hypothekenzinsen könnten noch weiter steigen. Es genügt, dass das Wachstum der Wohnimmobilienpreise zum Stillstand kommt – was sogar schon der Fall sein könnte –, um sowohl die Inanspruchnahme von Krediten als auch den Optimismus infolge von Vermögenszuwächsen zu dämpfen. Überdies könnten die Lohneinkünfte, die Arbeitsplatzsicherheit und das Konsumentenvertrauen noch stärker beeinträchtigt werden, wenn der massive Rückgang der Baubeginne von Wohnimmobilien erst in vollem Umfang auf die Beschäftigung im Bausektor durchschlägt. Sollten sich die Anlageinvestitionen der Unternehmen, die angesichts hoher Gewinne und niedriger Finanzierungskosten ohnehin erstaunlich schleppend sind, ebenfalls abschwächen, könnte eine deutlichere und möglicherweise unwillkommene Verlangsamung des US-Wirtschaftswachstums bevorstehen.

Festzuhalten ist jedoch auch, dass der Verschuldungsgrad der privaten Haushalte in den USA seit Jahrzehnten stetig zugenommen hat, ohne dass dies das Verbraucherklima nennenswert beeinträchtigt hätte. Auch könnte ein rascherer Lohnanstieg den Konsumausgaben Auftrieb geben. Die Lohnquote ist im langfristigen Vergleich sehr niedrig und wird möglicherweise wieder steigen. Zudem befinden sich die USA in einem konjunkturellen Spätstadium, in dem die Arbeitslosigkeit niedrig ist und die Löhne und Gehälter in der Regel eher ansteigen. Dies könnte allerdings auch unwillkommene Folgen haben. Wie oben erwähnt, ist denkbar, dass der Inflationsdruck zunimmt oder – wenn die Lohnforderungen stattdessen die Gewinnmargen drücken – die Erwartungen der Aktienmärkte enttäuscht werden, was sich wiederum auf die Preise von Vermögenswerten und die Unternehmensinvestitionen auswirken könnte.

Sollte sich die Konjunktur in den USA erheblich verlangsamen, wäre die entscheidende Frage, inwieweit andere Volkswirtschaften davon betroffen wären. Einerseits hat die Inlandsnachfrage im Euro-Raum und in Japan sowie in etlichen aufstrebenden Volkswirtschaften in jüngster Zeit angezogen. Anders als während der Abschwächung um die Jahrtausendwende, die durch

die IT-Industrie bedingt war, gibt es zudem keinen länderübergreifenden Boom einer einzelnen Branche, der plötzlich weltweit einbrechen könnte. Das globale Wachstum wird auch dadurch gestützt, dass der Anteil der Exporte in die USA sinkt, während der Welthandel stark zunimmt.

Andererseits ist die Belebung der Inlandsnachfrage in Deutschland und Japan überwiegend auf die Unternehmensinvestitionen zurückzuführen, die ihrerseits von einer kräftigen Exportnachfrage angetrieben wurden. Das gilt auch für China, dessen Wirtschaftswachstum von Ministerpräsident Wen Jiabao als „nicht stabil, nicht ausgewogen, nicht koordiniert und nicht nachhaltig“ bezeichnet wurde. Ein abrupter Abschwung in den USA könnte das Vertrauen der Unternehmen weltweit beeinträchtigen, auch wenn die Konjunkturzyklen nicht synchron verlaufen. Und obwohl die Direktexporte in die USA im Verhältnis zu den Weltexporten gesunken sein mögen, entfällt doch ein Großteil der Letzteren auf chinesische Importe für die Fertigungsindustrie. In dieser Hinsicht könnten viele asiatische Länder die Abschwächung des US-Wachstums indirekt sehr wohl zu spüren bekommen. Schließlich ist anzumerken, dass die USA keinesfalls als einziges Land vom schuldenfinanzierten Konsum abhängig sind; in einigen Ländern ist die Sparquote der privaten Haushalte sogar deutlich negativ. Dies ist ein weiterer potenzieller Ansteckungsweg.

Zu den kurzfristigen Unsicherheiten bezüglich Inflation und Wachstum kommen eine Reihe mittelfristiger Aspekte hinzu, nicht zuletzt die hartnäckigen und beträchtlichen weltweiten Ungleichgewichte im Außenhandel. Ist dies ein Problem, das eine wirtschaftspolitische Reaktion erfordert, um möglichst zu verhindern, dass es zu ausgeprägten und vielleicht abrupten Wechselkursbewegungen kommt? Oder können wir annehmen, dass die zur Finanzierung dieser Defizite notwendigen Kapitalzuflüsse auf absehbare Zeit zu nicht wesentlich anderen Bedingungen erhalten bleiben?

In Ländern mit beträchtlichen Außenhandelsdefiziten ist in der Regel die Inlandsnachfrage relativ rasch gewachsen, und die Zinssätze sind infolgedessen vergleichsweise hoch. Im Prinzip müsste in diesen Ländern auch die Währung abwerten. Dann könnten die Leistungsbilanzdefizite mit der Zeit abgebaut werden, wenn sich die Inlandsnachfrage unter dem Einfluss höherer Zinssätze abschwächt. In der Praxis führen relativ hohe Zinsen leider oft zu so kräftigen Zuflüssen privaten Kapitals, dass die Währung nicht ab-, sondern aufwertet und die inländischen Preise von Vermögenswerten steigen, was die Ausgaben nicht dämpft, sondern anregt. Beides hat ein noch größeres Außenhandelsdefizit zur Folge. Diese Entwicklung spielte in den USA vor 2001 eine wichtige Rolle, und ihre zweite Komponente ist bis heute wirksam. In den letzten Jahren waren außerdem einige Variationen des „Carry-Trade-Themas“ zu beobachten, das in kleineren Volkswirtschaften wie Neuseeland sowie in einer Reihe von Ländern in Mittel- und Osteuropa noch drastischere Auswirkungen hatte. In vielen dieser Länder, darunter etliche mit deutlich verbesserten Fundamentaldaten, ist die Sorge gewachsen, dass eine abrupte Umkehr dieser Kapitalströme die makroökonomische Steuerung erheblich erschweren könnte.

Das US-Handelsbilanzdefizit nimmt vor allem wegen der Rolle des Dollars als Reservewährung eine Sonderstellung ein. Die erhebliche Verringerung der

Zuflüsse privaten Kapitals nach 2001 wurde durch Zuflüsse aus dem öffentlichen Sektor aufgefangen, sodass der Dollar nur langsam an Wert verlor. Das hatte zwar den Vorteil, dass die Abwertung recht gut gesteuert werden konnte; der Nachteil war jedoch, dass sich das US-Handelsbilanzdefizit nicht nennenswert reduzierte. Bedenkt man, dass sich außerdem die Dienstleistungsbilanz allmählich ins Defizit kehrt und die Auslandsverschuldung wächst, so bleibt der Dollar auf jeden Fall anfällig gegenüber einem plötzlichen Vertrauensverlust des privaten Sektors und wahrscheinlich entsprechend höheren Risikoprämien an den Finanzmärkten. Zwar wäre dies im Rahmen des außenwirtschaftlichen Anpassungsprozesses in gewissem Maße willkommen, doch könnte es zugleich den kurzfristigen Inflationsdruck verstärken und die Risiken eines schwerwiegenden Abschwungs vergrößern.

Die Kontinuität der Zuflüsse vonseiten des öffentlichen Sektors ist mittlerweile aus mindestens zwei Gründen ebenfalls ungewisser geworden. Der erste besteht darin, dass andere Länder inzwischen immer stärker dazu neigen dürften, weniger zu intervenieren und eine Aufwertung ihrer Währung zuzulassen. Unter anderem wollen sie dadurch wohl die Verluste begrenzen, die das stetig wachsende Fremdwährungsengagement mit sich bringt. Von größerer Bedeutung sind aber vermutlich die zunehmenden Hinweise darauf, dass die Devisenmarktinterventionen wie auch die lockere Geldpolitik, die den Wert der Währung drücken, binnenwirtschaftliche Verzerrungen zur Folge haben. Öffentliche Entscheidungsträger in China, Japan und einigen rohstoffproduzierenden Ländern haben bereits ernsthafte Bedenken wegen überhöhter Investitionsausgaben und möglicher Fehlallokationen von Ressourcen in ihrem jeweiligen Land geäußert. Zudem wächst, wie oben erwähnt, in etlichen Ländern der Inflationsdruck, und die Sterilisierung scheint sich immer schwieriger zu gestalten.

Die zweite potenzielle Ungewissheit in Bezug auf Zuflüsse staatlicher Mittel liegt darin, dass die Inhaber großer Reservenportfolios beginnen könnten, den Dollaranteil an neuen Reserven zu reduzieren. Einerseits führt eine solche Strategie nach der Theorie der ungedeckten Zinsparität über einen ausreichend langen Zeithorizont nicht zu einer höheren Rendite. Das spräche gegen eine Neuausrichtung von Portfolios, die noch vorwiegend in Dollar gehalten werden. Andererseits ließe sich die Varianz dieser Renditen gemessen in Landeswährung reduzieren, wenn der Währungsmix der Reservenportfolios entsprechend dieser Zielsetzung gewählt würde. Ob Bedenken wegen der Variabilität der Renditen ein hinreichender Grund wären, den Dollaranteil in den Portfolios erheblich zu reduzieren, bleibt offen. Das Gleiche gilt für die Frage, ob solche Änderungen der Portfolioallokation im Reservenmanagement die Wechselkurse nennenswert beeinflussen würden, wenn nicht der private Sektor dem Beispiel in großem Umfang folgte. Sicherer ist jedoch, dass für die Reservenmanager, die zunehmend nach Ertragsmaximierung streben, Währungen von Ländern interessant werden, die leichten Zugang zu Eigenkapital- und anderen Instrumenten mit entsprechenden Renditemöglichkeiten bieten.

Eine weitere Reihe mittelfristiger Unsicherheiten bezieht sich auf potenzielle Schwachstellen an den Finanzmärkten sowie eventuelle Folgewirkungen für

die Finanzinstitute. Wie in der Einleitung erwähnt, steigen die Preise praktisch aller Vermögenswerte seit Mitte 2003 beinahe ununterbrochen an. Manche Beobachter tun sich leicht, plausible Gründe zu finden, weshalb solche Preissteigerungen bei bestimmten Vermögenswerten gerechtfertigt und daher mit größerer Wahrscheinlichkeit von Dauer sind. Die sehr niedrigen Spreads auf Staatspapiere beispielsweise stehen im Einklang mit einer deutlichen Verbesserung der öffentlichen Führungs- und Kontrollmechanismen sowie der makroökonomischen Steuerung in vielen Ländern. Die vergleichsweise engen Spreads auf hochriskante Unternehmenstitel spiegeln die hohen Gewinne und sehr geringen Ausfallquoten der letzten Jahre wider. Die ungewöhnlich niedrigen Laufzeitprämien könnten darauf zurückzuführen sein, dass die wichtigsten gesamtwirtschaftlichen Variablen seit einiger Zeit kaum Volatilität aufweisen. Die Preise für Rohstoffe und Kunst werden durch neue Nachfragequellen aus seit Kurzem erst aufstrebenden Volkswirtschaften beeinflusst. Und der Anstieg der Wohnimmobilienpreise, der mittlerweile fast weltweit zu beobachten ist, lässt sich den niedrigeren langfristigen Hypothekenkreditsätzen zuschreiben.

Da längerfristige Bewertungen naturgemäß schwierig sind, könnte man jedoch auch argumentieren, dass die Reaktion der Märkte auf gute Nachrichten inzwischen durch einen irrationalen Überschwang gekennzeichnet ist. Erfolge der Vergangenheit scheinen an den Märkten fast automatisch einen Anstieg der eingegangenen Risiken, des Verschuldungsgrads, der Fremdfinanzierungsaktivitäten, der Preise, der Sicherheiten und wiederum der eingegangenen Risiken nach sich zu ziehen. Das war in den letzten Jahren u.a. daran erkennbar, dass die gelegentlich auftretenden Phasen der Volatilität an den Finanzmärkten immer kürzer geworden sind. Die beobachtete Widerstandsfähigkeit der Märkte gegenüber aufeinanderfolgenden Schocks hat anscheinend zunehmend die Auffassung begünstigt, dass niedrigere Preise eine Kaufgelegenheit bedeuten. Die Gefahr solcher endogenen Marktprozesse besteht darin, dass sie sich letztlich umkehren können und sogar müssen, wenn die Fundamentaldaten überbewertet worden sind. Sollte die Liquidität versiegen und sollten die Korrelationen der Vermögenspreise untereinander zunehmen, wäre zudem zu befürchten, dass die Preise auch unterschließen könnten. Derartige Zyklen hat es in der Vergangenheit schon oft gegeben.

Es stellt sich natürlich die Frage, wem eine solche Entwicklung schaden könnte. Die großen Investment- und Geschäftsbanken scheinen eine sehr solide Eigenkapitalausstattung zu besitzen, und viele von ihnen verzeichnen in letzter Zeit Rekordgewinne. Auch bemühen sie sich mehr als je zuvor um das Risikomanagement. Die Märkte müssen jedoch schon einige potenzielle Schwachstellen erkannt haben, denn die Spreads auf Credit-Default-Swaps für eine Reihe der bekanntesten Namen sind seit Kurzem höher, als es aufgrund ihrer Bonität plausibel scheint. Bedenken verursachen z.B. das Marktrisiko und der Verschuldungsgrad. Die Bilanzen sind erheblich länger geworden. Darüber hinaus sind die Value-at-Risk-Maße konstant geblieben, obwohl die gemessene Volatilität deutlich geschrumpft ist. Eine weitere mögliche Sorge hängt mit den Risikotransferstrategien zusammen; sie besteht darin, dass die ursprünglichen Kreditgeber in Zeiten von Marktturbulenzen auf einem ganzen Haufen von an

Wert verlierenden Aktiva sitzen bleiben könnten. Dass die Banken heutzutage zunehmend nicht mehr nur Kredite, sondern auch Eigenkapital zur Überbrückung bereitstellen, um die weiterhin wachsende Zahl von Fusionen und Übernahmen zu unterstützen, ist kein gutes Zeichen. Eng damit verbunden ist die Möglichkeit, dass die Banken – absichtlich oder unabsichtlich – noch immer erhebliche Kreditrisiken in ihren Büchern stehen haben.

Angenommen, dass es den großen Banken gelungen ist, die Risiken, die mit den von ihnen gewährten Krediten verbunden sind, breiter zu streuen – wer hält diese Risiken jetzt, und kann der Betreffende angemessen mit ihnen umgehen? Die ehrliche Antwort lautet: Wir wissen es nicht. Ein großer Teil der Risiken ist in verschiedenen Arten forderungsunterlegter Wertpapiere verbrieft, die immer komplexer und undurchsichtiger werden. Die im Allgemeinen hohen Ratings dieser Instrumente ermutigten eine breite Palette von kleineren Banken, Pensionsfonds, Versicherungsgesellschaften, Hedge-Fonds, sonstigen Fonds und sogar Einzelpersonen zum Kauf. Leider spiegeln die Ratings nur die erwarteten Kreditverluste wider, nicht aber die potenziell folgenschweren Kreditereignisse in den Randbereichen der Verteilungskurve, deren Eintrittswahrscheinlichkeit ungewöhnlich hoch ist. Am meisten gefährdet sind wohl die Hedge-Fonds, denn viele von ihnen haben sich tendenziell auf den Kauf der risikoreichsten dieser Instrumente spezialisiert, und ihre inhärente Risiko-Eigenkapital-Relation kann somit sehr hoch sein.

Per definitionem ist es unmöglich, all diese Unsicherheiten zu einer Prognose zusammenzufassen. Wenn man der Überzeugung ist, dass sich innerhalb eines Spektrums möglicher Entwicklungen die unterschiedlichsten Wechselwirkungen ergeben könnten, sind sogar unzählige Varianten vorstellbar. Durch all diese Unsicherheiten zieht sich allerdings – sozusagen als roter Faden – das höchst akkommodierende Finanzierungsumfeld, auf das bereits in der Einleitung hingewiesen wurde. Dies muss nicht die Consensus-Prognosen als solche infrage stellen; es sollte uns aber zumindest daran erinnern, dass der Eintritt extremer Ereignisse irgendwann viel höhere Kosten für die Weltwirtschaft verursachen könnte, als allgemein vermutet wird.

Herausforderungen für die Geldpolitik

Die Zentralbanken stehen vor einer Reihe schwieriger und wichtiger Fragen, auf die es keine fertigen Antworten gibt. Als Erstes stellt sich die Frage nach der angemessenen Rolle der Geldmengen- und Kreditaggregate in der Formulierung der Geldpolitik. Eine zweite Frage hängt eng damit zusammen: Sollte der öffentliche Sektor unter der Annahme, dass es gelegentlich zu kreditinduzierten Boom-Bust-Zyklen kommen kann, dem Aufbau von Ungleichgewichten vorzubeugen suchen, oder sollte er lediglich nachher die Scherben aufkehren?

Was die erste Frage betrifft, so lassen sich drei Denkrichtungen ausmachen, und in den meisten Zentralbanken hat jede von ihnen zumindest einige Anhänger. Eine erste Schule legt den Schwerpunkt auf die kurzfristigen Auswirkungen der Lücken zwischen Gesamtnachfrage und -angebot auf die Inflation, wobei die längerfristigen Inflationstrends weitgehend durch die

Erwartungen hinsichtlich dieser Lücken bestimmt werden. Die Rolle der Geldmengen- und Kreditaggregate wird von dieser Schule generell heruntergespielt. Eine zweite Schule misst der monetären Entwicklung als Einflussfaktor für die längerfristigen Inflationstrends mehr Bedeutung bei. In der Praxis hieße dies, dass der Einfluss von Lücken zwischen Nachfrage und Angebot auf die Inflation nach wie vor im Vordergrund stünde, die geldpolitischen Schlussfolgerungen jedoch systematisch anhand der monetären Daten überprüft würden. Eine dritte Schule schließlich sieht die Geldmengen-, vor allem aber die Kreditentwicklung ebenfalls als sehr wichtig an, allerdings aus einem ganz anderen Grund. Die Vertreter dieser Schule reagieren mit Besorgnis, wenn sie ein rasches Wachstum dieser Aggregate zusammen mit einem Preisanstieg bei den Vermögenswerten beobachten; das gilt besonders dann, wenn zugleich die Ausgabenentwicklung erheblich und nachhaltig vom traditionellen Muster abweicht. Sie geben zu, dass mittelfristig höhere Inflationsraten die Folge sein mögen, sehen aber eine größere Gefahr darin, dass ein Boom-Bust-Zyklus beträchtliche wirtschaftliche Kosten verursachen könnte, darunter möglicherweise eine unwillkommene Deflation auf längere Sicht.

Diese abweichenden Auffassungen sind sowohl durch frühere Erfahrungen als auch durch Modeerscheinungen der jeweiligen Zeit bedingt. Die Anhänger der ersten Schule würden ins Feld führen, dass die Inflationsprognosen auf der Basis der Lücke zwischen Nachfrage und Angebot in zahlreichen Ländern über viele Jahre recht zutreffend waren. Dass sie der Geldmenge keine formellere Rolle zugestehen wollen, hängt zum Teil mit dem erfolglosen „monetaristischen“ Experiment der 1970er Jahre zusammen, zum Teil aber auch damit, dass für ihr jeweiliges Land kein stabiler und kausaler ökonomischer Zusammenhang mit der Inflation aufgedeckt werden konnte. Die Vertreter der zweiten Schule würden darauf hinweisen, dass ihr Glaube an die Verknüpfung von Geldmenge und Inflation tief in der Theorie verwurzelt ist. Zudem blicken die Deutsche Bundesbank und die Schweizerische Nationalbank auf eine jahrzehntelange wirksame stabilitätsorientierte Geldpolitik zurück, die sich auf diese Überzeugung stützt. Die dritte Schule wurde nicht nur von der Konjunkturtheorie aus der Zeit vor dem Zweiten Weltkrieg beeinflusst, sondern auch von der überaus schmerzhaften Erfahrung der bereits erwähnten Boom-Bust-Zyklen.

Moden kommen und gehen, doch der Einfluss der zweiten und der dritten Schule scheint zu wachsen. In den letzten Jahren haben etliche Zentralbanken bei einer Leitzinsanhebung auf ihre Besorgnis angesichts eines rasanten Anstiegs sowohl des Kreditvolumens als auch der Preise von Vermögenswerten hingewiesen. Eine Reihe anderer Zentralbanken haben ihre Absicht erklärt, den üblichen geldpolitischen Horizont zu verlängern, damit sie das ganze Spektrum etwaiger Auswirkungen ihrer geldpolitischen Maßnahmen besser auswerten können. Zudem wird fast überall von der „Normalisierung“ der Leitzinsen gesprochen; das bedeutet logischerweise, dass die Angemessenheit der Geldpolitik nicht allein anhand ihrer kurzfristigen Wirkung beurteilt werden kann.

Hinter diesem Umdenken stehen verschiedene Einflussfaktoren. Inflationsprognosen auf Basis traditioneller Methoden sind durchweg schwieriger

geworden. Die Zentralbanken suchen daher nach neuen Anhaltspunkten, und dazu gehört auch die Verwendung von Geldmengen- und Kreditaggregaten. Jüngste Forschungen in einigen Zentralbanken haben für die betreffenden Länder tatsächlich einen offenbar über lange Zeiträume verlässlichen Zusammenhang zwischen Geldmenge und Inflation aufgedeckt. Mit der Zeit haben außerdem neue Krisen und die nähere Analyse vergangener Krisen empirische Belege geliefert, die die dritte Schule in der Begründung ihrer Besorgnis stützen. Da es immer mehr Hinweise darauf gibt, dass die Weltwirtschaft sowohl durch viele Ungleichgewichte als auch durch eine flachere kurzfristige Phillips-Kurve gekennzeichnet ist, sind ferner die potenziellen wirtschaftlichen Verluste in einem anschließenden Abschwung ebenfalls nach oben korrigiert worden. Zusammenfassend kann man sagen, dass die möglichen Konsequenzen geldpolitischer Fehler gewachsen sind. All diese Faktoren haben die Diskussion angeregt und gelegentlich sogar dazu beigetragen, Meinungsänderungen herbeizuführen.

Unterschiedlich beantwortet wird auch die zweite Frage, wie nämlich am besten mit der augenscheinlich prozyklischen Natur des Finanzsystems umzugehen ist. Sollte sich die Geldpolitik bisweilen gegen einen Aufschwung lehnen, selbst wenn kein Inflationsdruck vorhanden ist? Und wenn ja, wie? Sollte sie sich vielmehr gegen den nachfolgenden Abschwung lehnen, und wenn ja, wie? Oder sollte sie angesichts unseres mangelnden Verständnisses und der Unzulänglichkeiten der einzelnen geldpolitischen Instrumente, über die wir derzeit verfügen, beides tun und eine Reihe geldpolitischer Instrumente gleichzeitig einsetzen? Im Vergleich zu einer konsequenten Rückkehr zur Regulierung der Finanzmärkte, die mit der Zeit viele schädliche Ineffizienzen hervorriefe, wäre dies ein pragmatischerer Weg, der prozyklischen Natur des Finanzsystems zu begegnen, der möglicherweise viel für sich hat.

Das wichtigste Argument für eine Straffung der Geldpolitik im Aufschwung besteht darin, die Übersteigerungen im wirtschaftlichen und finanziellen Verhalten abzumildern und dadurch die Kosten des Abschwungs zu begrenzen. In der Praxis ist dies natürlich alles andere als einfach. Wie lässt sich feststellen, wann ein Ungleichgewicht so groß geworden ist, dass ein Eingreifen gerechtfertigt ist? Welcher Grad der Straffung wäre notwendig, um die Markteuphorie zu dämpfen, und könnte dies womöglich andere, nicht betroffene Bereiche der Volkswirtschaft ernsthaft in Mitleidenschaft ziehen? Diese Aspekte werden zu Recht immer wieder dann angesprochen, wenn es um die Hürden geht, denen sich die Zentralbanken gegenübersehen, wollten sie die Preise von Vermögenswerten steuern. Aber hier wird etwas anderes vorgeschlagen. Hier geht es darum zu reagieren, wenn eine Reihe von Indikatoren – nicht nur die Preise von Vermögenswerten, sondern auch das Kreditwachstum und die Ausgabenentwicklung – alle gleichzeitig auf steigende Risiken hindeuten. Eine solche Konstellation wäre im Prinzip seltener gegeben und auch leichter zu erkennen. Je weiter verbreitet die Euphorie, umso weniger wäre im Übrigen zu befürchten, dass eine straffere Geldpolitik unerwünschte Nebenwirkungen in nicht betroffenen Wirtschaftsbereichen mit sich bringen könnte.

Dennoch wird dieser Vorschlag für kleinere – und zunehmend auch für nicht so kleine – offene Volkswirtschaften ein besonderes Problem sein, wenn

ihre im Vergleich höheren Zinssätze erhebliche Kapitalströme anziehen. Diese können ihrerseits sowohl zu einer beträchtlichen Aufwertung der Währung als auch zu einem nicht weniger, sondern sogar stärker akkommodierenden Kreditumfeld im Inland beitragen. Beide Faktoren können zunächst die zugrundeliegenden Ungleichgewichte verschärfen, die den öffentlichen Entscheidungsträgern Anlass zur Sorge sind. Beispiele aus jüngster Zeit sind Neuseeland und Thailand. In dieser Situation mag etwa eine straffere Fiskalpolitik wünschenswert sein. Wenn aber dadurch lediglich das Vertrauen in das Land gestärkt wird, könnten noch größere Kapitalzuflüsse die Folge sein. Ohnehin sind fiskalpolitische Straffungen politisch nicht immer leicht durchzusetzen, da unerwartete Steuereinnahmen im Zuge der Wirtschaftsexpansion die öffentlichen Haushalte zunächst oftmals allzu konservativ aussehen lassen. Auf längere Sicht könnten wiederkehrende Schwierigkeiten dieser Art letztlich die Tragfähigkeit einiger kleinerer Währungen infrage stellen. Ähnliche Erfahrungen machten europäische Länder in den 1980er Jahren, nachdem die Beschränkungen des internationalen Kapitalverkehrs gelockert worden waren.

Angesichts solcher extremen Schwierigkeiten haben etliche kleinere Volkswirtschaften administrative Maßnahmen ergriffen, um die Kreditvergabe zu dämpfen. Unter anderem wurden verschiedenartige Kapitalverkehrskontrollen, höhere Mindestreserveanforderungen, Veränderungen der Risikogewichte und niedrigere Beleihungsquoten ausprobiert – mit begrenztem Erfolg. Auf Dauer laden solche administrativen Maßnahmen jedoch immer dazu ein, sie zu umgehen.

Von diesen praktischen Schwierigkeiten einmal abgesehen, verdeutlichen aber die potenziellen Kosten, die mit den zugrundeliegenden Problemen verbunden sind, dass die inländischen Währungs- und Aufsichtsbehörden künftig systematischer zusammenarbeiten müssen, als dies in der Vergangenheit die Regel war. Idealerweise anhand besserer Informationen über die Schwachstellen der privaten Haushalte, Unternehmen und Banken, als wir sie heutzutage zur Verfügung haben, sollte im Voraus eine Einigung darüber erzielt werden, was die betreffenden öffentlichen Entscheidungsträger tun könnten, um die mit einem wachsenden Kreditengagement verbundenen Risiken zu mindern. In einigen Fällen dürften sich abzeichnende Schwierigkeiten nicht nur auf nationaler, sondern auch auf internationaler Ebene nach einer stärkeren Kooperation verlangen. Die meisten in Mittel- und Osteuropa gewährten Kredite beispielsweise stammen von Geschäftsbanken mit Hauptsitz in Westeuropa. Für praktisch keine dieser Banken bedeuten diese Kredite ein nennenswertes Risiko für ihr Eigenkapital. Die gesamtwirtschaftlichen Risiken der Empfängerländer dagegen steigen stetig an.

Angesichts all dieser Schwierigkeiten, die Vorbeugungsmaßnahmen mit sich bringen, überrascht es nicht, dass es auch eine zweite Denkrichtung gibt. Diese akzeptiert grundsätzlich, dass es zu Boom-Bust-Szenarien kommen kann, argumentiert jedoch, dass die damit verbundenen Kosten erheblich begrenzt werden können, wenn die Geldpolitik im Nachhinein kräftig gelockert wird. Dieses Rezept ist in den vergangenen 20 Jahren schon wiederholt angewandt worden, nicht zuletzt im Jahr 2001, und es scheint in vielen Fällen recht erfolgreich gewesen zu sein.

Doch auch dieses zweite Rezept hat seine Schwachstellen. Erstens funktioniert es nicht unbedingt immer. Japan ist ein Beispiel für die mögliche Ineffektivität der Geldpolitik. Ist es glaubhaft, dass eine 15-jährige Wirtschaftsschwäche ihren Ursprung darin hatte, dass die Bank of Japan ihre Geldpolitik 1991 nicht energisch genug lockerte? In Wirklichkeit wurden die Leitzinsen in Japan damals sehr rasch zurückgeführt, ähnlich wie übrigens 1930 in den USA, wo die Wirkung ähnlich begrenzt ausfiel. Glaubhafter lässt sich die Stagnation in Japan damit erklären, dass sich die Nullgrenze für die Leitzinsen als erhebliches Hindernis erwies und dass Überinvestitionen und Schulden aus guten Zeiten die Wirtschaft viele Jahre lang schwer belasteten.

Zwar könnten niedrigere Zinssätze zur Stützung der Nachfrage trotzdem sinnvoll sein, sie haben aber möglicherweise auch unerwünschte Nebenwirkungen, wenn sie zu lange beibehalten werden. Auf der Angebotsseite der Wirtschaft wird bei unterhalb des Gleichgewichtsniveaus liegenden Zinssätzen de facto Vermögen von den Gläubigern auf die Schuldner übertragen, was auf die Dauer tendenziell zu niedrigeren Sparquoten und geringerem Potenzialwachstum führt. Wenn eigentlich insolvente Unternehmen künstlich am Leben erhalten werden, dann dürfte der anhaltende Kapazitätsüberhang die Gewinne und Überlebenschancen anderer Unternehmen beeinträchtigen. Auf der finanzwirtschaftlichen Seite kann ein leichter Zugang zu Finanzierungsquellen auch Fusionen und Übernahmen begünstigen, wie dies in jüngerer Zeit zu sehen war. Allerdings lässt zum einen die Geschichte den Schluss zu, dass solche Übernahmen oft keinen Mehrwert generieren; zum anderen könnte die Furcht vor Übernahmen mit der Zeit dazu führen, dass sich immer mehr Unternehmen stärker verschulden, um sich vor einer Übernahme zu schützen. Innerhalb des Finanzsektors könnte das Renditestreben unvorsichtiges Verhalten begünstigen. All diese Faktoren lassen die Volkswirtschaft auf Dauer schockanfälliger werden. Dem heutigen Problem mangelnder Nachfrage durch eine anhaltend lockere Geldpolitik zu begegnen kann letztlich den Boden für noch schwerwiegendere Probleme in der Zukunft bereiten.

Derartige Überlegungen lassen den Schluss zu, dass ergänzend zur Liquiditätszufuhr zumindest konkretere und grundlegendere Bemühungen um die Verringerung der Altlasten – d.h. der Überschuldung und der unrentablen Investitionen – erforderlich sind. Unternehmen mit zweifelhaften Überlebenschancen sollten unverzüglich geschlossen werden, und deren Aktionäre und Manager sollten den Preis dafür zahlen. Andere Unternehmen sollten dann die Chance erhalten, für die verbleibenden Ressourcen einen neuen Verwendungszweck zu finden. Wird zudem das Bankensystem nennenswert in Mitleidenschaft gezogen, sollte es nach den sinnvollen und eindeutigen Grundsätzen saniert werden, die als Reaktion auf die Banken Krisen in den nordischen Ländern Anfang der 1990er Jahre aufgestellt wurden.

Eine solche Sanierung erfordert allerdings ein Know-how, über das viele Länder – insbesondere aufstrebende Volkswirtschaften – nicht verfügen. Buchhalter, Gutachter, Anwälte und Insolvenzexperten sind knapp. In etlichen Ländern sind die Rechtsverfahren außerdem noch nicht ausreichend entwickelt, um entweder vor Gericht oder außergerichtlich eine rasche und endgültige Lösung zu gewährleisten. Es lässt sich leicht ausmalen, dass solche

Mängel im Falle künftiger Krisen in manchen Ländern einen starken Anreiz zu übermäßiger Nachsicht darstellen könnten. Hier sollte unbedingt so bald wie möglich etwas geschehen, denn die Behebung derartiger Mängel wird auf jeden Fall Zeit brauchen. Zwar versuchen große Finanzinstitute in den fortgeschrittenen Industrieländern derzeit solche Probleme anzugehen, indem sie Teams von Abwicklungs- und Konkurspezialisten zusammenstellen. Auch sog. Geierfonds treten immer mehr in Erscheinung. Ob dies beruhigend oder doch eher besorgniserregend ist, bleibt abzuwarten.

Und was jetzt?

Nachdem nun eine Reihe von Unsicherheiten über die Aussichten im Wirtschafts- und Finanzgeschehen erörtert worden sind, die die Frage der geeigneten Reaktion durch die öffentlichen Entscheidungsträger komplizieren, präsentiert sich eine bedauerliche Realität: Es müssen trotzdem Entscheidungen gefällt und Maßnahmen ergriffen werden, und zwar mit dem Blick nach vorn. Glücklicherweise erlaubt es die aktuelle Konstellation, einige Empfehlungen auszusprechen. Allgemein gesagt: Die guten Zeiten, in denen wir uns offensichtlich befinden, sollten zur Vorbereitung auf eine Zukunft genutzt werden, die per definitionem ungewisser sein wird.

Was die Geldpolitik betrifft, so dürften sowohl diejenigen, die sich Gedanken um die kurzfristigen Inflationsaussichten machen, als auch jene, die wegen eines voranschreitenden Aufbaus mittelfristiger Ungleichgewichte besorgt sind, eine weitere Straffung begrüßen. Der Inflationsdruck scheint auf globaler Ebene zu wachsen, und fast überall häufen sich nach wie vor Hinweise auf verschiedene Ungleichgewichte. Wer Bedenken in Bezug auf den Inflationsdruck hegt, sollte Volkswirtschaften mit Leistungsbilanzdefizit, vor allem den größeren unter ihnen, im Prinzip eine besondere Verantwortung bei der Dämpfung des weltweiten Nachfragewachstums beimessen. Wer über Ungleichgewichte und Fehlallokationen von Ressourcen besorgt ist, würde hervorheben, dass der Abstand zwischen den tatsächlichen Zinssätzen und dem durch die Potenzialwachstumsrate der Volkswirtschaft definierten „normalen“ Zinssatz in China besonders groß erscheint.

In Japan besteht ein anhaltender Abwärtsdruck auf die Preise, der aber zunehmend die positiven Schocks auf der Angebotsseite in anderen Ländern widerspiegelt. In Verbindung mit einem nachhaltigen Abbau der Unternehmensschulden und der notleidenden Kredite heißt dies, dass das Potenzial für eine gefährliche Deflationsspirale inzwischen wesentlich geringer geworden ist. Auch dass die Wirtschaft anscheinend robust wächst und dass Kapitalabflüsse aus Japan unerwünschte Folgen für andere Länder haben könnten, spricht dafür, dass die Bank of Japan weiterhin die Zinssätze allmählich auf ein normales Niveau heraufsetzen sollte.

Sowohl kurz- als auch mittelfristige Überlegungen dürften den Weg der Fiskalpolitik in die gleiche Richtung lenken. Eine straffere Fiskalpolitik könnte zur Dämpfung des globalen Nachfragewachstums beitragen, wenngleich die Gefahren der Feinsteuerung diesbezüglicher Maßnahmen nicht zu vernachlässigen sind. Aus einer längerfristigen Perspektive gesehen gelten jedoch

sowohl die Haushaltsdefizite als auch die Staatsschulden in vielen Ländern als beunruhigend hoch. In Ländern mit einem Zwillingdefizit, d.h. im Staatsbudget wie auch in der Leistungsbilanz, könnten weitere Bemühungen um eine Haushaltskonsolidierung von besonderem Nutzen sein: Sie könnten die Risikoprämien, die Wahrscheinlichkeit einer folgenschweren Kapitalflucht im Falle künftiger wirtschaftlicher Rückschläge und natürlich die damit verbundene Gefahr drastischer Kursbewegungen an den Devisenmärkten reduzieren.

Grundsätzlich sollten zwar große Volkswirtschaften mit flexiblen Wechselkursen ihre Währung weiterhin frei schwanken lassen, aber der anhaltende Wertverlust des Yen hat eindeutig etwas Anomales. Eine straffere Geldpolitik würde dazu beitragen, hier Abhilfe zu schaffen. Das eigentliche Problem scheint jedoch in der allzu festen Überzeugung der Anleger zu liegen, es werde keine nennenswerte Aufwertung des Yen zugelassen. Dabei sollten sich die Anleger das Geschehen im Herbst 1998 vor Augen halten, als der Yen gegenüber dem Dollar innerhalb von zwei Tagen um mehr als 10% zulegte und Carry-Trade-Akteure hohe Verluste erlitten.

Auch eine Wertsteigerung des Renminbi sollte bereitwilliger hingenommen werden, wenngleich dies für die zuständigen Stellen in China natürlich enorme binnenwirtschaftliche Herausforderungen mit sich bringen wird. Dann könnten auch andere asiatische Währungen gegenüber dem Dollar weiter aufwerten, was wiederum zu einer Verringerung der weltweiten Außenhandelsdefizite beitrüge. Die in China offenbar bisweilen vertretene Auffassung, die jüngsten Probleme Japans hätten darin ihren Anfang genommen, dass Ende der 1980er Jahre eine Wertsteigerung des Yen zugelassen wurde, ist eine Fehlinterpretation der damaligen Ereignisse. Vielmehr hatte der Abschwung in Japan seinen Ursprung in der vorangegangenen ungezügelter monetären Expansion, mit der der Außenwert des Yen gedrückt werden sollte. Angesichts des jüngsten Tempos der Kreditexpansion, des Vermögenspreisanstiegs und der massiven Investitionen in der Schwerindustrie scheint die chinesische Volkswirtschaft im Übrigen sehr ähnliche, beunruhigende Symptome zu zeigen.

Die derzeitige Dynamik in der Wirtschaft und im Finanzsektor sollte außerdem für strukturelle Reformen genutzt werden, die das Wachstum weltweit fördern würden. Die größte Herausforderung im Hinblick auf die Realwirtschaft besteht vielleicht darin, in Ländern mit derzeit hohen Außenhandelsüberschüssen, insbesondere in China und Japan, die Verlagerung der Wirtschaftstätigkeit hin zu nicht handelbaren Dienstleistungen zu erleichtern. Umgekehrt ist in den USA für einen Abbau des Leistungsbilanzdefizits eine Verlagerung zu handelbaren Gütern notwendig.

Das Problem ist, dass sich die Ressourcenallokation in allen drei Ländern im Augenblick entschieden in die falsche Richtung bewegt. In China und Japan konzentriert sich die Investitionstätigkeit nach wie vor weitgehend auf die Exportmärkte. Sollte die asiatische Region von einem wirtschaftlichen Schock getroffen werden, ist es außerdem gut möglich, dass noch stärker auf die Exportmärkte gebaut wird, um das Beschäftigungswachstum aufrechtzuerhalten. Die Bedrohung, die von zunehmenden protektionistischen Tendenzen in den westlichen Ländern ausgeht, würde auf jeden Fall noch verschärft – und

diese Tendenzen sind bereits sehr groß. In den USA sind die massiven Investitionen in Wohnimmobilien in den letzten Jahren unter dem Gesichtspunkt der außenwirtschaftlichen Anpassung nicht willkommen. Wohnimmobilien sind das archetypische nicht handelbare, nicht fungible, langlebige Gut. Dies alles bedeutet, dass die notwendige binnenwirtschaftliche Reallokation von Kapital und Arbeit in den betroffenen Ländern möglicherweise ein erheblich größeres Preissignal vonseiten der Wechselkursbewegungen erfordert, als es sonst der Fall wäre.

Was die Entwicklung im Finanzsektor betrifft, so wäre es auf keinen Fall wünschenswert, die Veränderungen, die sich in den letzten Jahrzehnten in den fortgeschrittenen Industrieländern vollzogen haben, rückgängig zu machen, selbst wenn das möglich wäre. Dennoch könnte die Skepsis gegenüber einigen der angeblichen Vorteile neuer Akteure, Instrumente und Geschäftsmodelle wachsen. Dies gilt vor allem für die Risikotransferstrategien, die so weite Verbreitung gefunden haben. Diese Entwicklungen haben klare Vorteile, vermutlich aber auch kostspielige Nebenwirkungen. In den aufstrebenden Volkswirtschaften ist von entscheidender Bedeutung, dass der Liberalisierung strukturelle Änderungen vorausgehen müssen, die es den Finanzsystemen erlauben, sowohl binnen- als auch außenwirtschaftlichen Schocks zu widerstehen. Es sind zwar schon große Fortschritte erzielt worden, doch sie reichen bei Weitem noch nicht aus.

Zuletzt sei festgehalten, dass die inländischen Entscheidungsträger seit jeher vor der Herausforderung standen, auf externe Schocks reagieren zu müssen, dass diese in unserer globalisierten und marktbestimmten Welt aber immer bedeutsamer werden. Umgekehrt wirken sich die im Inland ergriffenen Maßnahmen zunehmend auf das Ausland aus. Diese Wechselwirkungen finden schon in guten Zeiten statt, gewinnen aber in schlechten Zeiten möglicherweise noch an Bedeutung, wenn sich die zuständigen Stellen vieler Länder abstimmen müssen, um internationale Probleme zu möglichst geringen Kosten zu lösen. Die internationale Zusammenarbeit hat sich in manchen Bereichen zwar verbessert, aber die politische und institutionelle Struktur hat mit diesen sich wandelnden globalen Realitäten nicht Schritt gehalten. Viel zu groß ist noch die Tendenz der nationalen Behörden, im Alleingang vorzugehen, und viel zu oft hat der internationale Dialog noch keine praktischen Konsequenzen. Dies ist ein weiteres globales Ungleichgewicht, das dringend behoben werden muss.