

## VIII. Schlussbemerkungen: Die schwierige Aufgabe der Schadensbegrenzung

Markturbulenzen, wie sie zurzeit an den weltweit wichtigsten Finanzplätzen zu beobachten sind, hat es nach dem Zweiten Weltkrieg bisher nicht gegeben. In den USA besteht ein erhebliches Rezessionsrisiko, und in zahlreichen Ländern steigt die Inflationsrate drastisch. Vor diesem Hintergrund wächst die Befürchtung, dass die Weltwirtschaft an einer Art Wendepunkt stehen könnte. Diese Befürchtung ist nicht unbegründet. Ein machtvolles Wechselspiel zwischen Innovationen an den Finanzmärkten, laxen internen und externen Unternehmenskontrollen sowie über viele Jahre weltweit lockeren monetären Bedingungen hat uns in die schwierige Lage von heute gebracht. Doch nicht Schuldzuweisungen, sondern wohlüberlegte Reaktionen müssen die oberste Priorität sein.

Für die Zukunft ist es entscheidend, die Aufmerksamkeit auf all diese Elemente sowie auf die Wechselbeziehungen zwischen ihnen zu richten und nicht nur auf die jüngsten Finanzmarktinnovationen, die bisher so sehr im Mittelpunkt standen. Ein zu enger Blickwinkel birgt zwei Gefahren. Erstens legt er Abhilfemaßnahmen nahe, die in ihrem Umfang begrenzt sind und möglicherweise nicht ausreichen, eine Krise zu bewältigen, die ebenso tiefe Wurzeln in der Realwirtschaft wie im Finanzsektor hat. Insbesondere gilt es das Problem notleidender Verbindlichkeiten und hoher Schuldendienstverpflichtungen direkt anzupacken, das sich in einigen wichtigen Volkswirtschaften über viele Jahre aufgebaut hat. Der Versuchung, dieses Problem stattdessen mit einer noch größeren Kreditexpansion und höheren Inflation zu überdecken, darf auf keinen Fall nachgegeben werden. Zweitens verführt ein Konzentrieren auf die Schwachstellen der jüngsten Finanzinnovationen die öffentlichen Entscheidungsträger dazu, mit den Maßnahmen zur Vermeidung derartiger Probleme in der Zukunft nicht ihre eigentlichen Ursachen, sondern nur ihre Symptome anzugehen. Zweifellos ist es wichtig, herauszufinden, was an unseren gegenwärtigen Problemen neu ist; wir müssen aber auch berücksichtigen, was daran altbekannt ist.

Es lässt sich nicht leugnen, dass neue Entwicklungen an den Finanzmärkten, insbesondere die Schwächen bei der Umsetzung des Originate-to-distribute-Modells, also bei der Verbriefung und dem Verkauf von Bankkrediten, verhängnisvolle Nebenwirkungen hatten. Kredite immer schlechterer Qualität wurden vergeben und dann an die Leichtgläubigen und die Uner-sättlichen veräußert, wobei Letztere oft auf Hebelwirkung und kurzfristige Finanzierungen setzten, um ihren Gewinn weiter zu steigern. Das allein ist eine gefährliche Schwachstelle. Schlimmer noch, der Prozess ist so wenig transparent, dass nicht immer klar erkennbar ist, wer das Risiko letztlich trägt. Wie

sollen dann die Schäden behoben werden, wenn nicht einmal feststeht, wo sie sich befinden?

Mit diesen Finanzinnovationen hat sich die augenscheinlich inhärente prozyklische Tendenz liberalisierter Finanzsysteme verstärkt: Während jeweils die Expansion des Kreditvolumens den Konjunkturaufschwung anheizt, schwindet bei steigenden Vermögenspreisen und wachsendem Optimismus zugleich das Risikobewusstsein. Dies wiederum führt zu größerer Kreditexpansion, nicht zuletzt indem mehr Sicherheiten zur Verfügung stehen und entsprechend höhere Kredite aufgenommen werden können. So kommt es zu einer Ausgabenentwicklung, die auf die Dauer vielleicht nicht tragbar ist. Ein anfänglich rationaler Überschwang könnte auf diese Weise irrational werden und den Boden für einen eventuellen anschließenden Zusammenbruch bereiten.

Auch lässt sich nicht leugnen, dass sowohl die interne Unternehmenskontrolle als auch die externe Aufsicht von Finanzinstituten Mängel aufwiesen – ebenfalls ein oftmals zu beobachtendes Phänomen in der Vergangenheit. Einzelne Institute erlitten enorme Verluste, und erzwungene Rekapitalisierungen werden die künftigen Erträge der derzeitigen Aktionäre mindern. Kein Wunder also, dass sich die Aktionäre über das Verhalten der Unternehmensleitungen wie auch der obersten Verwaltungsorgane empören. Da sich die Hinweise häufen, dass das Finanzsystem als Ganzes nicht mehr reibungslos funktioniert, muss sich zudem die Aufsicht die Frage stellen, was schiefgegangen ist. Wie konnte beispielsweise ein riesengroßes Schattenbanksystem entstehen, ohne dass von offizieller Seite deutlich Besorgnis geäußert wurde? Ähnlich wie bei der internen Unternehmenskontrolle hielt es vielleicht einfach niemand für dringend notwendig, den Ursprung von Gewinnen zu hinterfragen, während alles so gut lief. Ein Trost ist, dass die Elemente von Basel I, die zu den Übersteigerungen beitrugen – insbesondere das effektive Fehlen einer obligatorischen Eigenkapitalunterlegung für außerbilanzielle Gesellschaften, die mit Banken verbunden sind –, unter Basel II nicht mehr derart bedeutend sein werden. Je früher die neue Regelung vollständig umgesetzt wird, desto besser.

Schließlich lässt sich nicht leugnen, dass ein noch traditionellerer Faktor ebenfalls am Werk war. Nicht nur in einigen fortgeschrittenen Industrieländern, sondern auf globaler Ebene waren die Realzinssätze in diesem Jahrzehnt über weite Strecken außergewöhnlich niedrig. Bei einer zunächst geringen und stabilen Inflation sind die Leitzinssätze, langfristigen Zinssätze und Risikoaufschläge nicht entsprechend gestiegen, als das Weltwirtschaftswachstum auf Rekordhöhe kletterte. Die Zuwachsraten der Geldmengen- und Kreditaggregate erhöhten sich kräftig, und die Währungsreserven nahmen zu wie nie zuvor, da die aufstrebenden Volkswirtschaften massiv intervenierten, um die Aufwertung ihrer Währungen zu verhindern. Ähnlich wie bei den niedrigen Zinssätzen war der globale Trend zu einem rascheren Geldmengen- und Kreditwachstum überdies in fast jeder wichtigen Region zu beobachten.

Eine plausible Erklärung für diese lange Phase lockerer Geld- und Kreditpolitik ist, dass die Zentralbanken ihren inländischen Kurs noch nicht gänzlich auf die immer bedeutender werdenden globalen Einflüsse abgestimmt haben.

Viele Jahre lang wurde die weltweite Inflation auf niedrigem Niveau gehalten, begünstigt von zahlreichen positiven, einander überlappenden Schocks auf der Angebotsseite, die mit Deregulierung und technischem Fortschritt, noch mehr aber vielleicht mit dem Eintritt wichtiger aufstrebender Volkswirtschaften in das Welthandelssystem zusammenhingen. Statt ein vorübergehendes Sinken der Inflation zuzulassen, analog zum Umgang mit negativen Angebotsschocks in der Vergangenheit, zogen die geldpolitischen Entscheidungsträger jedoch andere Schlüsse aus dieser gemäßigten Inflationsentwicklung. In ihren Augen bedeutete sie, dass es keinen guten Grund gab, die Zinssätze anzuheben, als sich das Wachstum beschleunigte, und keinen Hinderungsgrund, sie zu senken, als das Wachstum ins Stocken geriet. Die Vermutung, dass dieses niedrige Zinsniveau unbeabsichtigt eine unvorsichtige Kreditaufnahme sowie schließlich das Wiederaufflammen der Inflation begünstigt haben könnte, ist sicher nicht zu weit hergeholt. Es ist auch gefährlich zu sagen, dass die inländische Geldpolitik die Nahrungsmittel- und Energiepreise ignorieren kann, da sie externen Einflüssen unterliegen. Für die Welt als Ganzes sind dies keine externen Angebotsschocks; vielmehr scheinen sie in erster Linie nachfrageinduziert gewesen zu sein. Diese Beispiele weisen darauf hin, dass das geldpolitische Rahmenkonzept der einzelnen Länder besser auf die Realitäten der Globalisierung abgestimmt werden muss.

Angesichts der Vielzahl von Einflüssen, die den gegenwärtigen Problemen in der Wirtschaft und an den Finanzmärkten zugrunde liegen, ihrer Wechselwirkungen und ihrer Dauerhaftigkeit sollten wir weder eine schnelle und spontane Rückkehr zur Normalität noch rasche und einfache Lösungen von offizieller Seite erwarten. Dass die Bewältigung früherer Übersteigerungen wahrscheinlich schwer sein wird, hat eine wichtige Konsequenz: Das Argument, dass wir solchen kreditgetriebenen Übersteigerungen von vornherein mit geldpolitischen Maßnahmen entgegenwirken müssen, erhält noch mehr Gewicht. Zwar ist die Einführung eines neuen geldpolitischen Rahmenkonzepts natürlich mit Schwierigkeiten verbunden, aber die enormen volkswirtschaftlichen Kosten, die in der Vergangenheit mit solchen Krisen verbunden waren, rechtfertigen sicherlich eine ernsthafte Prüfung möglicher Änderungen.

### Wie groß sind die Risiken für den Ausblick?

Die meisten Beobachter rechnen zwar mit einer Abschwächung des Weltwirtschaftswachstums, vor dem geschilderten Hintergrund herrscht aber eine außerordentlich große Unsicherheit darüber, wie gravierend diese Abschwächung ausfallen könnte. Es genügt ein Blick auf die immer stärker divergierenden Ansichten, die in die Consensus-Prognosen eingehen, sowie auf die ungewöhnlichen Differenzen zwischen den Projektionen einiger nationaler Gremien und denen des IWF. Die voneinander abweichenden Ausrichtungen der Geldpolitik in den wichtigsten Regionen spiegeln viele Einflussfaktoren wider, sie sind aber auch mit den unterschiedlichen Einschätzungen darüber vereinbar, in welchem Ausmaß sich die gegenwärtigen Turbulenzen auf die jeweilige Volkswirtschaft auswirken könnten. Die Inflationsaussichten sind nicht viel sicherer, wobei die aktuellen Meldungen

immer mehr darauf schließen lassen, dass ein weiterer Anstieg wahrscheinlicher ist als ein plötzlicher Rückgang. Entsprechend dieser Unsicherheit sehen einige Beobachter Parallelen zur Situation Anfang der 1970er Jahre, als der Inflationsdruck stark zunahm, andere dagegen zur Lage Anfang der 1990er Jahre, als die Bankensysteme und die Wirtschaft durch einen Schuldenüberhang im privaten Sektor geschwächt wurden. Im Endeffekt könnten wohl beide Seiten Recht haben.

Der Blick zurück liefert einige Anhaltspunkte dafür, weshalb die Unsicherheit derzeit so groß ist. Die Entwicklung bis hierher war schon höchst ungewöhnlich. Auf der realwirtschaftlichen Seite wurde der Einfluss der Globalisierung in den letzten Jahren bereits erwähnt. Darüber hinaus aber stützte sich der jüngste Konjunkturaufschwung in vielen Ländern außerordentlich stark auf die Ausgaben und den Schuldenaufbau der privaten Haushalte. Auf der finanzwirtschaftlichen Seite verzeichneten zahlreiche Märkte ein Rekordumsatzwachstum, eine Heerschar neuer Marktteilnehmer und ein ganzes Arsenal neuer Instrumente. Auf fiskal- und geldpolitischer Seite schließlich war das Ausmaß an fortwährender Stimulierung, das zur Aufrechterhaltung des Aufschwungs nach der Abschwächung 2001 notwendig war, ebenfalls ohne Beispiel. Mit Rücksicht darauf und angesichts der anhaltenden Turbulenzen an den Finanzmärkten ist es einfach nicht plausibel, dass die traditionellen Prognosemodelle weiterhin zuverlässig funktionieren – sofern sie dies je getan haben.

Der Blick voraus wird durch beträchtliche Unsicherheit über den Umfang der wachstumshemmenden Effekte getrübt, die von einer Reihe sich gegenseitig beeinflussender Prozesse ausgehen. Wechselbeziehungen herrschen innerhalb des Finanzsystems, innerhalb der Realwirtschaft und zwischen diesen beiden Sektoren sowie aufgrund potenzieller Ansteckungseffekte zwischen verschiedenen Regionen. Hinzu kommen der dämpfende Effekt steigender Inflationsraten auf die Realwirtschaft sowie potenzielle Störeinflüsse aufgrund der Ungleichgewichte im Welthandel. Oft lauern hinter diesen Prozessen das Gespenst des Schuldenabbaus nach vielen Jahren des Schuldenaufbaus und die Problematik des Trugschlusses der Verallgemeinerung: Wenn einzelne Wirtschaftsakteure versuchen, ihre Schwierigkeiten auf vernünftige Weise zu lösen, werden dadurch die Probleme des Systems als Ganzes unter Umständen nur noch schlimmer. Solche Prozesse können ausgesprochen nichtlinear verlaufen, sodass sie womöglich ein wesentlich schwächeres Weltwirtschaftswachstum zur Folge haben, als allgemein erwartet wird, und zumindest für eine gewisse Zeit auch eine höhere Inflation.

Innerhalb des Finanzsektors besteht die wichtigste Wechselbeziehung zwischen Instituten und Märkten. Da die Banken an den bedeutendsten Finanzplätzen angesichts angehäufter Verluste und unfreiwillig verlängerter Bilanzen ihren künftigen Eigenkapital- und Liquiditätsbedarf nur schwer schätzen können, haben sie bereits ihre Kreditvergabe an Schuldner des Finanzsektors reduziert und ihre Einschussanforderungen verschärft. Diese Tendenz könnte sich ohne Weiteres verstärken. Schuldner wiederum, die nicht in der Lage sind, strengere Kreditbedingungen zu erfüllen, könnten gezwungen sein, Vermögenswerte an Märkte abzugeben, die – trotz massiver Abhilfemaßnahmen der

Zentralbanken – illiquide bleiben. Solche Notverkäufe könnten erhebliche Auswirkungen auf die Preise und auf die Eigenkapitalausstattung der Finanzinstitute haben. Zudem besteht die Möglichkeit einer zusätzlichen Verringerung der Marktliquidität, wenn frühere Marktmacher gezwungen wären, ihre Tätigkeiten weiter zu reduzieren, weil sie nicht mehr über Refinanzierungsliquidität verfügen.

In der Realwirtschaft besteht vor allem die Befürchtung, dass private Haushalte, die mit einer schweren Schuldenlast und bisweilen mit sinkenden Preisen für Wohneigentum konfrontiert sind, versuchen werden, die im langfristigen Vergleich sehr niedrigen Sparquoten zu erhöhen, indem sie ihren Konsum drastisch verringern. Dass der Bestand an Wohnimmobilien, Pkws und anderen langlebigen Konsumgütern in den USA und etlichen weiteren fortgeschrittenen Industrieländern bereits recht hoch erscheint, könnte ein solches Verhalten begünstigen. Leider können nicht alle gleichzeitig mehr sparen, denn die Ausgaben des einen sind die Einkünfte des anderen. Eine solche Entwicklung hätte letztlich eine geringere Wirtschaftstätigkeit und eine niedrigere Beschäftigung zur Folge, und zwar nicht nur in diesen Ländern, sondern auch in jenen, die auf sie als Exportmärkte angewiesen sind. Höhere US-Investitionen würden die Lücke wohl ebenfalls nicht schließen können. In einer solchen Situation könnten die Unternehmen zu der Einschätzung gelangen, dass sich die Nachfrage nach ihren Produkten für einige Zeit kaum erholen dürfte, und würden sich einfach mit Investitionen zurückhalten und ihre Kosten senken. Eine damit zusammenhängende Abschwächung des effektiven Dollarkurses würde natürlich Arbeitsplätze im Inland schaffen und das US-Handelsbilanzdefizit verringern, aber das Problem der Exporteure in anderen Ländern nur noch vergrößern.

Auch zwischen dem Finanzsektor und der Realwirtschaft sind besorgniserregende Wechselwirkungen denkbar. Die größte Sorge besteht im Moment darin, dass die Kreditbedingungen für Schuldner außerhalb des Finanzsektors weiter gestrafft werden. Während der Unternehmenssektor global betrachtet kaum Liquiditätsschwierigkeiten hat, lässt sich dies von vielen großen Gesellschaften, die in letzter Zeit in fremdfinanzierte Übernahmen (Leveraged Buyouts, LBO) involviert waren, nicht sagen. Außerdem ist die Finanzlage der privaten Haushalte in zahlreichen Ländern nicht gut. Allein dass sie kein Kapital aus Wohneigentum mehr abschöpfen können, hat sich zumindest in den USA bereits stark auf ihre Ausgaben ausgewirkt. Noch restriktivere Kreditbedingungen aber könnten solche Trends verschärfen, und dies würde zu zusätzlichen Arbeitsplatzverlusten und Insolvenzen führen, was wiederum das Finanzsystem zu spüren bekäme.

Angesichts der Möglichkeit, dass sich das Wirtschafts- und Finanzumfeld auf diese Weise verschlechtern könnte, wäre es keine Überraschung, wenn auch die Vermögensbewertungen weiter unter Druck gerieten, wobei die Preise für Wohnimmobilien in vielen Ländern nach wie vor den größten Anlass zur Sorge geben. In den USA ist die Zahl zum Verkauf stehender Wohnimmobilien besonders hoch und könnte durchaus noch steigen, wenn Wohneigentümer versucht sind, ihr Eigentum aufzugeben, sobald der Immobilienwert unter ihre Hypothekenverpflichtungen sinkt. Auch dies würde

das Eigenkapital der Kreditgeber unmittelbar belasten und den Abwärtsdruck auf die US-Wohnimmobilienpreise sowie auf die Preise sämtlicher Finanzinstrumente, die mit solchen Hypotheken unterlegt sind, weiter verstärken. In einer Reihe von Ländern beginnt zudem die Preisentwicklung gewerblicher Immobilien nachzugeben, was sich für die Kreditgeber in der Vergangenheit meist nachteilig auswirkte. Es liegt auf der Hand, dass diese Wechselwirkungen zwischen Realwirtschaft und Finanzsektor zugleich komplex und gefährlich sein können.

Durch die Globalisierung wächst die Möglichkeit von Ansteckungseffekten zwischen Regionen. Zum jetzigen Zeitpunkt kann kaum bezweifelt werden, dass die US-Wirtschaft mit ernsthaften Schwierigkeiten konfrontiert ist und die größte Gefahr läuft, von Wechselwirkungen wie den eben beschriebenen in Mitleidenschaft gezogen zu werden. Außerdem wird befürchtet, dass für etliche andere Länder, in denen die Sparquote der privaten Haushalte niedrig ist, ein ähnliches, wenn auch vielleicht geringeres Risiko besteht. Es gibt allerdings weiterhin Hoffnung, dass die Abschwächung andere Länder nur in sehr abgemilderter Form erfassen wird. In Europa scheint das Zentrum grundsätzlich stark zu sein, obschon es an der Peripherie anders aussieht. Die Probleme im Bausektor Spaniens und Irlands sind bereits recht deutlich. Einige Länder in Osteuropa verzeichnen ein bemerkenswert hohes Leistungsbilanzdefizit, und ihre Abhängigkeit von westeuropäischen Banken ist eine zusätzliche erhebliche Schwachstelle, falls diese Banken zum Rückzug gezwungen wären. Japan ist insofern exponiert, als es nach wie vor enge Handelsbeziehungen zu den USA unterhält, scheint aber vom privaten Schuldenaufbau der letzten Jahre unberührt, der jetzt die Entwicklung vieler anderer Länder bedroht.

Ferner steht nicht fest, ob und gegebenenfalls in welchem Ausmaß sich die aufstrebenden Volkswirtschaften von Rückschlägen in den fortgeschrittenen Industrieländern „abkoppeln“ könnten. Einerseits scheint sich die Inlandsnachfrage dort auf einem Aufwärtstrend zu befinden, und die Exporte gehen zunehmend an andere aufstrebende Volkswirtschaften. Andererseits ist zu beachten, dass ein großer Teil der Inlandsinvestitionen wie auch die Exporte von Gütern zur Endmontage in anderen aufstrebenden Volkswirtschaften letzten Endes von der Ausgabenentwicklung in den fortgeschrittenen Industrieländern abhängen. Überdies dürfte es in einem immer stärker „globalisierten“ Umfeld zu Finanzmarkteinflüssen und allgemeinen Vertrauenseffekten kommen. Eine derartige Argumentation impliziert, dass die Verknüpfungen und Schwachstellen, die in vorangegangenen Konjunkturabschwüngen zu beobachten waren, keineswegs eliminiert worden sind.

Demgegenüber stellt die anziehende globale Inflation einen weiteren ernstzunehmenden Grund zur Besorgnis dar. Wie hoch könnte sie noch steigen, und für wie lange? Im Mittelpunkt der jüngsten weltweiten Beschleunigung stehen die Rohstoffpreise – was zum Teil daran liegt, dass weder die Nachfrage noch das Angebot rasch auf Preisänderungen reagieren. Jedoch zeigt sich der zugrundeliegende Druck einer kräftigen globalen Nachfrage auf die kurzfristigen Angebotskapazitäten immer deutlicher an einer viel breiteren Palette von Märkten. Die bisher gemäßigten Löhne und Inflationserwartungen

werden von einigen Beobachtern als beruhigend empfunden, andere gehen hingegen davon aus, dass beide erheblich steigen könnten. Höhere Preise haben die realen Konsumentenlöhne fast überall bereits beschnitten, und in etlichen aufstrebenden Volkswirtschaften wurden dadurch sogar soziale und politische Unruhen ausgelöst. Dies wiederum hat viele Regierungen zu administrativen Maßnahmen veranlasst, um den Preisauftrieb zu bremsen und die Exporte zu beschränken, was den Schluss nahelegt, dass die zugrundeliegende Inflationsdynamik sogar stärker ist, als es den Anschein hat. Eine weltweite Konjunkturabschwächung würde natürlich dazu beitragen, den Inflationsdruck insgesamt zu dämpfen. Angesichts der Trägheit des Inflationsprozesses könnte es aber dennoch über einen unerfreulich langen Zeitraum zu hoher Inflation bei langsamerem Wachstum kommen. Zudem würde ein schwächeres Wirtschaftswachstum ein Umfeld schaffen, in dem durchaus ein weiter verbreiteter, gefährlicher protektionistischer Druck entstehen könnte.

Über diese weltweiten Risiken für den Inflationsausblick hinaus werden Wachstums- wie Inflationsaussichten in den einzelnen Regionen auch durch die Wechselkursentwicklung beeinflusst. Eine Sorge betrifft das Geschehen an den Märkten selbst. Vor dem Hintergrund eines nach wie vor hohen US-Leistungsbilanzdefizits und steigender Auslandsschulden hat sich der Rückgang des effektiven Wechselkurses des US-Dollars bisher bemerkenswert geordnet vollzogen. Das will jedoch für die Zukunft nichts heißen. Ausländische US-Dollar-Anleger haben in Dollar gemessen große Verluste erlitten und in ihrer eigenen Währung gemessen noch größere. Auch wenn es unwahrscheinlich – und im Falle der öffentlichen Anleger sogar höchst unwahrscheinlich – ist, lässt sich nicht ganz ausschließen, dass sie plötzlich aus dem Markt aussteigen.

Jegliche Wechselkursänderung könnte ferner nicht nur Vorteile, sondern auch erhebliche Kosten mit sich bringen. Länder wie die USA, deren Währung abwertet, dürften aufgrund von Substitutionseffekten im Außenhandel einen Wachstumsschub erfahren. Die USA werden überdies von Bewertungseffekten profitieren, da ihre Verbindlichkeiten größtenteils auf Dollar, ihre Vermögenswerte aber auf aufwertende Fremdwährungen lauten. Umgekehrt dürften Länder mit aufwertender Währung in beiderlei Hinsicht Wachstumseinbußen hinnehmen müssen.

Bei den Auswirkungen von Wechselkursbewegungen auf die Inflation ist die Abschätzung von Kosten und Nutzen komplizierter und für einige Länder auch beunruhigender. Sollten beispielsweise der Dollar und das Pfund Sterling in effektiver Betrachtung weiter abwerten, wäre mit zunehmendem Inflationsdruck in den USA und im Vereinigten Königreich zu rechnen. Zwar war die Überwälzung von Wechselkursänderungen auf die Preise in beiden Ländern in den letzten Jahren relativ gering, doch ging dies in den Exportländern mit schrumpfenden Gewinnmargen und entsprechend verstärkten Bemühungen einher, durch eine Steigerung der Produktivität im Verhältnis zum Lohnwachstum die Margen aufrechtzuerhalten. Beides wird jedoch mit der Zeit immer schwieriger, und damit wächst die Wahrscheinlichkeit von Auswirkungen auf die Inflationsrate. Umgekehrt ist fast überall dort, wo die Währung

aufwerten könnte – vor allem in Asien und Westeuropa –, die Inflation höher als erwünscht, und die inflationsdämpfenden Effekte einer Aufwertung gegenüber dem Dollar wären auf jeden Fall willkommen.

Für Japan gilt Letzteres leider keineswegs. Bei einem effektiven Wechselkurs des Yen nahe einem 30-Jahres-Tief, einem hohen Leistungsbilanzüberschuss und enormen Währungsreserven könnte der Yen noch zulegen. Vor dem Hintergrund eines schleppenden Außenhandels und eines anhaltend schwachen Wachstums wäre eine neuerliche Deflation dann keinesfalls auszuschließen. Zwar scheint die japanische Volkswirtschaft den verschiedenen nachteiligen Wechselwirkungen, die oben beschrieben wurden, derzeit weniger ausgesetzt zu sein als viele andere, aber sie besitzt praktisch keinen wirtschaftspolitischen Spielraum mehr. Japan hat eine massive Staatsverschuldung, und die Leitzinssätze liegen fast bei null. Das sind die immer noch spürbaren Nachwehen der japanischen Strategie, nach dem Platzen der Blase Anfang der 1990er Jahre über lange Zeit beinahe ausschließlich makroökonomische Instrumente zur Überwindung der Schwierigkeiten einzusetzen.

Dieses anhaltende Abwärtsrisiko in Japan – zusammen mit dem seit mindestens zehn Jahren unterdurchschnittlichen Wirtschaftswachstum – legt zwei Schlussfolgerungen nahe, die heute für die öffentlichen Entscheidungsträger in anderen Ländern relevant sein könnten. Wäre Japan erstens der Blase früher und energischer entgegengetreten, hätten die schlimmsten Übersteigerungen der Boomphase möglicherweise vermieden werden können. Zweitens sind dadurch, dass Japan es versäumte, die Verbindlichkeiten des Unternehmens- und des Finanzsektors rasch und geordnet umzuschulden, die Kosten des nachfolgenden Platzens der Blase letztlich weit höher geworden, als es sonst der Fall gewesen wäre.

### Wie ist mit gegenläufigen Risiken umzugehen?

Die eigentliche Ursache der jetzt deutlich werdenden Probleme war eine lang anhaltende übermäßige und unvorsichtige Kreditausweitung. Dabei drohten von Anfang an zwei unwillkommene Entwicklungen, wenngleich nie klar war, welche sich zuerst manifestieren würde. Zum einen bestand die Möglichkeit eines Inflationsanstiegs, wenn sich die Weltwirtschaft allmählich ihrem kurzfristigen Produktionspotenzial näherte. Zum anderen konnten sich schuldenbedingte Ungleichgewichte in der Finanz- und Realwirtschaft bilden, die sich irgendwann als untragbar erweisen und zu einer deutlichen Konjunkturabschwächung führen würden. Im Endeffekt scheint die Weltwirtschaft nun beide unwillkommenen Entwicklungen gleichzeitig zu erleben, wobei die einzelnen Länder diesen gemeinsamen Bedrohungen allerdings oft in ganz unterschiedlichem Maße ausgesetzt sind.

Für die öffentlichen Entscheidungsträger stellt dies eine wesentliche Komplikation dar. Wenn sie den Inflationsdruck, der gegenwärtig beinahe überall zunimmt, nicht energisch bekämpfen, droht ein Anstieg der Inflationserwartungen, der sehr kostspielig im Zaum zu halten sein könnte. Wenn sie sich aber nicht mit aller Macht gegen die oben beschriebenen Wechsel-

wirkungen stemmen, besteht die Gefahr einer sich verstärkenden wirtschaftlichen Abwärtsdynamik, die nur allzu leicht außer Kontrolle geraten könnte. Jedoch unterscheiden sich diese Bedrohungen auch in ihrer Dringlichkeit. Denn die Inflation steigt bereits, während eine nennenswerte Abschwächung des Wirtschaftswachstums in vielen Teilen der Welt bislang lediglich eine Möglichkeit darstellt. Generell würde dies einen weit weniger akkommodierenden wirtschaftspolitischen Kurs auf globaler Ebene nahelegen.

Von dieser Tendenz abgesehen, kann für die Geld- und die Fiskalpolitik in einzelnen Ländern keine allgemeingültige Empfehlung ausgesprochen werden, weil gegenläufige Risiken abzuwägen sind. Jede Zentralbank muss sorgfältig eine Reihe von Fragen prüfen, deren relatives Gewicht je nach Land unterschiedlich ist. Erstens – und vor allem – sind die Stärke des bestehenden Inflationsdrucks und das Risiko eines Anstiegs der Inflationserwartungen zu beurteilen. Zweitens ist abzuschätzen, mit welcher Wahrscheinlichkeit es künftig zu anderen potenziellen Schockeffekten auf die Inflation kommen wird, die insbesondere von den Rohstoffpreisen, den Wechselkursen und den Terms of Trade ausgehen könnten. Drittens stellt sich die Frage, inwieweit möglicherweise große Veränderungen der Vermögenspreise und der subjektiven Vermögenseinschätzungen die Aussichten beeinflussen könnten, vor allem vor dem Hintergrund erhöhter Verschuldung. Viertens schließlich müssen sich die Zentralbanken ein Bild darüber machen, in welcher Verfassung sich das Finanzsystem befindet und wie wahrscheinlich eine Kreditklemme ist.

Angesichts solcher schwierigen Ermessensfragen scheint es unvermeidlich, dass der Pfad der Zinssätze je nach Land unterschiedlich verläuft. Zwar besteht überall die deutliche Gefahr, dass die Inflationsraten steigen, doch ist dies in den meisten aufstrebenden Volkswirtschaften bereits Realität. Dort spielen Nahrungsmittel im Warenkorb eine bedeutendere Rolle, in manchen Regionen hat die Preisstabilität noch keine lange Erfolgsgeschichte, und die Wachstumsrisiken, die von Bilanzübersteigerungen und restriktiveren Kreditbedingungen ausgehen, erscheinen allgemein weniger ausgeprägt als in einigen wichtigen fortgeschrittenen Industrieländern. Wenn die Geldpolitik in den aufstrebenden Volkswirtschaften im Verhältnis stärker gestraft werden müsste, würde dies natürlich auch eine größere Bereitschaft bedingen, die Währungen entsprechend aufwerten zu lassen. Letzteres ist auf jeden Fall zu empfehlen – als Mittel zur Inflationsbekämpfung ebenso wie als Instrument zur Verringerung der Handelsbilanzungleichgewichte. Was die fortgeschrittenen Industrieländer betrifft, so rechtfertigen ähnliche Überlegungen möglicherweise einen wirtschaftspolitischen Mix in Kontinentaleuropa, der restriktiver ist als in den USA, wo die Gefahr einer Rezession größer erscheint. Daher würden stärkere Währungen in den aufstrebenden Volkswirtschaften auch dazu beitragen, den Aufwertungsdruck auf den Euro zu mindern.

Im Prinzip sollte die Wirtschaftspolitik natürlich nicht nur auf die Lösung aktueller Probleme ausgerichtet sein, sondern auch die längerfristige Situation im Auge behalten. Dabei treten wiederum gegenläufige Risiken auf, die zu weiteren Abweichungen der Vorgehensweisen führen können. Es ist nicht ausgeschlossen, dass der Abbau der Kreditblase nach einer vorübergehend höheren Inflation in eine Deflation mündet, die – insbesondere angesichts des

hohen nominalen Ausgangsniveaus an Schulden – schwer zu bewältigen sein könnte. Aufgrund derartiger Überlegungen machen sich nicht zuletzt in den USA manche für einen besonders energischen Einsatz der geldpolitischen Lockerung als „Versicherung“ gegen eine solche wenig wahrscheinliche, aber sehr kostspielige Entwicklung stark.

Dagegen werden speziell in Kontinentaleuropa andere Bedenken hinsichtlich der künftigen Entwicklung geäußert. Neben der unmittelbaren Sorge wegen höherer Inflationsraten befürchten viele, dass eine erheblich lockerere Geldpolitik lediglich eine weitere Übersteigerung bei Krediten und Vermögenspreisen zur Folge hätte – was vielleicht teilweise die derzeitige Situation an den Rohstoffmärkten erklärt – und dass die jetzigen Ausgaben- und Handelsungleichgewichte tendenziell nur noch verschärft würden. Zur Bekräftigung dieser Ansicht lässt sich auf aneinandergereihte Übersteigerungen in der Geschichte verweisen, insbesondere in den USA, sowie darauf, dass in aufeinanderfolgenden Abschwüngen offenbar eine immer energischere geldpolitische Reaktion erforderlich wurde. Eng damit verbunden ist die Befürchtung, dass die geldpolitische Lockerung das realwirtschaftliche Wachstum letzten Endes überhaupt nicht mehr stimulieren und lediglich höhere Preise generieren würde. Genau davor warnten in der Tat viele Wissenschaftler vor dem Zweiten Weltkrieg. Wird diese mögliche Einschränkung geldpolitischer Lockerungen nicht berücksichtigt, besteht die große Gefahr, dass zu lange abgewartet wird, bevor andere Maßnahmen ergriffen werden, die einen sich verstärkenden Wirtschaftsabschwung wirksamer abmildern könnten.

Die offensichtlichste Alternative wäre vielleicht eine expansive Fiskalpolitik. In den meisten fortgeschrittenen Industrieländern kommt es bei einem Abschwung zu einer gewissen automatischen Stabilisierung; in den aufstrebenden Volkswirtschaften ist dies allerdings seltener der Fall. Politische Realität scheint außerdem zu sein, dass bei einem drohenden gravierenden Abschwung stärker von diskretionärer Fiskalpolitik Gebrauch gemacht würde. In den USA z.B. wurde ein „rechtzeitig, gezielt und vorübergehend“ eingesetztes expansives Fiskalpaket Anfang 2008 damit begründet, dass ein erheblicher Abschwung befürchtet werde.

Es gilt jedoch auch gewisse Nachteile zu berücksichtigen. So könnte eine präventive fiskalpolitische Stimulierung – wie eine geldpolitische Lockerung – einen Anstieg der Inflationserwartungen begünstigen, wenn in der Ausgangssituation keine Überkapazitäten vorliegen. Des Weiteren sind in vielen Ländern die expliziten und impliziten Staatsschulden bereits so hoch, dass Zweifel angebracht sind, ob alle nicht vertraglich festgeschriebenen Verpflichtungen in vollem Umfang erfüllt werden. Eine zusätzliche fiskalpolitische Stimulierung könnte dann zu höheren Risikoprämien und damit zu einem Zinsanstieg führen. Zudem könnte in Ländern mit hohem Leistungsbilanzdefizit oder hoher Auslandsverschuldung auch der Wechselkurs erheblich in Mitleidenschaft gezogen werden. Und schließlich würden Befürchtungen, dass die Steuerzahler letztlich mithelfen müssten, Überschuldungsprobleme im Finanzsektor oder bei den privaten Haushalten zu lösen, den fiskalpolitischen Spielraum natürlich weiter einschränken.

Heute vor allem in den USA, künftig aber möglicherweise auch in etlichen anderen Ländern haben sich Schulden aufgebaut, die nicht zu den ursprünglich vereinbarten Bedingungen bedient werden können; die US-Subprime-Hypotheken sind hierfür ein gutes Beispiel. In einer solchen Situation sollten Gläubiger und Schuldner die Verbindlichkeiten grundsätzlich geordnet umschulden, um einen Restwert zum gegenseitigen Nutzen zu wahren, dabei aber Moral Hazard für die Zukunft begrenzen. Ein Grund, weshalb sich in diesen Prozess eventuell der öffentliche Sektor einschalten muss, ist jedoch, dass die bestehenden Abwicklungs- und Liquidationsverfahren des privaten Sektors sowie ihre unterstützende Infrastruktur nicht unbedingt ausreichen, um eine rasche und wirksame Lösung in der erforderlichen Größenordnung zu gewährleisten. Neue Instrumente und Akteure an den wichtigsten Finanzmärkten der Welt sind ebenfalls erhebliche Hindernisse für eine Bewältigung durch den privaten Sektor allein. Es steht nicht fest, wo die Verluste anfallen, wie sie zum gegebenen Zeitpunkt bewertet werden sollten und wie groß sie noch werden könnten, wenn die Preise der zugrundeliegenden Vermögenswerte weiter sinken. Auch ist oft nicht eindeutig, wer rechtlich befugt ist, die Pfändung des vermuteten Restwerts einzuleiten.

Eine zusätzliche Komplikation besteht darin, dass hier, ganz anders als bei wiederkehrenden Schuldenkrisen von Staaten, inzwischen Millionen notleidender Schuldner, darunter vor allem private Haushalte in den USA, sowie eine unüberschaubare Zahl von Kreditgebern beteiligt sind. Gleichermäßen beunruhigend ist angesichts der weiten Verbreitung von Instrumenten zum Kreditrisikotransfer, dass die Anleger nicht mehr einhellig daran interessiert sind, die Verluste durch Vermeidung von Insolvenzen zu minimieren. Insgesamt werden geordnete Abwicklungen durch den privaten Sektor also nicht ganz leicht sein. Die nützlichste Rolle für den Staat bestünde vielleicht darin, sich hier um rasche Abhilfe zu bemühen.

Sollte der öffentliche Sektor es für nötig halten, direkt einzugreifen, um die Schuldenlast zu lindern, ist entscheidend, dass er sich über eines von vornherein im Klaren ist: Sind die Vermögenspreise unrealistisch hoch, müssen sie letzten Endes sinken. Sind die Sparquoten unrealistisch niedrig, müssen sie steigen. Und können Schulden nicht bedient werden, müssen sie abgeschrieben werden. Zu versuchen, das zu leugnen, und stattdessen auf Ablenkung und Beschwichtigung zu setzen verschlimmert die Lage letztlich nur. An dieser Stelle können einige Grundsätze nützlich sein, die sich aus der Bewältigung früherer Krisen in Japan, Schweden und anderen Ländern ableiten lassen. Dabei ist natürlich zu berücksichtigen, dass die Umsetzung von Grundsätzen in die Praxis wieder andere Probleme aufwirft.

Erstens: Die Eingriffe des Staates sollten im Prinzip rasch und energisch sein und das eindeutige Ziel haben, jegliche Unsicherheit über künftige Verluste des privaten Sektors auszuräumen. So geschah es in der schwedischen Bankenkrise Anfang der 1990er Jahre, wohingegen die Regierung in Japan zu lange brauchte, um wirklich tätig zu werden. Allerdings wird es immer einige Zeit dauern, um herauszufinden, wie gravierend das Problem ist und wie es zu lösen ist. Zweitens: Verluste sollten grundsätzlich denjenigen zugeschrieben werden, bei denen sie ursprünglich angefallen sind,

d.h. zunächst den Schuldnern und dann denjenigen, die ihnen unvorsichtigerweise Kredit gewährt haben. In der Praxis müssten allerdings auch die möglichen Folgen verbreiteter Insolvenzen privater Haushalte (einschl. sich daraus ergebender Rechtsstreitigkeiten) sorgfältig bedacht werden. Drittens: Entscheidet sich der öffentliche Sektor dazu, die Verluste auf die Gesellschaft umzulegen, sollte dies explizit und transparent geschehen, ohne die potenziellen Verluste in die Bilanz der Zentralbank zu verlagern. In der Realität jedoch blieb der Zentralbank bisher – beispielsweise in Japan Anfang der 1990er Jahre – aufgrund unzureichender gesetzlicher Vorschriften über die Einlagensicherung kaum etwas anderes übrig, als insolventen Instituten Soforthilfe zu leisten. Viertens: Dem Moral Hazard, der mit der Verwendung staatlicher Mittel verbunden ist, sollten vorausschauende Maßnahmen zur Vermeidung ähnlicher Probleme in der Zukunft entgegengesetzt werden. Die damit einhergehenden praktischen Schwierigkeiten werden im nächsten Abschnitt erörtert.

Die meisten konkreteren Vorschläge für ein Eingreifen des Staates zielten darauf ab, die Wahrscheinlichkeit einer ausgewachsenen Kreditklemme an den weltweiten Finanzmärkten zu verringern. Wie lassen sich die potenziell schwerwiegenden Wechselwirkungen zwischen der Unsicherheit über die Solvenz der Schuldner, vor allem der privaten Haushalte, und der Unsicherheit über die Solvenz der Kreditgeber abschwächen? In den USA sind bereits Maßnahmen ergriffen worden, um mithilfe staatlicher und staatsnaher Stellen die Hypothekenmärkte zu stützen und dadurch indirekt auch die Wohnimmobilienpreise, Wohneigentümer und Kreditgeber. In einer Reihe von Ländern wurden Forderungen laut, der Staat solle Direktkäufe tätigen, um den Preisverfall verschiedener Finanzinstrumente zu stoppen. Dies steht natürlich in unmittelbarem Widerspruch dazu, dass der Markt sein eigenes Gleichgewichtsniveau finden muss, wenn er letzten Endes wieder normal funktionieren soll, und es setzt den Staat dem Risiko künftiger Verluste aus, wenn die Preise dennoch weiter fallen sollten. Ein anderer Ansatz stellt nicht die Vermögenswerte, sondern die Verbindlichkeiten der privaten Haushalte in den Mittelpunkt und schlägt eine Art Pauschalabschlag auf Basis bestimmter vom Staat festzulegender Grundsätze vor. Die Nachteile liegen auf der Hand: die potenziellen direkten Kosten für den Staat, der entstehende Moral Hazard und die politische Empörung, wenn sozusagen umsichtig handelnde Schuldner und Steuerzahler gezwungen werden, die Unbesonnenen zu subventionieren.

Wie kann der Staat dazu beitragen, Unsicherheiten über die Solvenz von Banken und auf diesem Wege die Gefahr einer Kreditklemme zu vermindern? Der erste Schritt wäre natürlich, zur Selbsthilfe anzuregen. Sowohl Dividenden als auch Boni sollten gekürzt werden, um die Eigenkapitalpolster zu stärken. Auch sollte um weitere Kapitalzuführungen durch den privaten Sektor geworben werden, sei es durch Anteilsemissionen oder durch Hereinnahme von Beteiligungen. Dies wäre sicherlich einfacher, wenn der Eigenkapitalbedarf im Hinblick auf zu erwartende Verluste sowie mögliche unfreiwillige Bilanzverlängerungen klarer würde. Allerdings sind zahlreiche strukturierte Produkte schwer zu bewerten, weil es praktisch keinen Markt für sie gibt, und sie mithilfe von Modellen zu bewerten hat viele Nachteile. Der Vorschlag, dass die Banken

sich in Anerkennung dieser Mängel auf eine gemeinsame „Bewertungsvorlage“ einigen könnten, ist dennoch sehr begrüßenswert.

Bei einer solchen Bewertung könnte sich natürlich auch herausstellen, dass die Verluste übermäßig hoch sind; für einen solchen Fall sollten die Behörden frühzeitige Vorkehrungen treffen. Die Aufsichtsinstanzen könnten z.B. vorübergehend mit einer gewissen Nachsicht reagieren, falls sie in der Lage wären festzustellen, dass die Verluste nach dem Fair-Value-Prinzip wesentlich höher veranschlagt würden, als sie letztlich wohl realisiert werden dürften. Sähen sie sich – was vielleicht wahrscheinlicher wäre – dazu jedoch nicht in der Lage, sollte der Staat nicht zögern, gemäß den oben beschriebenen Grundsätzen direkt einzugreifen. Je nach den Umständen sollten verschiedene Maßnahmen erwogen werden, z.B. Fusionen, Übernahmen, die Errichtung einer „schlechten Bank“ zur Unterbringung notleidender Kredite, die Rekapitalisierung mit öffentlichen Mitteln und sogar die Verstaatlichung.

Erscheint ein direktes Eingreifen des öffentlichen Sektors erforderlich, wird der Handlungsspielraum erheblich davon abhängen, welche Rechtsvorschriften im Inland gelten und ob ausländische Behörden einbezogen werden müssen. Dann dürfte recht schnell sichtbar werden, dass nicht genug getan wurde, um sich auf eine mögliche Finanzkrise der einen oder anderen Art vorzubereiten. Müssen die Behörden dennoch irgendwie mit der Situation fertig werden, dürften sich daraus zumindest einige Lehren ziehen lassen, welche Vorkehrungen besser frühzeitig hätten getroffen werden sollen.

## Krisenprävention und -management verbessern

Realistischerweise ist anzuerkennen, dass es schon immer Finanzkrisen mit erheblichen volkswirtschaftlichen Kosten gegeben hat, und wir dürfen nicht glauben, dass sie je ganz vermieden werden können. Es lassen sich allerdings im Voraus Maßnahmen treffen, um die Übersteigerungen in der expansiven Phase des Kreditzyklus zu mindern und die Kosten während des Abschwungs durch ein besseres Krisenmanagement weiter zu senken. Da die Kosten der aktuellen Wende des Kreditzyklus immer deutlicher werden, sollte der politische Wille für solche Verbesserungen vorhanden sein. Ein entsprechendes Bekenntnis würde überdies dazu beitragen, den Moral Hazard zu verringern, der mit einer direkten – tatsächlichen oder potenziellen – Reaktion des Staates auf die derzeitigen Schwierigkeiten verbunden wäre.

Wie in der Einleitung dieses Jahresberichts festgehalten, weisen die Ursprünge der jetzigen Turbulenzen sowohl Unterschiede als auch Parallelen zu derartigen Phasen in der Vergangenheit auf. Eine Reihe von Arbeitsgruppen haben bereits analysiert, was an der heutigen Situation an den Finanzmärkten neu ist, und viele vernünftige Vorschläge für Änderungen vorgelegt, mit denen die derzeit offensichtlich bestehenden Gefahren verringert werden könnten. Zugleich – was ebenfalls vernünftig ist – versuchen diese Vorschläge, die Vorteile der neuen Entwicklungen so weit wie möglich zu wahren. Nicht zuletzt gilt es Wege zu finden, um aus den theoretischen Vorteilen des Originate-to-distribute-Modells praktischen Nutzen zu ziehen.

Weniger Aufmerksamkeit wurde bisher der Frage nach Abhilfe für die altbekannten Aspekte der aktuellen Turbulenzen geschenkt: die inhärent prozyklische Natur des Finanzsystems und das übermäßige Kreditwachstum. Dieser Mangel an Aufmerksamkeit ist aus zwei Gründen überraschend. Wird erstens das übermäßige Kreditwachstum als das grundlegende Problem erkannt, so hilft dies, nicht nur die derzeitigen Turbulenzen an den Finanzmärkten, sondern auch die Ungleichgewichte in der Realwirtschaft und die steigenden Inflationsraten zu erklären – ein wahrlich sparsames Erklärungsmodell. Zweitens ist es sehr wohl möglich, dass ein rasches Kreditwachstum immer häufiger gefährliche Nebenwirkungen hat. Die Trends zur Globalisierung und Konsolidierung sowie die zunehmende Verbriefung erhöhen nicht nur die Wahrscheinlichkeit von Übersteigerungen im Aufschwung, sondern vermutlich auch die Kosten des Abschwungs.

Angesichts all dessen scheint ein neues Gesamtkonzept für die Finanzstabilität notwendig, um der inhärent prozyklischen Natur des Finanzsystems aktiv entgegenzuwirken. Werden sowohl systemorientierte Aufsichtsinstrumente als auch geldpolitische Straffung eingesetzt, um den Aufschwung zu bremsen, könnten die schlimmsten Übersteigerungen verhindert werden. Möglicherweise ließe sich sogar unmittelbar das Verhalten des privaten Sektors mäßigen, wenn dieser mit dem Widerstand des öffentlichen Sektors rechnen müsste. Schließlich soll beispielsweise die Tatsache, dass die Zentralbanken die Inflation in den Mittelpunkt ihrer Politik gerückt haben, die Entwicklung der Inflationserwartungen beeinflusst haben. Und weniger Übersteigerungen in der Aufschwungphase dürften bedeuten, dass später weniger Schäden zu beseitigen sind und mehr Spielraum zur Lockerung der Zügel besteht, da diese vorher systematischer gestrafft wurden.

Das erste markante Merkmal eines solchen Gesamtkonzepts müsste eine grundlegende Fokussierung auf Systemfragen sein. Die Aufmerksamkeit würde auf die Gefahren gerichtet, die damit verbunden sind, dass viele Institute gemeinsamen Schocks, z.B. einer Wende im Immobilienzyklus, auf ähnliche Weise ausgesetzt sind. Ergänzend würden endogene Wechselwirkungen zwischen Instituten, zwischen Märkten sowie zwischen Instituten und Märkten berücksichtigt – Zusammenhänge, die zu hochgradig nichtlinearen Entwicklungen führen könnten. Die Solidität der einzelnen Institute würde dabei nicht weniger beachtet, aber die Überwachung sehr großer oder auf komplexe Weise mit anderen Teilen des Systems verknüpfter Institute würde sicherlich erheblich verstärkt werden.

Zweitens würden die verfügbaren wirtschaftspolitischen Instrumente wesentlich „symmetrischer“ bzw. antizyklischer eingesetzt. In der Aufschwungphase des Kreditzyklus würden sie gestrafft und in der Abschwungphase gelockert. In dieser Hinsicht würde das neue Gesamtkonzept schlicht das nachbilden, was in der Fiskalpolitik mittlerweile allgemein akzeptiert ist: dass nämlich die guten Zeiten genutzt werden sollten, um sich auf die schlechten Zeiten einzustellen. Derzeit reagieren in einer Aufschwungphase meist weder die geld- noch die aufsichtspolitischen Instrumente systematisch auf entstehende Ungleichgewichte wie die oben beschriebenen. Außerdem werden

die Aufsichtsinstrumente in der Regel erst dann restriktiver, wenn die Situation sich verschlechtert, was den Abschwung potenziell verschärft.

Ganz konkret könnte die Geldpolitik selbst dann gestrafft werden, wenn die Inflation den Projektionen nach unter Kontrolle ist, sofern ein Zusammentreffen raschen Kreditwachstums, steigender Vermögenspreise und einer verzerrten Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Ausgaben oder der gesamtwirtschaftlichen Produktion hinreichenden Anlass zu Besorgnis gäbe. Dieser Vorschlag unterscheidet sich recht deutlich von einer simplen Steuerung der Vermögenspreise, da er von einer Kombination systembezogener Indikatoren ausgeht. Die systemorientierten Aufsichtsinstrumente würden auf ähnliche Weise eingesetzt, und zwar auf diskretionärer Basis oder anhand einiger auf Regeln basierender Kriterien, um sicherzustellen, dass Risikospreads, Risikovorsorgen und Eigenkapitalvorschriften gemeinsam auf eine Dämpfung der Ausschläge im Kreditzyklus hinwirken. Eine technische Herausforderung bestünde darin, die Aufsichtsvorschriften für die einzelnen Institute sowohl auf deren Verhalten als auch auf systemweite Entwicklungen abzustimmen. Die Flexibilität der verschiedenen Säulen von Basel II erleichtert glücklicherweise diese Aufgabe.

Drittens würden die Zentralbanken und die Aufsichtsinstanzen noch enger zusammenarbeiten – bei der Früherkennung von systemweiten Risiken und bei der Festlegung von Strategien zu ihrer Verminderung. Es muss ein Weg gefunden werden, die mit der jeweiligen Perspektive verbundenen Informationsvorsprünge und die jeweiligen analytischen Stärken besser zu verknüpfen. Mehr Klarheit über die Zuständigkeiten der miteinander kooperierenden Instanzen und formelle Übereinkünfte, mit denen sichergestellt wird, dass rechtzeitig Entscheidungen getroffen werden, die zur Förderung der Systemstabilität notwendig sind, wären in der Praxis ebenfalls von großem Nutzen.

Ein solches Gesamtkonzept für die Finanzstabilität trifft in der Umsetzung auf zahlreiche Hindernisse. Erstens sind nicht alle der Meinung, dass ein übermäßiges Kreditwachstum die Wurzel des Problems ist und dass es schwierig sein könnte, nach solchen Phasen der Übersteigerungen die entstandenen Schäden zu beseitigen. Zwar wird es hoffentlich nicht dazu kommen, aber wenn sich der Kostenanstieg der gegenwärtigen Turbulenzen fortsetzt und die ergriffenen Maßnahmen sich als weitgehend unwirksam erweisen, wird ein Überdenken dieser Meinung wahrscheinlicher. Zweitens stellt sich die praktische Frage, woran zu erkennen ist, wann der Aufschwung gebremst werden muss. Drittens schließlich muss die Willenskraft aufgebracht werden, der Party die Musik abzdrehen, wenn der Zeitpunkt gekommen ist. Diese Probleme sind real, aber sie dürften nicht unüberwindlich sein, und sie verblässen angesichts der Schwierigkeiten, mit denen zu rechnen ist, wenn nach einer ungebremsten Boomphase die Blase platzt.

Auch ein Konzept zur Dämpfung der Ausschläge kreditinduzierter Zyklen wird diese nicht ganz beseitigen. Es wird immer noch Phasen von Turbulenzen und echten Krisen geben, die zu bewältigen sind, und auch hierfür sollten entsprechende Vorkehrungen getroffen werden, indem ein kohärentes „Sicherheitsnetz“ von Maßnahmen gespannt wird. Die Angemessenheit von

Einlagensicherungssystemen sollte beurteilt werden, und Mängel sollten behoben werden. Es sollten „Vorratsbanken“ für den Notfall errichtet werden, damit wesentliche Funktionen insolventer Banken aufrechterhalten werden können. Gesetzliche Vorschriften sollten erlassen werden, um die Behörden zu ermächtigen, auf entstehende Schwierigkeiten zu reagieren. In den einzelnen Ländern wie auch auf internationaler Ebene müssen Grundsatzabkommen geschlossen werden. Und diejenigen, die im Ernstfall mit dem Krisenmanagement betraut wären, müssen die Probleme in Manövern durchspielen. Zugegebenermaßen bergen all diese Initiativen einen gewissen Moral Hazard. Aber ohne sie, so zeigt die Erfahrung, müssen in der Krise sogar noch kostspieligere und gefährlichere Maßnahmen getroffen werden. Von Unternehmen und Banken wird erwartet, dass sie Notfallpläne aufstellen, bevor es zu Schwierigkeiten kommt. Von den öffentlichen Entscheidungsträgern sollten wir doch dasselbe erwarten.