

Globaler Risikofaktor Finanzmärkte

Weniger als vier Millionen Arbeitslose, ein deutliches Wirtschaftswachstum und weiterhin zunehmende Gewinne – im Jahr 2006 haben sich die Erwartungen der Politik und der Wirtschaft hinsichtlich der ökonomischen Entwicklung in der Bundesrepublik mehr als erfüllt. Auch 2007, so die Hoffnung, könnte der Trend – trotz der beschlossenen Erhöhung der Mehrwertsteuer – anhalten.

Aber nicht nur die bundesdeutsche, auch die weltweite Wachstumsdynamik hat sich 2006 entgegen den Erwartungen weiter verstärkt. Gegenwärtig steigt die globale Wertschöpfung jährlich um rund fünf Prozent, ein Trend der sich auch 2007 fortsetzen soll. Dieses historisch hohe Wachstumstempo ist umso bemerkenswerter, als es alle Kontinente betrifft. Obwohl die globale Klimakatastrophe nicht mehr bloß eine Prognose ist – für einige Inselstaaten des Pazifik gibt es inzwischen Evakuierungspläne für die gesamte Bevölkerung –, werden die immer näher rückenden ökologischen Wachstumsgrenzen weiterhin vorwiegend im Feuilleton behandelt. Für die Zukunft der Ökonomen sind die hohen Wachstumsraten ungeachtet ihres Ressourcen vernichtenden Charakters weiterhin uneingeschränkt *good news*.

Angesichts der anhaltenden guten Weltkonjunktur diskutieren internationale Beobachter verstärkt auch mittelfristige Risiken. Im Mittelpunkt stehen weiterhin die weltweiten Leistungsbilanzungleichgewichte, die auch 2006 wieder zugenommen haben. Das Defizit der USA schwillt immer noch an und wird 2007 bei sieben Prozent des US-Bruttoinlandsprodukts (etwa 900 Mrd. US-Dollar) liegen. Die negative Spar-

quote der US-Verbraucher und das amerikanische Haushaltsdefizit spiegeln die Tatsache wider, dass die Vereinigten Staaten anhaltend mehr verbrauchen als produzieren. Demgegenüber verzeichnen China, Japan und auch Deutschland weiter ansteigende Überschüsse. Auch die Ölexportureure konnten ihre Überschüsse steigern.

Entgegen den Annahmen in den Vorjahren ist es vor diesem Hintergrund auch 2006 weder zu dem erhofften allmählichen Abbau der Ungleichgewichte noch zu krisenhaften Entwicklungen gekommen. Es hat sich vielmehr erneut gezeigt, dass diese Missverhältnisse unproblematisch sind, so lange ihre Finanzierung funktioniert. Denn den Ausgabeüberschüssen in den USA entsprechen hohe gesamtwirtschaftliche Sparquoten im Rest der Welt. Und dieser „Rest“ legt sein Geld nach wie vor in den USA bzw. in US-Dollar an. Da nicht zu erwarten ist, dass die Sonderstellung der Vereinigten Staaten als einziger verbliebener Supermacht in absehbarer Zeit gefährdet werden könnte, scheint aktuell wenig für eine Umlenkung der Zahlungsströme und damit für eine „harte Landung“ der Weltökonomie zu sprechen.

Dieses Szenario wirft jedoch die Frage auf, ob nicht die Finanzmärkte selbst als Vermittlungsinstanzen beim Ausgleich der Ungleichgewichte immanente Funktionsprobleme aufweisen, die doch noch die reibungslose Finanzierung des US-Defizits gefährden könnten. Obwohl die Verschuldungskrise der Entwicklungsländer inzwischen Geschichte ist – die großen Gläubigerländer in Asien, Lateinamerika und Osteuropa verfügen heute teilweise über erhebliche Devisenreserven – und

die Finanzkrise in Asien 1997 ohne dauerhafte Schäden überwunden werden konnte, erreichte im Frühjahr 2006 wieder eine kleine Schockwelle die internationalen Finanzmärkte. Betroffen waren vor allem die aufstrebenden Börsen der Schwellenländer. Obwohl dieser Minicrash letzten Endes bloß eine (eher willkommene) Korrektur von Übertreibungen war, brachte er doch die Tatsache in Erinnerung, dass die Finanzmärkte weiterhin politisch nicht beherrschbar sind. Auch die Kenntnis ihrer Funktionsweise hat, wie auch die Analyse des diesjährigen „World Economic Outlook“ des Internationalen Währungsfonds (IWF) zeigt, eher abgenommen.

Globale Strukturveränderungen

Der Untersuchung zufolge gibt es im Wesentlichen drei Veränderungen, deren ökonomische Wirkungen völlig unbekannt sind. Diese Veränderungen sind sowohl Folge technologischer Entwicklungen, beispielsweise die Zunahme elektronischer Zahlungsströme, als auch der wirtschaftspolitischen Deregulierung. Erstens schwindet die Bedeutung der Banken (eines vergleichsweise stark regulierten Sektors) auf den Finanzmärkten zugunsten von Institutionen außerhalb des Finanzsektors, die einen wachsenden Teil der Finanzoperationen abwickeln. Zweitens nimmt der Anteil von anonymen, über die Märkte vermittelten Finanzoperationen zu, während auf gegenseitiger Kenntnis beruhende Kreditbeziehungen zwischen Schuldner und Gläubigern an Bedeutung verlieren. Und drittens vergrößert sich der Unterschied zwischen den nationalen Finanzsystemen, obwohl es sich dabei um globale Tendenzen handelt. Tatsächlich besteht der globale Finanzmarkt aus vielen sehr unterschiedlichen nationalen Märkten.

Erzeugt die Konkurrenz spontan immer wieder neue Formen und Einrichtungen der Finanzmärkte, wächst

gleichzeitig für die Akteure die Unsicherheit, was wiederum neue Formen und Instrumente zur Absicherung erzeugt. Vor allem die Basler Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), das Spitzeninstitut der Notenbanken, äußerte sich wiederholt besorgt um den damit verbundenen Verlust an wirtschaftspolitischer Steuerungsfähigkeit.

Geldpolitisches Risikomanagement unter Unsicherheit

Aktuell sind mit diesen Entwicklungen vor allem zwei Gefahren verbunden. Die eine hängt mit der Notenbankpolitik zusammen, welche die veränderte Funktionsweise der Finanzmärkte und deren Folgen faktisch ignoriert. Die Notenbanken folgen unter dem Einfluss des Monetarismus einer doppelten Illusion. Einmal liegt ihrer Politik die Annahme zugrunde, dass sie durch Steuerung der Geldmenge inflationäre und deflationäre Prozesse beherrschen könnten. Dabei spielt die Europäische Notenbank eine besonders unglückliche Rolle, da sie das Ziel der Geldwertstabilität verabsolutiert. Tatsächlich besteht aktuell vielmehr die Gefahr, dass die Notenbanken durch völlig unbegründete Zinserhöhungen krisenhafte Entwicklungen auslösen könnten.

Hinzu kommt, dass heute unter den sich rasch verändernden Bedingungen auf den Finanzmärkten völlig unklar ist, was die Geldmenge eigentlich ist und wie sie gemessen werden kann. So stellt beispielsweise der IWF in seiner Analyse fest, dass „die Akteure der Geldpolitik ihre Situationsanalyse anpassen müssen, unter anderem um die Wirkungen von Preisänderungen bei Vermögensbestandteilen (beispielsweise Aktien, Häuser) auf das Verhalten in Rechnung stellen zu können.“ Davon sind die Notenbanken jedoch weit entfernt.

Obwohl der IWF sich dieser Unsicherheit bewusst ist, folgt er bei seinen wirtschaftspolitischen Empfehlungen

ebenso wie die OECD weiterhin der monetaristischen Dogmatik: Angeblich gibt es Anzeichen steigenden inflationären Drucks, die eine weitere Straffung der Geldpolitik nötig machen. Die Debatten der Geldpolitiker zeigen allerdings, dass es hier mehr um Glauben als um Wissen geht. So rätselt der Jahresbericht 2006 der BIZ: „Welche Inflationsmessgröße für die Beurteilung des Inflationstrends benutzt werden sollte, ist dabei eine nicht zu unterschätzende Schwierigkeit, und die Meinungen hierüber gehen stark auseinander.“

Auch kann heute niemand vorhersagen, wie ein möglicher weiterer Rückgang der Preise auf den Immobilienmärkten die wirtschaftliche Entwicklung beeinflussen wird. Das gilt ebenso für die Aktienmärkte: Würde ein nachhaltiger Rückgang der Kurse von ihrem gegenwärtigen Rekordniveau beispielsweise die US-amerikanischen Konsumenten derart beeindrucken, dass sie ihre kreditfinanzierten Ausgaben deutlich reduzieren? Wie würde dies auf die Finanzmärkte zurückschlagen, deren Aufgabe mehr und mehr nicht die Finanzierung von Investitionen, sondern die Absicherung von selbst erzeugten Risiken ist?

Mittel- und langfristig geht die Hauptgefahr aber nicht von den oben skizzierten konkreten Strukturveränderungen der Finanzmärkte aus. Vielmehr könnte dieser Veränderungsprozess selbst ein Risikomanagement prinzipiell unmöglich machen. So weist der IWF darauf hin, dass die Tendenz zu unregulierten Finanzbeziehungen und der Wildwuchs bei den Finanzderivaten die Attraktivität der amerikanischen Finanzmärkte erhöht hat und somit zu einem Faktor geworden ist, welcher dazu beiträgt, die weltweiten Leistungsbilanzungleichgewichte zumindest zeitweilig auszugleichen. Der Wildwuchs speziell in den USA zieht internationales Kapital an. Dies stellt die Regulierungsbehörden vor ein Dilemma, aus dem es keinen vernünfti-

gen Ausweg gibt. Da die skizzierten Strukturveränderungen „die Quelle finanzieller Instabilitäten werden [können], mit entsprechenden makroökonomischen Folgen“, fordert der IWF, „Finanz- und Regulierungsbehörden müssen sich in ihrer Politik an die Veränderungen der Finanzmärkte anpassen um für Stabilität zu sorgen.“ Damit aber würden die US-Behörden den zum Zahlungsbilanzausgleich notwendigen Kapitalzustrom gefährden.

Die Regulierung findet somit also ihre Grenzen im nationalen Wettbewerb um Kapitalanlagen. Die Abwesenheit von Kontrolle ist selbst zu einem Konkurrenzfaktor geworden. Das aber bedeutet, dass den nationalen geldpolitischen Regulierungsbehörden zunehmend die Hände gebunden sind, weil die Abwesenheit von Kontrolle die Attraktivität der nationalen Finanzmärkte erhöht. Dies erschwert zusätzlich jedoch die notwendige Kooperation und damit die geforderten „gemeinsamen und international abgestimmten Bemühungen um eine allmähliche Verringerung der globalen Ungleichgewichte.“ Das Kernproblem ist demnach die Frage, ob „kooperative Lösungen“, wie sie von den internationalen Institutionen empfohlen werden, wirklich im Interesse der nationalen Regierungen und Regulierungsbehörden sind. Denn nur sie können Lösungen dieser Art auch umsetzen. Die BIZ appelliert daher auch folgerichtig: „Das wirkliche Problem liegt in der Umsetzung. Zunächst müssen alle wichtigen Akteure einsehen, dass die Kosten des Nichthandelns letztlich weit größer sein dürften als die Kosten einer kooperativen Lösung.“

Diese Kosten-Nutzen-Abwägung trifft aber nur global zu und nicht unbedingt für jedes einzelne Land. Viel spricht schließlich dafür, dass für die USA die Kosten-Nutzen-Abwägung gänzlich anders aussieht, weil sie von den globalen Ungleichgewichten sogar in hohem Maße profitieren.

Jörg Goldberg