

REGIONALER WIRTSCHAFTSAUSBLICK
EUROPA
STÄRKUNG DER FINANZSYSTEME
7. November

Zusammenfassung

Ausblick: Überwindung der Finanzmarktstörungen und Sicherung von stetigem Wachstum

Die guten Fundamentaldaten sollten es der europäischen Volkswirtschaft ermöglichen, die aktuellen Finanzmarktstörungen relativ unbeschädigt zu überstehen. Wenn die Turbulenzen nachlassen, sollten die Auswirkungen auf das Wachstum beherrschbar sein. Eine florierende Weltwirtschaft kombiniert mit einer weitgehend soliden Wirtschaftspolitik und einer zunehmenden Handels- und Finanzintegration in Europa haben zu einer Konjunkturbelebung in der Region geführt, mit eindeutigen Wachstumsdividenden für die fortgeschrittenen Volkswirtschaften und Konvergenzvorteilen für die aufstrebenden Länder Europas. Das Wachstum wird sich im Jahr 2008 allerdings in fast allen Ländern abschwächen.

Die fortdauernde Verengung der Kreditmärkte stellt ein wichtiges Abwärtsrisiko für diesen Ausblick dar, insbesondere für die fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Das Finanzsystem als Ganzes hat die Krise zwar gut verkraftet, die Lage auf den Geld- und Kreditmärkten bleibt jedoch angespannt. Die Risikopositionen der einzelnen Finanzinstitute und die Verbindungen zwischen den Geldmärkten haben zu einer schnellen Übertragung der Finanzmarktstörungen auf die fortgeschrittenen Volkswirtschaften in Europa geführt. Unzureichende Informationen über die Risikopositionen und Schwierigkeiten bei der Bewertung der Aktiva haben das Geschäftsvolumen auf den Geldmärkten beeinträchtigt. Dadurch wird es schwieriger für die Banken, kurzfristige Kredite auf dem Interbankenmarkt aufzunehmen, um langfristige Aktiva zu finanzieren. Eine Fortsetzung der Kreditklemme würde Nachteile für die Realwirtschaft mit sich bringen.

Trotz relativ großer außenwirtschaftlicher Schwachstellen sind die Schwellenländer Europas bisher weitgehend von den Finanzmarktstörungen verschont geblieben, da sie weniger auf Interbankmärkte und komplexe Finanzprodukte angewiesen sind. Die Risiken sind jedoch auch für die aufstrebenden Länder Europas gestiegen, insbesondere für diejenigen Länder, die große Leistungsbilanz-Ungleichgewichte durch Kredite bei Auslandsbanken finanzieren. Es ist möglich, dass die Finanzmarktstörungen eine gesunde Korrektur vergangener Übertreibungen ankündigen, die die Risikoaufschläge stärker an die Fundamentaldaten anpasst, die Kreditdisziplin verbessert und dazu beiträgt, die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte in den aufstrebenden Ländern abzubauen.

Die unerwartete Ungewissheit, die mit den verunsicherten Kreditmärkten einhergeht, erschwert die Aufgabe der politischen Entscheidungsträger, die Volkswirtschaften so zu steuern, dass das Wachstum gesichert wird, ohne dass es zu einer Konjunkturüberhitzung kommt, insbesondere in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Ihre Reaktion war bisher zwar weitgehend effektiv, die Zentralbanken müssen jedoch weiterhin bereitstehen, Liquidität zuzuführen, um die systemischen Risiken zu bewältigen. Im Euroraum und in mehreren anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften hat sich die Geldpolitik angesichts der mit den Finanzmarktstörungen zusammenhängenden Abwärtsrisiken zu Recht abwartend verhalten. In die Zukunft gerichtet geht die Basisprojektion von einem schrittweisen Rückgang dieser Risiken aus, und es ist möglich, dass dann eine kontraktive Politik erforderlich ist. Ein solcher Kurs müsste natürlich überdacht werden, wenn die Risiken tatsächlich eintreten und der Konjunkturabschwung länger anhalten sollte. Für diesen Fall geht das Zentralszenario davon aus, dass Inflationsdruck und außenwirtschaftliche Schwachstellen in den aufstrebenden Volkswirtschaften weitere Zinserhöhungen rechtfertigen. In den Fällen, in denen die geldpolitischen Instrumente ineffektiv sind oder nicht zur Verfügung stehen, muss die Straffung durch eine zurückhaltende Fiskalpolitik erreicht werden. Eine effektive Bankenaufsicht ist in allen Schwellenländern Europas von entscheidender Bedeutung.

Die jüngsten Ereignisse unterstreichen die Notwendigkeit einer Finanzsektorreform. Sie zeigen, dass die privaten und öffentlichen Aufsichtsregelwerke nicht Schritt gehalten haben mit den Entwicklungen in der Finanzinnovation und dass sie in Zukunft besser funktionieren müssen. Außerdem kann sich die Tendenz neuer Finanzprodukte, Lücken in den Aufsichtsregelwerken auszunutzen als problematisch erweisen und ihr muss deshalb entgegengewirkt werden. Der analytische Teil dieser Studie weist darauf hin, dass Finanzinnovation entscheidend zur Verbesserung der Ertragskraft beigetragen hat und dass dies auch mittelfristig so bleiben wird. Sie sollte deshalb gefördert werden. Gleichzeitig ist jedoch festzustellen, dass eine ausgewogene Überprüfung der Aufsichtsregelungen, der Sicherheitsnetze auf den Finanzmärkten und der Krisenbewältigungs-Mechanismen erforderlich ist, um ihre Effektivität insgesamt zu stärken.

Wenn man über die unmittelbaren Verwerfungen hinausblickt, wird deutlich, dass die Sicherung eines ausreichend robusten Wachstums für Europa eine große Herausforderung darstellt. Um den durch die Alterung der Bevölkerung entstehenden Ausgabendruck zu bewältigen, muss die Haushaltskonsolidierung – gestützt auf Ausgabenkürzungen – wieder einen ehrgeizigeren Kurs einschlagen. In mehreren fortgeschrittenen Volkswirtschaften ist dies außerdem erforderlich, weil die Defizite nach wie vor zu hoch sind, um einen möglichen Konjunkturabschwung sicher bewältigen zu können. In den aufstrebenden Ländern Europas ist eine stärkere Haushaltskonsolidierung wünschenswert, um den mit der Konvergenz zusammenhängenden Nachfragedruck abzuschwächen und den Risiken vorzubeugen, die sich aus der rasch steigenden Verschuldung des Privatsektors ergeben. Die Konsolidierung muss jedoch auch auf Strukturreformen abzielen und durch diese ergänzt werden, um die

Angebotsseite zu stärken und das Ziel der Einkommenskonvergenz zu erreichen. Dies schließt auch Maßnahmen zur Förderung der wirtschaftlichen und finanziellen Integration ein.

Analytischer Schwerpunkt: Stärkung der Finanzsysteme

Eine schnelle Vertiefung der Finanzmärkte und eine rasch voranschreitende Finanzinnovation und -integration haben die Finanzmarktlandschaft in Europa drastisch verändert. Verbraucher und Unternehmen profitieren von einem ständig breiter werdenden Angebot an Finanzierungs- und Anlagemöglichkeiten. Die Vorteile sind besonders augenfällig in der schnellen Einkommenskonvergenz, die in vielen Schwellenländern Europas festzustellen ist. Die rapide Entwicklung der Finanzinnovation und -integration birgt jedoch auch Risiken und die Verwerfungen zeigen, dass negative Schocks dazu tendieren, sich schnell über Grenzen hinweg auszubreiten. Was sollten die politischen Entscheidungsträger also tun?

Trotz der gegenwärtigen Finanzmarktturbulenzen können die fortgeschrittenen Volkswirtschaften nach wie vor beträchtliche Effizienzgewinne erzielen, wenn sie den Fächer der von ihren Finanzsystemen angebotenen Finanzgeschäfte noch erweitern (Teil 2, Kapitel 1). Wettbewerbsfähige und stärker diversifizierte Finanzsysteme sind besser dazu in der Lage, Risiken zu streuen und Ressourcen in Wirtschaftszweige zu lenken, die ein hohes Wachstumspotenzial aufweisen. Die Länder, die bei der Nutzung der komplementären Eigenschaften von Bank- und Finanzmarktfinanzierung am weitesten fortgeschritten sind, haben insgesamt davon profitiert. In den meisten Volkswirtschaften sind allerdings noch weitere Reformen erforderlich, um vereinheitlichte Wettbewerbsbedingungen für die einzelnen Formen der Finanzintermediation zu schaffen und deren Synergien zu nutzen.

Die jüngsten Ereignisse zeigen jedoch auch, dass Finanzinnovation die Risiken verschärfen kann, die sich aus Lücken in den Aufsichtsregelwerken ergeben. Relativierend muss allerdings auch festgestellt werden, dass alle traditionellen Formen der Finanzintermediation ähnlichen Prüfungen ausgesetzt waren und sich dann anschließend erfolgreich durchgesetzt haben: Ihre Vorteile werden heute nicht mehr in Frage gestellt. Als Reaktion auf die gegenwärtigen Verwerfungen müssen die Marktteilnehmer und Entscheidungsträger Sicherungen entwickeln, die es ermöglichen, diese Vorteile zu nutzen, ohne übermäßig hohe Risiken einzugehen. Es ist in diesem Zusammenhang wichtig, die Risikobewertungsmodelle, das Markt- und Liquiditätsrisikomanagement, die bankübliche Sorgfalt sowie die Transparenz hinsichtlich Kreditgewährung und Gegenparteirisiko zu verbessern.

Für die aufstrebenden Volkswirtschaften besteht die wichtigste Herausforderung darin, im Rahmen des Konvergenzprozesses die rasche Vertiefung der Finanzmärkte zu bewältigen (Teil 2, Kapitel 2). Das in vielen dieser Volkswirtschaften festzustellende hohe Kreditwachstum und die rasche Zunahme der privaten Verschuldung erhöhen die Risiken

und stellen die Nachhaltigkeit in Frage. Den Politikmaßnahmen ist es nicht gelungen, diese Entwicklung aufzuhalten, was unterstreicht, wie wichtig es ist, die Anfälligen zu reduzieren und Sicherheitsmargen aufzubauen. Um diese Ziele zu erreichen, ist es erforderlich, fiskalische und sonstige Verzerrungen, die die Kreditvergabe von Banken beeinflussen, abzubauen, die Umsetzung von Vorsichts- und Aufsichtsmaßnahmen zu stärken und die Offenlegung sowie das Risikoverständnis zu verbessern. In den Fällen, in denen die Konvergenz mit großen außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten einhergeht, besteht die mittelfristige Herausforderung darin, diese Ungleichgewichte ohne schmerzhafte Anpassungsmaßnahmen abzubauen. Dazu muss sichergestellt werden, dass die Ressourcen ohne Hindernisse in produktive Investitionen fließen, insbesondere im Bereich der handelbaren Güter. Um diesen Prozess zu unterstützen, müssen die politischen Entscheidungsträger ihre Finanzsysteme stärken und die Arbeits- und Kapitalmärkte flexibilisieren.

Wenn sie auf den jüngsten Fortschritten aufbauen, können alle aufstrebenden Volkswirtschaften in Europa die Früchte einer stetigen Entwicklung ihrer Finanzsysteme ernten. Die sich daraus ergebenden Vorteile zeigen sich in Effizienz, Risikostreuung und Widerstandskraft zur Bewältigung von möglichen volatilen externen Kapitalströmen (Teil 2, Kapitel 3). Für die EU-Mitglieder bietet der Integrationsprozess eine einzigartige Gelegenheit, die Finanzentwicklung voranzutreiben, da die Harmonisierungsanforderungen, der Wettbewerbsdruck und die Aufsichtsrisiken weitere umfassende Reformen zwingend notwendig machen. Die aufstrebenden Volkswirtschaften außerhalb der Europäischen Union sollten den Schwerpunkt darauf legen, die Grundlagen der Finanzentwicklung zu stärken: niedrige und stabile Inflation, qualitativ hochwertige Institutionen sowie Rechtsstaatlichkeit. Es wäre außerdem vorteilhaft, einen gut funktionierenden Markt für Staatspapiere zu schaffen, die Unternehmensführung zu stärken, den Schutz der Gläubigerrechte zu sichern und das Entstehen institutioneller Investoren zu fördern.