

VIII. Schlußbemerkungen: Licht inmitten der Schatten

Für die aktuellen wirtschaftlichen Probleme gibt es weder eine einzige noch eine einfache Lösung. Es mag als ein leichtes erscheinen, zwischen Maßnahmen zur Förderung der gesamtwirtschaftlichen Stabilität und Maßnahmen zur Förderung der Stabilität im Finanzsektor zu unterscheiden, aber in der Praxis ist dies nicht so eindeutig. Ein Mangel an Stabilität in dem einen Bereich trägt gemeinhin zur Instabilität in dem anderen Bereich bei. Es sei daran erinnert, daß in vielen Industrieländern die relativ hohe Inflation in den siebziger und achtziger Jahren die Anleger veranlaßte, auf Immobilien auszuweichen, was wiederum zu einer überhöhten Kreditschöpfung, notleidenden Krediten und übermäßigen Risikopositionen der Banken beitrug. In Japan, Mexiko und Südostasien kann in jüngerer Zeit die Kehrseite dieses Prozesses beobachtet werden, da schwache Banken und eine daraus resultierende Kreditverknappung die Überwindung von gesamtwirtschaftlichen Störungen verzögerten. Aus dieser Beobachtung ergibt sich die Herausforderung, daß die Initiativen im Politikbereich auf breiter Front ansetzen müssen, wenn eine nachhaltige Erhöhung des Lebensstandards bewirkt werden soll.

Es setzt sich auch immer mehr die Erkenntnis durch, daß die unterschiedlichen Maßnahmen, die zur Förderung der gesamtwirtschaftlichen Stabilität und der Stabilität im Finanzsektor notwendig sind, eine Reihe grundlegender Merkmale gemeinsam haben. Bei der Durchführung der Geld- und Fiskalpolitik ist Transparenz notwendig, um einen Anker für die Erwartungsbildung vorzugeben. Transparenz ist aber auch von den Teilnehmern an den Finanzmärkten zu fordern, wenn die Marktdisziplin zu einem vorsichtigen Verhalten beitragen soll. Ein weiteres gemeinsames Merkmal besteht darin, daß in beiden Bereichen vermieden werden muß, die Probleme von heute um den Preis einer Verschlimmerung der Probleme von morgen zu lösen; „moral hazard“ ist eine echte Gefahr. Darüber hinaus scheint in beiden Bereichen Einigkeit darüber zu bestehen, daß die zugrundeliegenden Prozesse nicht vollständig bekannt und die Resultate unweigerlich mit Unsicherheit behaftet sind. Da selbst wohlkonzipierte Pläne nicht immer zu den beabsichtigten Ergebnissen führen, muß vielleicht das Ziel, wirklich schlechte Resultate zu vermeiden, größere Priorität bei der Politikgestaltung erhalten.

Die Ereignisse an den Finanzmärkten zwischen August und Oktober 1998 haben den wirtschaftspolitischen Entscheidungsträgern wieder in Erinnerung gerufen, daß die Wahrscheinlichkeitsverteilungen für die Entwicklung der Preise von Vermögenswerten in den Randzonen stark erhöhte Werte aufweisen können, zumindest was die abwärtsgerichtete Seite betrifft. Wechselbeziehungen zwischen verschiedenen Risikokategorien, die zuvor für voneinander isolierbar gehalten wurden, führten zu massiven Preisveränderungen, die die Stabilität von

Finanzinstituten und sogar das Funktionieren der Märkte selbst bedrohten. Die jüngsten dramatischen Ereignisse in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften haben vor Augen geführt, daß auch makroökonomische Variablen extreme Werte annehmen können. Zudem kann nicht davon ausgegangen werden, daß die entwickelten Industrieländer gegenüber solchen Problemen immun sind. Zwar gehen die meisten Prognosen von einem anhaltenden und sogar beschleunigten Wachstum aus, doch bestehen viele spezifische Unsicherheiten, die implizieren, daß die aktuellen Prognosen wohl eine hohe Fehlerwahrscheinlichkeit aufweisen. Wie wird es sich auf die Stimmung der japanischen Verbraucher auswirken, wenn die Umstrukturierung im Unternehmenssektor tatsächlich zu greifen beginnt? Welche Effekte wird die Einführung des Euro auf den Wettbewerb und die Preise in Europa haben, und wie wird sie die Struktur der Finanzmärkte und damit die Wirkungsweise der Geldpolitik beeinflussen? Wird die Verbreitung neuer Technologien die Arbeitslosigkeit verringern, indem sie neue Produktionsmöglichkeiten eröffnet, oder wird sie sie erhöhen, indem sie Arbeitskräfte verdrängt? Wird die Sanierung des Bankensektors in Asien rasch oder nur sehr schleppend vorankommen? Zu diesen Fragen ließen sich noch viele hinzufügen, und die Antworten sowie ihre Konsequenzen für die Entscheidungsträger liegen keineswegs auf der Hand.

Ebensowenig steht fest, daß die gegenwärtigen Risiken alle die gleiche Wahrscheinlichkeit aufweisen. So scheint ein allgemeines Wiederaufflammen der Inflation weniger wahrscheinlich zu sein als ein weiterer Rückgang des Preisauftriebs oder sogar eine Deflation. Die Unsicherheit als solche untergräbt das Vertrauen und führt zu einer Verringerung der Ausgaben. Eine ähnliche Wirkung geht von Ungleichgewichten aus. Wenn sie schließlich behoben werden, passen die davon Begünstigten ihre Ausgaben nicht unbedingt nach oben an, während diejenigen, die dabei verlieren, normalerweise kaum eine andere Wahl haben, als ihre Ausgaben einzuschränken. Die speziellen Ungleichgewichte, auf die in der Einleitung zum vorliegenden Jahresbericht hingewiesen wurde, scheinen ebenfalls zu bedeuten, daß es eher zu einer Verschlechterung gegenüber der Prognose kommen könnte. Der weltweite Überhang an Produktionskapazitäten für handelbare Güter könnte eine Reihe von Konsequenzen haben. Bereits jetzt drückt er die Preise in den entwickelten Industrieländern, wenngleich die Exportvolumina aus Asien noch nicht in vollem Umfang auf die vorangegangenen Währungsabwertungen reagiert haben. In den USA nehmen die protektionistischen Tendenzen zu, obwohl die Arbeitslosenquote immer neue Tiefstände erreicht. Darüber hinaus läßt die Verstärkung des Preiswettbewerbs die Unternehmen anfälliger gegenüber jeder nennenswerten Beschleunigung der Kostenentwicklung werden. Sollten die Gewinne in den USA weiter unter Druck geraten, könnte dies erhebliche Auswirkungen auf die Aktienkurse haben, was sich wiederum beim Konsum bemerkbar machen dürfte. Außerdem müssen die enorm hohen Ungleichgewichte im Außenhandel irgendwann zu einer Abschwächung des Dollars und einer Aufwertung des Yen und des Euro führen. Wenn dies geschehen sollte, bevor die Wirtschaft in Japan und Kontinentaleuropa wieder auf einen soliden Wachstumspfad zurückgekehrt ist, entstünde damit die Gefahr einer Abschwächung für die Weltwirtschaft.

Daß sich die wirtschaftspolitischen Akteure dieser Problematik bewußt sind, dürfte sich aus ihrem bisherigen Handeln ableiten lassen. In sämtlichen Industrie-

ländern und in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften wurden die Zinssätze drastisch gesenkt. Die Lockerung in den entwickelten Industrieländern gegen Ende letzten Jahres stand auch im Einklang mit dem Bestreben, durch eine weitere Liquiditätszufuhr zu einer Beruhigung der Marktturbulenzen beizutragen. Darüber hinaus wäre die Geldpolitik möglicherweise bei einem tatsächlichen generellen Preisrückgang weniger wirksam, was vor allem – wenn auch nicht ausschließlich – damit zusammenhängt, daß die Nominalzinssätze nicht negativ werden können. Würde dies als potentiell Problem betrachtet, so könnte die jüngste Senkung der Zinssätze in einigen Ländern auch als eine Art Vorbeugung gegen eine Deflationsfalle gedacht gewesen sein, aus der nur schwer wieder herauszukommen sein könnte.

Es wäre jedoch ein Fehler, daraus den Schluß zu ziehen, daß die Lösung der derzeitigen Probleme in der Weltwirtschaft darin liegt, die Geldpolitik einfach weiter zu lockern. Im Grunde war es gerade die über viele Jahre übermäßig akkommodierende Geldpolitik, die viele der heutigen Probleme überhaupt erst verursacht hat. Neben einigen der Zielkonflikte, die sich bei der Umsetzung der Geldpolitik stellen, muß nun anderen, ebenso schwierigen Problemen größere Aufmerksamkeit gewidmet werden, die sich auf die Wahl des Wechselkursregimes, die Fiskalpolitik und die Reform der Arbeitsmärkte beziehen. Was konkret den Bereich der Stabilität im Finanzsektor betrifft, so ist in vielen Ländern dringend die Sanierung des Bankensystems und oft auch des Unternehmenssektors in Angriff zu nehmen. Darüber hinaus müssen eine ganze Anzahl von in letzter Zeit ausgesprochenen Empfehlungen jetzt umgesetzt werden, um sicherzustellen, daß ein einmal auf eine solide Grundlage gestelltes Finanzsystem auf absehbare Zeit auch solide bleibt.

Maßnahmen zur Förderung der gesamtwirtschaftlichen Stabilität

Die Durchführung der Geldpolitik wird derzeit praktisch in allen wichtigen Regionen durch sehr spezifische Gegebenheiten geprägt. In den USA sieht sich die Federal Reserve in mancher Hinsicht den üblichen Unsicherheiten und Trade-offs gegenüber, es gibt jedoch einige wichtige Besonderheiten. Bei der Ausrichtung der Geldpolitik auf das Ziel der Preisstabilität im Inland ist es allgemein üblich, Inflationsprognosen anhand gewisser Meßgrößen für die Überkapazitäten in der Volkswirtschaft vorzunehmen. Ungewöhnlich ist jedoch, mit welcher Unsicherheit diese Prognosen derzeit in den USA behaftet sind. Die Arbeitsmarktdaten liefern völlig andere Schätzungen der Kapazitätsauslastung als die Daten über den Kapitalstock. Bisher gibt es außerdem keinen schlüssigen Beweis dafür oder dagegen, daß die US-Wirtschaft in eine „neue Ära“ erhöhten Produktivitätswachstums eingetreten ist.

Auch die Entwicklung der Preise von Vermögenswerten stellt für die Durchführung der US-Geldpolitik eine immer stärker ins Gewicht fallende Größe dar. Während die weltweiten Finanzmarktturbulenzen vom letzten Herbst in gewissem Umfang zu der Entscheidung über die Zinssenkungen beigetragen haben, hätte der vorangegangene Anstieg der Aktienkurse in Verbindung mit dem kräftigen Kreditwachstum den Schluß zulassen können, daß höhere Zinsen notwendig seien. Ähnlich verhält es sich mit dem jüngsten Wiederanstieg der Aktienkurse auf

Rekordhöhen und dessen Effekt auf die Verbraucherausgaben. Eine große Gefahr, die sich einer anhaltenden weltweiten Expansion entgegenstellen könnte, besteht derzeit darin, daß es in der US-Wirtschaft zu einer Überhitzung kommt und daß die Furcht vor einer nachfolgenden Rezession die Aktienmärkte beeinträchtigt, das Vermögen reduziert und die Ausgaben drückt. Sollte der Dollar – belastet durch Kapitalabflüsse und ein hohes Außenhandelsdefizit – gleichzeitig an Wert verlieren, wäre eine Phase der Stagflation nicht auszuschließen. Da an den weltweiten Finanzmärkten jetzt wieder größere Ruhe eingetreten ist, sollte die Notwendigkeit, ein solches Zusammenwirken von Ereignissen zu verhindern, bei der Gestaltung der Geldpolitik in der nächsten Zeit eine wichtige Überlegung sein.

Eine Herausforderung einzigartiger Natur für Europa war im vergangenen Jahr die Einführung des Euro. Sie wurde sehr gut gemeistert, wie die Stabilität der Wechselkurse innerhalb Europas während des gesamten letzten Jahres beweist. Im kommenden Jahr wird es nun darum gehen, die Geldpolitik in einem wirtschaftlichen Umfeld durchzuführen, das nicht nur neu ist, sondern sich unter dem Einfluß der Einführung des Euro auch rasch wandeln soll. Daß die Positionen im Konjunkturzyklus und die Entwicklung der Preise von Vermögenswerten in vielen Mitgliedsländern zu Beginn dieses Jahres große Unterschiede aufwiesen, bringt Probleme für die Umsetzung der Geldpolitik mit sich. Weitere Komplikationen ergeben sich aus Wertschwankungen des Euro, die die Frage nach der richtigen Interpretation und gegebenenfalls der richtigen Reaktion aufwerfen. Klar ist allerdings, daß das Ziel der Europäischen Zentralbank die Preisstabilität ist und daß die Gefahren eines Unterschießens inzwischen mindestens so groß zu sein scheinen wie die eines Überschießens. In jüngerer Zeit hat die EZB deutlich gemacht, daß sie auf Abweichungen vom Inflationsziel symmetrisch reagieren wird, was bedeutet, daß die Zinssätze je nach den Umständen noch weiter gesenkt werden könnten.

Auch in Japan agiert die Geldpolitik in einem höchst ungewöhnlichen Umfeld, nämlich vor dem Hintergrund sinkender Preise. Zwar ist keineswegs sicher, wie sich die Preise weiter entwickeln werden, doch scheinen die meisten Voraussetzungen für das Fortbestehen des Deflationsdrucks gegeben zu sein. Die Last der realen Verschuldung, die die Unternehmen zu tragen haben, wächst weiter und behindert die Investitionstätigkeit. Die Lohnstückkosten steigen, und infolge von Umstrukturierungen wird die Arbeitslosigkeit zunehmen, so daß das Vertrauen und die Verbraucherausgaben zusätzlich geschwächt werden. Bisher scheinen Kaufentscheidungen noch nicht in Erwartung weiterer Preisrückgänge hinausgeschoben worden zu sein, wie dies offensichtlich in China der Fall ist, doch ist dies für die Zukunft nicht auszuschließen.

Die Bank of Japan reagierte, indem sie die Zinssätze praktisch auf null senkte, dem Bankensystem Liquidität zuführte und in großem Umfang Wertpapiere des privaten Sektors erwarb. Die Wirkung glich bisher im wesentlichen dem Versuch, „ein Seil zu schieben“, so daß sich die Frage stellte, was – wenn überhaupt – darüber hinaus getan werden könnte. Die Erfahrung Japans veranschaulicht die Grenzen, an die die Geldpolitik stößt, wenn die Nominalzinssätze bereits sehr niedrig und die Überkapazitäten schon sehr hoch sind. Sie dürfte auch einen Hinweis darauf geben, welche Vorteile, aber auch welche Grenzen klare Aussagen über die Ziele der Wirtschaftspolitik haben.

Von besonderem Einfluß war für Japan die kräftige Aufwertung des Yen im zweiten Halbjahr 1998. Den asiatischen Konkurrenten dürfte sie durchaus zugute kommen, doch steht außer Frage, daß sie den Exportsektor, eine der wenigen Stützen der japanischen Wirtschaft, beeinträchtigt. Unter normaleren Umständen hätte der Aufwertung durch Zinssenkungen oder durch Interventionen, die eine Bereitschaft zu gegebenenfalls erforderlichen Zinssenkungen signalisieren, begegnet werden können. Ohne ausreichende Glaubwürdigkeit eines solchen Versprechens war diese unwillkommene Aufwertung des Yen jedoch schwerer zu verhindern. Die Tatsache, daß es für die Markterwartungen keinen Anker im Sinne einer genau definierten Rolle des Wechselkurses bei der Durchführung der japanischen Geldpolitik gab, machte die Situation nicht einfacher. Zumindest müßte deutlich ausgesprochen werden, daß dem Ziel, der japanischen Rezession ein Ende zu setzen und dem Entstehen einer Deflationsmentalität vorzubeugen, zunächst Vorrang vor Sorgen hinsichtlich der Handelsbilanz zukommt.

Zweifel, ob es möglich sein würde, abgegebene Versprechen einzuhalten, standen auch der Einführung expliziter Ziele für die Preissteigerungsrate oder für das Preisniveau im Wege. Grundsätzlich könnte jeder der beiden Ansätze hilfreich sein, um eine abwärtsgerichtete Spirale der Preiserwartungen zu verhindern, und auf diese Weise zu einer begrüßenswerten Verringerung der Erwartungen hinsichtlich der langfristigen Realzinssätze führen. In der Praxis müssen die Wirtschaftsakteure allerdings davon überzeugt sein, daß die Verantwortlichen auch über die Instrumente verfügen, um ihre Ziele zu erreichen. Dies scheint gegenwärtig nicht unbedingt der Fall zu sein. Während für sich allein genommen daher wohl keiner der beiden Ansätze unter den aktuellen Umständen sehr hilfreich ist, dürfte eine solche Regimeänderung aber dennoch eine nützliche ergänzende Rolle spielen, wenn nur ein anderes Mittel gefunden werden könnte, um die bestehende Produktionslücke wirksam zu reduzieren.

Das Zusammentreffen der heftigen Ausschläge des Yen-Wechselkurses und der Einführung des Euro hatte zur Folge, daß im Berichtszeitraum erneut Vorschläge vorgelegt wurden, wie die Zusammenarbeit im tripolaren weltweiten Wechselkurssystem verbessert werden könnte. Frei schwankende Wechselkurse bringen ihre eigenen Probleme mit sich, nicht zuletzt die Möglichkeit von Preisblasen bei den Vermögenswerten, wenn die Zinssätze niedrig bleiben, da ein steigender Wechselkurs einen guten Teil der Last der Inflationsbekämpfung trägt. Keiner politischen Vereinbarung dürfte es jedoch gelingen, an der derzeitigen Praxis, die inländische Geldpolitik in erster Linie auf die inländischen Bedürfnisse auszurichten, nennenswert etwas zu ändern. Ein grundlegendes Problem von theoretischer wie praktischer Bedeutung ist die anhaltende Neigung der Investoren, sich an Finanzplätzen mit niedrigen Zinssätzen zu verschulden, um andernorts zu hohen Zinsen anzulegen, ohne in vollem Umfang zu berücksichtigen, daß sie die Tilgung möglicherweise in einer Währung mit inzwischen gestiegenem Wert vornehmen müssen. Die destabilisierende Wirkung solcher Fälle von Marktversagen bedarf näherer Untersuchungen.

Auch in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften stellten sich neue Fragen hinsichtlich der Wechselkurse. Die wichtigste daraus zu ziehende Lehre bestand darin, daß die Länder anstelle variabler Wechselkursbindungen entweder eine sehr viel strengere Bindung einführen oder freiwillig zum kontrollierten Floating

übergehen sollten. Für die erste Alternative spricht etwa, daß sowohl Hongkong als auch Argentinien ihr Currency-Board-Regime im letzten Jahr erfolgreich zu verteidigen vermochten, wobei in Hongkong das System mit größerer Flexibilität gesteuert und in Argentinien mit einer Dollarisierung und der Aufgabe jeglicher Einflußnahme auf das System gedroht wurde. In beiden Fällen mußten unangenehm hohe Zinssätze einfach in Kauf genommen werden. Andere Länder, wie z.B. Brasilien, gaben ihre Währung nicht von sich aus frei, wurden aber vor dem Hintergrund einer Krise dazu gezwungen. Die Ergebnisse waren im allgemeinen unbefriedigend. Wie in Asien im vergangenen Jahr zeigten die Währungen in der Regel eine überschießende Reaktion und erholten sich dann später im Umfeld einer auf Stabilisierung ausgerichteten Wirtschaftspolitik. Auch die brasilianischen Währungsbehörden ließen hohe Zinssätze als Teil des Stabilisierungsprozesses zu, obwohl damit gerechnet wurde, daß deren Auswirkungen auf den inländischen Schuldendienst und das Haushaltsdefizit mit der Zeit einen kompensierenden Abwertungsdruck auf den Real zur Folge haben würden. Bisher scheint die Rechnung aufgegangen zu sein, unterstützt durch eine kräftige Erhöhung des Primärüberschusses und eine unerwartet günstige Preisentwicklung.

Brasilien und andere Länder, die ihre Währung erst seit kurzem frei schwanken lassen, stehen nun vor der Aufgabe, einen anderen nominalen Anker als längerfristige Richtschnur für ihre Geldpolitik zu finden. Dies wird nicht leicht sein, da die Inflation in der Vergangenheit nicht lange genug mit Erfolg bekämpft wurde, nur unzureichende Daten über Kreditaggregate und Geldmengen vorliegen und keine verlässlichen Verfahren für Inflationsprognosen vorhanden sind. Ohne einen transparenten Rahmen für die Durchführung der Geldpolitik wird auch die Bewältigung eines kurzfristig auftretenden Drucks auf den Wechselkurs problematisch werden, wenn auch nicht ganz so schwierig wie bei einem Wechselkursregime mit stufenweiser Flexibilität.

Über die Haushaltspolitik wurde in jüngerer Zeit wenig diskutiert. Es wird allgemein geltend gemacht, daß in Japan fiskalpolitische Anreize eine nützliche Rolle bei der Ankurbelung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage spielen (oder zumindest gespielt haben). In Kontinentaleuropa wird eine weitere Haushaltskonsolidierung als wünschenswert erachtet. In den USA hat sich die Haushaltslage erheblich verbessert, und zum gegenwärtigen Zeitpunkt ist offensichtlich keine Straffung erforderlich. In den aufstrebenden Volkswirtschaften scheint haushaltspolitische Zurückhaltung auf kurze Sicht die angemessene Reaktion auf einen Druck auf den Wechselkurs zu sein. All dies trifft in hohem Maße tatsächlich zu, bedarf aber einer Differenzierung je nach den Umständen.

In Japan, wo die Grenzen der geldpolitischen Stimulierung am deutlichsten erkennbar zu sein scheinen, wurde die Wirksamkeit einer beträchtlichen Zahl expansiver Haushaltspakete durch einen Anstieg der Ersparnis der Verbraucher vermindert. Dies ist sicherlich auf eine wachsende Verunsicherung hinsichtlich der Arbeitsplatzsicherheit zurückzuführen, aber auch auf unzureichende Pensionsvorsorgen und die Befürchtung, daß die Steuern künftig erhöht werden müssen, damit die sich anhäufenden Schulden bedient werden können. Letztere Befürchtung wurde verschärft durch die zögerliche Reaktion der Fiskalpolitik, die das Vertrauen des privaten Sektors nicht wiederherzustellen vermochte, und durch die Rhetorik, mit der die ausgeprägte haushaltspolitische Straffung 1997 begründet wurde.

Verstärkt wurde die Befürchtung künftiger Steuererhöhungen zudem durch die sich immer mehr durchsetzende Erkenntnis, daß die derzeitigen Investitionsausgaben mehr durch politische Überlegungen gelenkt werden als durch ein zeitliches Vorziehen ohnehin notwendig werdender Investitionen in die Infrastruktur. In Europa läßt sich die Notwendigkeit einer mittelfristigen Konsolidierung nicht in Frage stellen. Es darf jedoch nicht vergessen werden, daß einer der Vorteile einer starken Haushaltsposition der damit verbundene Spielraum für das Wirken der automatischen Stabilisatoren ist. Es ist nicht auszuschließen, daß es in Europa zu einer Situation kommen kann, in der fiskalische Anreize wieder angezeigt sein können. In den USA schließlich müßte nach der Lehrbuchökonomie die Fiskalpolitik gestrafft werden, um die Überhitzung der Konjunktur im Inland sowie die Gefahr eines unkontrollierten Anstiegs und anschließenden Einbruchs des Dollars zu vermindern. Unter solchen Umständen, so politisch unwahrscheinlich sie auch sein mögen, wäre es um so wichtiger, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage in anderen Ländern zu fördern. Während der jüngsten Turbulenzen hat die Weltwirtschaft erheblich von der anhaltenden Stärke der US-Wirtschaft profitiert. Jetzt jedoch sollten Strategien für ein sich möglicherweise wandelndes Umfeld überall im Mittelpunkt einer umsichtigen Wirtschaftspolitik stehen, und zwar auch in den USA.

Es ist auch nicht sicher, daß haushaltspolitische Zurückhaltung immer sinnvoll ist, wenn Wechselkurse in aufstrebenden Volkswirtschaften unter Druck geraten. In Industrieländern mit frei schwankenden Währungen und sehr mobilen Kapitalströmen wird in der Regel davon ausgegangen, daß sich die Währung bei einem restriktiven haushaltspolitischen Kurs abschwächt, da die inländischen Zinssätze sinken und Kapital ins Ausland abfließt. In den aufstrebenden Volkswirtschaften könnte dagegen eine Straffung der Fiskalpolitik sowohl den Wechselkurs stärken als auch zu einer Senkung der zuvor höheren Zinsen führen, da die Kreditrisikoprämie für die Mittelaufnahme im Ausland geringer wird. In Brasilien und Rußland sowie anderen Ländern mit einem traditionell schwachen Staatshaushalt erscheint dieses Argument schlüssig. Ob es auch für Länder in Asien und anderen Regionen gilt, deren öffentliche Finanzen in der Vergangenheit stets solide waren, ist weniger offensichtlich. Berücksichtigt man jedoch, wie unberechenbar sich Märkte vor dem Hintergrund einer Krise verhalten können, ist es möglicherweise selbst dort sinnvoll, das Haushaltsdefizit zunächst zu reduzieren, aber rasch wieder einen anderen Kurs einzuschlagen, sobald das Vertrauen wiederhergestellt ist. Zwar wird die Frage der richtigen zeitlichen Abfolge noch kontrovers diskutiert, doch ist dies im wesentlichen der Weg, den die von der Krise betroffenen Länder in Asien in jüngster Zeit gegangen sind.

Angesichts der weltweiten Überkapazitäten und der hohen bzw. steigenden Arbeitslosigkeit in Europa, Japan und vielen aufstrebenden Volkswirtschaften sind auch angebotsseitige Reformen dringend geboten. Dies mag paradox erscheinen, da solche Reformen das Produktionspotential letztlich weiter erhöhen werden. Doch darf nicht die wichtigste Erkenntnis der klassischen Nationalökonomie vergessen werden, daß nämlich Veränderungen der relativen Preise ebenfalls erheblich zur Behebung wirtschaftlicher Ungleichgewichte beitragen können. Selbst bei angemessenen Umstrukturierungen im Unternehmens- und Bankensektor (hierauf wird weiter unten noch eingegangen) haben die derzeit in vielen

Industriezweigen bestehenden Überkapazitäten zur Folge, daß die Investitionstätigkeit in diesen Bereichen noch auf Jahre hinaus schwach sein wird, mit entsprechenden Multiplikatoreffekten für Arbeitsplätze und Einkommen. In diesem Umfeld ist es von wesentlicher Bedeutung, daß in anderen Bereichen, insbesondere im Dienstleistungssektor, staatliche Beschränkungen und andere Gewinnen abträgliche Investitionshemmnisse beseitigt werden. Besonders offensichtlich ist dies bei den aufstrebenden Volkswirtschaften, aber auch viele Industrieländer erkennen, daß sie sich verstärkt der Deregulierung zuwenden müssen. Maßnahmen am Arbeitsmarkt, mit denen die Beschäftigungschancen der Arbeitslosen verbessert werden, wirken in die gleiche Richtung, und zwar insbesondere deshalb, weil Arbeitnehmer auch Verbraucher sind, deren Ausgaben mit wachsender Zuversicht zunehmen. Dies ist vielleicht eine der eindeutigsten Lehren, die aus der Erfahrung der USA in den letzten Jahren zu ziehen sind.

Maßnahmen zur Förderung der Finanzstabilität

Bevor man sich der Frage zuwenden kann, wie künftige Probleme im Finanzsektor zu vermeiden sind, gilt es zunächst die Probleme von heute aufzugreifen. Der hohe Bestand an industriellen Überkapazitäten in vielen Ländern und Wirtschaftsbereichen bedeutet für die Stabilität im Finanzsektor weiterhin eine ernsthafte Bedrohung. Ohne eine geregelte Rückführung oder Nutzung dieser Überkapazitäten werden die Kapitalrenditen weiterhin enttäuschend sein, was das Vertrauen in die Wirtschaftsentwicklung und die Investitionsausgaben auf lange Sicht schwächen könnte. Darüber hinaus wird die Zahlungsfähigkeit der Institute, die die Erweiterungsinvestitionen finanziert haben, zunehmend in Frage gestellt, und dies kann Kreditrationierungen und starke konjunkturremmende Effekte für die Volkswirtschaft insgesamt mit sich bringen. Am deutlichsten ausgeprägt sind diese Tendenzen bisher in Südostasien, China und Japan. Leider scheinen diese Volkswirtschaften in vieler Hinsicht auch am wenigsten in der Lage zu sein, sie zu bewältigen.

Das Schließen einzelner Produktionsstätten in Asien scheitert an der Überlegung, was wohl die traditionellen Konkurrenten tun dürften. Ohnehin ist es angesichts der hohen Sunk Costs oftmals sinnvoll, weiterhin mit Verlust zu produzieren, solange die variablen Kosten gedeckt sind. Vor diesem Hintergrund können niedrige Zinssätze und die fortgesetzte Verfügbarkeit von Finanzierungsmöglichkeiten über das Bankensystem (oder sogar aus dem Ausland) starke Anreize setzen, die einer Sanierung entgegenstehen. Den Konkurs zu erklären und die Aktiva zu Preisen zu veräußern, die niedrig genug sind, um den neuen Eigentümern Gewinne zu bringen, ist eine weitere Möglichkeit, die aber in Asien mit Problemen verbunden ist, weil ein angemessenes Konkursrecht fehlt. In einer Reihe von Ländern wurden in diesem Bereich Fortschritte erzielt, aber es ist noch nicht klar, wie die neuen Gesetze in der Praxis angewandt werden. Weitere erhebliche Hindernisse für die Rationalisierung im Industriesektor in ganz Asien sind Bedenken, welche sozialen und politischen Kosten die Entlassung von Arbeitnehmern mit sich bringen und wie sie sich angesichts des Fehlens eines wirksamen sozialen Sicherheitsnetzes auf das Vertrauen auswirken würde. Die politischen Lösungen zur Bewältigung dieser Probleme erscheinen vielleicht offensichtlich, ihre Umsetzung wird jedoch schwierig und – für die Aktionäre sowie möglicher-

weise auch für die Regierungen – kostspielig sein. In diesem Zusammenhang ist aufschlußreich, daß die Sanierung des Unternehmenssektors in Japan gerade erst begonnen hat, obwohl die Notwendigkeit schon vor beinahe einem Jahrzehnt augenscheinlich geworden war. In China und Korea sowie einigen anderen Ländern scheinen die Umstrukturierungen in Gang zu kommen, doch es bleibt abzuwarten, ob die abgegebenen Versprechen tatsächlich eingehalten werden.

Ein weiteres Element, das den Prozeß der Umstrukturierung im Unternehmenssektor nicht nur in Asien, sondern auch in vielen anderen Teilen der Welt bremst, ist die ohnehin schon fragwürdige Verfassung des Bankensystems. Es mag notwendig sein, dieses Problem noch zu vergrößern, indem weitere notleidende Unternehmenskredite als solche ausgewiesen werden, aber politisch ist ein solches Vorgehen reichlich unattraktiv. Ein Argument für eine weiterhin abwartende Haltung ist, daß die Last auf die Steuerzahler zurückfallen dürfte, wenn das Aktienkapital sowohl im Unternehmenssektor als auch im Finanzsektor ausgehöhlt ist. Im Prinzip könnten auch die Einleger einen Beitrag leisten, doch in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften haben die Regierungen eine implizite Versicherung für sämtliche Einlagen bereitgestellt, um einen Run auf die Banken – wie 1995 in Argentinien und in jüngerer Zeit in Indonesien – zu verhindern. Angesichts von Kreditverlusten, die in Relation zum BIP einen erheblichen Umfang annehmen dürften, könnte es für aufstrebende Volkswirtschaften ohne wohletablierten Markt für Staatsanleihen schwierig werden, ihren Finanzierungsbedarf zu decken, auch wenn dies gleichzeitig Gelegenheit zur Entwicklung eines Kapitalmarktes bietet. Was die Länder mit seit langem etablierten Finanzsystemen betrifft, so könnte durch die Gefahr eines erheblichen Anstiegs der Staatsverschuldung die Wirtschaftspolitik erschwert werden, indem die längerfristigen Zinssätze in die Höhe getrieben werden, wie es kürzlich in Japan geschah.

Die Art und Weise, wie die Umstrukturierung des Bankensystems stattfindet, wird entscheidend dafür sein, wie wirksam sie ist und wie lange sie Bestand hat. Die wesentlichen Ziele müssen sein, die Solvenz und die Ertragskraft wiederherzustellen. Als Richtschnur kann dienen, daß eine wirksame Sanierung beginnen sollte, sobald das Problem identifiziert ist, und sie sollte so umfassend sein, wie dies notwendig ist, um eine ungerechtfertigte Kreditrationierung zu vermindern. Einmischungen seitens der Politik zu vermeiden und Transparenz hinsichtlich der Vorgehensweisen und der Kostenzuordnung zu wahren ist ebenfalls von entscheidender Bedeutung. Darüber hinaus müssen die Aktionäre und die Geschäftsleitung insolventer Banken gezwungen werden, Verluste zu tragen, wenn die Gefahr eines „moral hazard“ vermieden werden soll, wenngleich diesem Aspekt in einer Krise, die das ganze Finanzsystem erfaßt hat, möglicherweise Grenzen gesetzt werden müssen. In einer Reihe von Ländern sind diese Grundsätze leider nicht immer so konsequent angewandt worden, wie es möglich gewesen wäre. Dies ist auf kurze Sicht mit Kosten verbunden, wenn dadurch die wirtschaftliche Erholung verzögert wird, und ebenso auf längere Sicht, wenn die Sanierung des Unternehmenssektors gebremst wird und sich Fehler der Vergangenheit schließlich wiederholen.

Zwar waren die derzeitigen Probleme in den Finanzsystemen der aufstrebenden Volkswirtschaften in erster Linie binnenwirtschaftlich begründet, doch wurden sie durch die internationalen Kapitalströme auf jeden Fall verschärft. Auch

Kapitalströme, die aus der Sicht der internationalen Kapitalmärkte nur geringen Umfang haben, können in kleinen Volkswirtschaften das Gleichgewicht erheblich stören. Dies legt nahe, daß solche Länder die Beschränkungen kurzfristiger Kapitalzuflüsse nur sehr behutsam abbauen sollten, vor allem wenn – was in der Regel der Fall ist – Zweifel an der inhärenten Stabilität des inländischen Finanzsystems bestehen. Auch sollten marktbasierende regulative Instrumente, wie z.B. Mindestreserven, beherrzter zum Einsatz gebracht werden, damit sich die Banken nicht in übermäßigem Umfang auf kurzfristige Mittelaufnahmen in Fremdwährung verlassen. Zusammen mit einer weniger engen Wechselkursbindung könnte dies tatsächlich etwas bewirken.

Die jüngsten Erfahrungen deuten außerdem darauf hin, daß sich Länder, die – aus welchen Gründen auch immer – solche Kapitalzuflüsse zulassen wollen, besser auf den möglichen Fall plötzlicher Kapitalabflüsse vorbereiten sollten. Dies kann beispielsweise durch den Aufbau von Devisenreserven mittels Außenhandelsüberschüssen geschehen. Das Problem mit diesem Ansatz besteht darin, daß er ein gutes Beispiel für den Fehlschluß der Verallgemeinerung darstellt: Man halte sich vor Augen, welche weltweiten Ungleichgewichte entstehen würden, wenn alle aufstrebenden Volkswirtschaften so zu handeln versuchten. Weniger Störungen verursacht vielleicht die jüngst in Argentinien gewählte Lösung, nämlich die Währungsreserven durch Kreditaufnahmen aufzustocken und mit dem privaten Sektor verbindliche Eventualkreditfazilitäten zu vereinbaren. Angesichts der Stimmungsumschwünge an diesen Märkten könnte es für die Währungsbehörden zu bestimmten Zeiten relativ einfach und kostengünstig sein, sich längerfristige Fremdwährungskredite zur späteren Verwendung zu sichern. Ferner könnten die Länder die vor kurzem angekündigten Vorsorgekreditlinien (Contingent Credit Lines, CCL) des IWF in Anspruch nehmen. Zusammen mit ähnlichen Vereinbarungen mit dem privaten Sektor wäre dies ein doppeltes Zeugnis für die Solidität des betreffenden Landes und könnte erheblich zur Vermeidung von Ansteckungsproblemen beitragen.

Daß die aufstrebenden Volkswirtschaften ihre Probleme selbst angehen sollten, heißt nicht, daß ein Teil der Lösung nicht auch in der Funktionsweise der internationalen Kapitalmärkte selbst zu finden sein könnte. Eine unvorsichtige Kreditvergabe wurde sowohl durch die sinkenden Erträge im traditionellen Inlandsgeschäft motiviert als auch durch die Überzeugung, daß die Gläubiger beim tatsächlichen Eintreten eines Risikofalls durch verschiedene Sicherheitsnetze geschützt sein würden. Das Problem niedriger Erträge im Inlandsgeschäft dürfte sich noch vergrößern, da der weltweite Wettbewerb im Bereich der Finanzdienstleistungen schärfer wird und die Geschäftsleitungen dem Shareholder Value größeres Gewicht beimessen. Es ist zwar möglich, daß die Banken darauf mit einer vorsichtigeren Risikobewertung reagieren, es kann aber auch sein, daß sie sich weiterhin zu immer riskanteren Geschäften verleiten lassen.

Hinsichtlich des Problems der unvorsichtigen Kreditgewährung im Vertrauen auf ein Sicherheitsnetz hat es in letzter Zeit eine Reihe gegenläufiger Einflüsse gegeben. Einerseits haben die Verluste in Rußland und China deutlich gemacht, welches Verlustpotential in den aufstrebenden Volkswirtschaften vorhanden ist. Im April 1999 schien es, als hätten diese Erfahrungen das Verhalten der Banken zu beeinflussen begonnen, während die Käufer von Anleihen aufstrebender Volks-

wirtschaften wenig von ihrer Euphorie verloren hatten. Letzteres dürfte sich jedoch ändern, falls die jüngst vorgebrachten Vorschläge angenommen werden, wonach die Inhaber von Anleihen in der Regel an einer etwaigen Umstrukturierung der Auslandsverschuldung des betreffenden Landes beteiligt werden sollten. Andererseits läßt sich aus den Erfahrungen mit Long-Term Capital Management der Schluß ziehen, daß sowohl die Aufsichtsbehörden als auch die Hauptgläubiger die Überlegung anstellten, ein Nichtbankfinanzinstitut sei zu komplex, als daß ein Zusammenbruch zugelassen werden könnte („too complex to fail“). Angesichts der damit verbundenen Signalwirkung für weit größere Banken und Handelshäuser mit umfangreichem Eigengeschäft könnte dies als beunruhigend angesehen werden.

Die Fortschritte in der Technologie und die Deregulierung haben nicht nur dazu geführt, daß sich das traditionelle Verhalten im Bankgeschäft geändert hat. Zugleich haben sie die Mittelvergabe über die Wertpapiermärkte und die Inanspruchnahme dieser Märkte durch die Banken selbst gefördert, und dies hat ebenfalls Konsequenzen für die Stabilität des Finanzsektors wie auch der Volkswirtschaft. In Phasen des Konjunkturabschwungs vergeben die Banken in vielen Ländern traditionell Kredite an Kunden, mit denen sie bereits in Geschäftsbeziehung stehen, was dazu beiträgt, die Ausgaben zu stützen und die Konjunkturausschläge abzufedern. Die Märkte dagegen ändern ihren Kurs oft von einem Moment auf den anderen und sind nur noch gegenüber erstklassigen Schuldnern zur Kreditvergabe bereit. In dem Maße, wie die Banken zur Verbriefung von Vermögenswerten oder Begebung von Schuldtiteln inzwischen selbst auf solche Märkte angewiesen sind, dürften sie etwas von der Fähigkeit eingebüßt haben, diese glättende Funktion wahrzunehmen. Das Potential für größere konjunkturell bedingte Umschwünge im Kreditwachstum und den damit einhergehenden Ausgaben liegt angesichts der Beobachtung des letzten Jahres, daß die bonitätsbedingten Zinsaufschläge an den Finanzmärkten meist stark mit dem Zinsniveau korreliert sind, wohl auf der Hand. Da es mit der Ausweitung dieser Zinsaufschläge zum Versiegen der Liquidität kommen kann, dürften in einem marktbestimmten System außerdem die Abschwünge inhärent heftiger sein als die Aufschwünge. Angesichts der Tatsache, daß immer mehr Kredite von einer Vielzahl von Anlegern an sehr entpersonalisierten Märkten bereitgestellt werden, an denen der Marktaustritt leicht ist, wird es überdies immer schwieriger, konzentrierte Kreditvergaben für souveräne Schuldner mit akutem Liquiditätsbedarf zu organisieren. Ähnlich wie Regierungen stellen auch die Banken die Frage, weshalb sie sich an Rettungsaktionen für andere beteiligen sollen.

Diese jüngsten Entwicklungen sind von großer Bedeutung für das interne Risikomanagement und für die Festlegung der Rahmenbedingungen an den Finanzmärkten. Die Finanzinstitute einschließlich der Banken sind über verschiedene Kanäle einem immer höheren Marktrisiko ausgesetzt. Darüber hinaus ist das Marktrisiko stärker als bisher vermutet mit dem Kreditrisiko korreliert, da die Marktrisikoengagements häufig auf der Fremdfinanzierung aufbauen. Auch zwischen dem Kreditrisiko und dem Liquiditätsrisiko besteht eine höhere Korrelation als angenommen. Zudem hat sich inzwischen herausgestellt, daß Risikomodelle ein falsches Gefühl der Sicherheit vermitteln können, da sie unter extremen Marktbedingungen möglicherweise ihre Vorhersagekraft verlieren. Ihre

mechanistische Verwendung kann sogar selbst zu Marktturbulenzen beitragen. In diesem Fall muß Krisentests größere Bedeutung beigemessen werden, und eine erhöhte Aufmerksamkeit verdienen auch nichtlineare Erfüllungsmerkmale sowie Szenarien, die bisher für so unwahrscheinlich gehalten wurden, daß sie vernachlässigt werden konnten.

Auch für diejenigen, die die Rahmenbedingungen an den Finanzmärkten festlegen, ergeben sich Konsequenzen, die über die bloße Sicherstellung der Angemessenheit des internen Risikomanagements hinausgehen. Wenn die relative Bedeutung der Märkte im Finanzsystem wächst und die Stimmung sehr rasch umschlagen kann, ist es ebenso wichtig, die Märkte genau zu beobachten und Risikokonzentrationen zu identifizieren. In manchen Ländern, in denen die Zentralbanken die Verantwortung für die Bankenaufsicht verloren haben, ist ihnen die Verantwortung für die Stabilität im Finanzsystem insgesamt zugewiesen worden. Was die Unterstützung der Märkte betrifft, so bedarf dies einer genaueren Definition. Ob eine Zentralbank ohne Aufsichtsverantwortung in der Lage sein wird, sich zum richtigen Zeitpunkt die notwendigen Informationen zu beschaffen, um in einem von den Marktgesetzen bestimmten Umfeld ihre Möglichkeiten zur Gewährung von Liquiditätshilfen in Notfällen klug und wirksam einzusetzen, ist noch sehr fraglich. In Kontinentaleuropa ist außerdem sorgfältig auf die zusätzlichen Komplikationen zu achten, die sich aus der Interaktion einer supranationalen Zentralbank mit unterschiedlichen nationalen Aufsichtsbehörden ergeben.

Wie in der Einleitung zum vorliegenden Jahresbericht erwähnt, wurden im vergangenen Jahr eine große Zahl spezifischer und praxisorientierter Empfehlungen ausgesprochen, wie die Stabilität der Finanzsysteme der einzelnen Länder sowie des internationalen Finanzsystems verbessert werden könnte. Diese Vorschläge bauen in konstruktiver Weise auf früheren Initiativen der G10-Stellvertreter sowie auf der Arbeit der verschiedenen in Basel tagenden Ausschüsse auf und müssen an dieser Stelle nicht alle wiederholt werden. In letzter Zeit fand eine Vielzahl von Treffen statt, die zwei wichtige Dinge zum Ziel hatten: den Kreis der Teilnehmer zu erweitern und die Bereiche, in denen gleiche bzw. unterschiedliche Auffassungen bestehen, herauszuarbeiten. Zwar gibt es noch immer Themen, bei denen die Meinungen auseinandergehen, doch ist inzwischen in genügend Punkten Einigkeit erzielt worden, so daß sicherlich die Zeit gekommen ist, sie in die Praxis umzusetzen. Dies muß in den nächsten Jahren die wichtigste – keineswegs leichte – Aufgabe der internationalen Gemeinschaft sein.

In vielen Bereichen werden Vorschläge für eine international empfehlenswerte Praxis vorgelegt, und diese sollten ganz oben auf der Liste der umzusetzenden Initiativen stehen. Glücklicherweise gibt die Erfahrung mit der Umsetzung der ersten Zusammenstellung solcher Empfehlungen, den *Grundsätzen für eine wirksame Bankenaufsicht*, einige Hinweise darauf, wie dabei vorgegangen werden kann. Über seine Kontaktgruppe und seine Beziehungen zu regionalen Zusammenschlüssen von Aufsichtsbehörden spielt der Basler Ausschuß für Bankenaufsicht selbst eine Fürsprecherrolle und hat auch die stärkere Anwendung von Mechanismen des Gruppendrucks erwogen. Der IWF wird die Einhaltung im Rahmen der Artikel-IV-Konsultationen überwachen und hat einen Transparenzkodex für alle Regulierungsinstanzen an den Finanzmärkten vorgeschlagen. Dabei

wird angenommen, daß den Aufsichtsbehörden eine größere Klarheit über ihr Mandat, ihre Befugnisse und ihre Verantwortlichkeiten bei ihrer Arbeit helfen wird. Der private Sektor kann ebenfalls Unterstützung leisten, indem er Länder mit einem laxen Aufsichtsregime der Marktdisziplin unterwirft. Der Vorschlag der G7-Länder, daß der IWF seine Beurteilung der Einhaltung internationaler Standards durch die einzelnen Länder veröffentlichen sollte, dürfte den Märkten helfen, zu wohlinformierteren Urteilen zu gelangen. Zu erwägen wäre vielleicht noch, Banken aus Ländern, deren Aufsichtssystem als unzureichend eingeschätzt wird, die Niederlassung an den wichtigen Finanzplätzen zu verweigern. Der Einsatz so vieler unterschiedlicher Anreizsysteme läßt natürlich darauf schließen, daß die Durchsetzung von Grundsätzen für empfehlenswerte Praktiken im günstigsten Fall für schwierig gehalten wird. Darüber hinaus gibt es massive Personalprobleme und Schwierigkeiten mit den Anreizsystemen in den einzelnen Ländern, deren Behebung möglicherweise Jahre in Anspruch nehmen wird. Solche Überlegungen lassen es um so wichtiger werden, daß Bemühungen um Selbsthilfe die volle Unterstützung der internationalen Gemeinschaft erhalten.

Vor dem Hintergrund solcher Herausforderungen ist die kürzliche Errichtung des Forums für Finanzstabilität unter der Schirmherrschaft der G7 ein wichtiger Fortschritt. Dieses Forum vereint zum ersten Mal höherrangige Mitarbeiter von Finanzministerien, Zentralbanken und nationalen Aufsichtsbehörden sowie Vertreter internationaler Finanzorganisationen und internationaler Ausschüsse, die sich mit der Stabilität im Finanzsektor befassen. Durch die Arbeit des Forums dürfte es gelingen, kostspielige und oftmals ärgerliche Doppelspurigkeiten zu vermeiden und Prioritäten für die Implementierung in einer Welt zu setzen, in der der Bedarf groß, Sachverstand und Erfahrung aber gering sind. Darüber hinaus gilt es, neue Schwachstellen im Finanzsektor zu erkennen und für Maßnahmen zu ihrer Behebung zu sorgen. Ferner sollte auf höchster internationaler Ebene politischer Druck ausgeübt werden, um zu gewährleisten, daß inakzeptable Verhaltensweisen nicht hinter buchhalterischen, aufsichtsrechtlichen und sonstigen Konstruktionen versteckt werden. Um wirksam arbeiten zu können, muß sich das Forum allerdings mit denselben Problemen hinsichtlich seines Mitgliederkreises beschäftigen, die sich schon den bereits etablierten Zusammenschlüssen stellten: Wie kann der Teilnehmerkreis klein genug gehalten werden, um effizient zu arbeiten, aber gleichzeitig groß genug sein, um sowohl die Industrieländer als auch die aufstrebenden Volkswirtschaften angemessen zu berücksichtigen?

Das Funktionieren einer Marktwirtschaft kann seine Schattenseiten haben, insbesondere wenn die Finanzmärkte in hohem Maße liberalisiert sind und die Erwartungen immer wieder von Phasen des Optimismus und des Pessimismus geprägt werden. Dies darf uns jedoch nicht blind dafür machen, daß das System überwältigende Vorzüge hat und daß es keine überzeugende Alternative dazu gibt. Die eigentliche Aufgabe besteht jetzt darin, das vorhandene System zu verbessern, bevor vorgeschlagene Alternativen attraktiver auszusehen beginnen, als sie es tatsächlich sind. Wirksame und zur rechten Zeit ergriffene Maßnahmen, die eine Rückkehr zu einer wesentlich strafferen Regulierung und direkter staatlicher Steuerung weniger wahrscheinlich werden lassen, dürften auf jeden Fall Schritte in die richtige Richtung sein.