

Schnabl, Gunther

**Article — Published Version**

## Asymmetrische Makropolitiken und eingetrübte Wachstumsperspektiven

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Schnabl, Gunther (2009) : Asymmetrische Makropolitiken und eingetrübte Wachstumsperspektiven, Wirtschaftsdienst, ISSN 1613-978X, Springer, Heidelberg, Vol. 89, Iss. 10, pp. 660-664,  
<https://doi.org/10.1007/s10273-009-0984-x>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/65492>

### Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

### Terms of use:

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

Gunther Schnabl

# Asymmetrische Makropolitiken und eingetrübte Wachstumsperspektiven

*Eine ausgewogene Konjunkturpolitik verlangt, dass in Boomphasen Rücklagen gebildet werden, die in der Rezession zur Stimulation der Konjunktur verwendet werden. Doch in der Realität kommt es zu Asymmetrien, denn die schuldenfinanzierten Ausgabenprogramme in der Krise werden nur unzureichend durch Rücklagen ausgeglichen. Gleiches gilt für die Geldpolitik. In der Krise sinken die Zinsen mehr als sie im Aufschwung danach steigen, was in die Liquiditätsfalle führt. Gunther Schnabl plädiert für eine konzertierte Zinspolitik der USA, Japans und der EWU, um das Inflationsrisiko gering zu halten.*

Inflation oder Deflation? Es überwiegt die Sorge um die Deflation! Die Wissenschaft rät mit Blick auf Japans anhaltende Stagnation zum vorsichtigen Exit aus der quantitativen Lockerung.<sup>1</sup> Die Gefahr einer Deflationsspirale und einer Kreditdeflation sei zu groß, um zu früh geldpolitisch zu bremsen.<sup>2</sup> US-Zentralbankpräsident Bernanke diskutiert zwar die technischen Aspekte des Exits, lässt den Zeitpunkt aber bis auf Weiteres ungewiss.<sup>3</sup> Nobelpreisträger Krugman propagiert flankierend eine keynesianische Fiskalpolitik als überlegenen Politikansatz, um die Akzeptanz der Marktwirtschaften sicherzustellen.<sup>4</sup>

Der sich abzeichnende zögerliche Ausstieg aus einem bisher unbekannten geld- und fiskalpolitischen Megastimulus birgt aber auch Gefahren in sich, die in unkontrollierter Inflation, neuen Blasen und galoppierender Staatsverschuldung gesehen werden. Die Politik in Deutschland hat diese im Blick und setzt auf Regeln: Kanzlerin Merkel pocht mit der Schuldenbremse auf solide Staatsfinanzen. Die europäische Zentralbank vertritt entschlossen den Exit.

Doch wie realistisch ist dieses Szenario? Seit Dekaden beobachten wir trotz Regelmechanismen und Willensbekundungen für makroökonomische Disziplin einen persistenten Trend asymmetrischer Makropolitiken: Geld-, Währungs- und Finanzpolitiken reagieren in der Rezession stärker auf den Konjunkturverlauf als im Boom.<sup>5</sup> Dies weist darauf hin, dass ausufernde Staatsverschuldung und Inflation – trotz Schuldenbremse, Stabilitäts- und Wachstumspakt

oder Inflationszielen – unvermeidlich sein könnten. Der Blick zurück erleichtert die Prognose für die Zukunft.

Die auf John Maynard Keynes aufbauende Modelltheorie implementierte eine finanzpolitische Regel: Der Staat bildet in guten Zeiten Rücklagen, die in der Rezession der Stabilisierung dienen, so dass auf lange Sicht der Staatshaushalt ausgeglichen bleibt. In Deutschland wurde das Ziel der antizyklischen Fiskalpolitik mit dem Gesetz zur Förderung der Stabilität und des Wachstums der Wirtschaft 1967 im Grundgesetz (Art. 109, Abs. 2) verankert. Die Schwächen sind bekannt. Sie liegen in der zeitlichen Verzögerung bei Einsatz und Wirkung konjunkturpolitischer Instrumente und vor allem in der asymmetrischen Praxis. In der Rezession wurden schuldenfinanzierte Ausgabenprogramme aufgelegt, doch im Aufschwung wurden Einlagen in die Konjunkturausgleichsrücklage vernachlässigt. Die Regel blieb zahnlos und die deutsche Staatsverschuldung stieg kontinuierlich (vgl. Abbildung 1) – wie fast überall in Europa. Es sank bis zur jüngsten Krise der Glaube an und der Spielraum für keynesianische Feinsteuerung.

<sup>1</sup> J. Hinze, T. Straubhaar: Deflation und/oder Inflation? – Schwieriger Exit, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 89. Jg. (2009), H. 8, S. 503-507. G. Illing: Zentralbanken im Griff der Finanzmärkte, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 89. Jg. (2009), H. 8, S. 514-518.

<sup>2</sup> R. Schettkat: Wer zu früh bremst,..., in: WIRTSCHAFTSDIENST, 89. Jg. (2009), H. 8, S. 511-514.

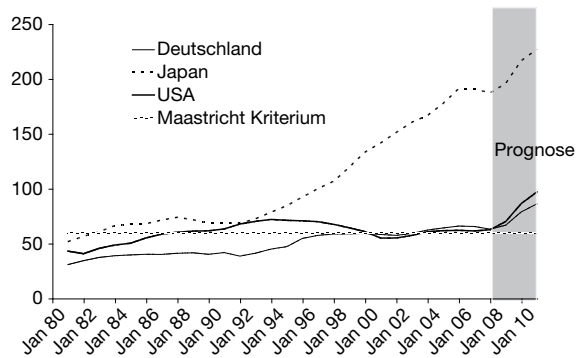
<sup>3</sup> B. Bernanke: The Fed's Exit Strategy, in: The Wall Street Journal Europe vom 22. Juli 2009.

<sup>4</sup> P. Krugman: Die neue Weltwirtschaftskrise, Frankfurt/M., New York 2009.

<sup>5</sup> A. Hoffmann, G. Schnabl: A Vicious Circle of Financial Market Exuberance, Panics and Asymmetric Policy Response, Mimeo.

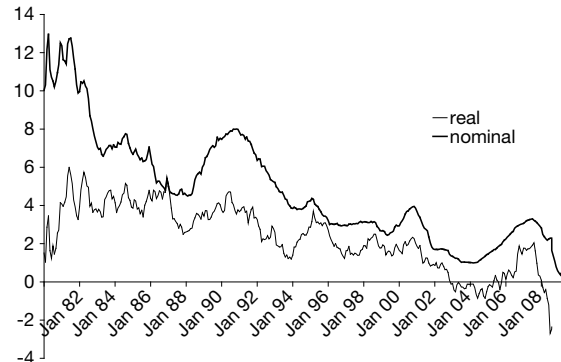
*Prof. Dr. Gunther Schnabl, 42, ist Leiter des Instituts für Wirtschaftspolitik an der Universität Leipzig.*

**Abbildung 1**  
**Staatsverschuldung als Anteil am BIP in**  
**Deutschland, Japan und den USA**  
(in % des BIP)



Quelle: IWF.

**Abbildung 2**  
**Geldmarktzinsen in Deutschland, Japan und**  
**den USA**  
(in %)



Quelle: IWF.

### Stabile Staatsfinanzen bei expansiver Geldpolitik

Bei der Gründung der Europäischen Währungsunion Anfang der 90er Jahre spiegelte sich die Sorge um die Vergemeinschaftung nationaler Schuldenberge im Stabilitäts- und Wachstumspakt wider, der nationaler Verschuldung enge institutionelle Grenzen zu setzen suchte. Zunächst mit Erfolg! Der Anstieg der Staatsverschuldung flachte in vielen EWU-Mitgliedstaaten ab oder sank sogar in den Hochschuldenländern – allerdings meist beflügelt von sinkenden Zinsen, da die ehemaligen Hochzinsländer das niedrige Zinsniveau Deutschlands importierten. Generell begünstigten expansive Geldpolitiken seit den 80er Jahren den Eindruck solider Staatsfinanzen (vgl. Abbildung 1).

Das strukturelle Absinken des nominalen und realen Weltzinsniveaus setzte Mitte der 80er Jahre in Japan ein, getrieben von einer asymmetrischen Währungspolitik. Die japanische Volkswirtschaft ist mit Ausnahme des dynamischen Exportsektors hoch reguliert, so dass Aufwertungen des Yen das Wachstum schmerzhaft bremsen. Deshalb häuften sich Devisenmarktinterventionen gegen Aufwertungen, während diese in Abwertungsphasen unterblieben. Die japanischen Dollarreserven stiegen auf Rekordniveau. Weil Devisenkäufe mit einer Ausweitung der Geldmenge verbunden sind, sanken in Aufwertungsphasen die Zinsen, während sie in Abwertungsphasen nicht proportional angehoben wurden. Über die Zeit hinweg sank der japanische Leitzins von ca. 12% in den frühen 80er Jahren auf 4% Mitte der 80er, auf 2% Mitte der 90er und auf Null Ende der 90er. Seitdem sitzt Japan in der Liquiditätsfalle.

Da das Wachstum seit dem Platzen der Aktien- und Immobilienblase Ende 1989 stagniert, sah sich die Bank of Japan gezwungen, den Refinanzierungszins bei Null zu belassen, um den Unternehmenssektor zu stabilisieren.

Eine Asymmetrie wies auch die Geldpolitik in den USA unter Alan Greenspan in Hinblick auf die Aktienmärkte auf. Zwar führte die US-Zentralbank (Fed) bei schnellem Verfall der Aktienpreise (wie in der Krise 1987 und nach dem Platzen der Dotcom-Blase 2000) rasch Liquidität zu, um die Finanzmärkte zu stabilisieren. Doch verordnete man sich im Bullenmarkt Zurückhaltung gegen „Irrationale Überschwänglichkeiten“. Im sogenannten Jackson Hole Consensus wurde es zum anerkannten Dogma unter den amerikanischen Notenbankern, dass der Finanzsektor in der Krise reichlich Liquidität benötige. Im Finanzmarktboom obliege der Zentralbank hingegen Zurückhaltung, da sie Blasen nicht erkennen könne. Im Ergebnis sanken die Leitzinsen im Abschwung schneller als sie im Aufschwung stiegen, von über 18% 1980, auf 6% 1986, 3% in der Krise der frühen 90er Jahre, 1% 2003 nach dem Platzen der Dotcom-Blase, auf heute nahe Null.

Ebenso sank der Zins in Europa, auch wenn in geringerem Ausmaß als in Japan und den USA. Hier setzte der institutionelle Rahmen mit einem klaren Inflationsziel von unter, aber nahe 2% zwar der geldpolitischen Konjunktursteuerung enge Grenzen, doch kann sich das Eurogebiet nicht von den geldpolitischen Trends im Ausland isolieren. Je niedriger das Zinsniveau in Japan und den USA, desto größer ist der Aufwertungsdruck auf den Euro und

damit der Druck zur geldpolitischen Lockerung. Der Referenzwert für das Geldmengenwachstum M3 von 4,5% wurde regelmäßig gerissen. Die monetäre Säule der geldpolitischen Strategie kam in die Kritik, weil kein stabiler Zusammenhang zwischen Geldmengenwachstum und Konsumentenpreisinflation zu messen war. Die kurzfristigen Zinsen in Deutschland sanken von 8,5% im Wiedervereinigungsboom, auf 3% im Gründungsjahr der EWU auf heute nahe 1%.

### **Konsumentenpreisregeln als Einfallstor für monetäre Expansion**

Der akademische Trend bei den Regelmechanismen weg von Geldmengenzielen hin zu Inflationszielen als Leitlinie der Geldpolitik gab den Zentralbanken insbesondere aus zwei Gründen Spielraum für monetäre Expansion. Einerseits reduzierte seit den 90er Jahren die Integration der früheren Planwirtschaften in das Weltwirtschaftssystem den Preisdruck im Industriegütersektor, weil sich aufgrund geringerer Löhne in Osteuropa und China bei gezielter Produktionsverlagerung die globalen Produktionskosten reduzierten. Zum anderen führte Lohn- und Konsumzurückhaltung in den Industrieländern, was den Preisauftrieb weiter dämpfte. Darüber hinaus stieg mit der fortschreitenden Entwicklung der Finanzmärkte deren Absorptions- und Multiplikationsfähigkeit für Liquidität, so dass sich in Zeiten niedriger Zinsen entweder in Industrieländern, aufstrebenden Volkswirtschaften, Rohstoff-, IT- oder Immobilienmärkten Blasen bildeten.<sup>6</sup> Die Geldpolitik sah keine Notwendigkeit zur Intervention, weil die Blasen außerhalb der auf Konsumentenpreise fokussierten Regeln lagen, oder – transportiert über die liberalisierten internationalen Kapitalmärkte – im Ausland auftauchten.

Die Geldpolitik interagiert mit der Finanzpolitik, da Zinssenkungen finanzpolitischen Freiraum geben. Zinslasten werden reduziert und Steuereinnahmen stimuliert. Dieser Prozess beschleunigte sich in Euphoriephasen auf Vermögensmärkten im Zuge der damit verbundenen Produktions- und Konsumwellen wie im Falle der japanischen Blase (1986-1989), der New Economy-Euphorie (1999-2000) oder dem Subprime-Boom (2004-2007). In Reaktion auf platzende Blasen waren Zinssenkungen ein willkommenes

Retrungsanker, da die Zentralbanken – ohne hohe Kosten für den Staatshaushalt – rasch reagieren und schnelle Wirkungen erzielen konnten. So wurde Greenspans erfolgreiches Krisenmanagement in Reaktion auf das Platzen der Dotcom-Blase weithin als „Magie“ gefeiert. Die Geldpolitik wurde insbesondere in den USA zum anerkannten Instrument der Stabilisierungspolitik.

### **Trendwende in der positiven Rückkopplung von der Geld- zur Finanzpolitik**

Die positive Rückkopplung expansiver Geldpolitik auf die Fiskalpolitik ändert sich immer dann, wenn sich – wie in Japan Ende der 90er Jahre sowie in den USA und Europa im Zuge der jüngsten Finanzkrise – das Zinsniveau dem Nullpunkt nähert. Dann fällt die Verantwortung zur konjunkturellen Stabilisierung auf den Staat zurück. Dies gilt insbesondere auch deshalb, weil die Wirkung expansiver Geldpolitik über den Nullzins hinaus, die sogenannte quantitative Lockerung, ungewiss ist. Die Verschuldung steigt umso stärker, je geringer der zinspolitische Spielraum ist. Zudem gehen den Konjunkturpaketen in der Regel keine entsprechenden Rücklagen voraus. Mit der jüngsten Krise ist in Europa der Stabilitätspakt ausgesetzt. Das Gros der EU-Mitgliedstaaten wird 2009 die 3%-Latte von Maastricht reißen.

Doch wie steht es mit der Rückzahlung öffentlicher Kredite, nachdem Unternehmen gerettet und Banken von toxischen Wertpapieren befreit sind? Es gibt Willensbekundungen in Deutschland, dass das Ziel des ausgeglichenen Staatshaushaltes Bestand habe. Dies würde für die Zukunft Ausgabenkürzungen bzw. Steuererhöhungen bedeuten. Im Lichte eines ungebrochenen wirtschaftspolitischen Aktionismus, mit dem die Politik durch Konjunkturpakete und sektorale Subventionierung (Abwrackprämie) um die Wählergunst ringt, erscheint ein entschlossener Sparkurs aber unwahrscheinlich.

### **Das Verharren in der Liquiditätsfalle**

Und die Geldpolitik? Für die Zentralbanken werden bereits heute im Lichte der Liquiditätsschwemme die Exit-Strategien diskutiert. Die Diskussion, die sich um die Nichterneuerung von Kreditlinien, das Auslaufen von Refinanzierungsgeschäften, die Emission von Zentralbankbonds oder höhere Verzinsung für Einlagen bei der Zentralbank dreht, scheint eher technisch. Leicht zu absorbieren ist die Liquidität nur dann, wenn sie wie derzeit ungenutzt auf den Einlagefazilitäten der Zentralbanken verbleibt. Dies wird aber nur dann der Fall sein, wenn der Aufschwung noch nicht eingesetzt hat. Sonst würde der

<sup>6</sup> A. Hoffmann, G. Schnabl: Monetary Policy, Vagabonding Liquidity and Bursting Bubbles in New and Emerging Markets – An Overinvestment View, in: The World Economy, 31 (2008), Nr. 9, S. 1226-1252.

Bankensektor die Liquidität in Form von Krediten an die Unternehmen weiterreichen.

Es gibt im Wesentlichen zwei Gründe, warum die Zentralbanken wie schon in der Vergangenheit im Aufschwung mit Zinserhöhungen zögern werden: Erstens, die Krise war ernster als je zuvor, weshalb Vorsicht geboten ist. Die Liquidität, die wie lange ersehnt an die Unternehmen zur Finanzierung von Investitionen weitergegeben wird, soll diesen nicht wieder entzogen werden. Jüngst hat Christina Romer, Vorsitzende des wirtschaftlichen Beirats der Regierung Obama, vor einer frühen geld- und fiskalpolitischen Straffung gewarnt.<sup>7</sup> Sie verweist auf die makroökonomische Politik nach der Weltwirtschaftskrise in den USA, die 1937 in eine Rezession mündete. Durch die Finanzkrise „verschreckte“ Finanzinstitute, Unternehmen und Haushalte sollten nicht zu schnell durch Zinserhöhungen und Ausgabenkürzungen in Bedrängnis gebracht werden.

Zweitens, das angestiegene Niveau der Staatsverschuldung erfordert ein niedriges Zinsniveau, weil sonst der Schuldendienst nicht zu leisten wäre. Die Rückkehr zu einem „normalen“ Zinsniveau von 4% bis 6% ist umso unwahrscheinlicher, als dies bei einem Startpunkt bei Null sogar eine umgekehrte Asymmetrie erfordern würde: Nach der größten Krise seit 1929 müssten die Zinsen stärker steigen, als sie im Verlauf der Krise gesunken sind. Die USA, wo die institutionellen Grenzen zwischen Zentralbank und Regierung verschwimmen, scheinen wie Japan in der Liquiditätsfalle angekommen, die mit der Zirkularität niedriger Zinsen, sinkender Grenzleistungsfähigkeit der Investitionen und steigender Staatsverschuldung zu erklären ist.

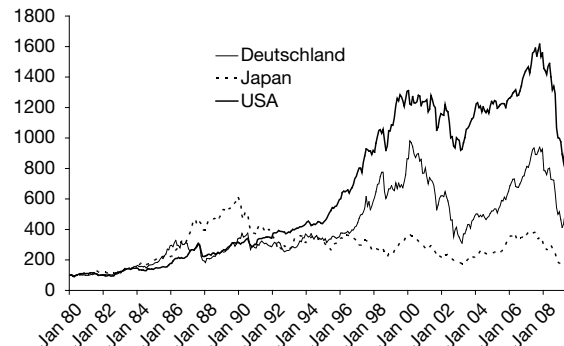
Sinkende nominale und reale Zinsen führen dazu, dass im Zuge der Rettungsaktionen strukturell immer mehr Investitionen mit niedriger Grenzleistungsfähigkeit, die oft spekulativer Art sind, erhalten oder angestoßen werden. Steigen die Zinsen wieder, wird der Aufschwung schnell fragil oder Spekulationsblasen platzen. Dies erfordert neue und stärkere Zinssenkungen oder die rasche Ausweitung der Staatsausgaben. Je höher der Sockel der Staatsverschuldung, desto größer ist das Interesse der Regierung an niedrigen Zinsen.

#### Japan Liquiditäts-, Verschuldungs- und Verstaatlichungsfälle

Japan zeigt dies sehr anschaulich. Dort betrug die Staatsverschuldung zum Zeitpunkt des Platzens

<sup>7</sup> C. Romer: The Lessons from 1937, in: Economist vom 18. Juni 2009.

**Abbildung 3**  
**Aktienindizes in Deutschland, Japan und den USA**  
(1/1980=100)



Quelle: Ecwin.

der Blase 1990 ca. 70% des BIP (vgl. Abbildung 1). Bei einem Zinssatz auf 10-jährige Staatspapiere von 6,5% lag der Zinsdienst bei ca. 10% des Staatshaushaltes. Seitdem ist der Leitzins gegen Null gefallen und die Bruttostaatsverschuldung auf knapp 200% des BIP gestiegen. Trotz Weltrekordverschuldung bleibt der Zinsdienst moderat – 2008 bei gut 20% des Staatshaushaltes –, weil die Verzinsung 10-jähriger Staatsanleihen aufgrund der Nullzinspolitik auf 1,5% gesunken ist. Hätte der Zins im Jahr 2008 hingegen auf einem Niveau von 4% gelegen, dann hätte die Zinslast ceteris paribus bereits knapp 50% des Staatshaushaltes ausgemacht. Bei einer nicht ungewöhnlichen achtprozentigen Verzinsung nahe 100%.

Der derzeitige massive Konjunkturerinbruch, ein neues Konjunkturprogramm in Höhe von 5% des BIP sowie der geplante Aufbau eines sozialen Sicherungssystems durch die neue Regierung Hatoyama werden Japans Verschuldung weiter steigen lassen. Die Bank of Japan wird deshalb nicht umhin können, den Zinssatz nahe Null zu belassen, bis sich die Wirtschaft nachhaltig erholt hat. Diese Erholung ist jedoch fast 20 Jahre nach dem Platzen der Blase im Schatten der Weltwirtschaftskrise unwahrscheinlicher denn je. Der vor der Wahl als zukünftiger japanischer Finanzminister gehandelte Wirtschaftsprofessor Eisuke Sakakibara hat deshalb bereits angekündigt, dass für Japan eine Abkehr von der Nullzinspolitik frühestens in fünf Jahren denkbar sei.<sup>8</sup>

<sup>8</sup> Vgl. o.V.: Japan braucht den Wechsel, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 20.7.2009, Nr. 165, S. 11.



Zwar konnten Nullzinsen und Stimuli à la Keynes in Japan bisher eine noch stärkere Rezession verhindern, aber die Grenzleistungsfähigkeit der Investitionen ist gering, und Wachstumsimpulse kommen entweder vom Staat oder dem Ausland. De facto scheint Japans Volkswirtschaft verstaatlicht: Die Rentabilität der Unternehmen hängt von günstigen Krediten der Banken ab, die als „Zombiebanken“ am Tropf der Zentralbank hängen. In den Bilanzen des kränkelnden Bankensektors wurden risikoreiche Unternehmenskredite durch risikolose Staatsanleihen substituiert. Im Zuge sukzessiver Konjunkturprogramme werden private Investitionen durch staatliche Investitionen ersetzt. Zwar weisen Japans Statistiken seit 1990 immerhin ein durchschnittliches Wachstum von 1,5% pro Jahr aus, doch zeigt der Nikkei 225 als Wertindex der größten japanischen Unternehmen ein anderes Bild. Dieser ist seit 1986, also als die japanische Blase, begünstigt von billigem Zentralbankgeld, ihren Anfang nahm, um 20% gefallen (vgl. Abbildung 3).

### Zwei Zukunftsszenarien

Daraus lassen sich für Europa und die USA zwei Zukunftsszenarien entwickeln. Szenario 1 ist das deflationäre japanische Modell (vgl. Abbildung 1, 2 und 3): Die Zentralbanken halten den Zins tief, um den Finanz- und Unternehmenssektor zu stabilisieren. Die nationalen Regierungen fahren weitere Konjunkturpakete, um den realen Sektor zu stimulieren. Die daraus resultierende schleichende „Verstaatlichung“ von Finanzsektor und Industrie würde das Wachstum nachhaltig lähmen. Der Raum für Zinserhöhungen wäre begrenzt. Die Liquidität verbliebe auf den Zentralbankkonten oder würde in andere Weltregionen, z.B. Ostasien (außer Japan) abfließen. Die Steuerbasis würde trotz niedriger Zinsen bröckeln und vor allem in Europa würden die Spannungen in den Sozialsystemen steigen. Diese könnten die Aussetzung von öffentlichen Haushaltsregeln rechtfertigen.

Szenario 2 prognostiziert eine steigende Inflation. Es geht von der Annahme aus, dass sich in den USA und Europa die Erwartungen zum Positiven wenden, die Investitionen sich beschleunigen, und die Zentralbanken nur zögernd die Zinsen erhöhen. Die Liquidität verbliebe (zumindest teilweise) im Inland. Die Warnungen vor der verfrühten geldpolitischen Straffung könnten zur Aussetzung/Reform von Inflationsrichtwerten führen. Das Platzen von neuen Blasen im In- oder Ausland könnte – wie im Falle Japans infolge der Asienkrise – zur zusätzlichen monetären

Expansion führen. Die Folge wäre ein nachhaltiger Anstieg der Inflation. Die kostspieligen Rettungsaktionen der vergangenen Krisen würden ex post auf Kosten der Sparer, insbesondere der Weltsparnationen Japan, China und Deutschland, finanziert.

### Ausblick

Der Rückblick zeigt, dass in der Vergangenheit Zinssenkungen und expansive Konjunkturpakete nur zeitweise die von Krugman vermutete Akzeptanz des marktwirtschaftlichen Systems sicherstellen konnten. Das strukturelle Absinken des Weltzinsniveaus hat Finanzmarktblasen und Krisen begünstigt, die mit willkürlicher Umverteilung und Entwertung von Geldvermögen die gleiche Wirkung haben wie Inflation. Dem Zins wurde seine Allokationsfunktion genommen, die renditeträchtige Investitionen von spekulativen trennt, so dass überkommene Strukturen zementiert und Anpassungslasten in die Zukunft verschoben wurden. Je höher die potentiellen Anpassungslasten, desto geringer ist die Wahrscheinlichkeit einer wirtschaftspolitischen Wende.

Zentralbanken können zwar nicht einzelne Blasen bekämpfen, die Teil des marktwirtschaftlichen Systems sind. Doch sie können durch die Straffung des Geldangebots deren Wahrscheinlichkeit, Volumen und Frequenz reduzieren. Die Rückkehr zu einem inflations- und finanzmarktblasenneutralen Weltzinsniveau und stabilen Staatsfinanzen käme einer Rosskur gleich, die die Politik verständlicherweise scheut. Doch selbst wenn – was derzeit am wahrscheinlichsten erscheint – die Europäische Zentralbank die Initiative ergreift, kann sie diesen Kurs allein nicht durchhalten. Denn niedrige Zinsen in Japan und den USA würden über den Wechselkurskanal den restriktiven Kurs ausbremsen.

Geboten ist deshalb eine konzertierte Zinspolitik der USA, Japans und der EWU nach dem Muster der Fed unter Paul Volcker, der Anfang der 80er Jahre die Zinsen straff nach oben lenkte, um der Inflation das Rückgrat zu brechen. Damals durchschritten die USA eine starke, aber kurze Rezession, die das Land schließlich auf einen höheren Wachstumspfad brachte. Allerdings war in der Vergangenheit die internationale Politikkoordination ein schwieriges Terrain. Die alternden Industriegesellschaften dürften mit ihrem Wunsch nach umfassender sozialer Sicherung nicht über die notwendige politische Entschlossenheit verfügen, um größere Anpassungslasten in Kauf zu nehmen. Deshalb mag eine lange Periode der Stagnation bei inflationärer Tendenz (Stagflation) wahrscheinlicher sein.