**Kapitel 14 – Geldpolitik in Krisenzeiten**

**Exkurs „Fallbeispiel Japan“**

Es ist keineswegs sichergestellt, dass geldpolitische Maßnahmen auch Erfolg versprechen. Betrachten wir dazu das Beispiel Japans. Als am japanischen Aktienmarkt der Nikkei-Index zum Jahreswechsel 1989/1990 mit fast 40.000 Punkten sein absolutes Hoch erreichte, war das Ende einer Phase massiver spekulativer Übertreibungen am Immobilien- und Aktienmarkt erreicht. Eine fehlerhafte Zinspolitik durch die japanische Notenbank und eine dadurch begünstigte viel zu lockere Vergabe von Krediten durch die großen Geschäftsbanken hatten in den 1980er Jahren zu deutlichen Überinvestitionen in der Wirtschaft und am Immobilienmarkt geführt. Als die Notenbank die Zinsen anhob, um den ungezügelten Investitionsboom zu bremsen, brach das „Kartenhaus“ zusammen. Viele Banken gingen in Konkurs, weil sie faule Kredite angehäuften hatten. Durch das Misstrauen auf dem Interbankenmarkt kam der Finanzmarkt zum Erliegen.

Die japanische Notenbank hob den Zins zwischen 1989–1991 um 350 Basispunkte (= 3,5 Prozentpunkte) an, weil sie einen Anstieg der Inflation befürchtete. Ein Kursrutsch an dem Aktien- und Immobilienmarkt war die Folge. Die Bank of Japan unterstützte lediglich einige kleinere Banken und vermied es, faule Kredite aufzukaufen. Die Banken blieben somit auf ihren Problemkrediten sitzen. Kreditabschreibungen führten zu einem Rückgang ihres Eigenkapitals und verminderten den Spielraum für die Vergabe neuer Kredite. Jeder Yen, der abgeschrieben werden musste, verringerte den Kreditspielraum um ein Mehrfaches. Das führte in der Folge dazu, dass die Wirtschaftstätigkeiten immer weiter zum Erliegen kamen. Der Kreditmarkt, Triebfeder des Wirtschaftskreislaufs, hörte praktisch auf zu existieren. Erst 1991, als sich die Krise der japanischen Ökonomie weiter zuspitzte, senkte die Notenbank den Leitzins Schritt für Schritt auf Null Prozent. Diese Politik kam zu spät und konnte den Wirtschaftskreislauf nicht neu beleben. Erst 1998 gründete die japanische Regierung einen Rettungsfonds, der von den Banken faule Kredite aufkaufte. Für diesen Fonds und weitere Maßnahmen zur Stärkung des Bankeneigenkapitals wurden in der Folge rund 350 Milliarden € ausgegeben. Erst 2003 kam es zu einer Stabilisierung am Immobilienmarkt. Bis 2002 hat die Krise in Japan nach Schätzungen rund 25 Prozent des BIP gekostet. Sieben Banken wurden verstaatlicht, 61 Finanzinstitute wurden geschlossen, 28 Banken fusionierten. Ökonomen sprechen von einem „verlorenen Jahrzehnt“.

Warum hat die Geldpolitik nicht gewirkt? Die Situation in Japan in den 90er Jahren gilt neben der Weltwirtschaftskrise 1929 als Beleg für die durch *Keynes* eingeführte **Liquiditätsfalle**. Dieser Begriff bezeichnet einen Zustand, in dem die Geldnachfrage aufgrund des Spekulationsmotivs unendlich zinselastisch ist. Die Wirtschaftssubjekte schätzen den Zins so niedrig ein, dass hohe Kursverluste bei festverzinslichen Wertpapieren zu befürchten sind. Folglich ziehen sie die Geldhaltung vor. Fällt der Zins weiter, wird die Geldhaltung noch weiter steigen, bis im Extremfall keine Wertpapiere mehr gehalten werden (Abb. E14.1). Die Wirtschaftssubjekte rechnen damit, dass die Zinsen demnächst steigen und somit die Kurswerte fallen. Ihre Spekulationskasse ist „prall gefüllt“. Normalerweise sinkt der Zinssatz bei Ausweitung des Geldangebots durch die Zentralbank (z. B. durch Ankauf von Wertpapieren) und regt die zinsabhängige Investitionsgüternachfrage an. In der Liquiditätsfalle ist jedoch kein Vertrauen der Investoren in die Wirtschaft gegeben, sodass selbst bei einem Zinssatz von nahe Null keine zusätzlichen Investitionen stattfinden. Die Geldpolitik der Notenbank hat keine Auswirkungen auf den Output. Die Unternehmen investieren und die Verbraucher konsumieren nicht. Die Wachstumsrate des BIP und das Preisniveau sinken. Fällt die Inflationsrate unter null und verharrt dort, herrscht **Deflation**.

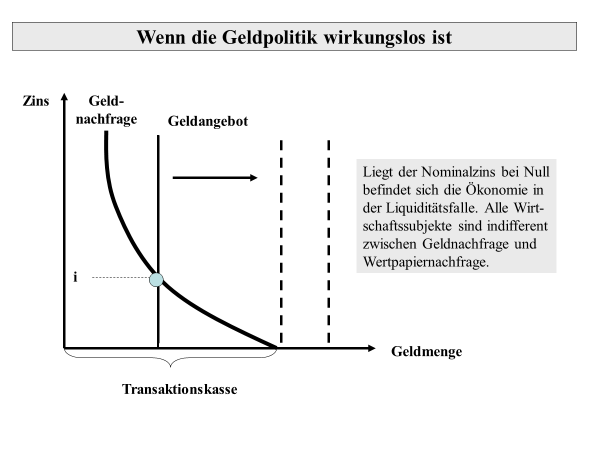


Abb. E14.1 Geldpolitik in der Liquiditätsfalle

Andere Autoren verweisen darauf, dass die japanische Wirtschaft nicht in einer normalen, d. h. zyklischen Rezession, sondern in einer **Bilanz-Rezession** gesteckt hat. Diese liegt vor, wenn beispielsweise eine Vermögensblase geplatzt ist und große Vermögenswerte praktisch „über Nacht“ vernichtet werden. In diesem Fall kann die Wirtschaft nicht mit niedrigen Zinsen wieder zum Leben erweckt werden, da Unternehmen und Konsumenten überschuldet sind und versuchen, ihre Schulden zurückzuführen. Der Entschuldungsprozess kann auf verschiedenen Wegen erfolgen:

* durch Einsammeln von neuem Eigenkapital, um so die Eigenkapital-Schulden-Relation zu verbessern,
* durch den Verkauf von Vermögensaktiva und Nutzung der Einnahmen zur Schuldentilgung, oder
* durch Sparen, d. h. durch den Versuch, nicht das gesamte laufende Einkommen auszugeben.

Das Problem besteht darin, dass dieser Entschuldungsprozess für einige Akteure funktionieren kann, nicht jedoch, wenn das **Bankensystem** oder der **private Sektor insgesamt** diese Strategie verfolgen. Es kommt dann zur Verschärfung der Situation und zum Gegenteil dessen, was ursprünglich angedacht war.

Versuchen beispielsweise im Finanzsektor mehrere illiquide Banken, sich mit Notverkäufen von denselben Wertpapieren oder Aktien zu entschulden, dann werden die Preise dieser Aktiva stark fallen und die Erträge aus den Verkäufen so niedrig ausfallen, dass im Endeffekt eine Verschlechterung der Eigenkapital-Schulden-Relation droht. Zudem müssen alle anderen Finanzinstitute ebenfalls ihre Vermögensaktiva zu den erzielten niedrigeren Preisen neu bewerten, was auch ihr Eigenkapital in den Bilanzen schmelzen lässt.

Ebenfalls der Versuch, durch eine restriktivere Kreditvergabe die Eigenkapitalquote zu erhöhen, führt nicht zum Erfolg, da der Wirtschaft die Finanzierungsmittel für Investitionen und Konsum fehlen. Der Wirtschaftsabschwung wird verlängert. Weitere Kreditausfälle und Abschreibungen drohen.

Ähnlich verhält es sich im nicht-finanziellen Sektor. Wenn eine große Zahl an Unternehmen gleichzeitig versucht, weniger auszugeben und Kosten zu senken, können in der Folge die Einnahmen sinken. Dies reduziert die Fähigkeit der Unternehmen, ihre Schulden zu bedienen. Der zunehmende Druck auf die Güterpreise kann sogar zu einer Schuldendeflation führen. Für die privaten Haushalte ergibt sich ein vergleichbares Bild. Wenn sie z. B. mit steigenden Immobilienpreisen gerechnet und im Vertrauen darauf immer weniger gespart haben, müssen sie nun beim Verfall der Preise zwangsläufig mehr sparen, wenn sie die Verschuldung zurückfahren wollen. Der dadurch sinkende Konsum wirkt sich negativ auf die Wirtschafts- und Beschäftigungsentwicklung aus. In der Bilanzrezession wie auch in der Liquiditätsfalle versagen die Instrumente der Notenbank. Das Marktversagen kann man nur noch mit fiskalpolitischen Mitteln bekämpfen.