ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of
ZBW
Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Schnabl, Gunther

Working Paper

Der Weg in die Nullzins- und Hochverschuldungsfalle

Working Papers on Global Financial Markets, No. 50

Provided in Cooperation with:
University of Jena and University of Halle-Wittenberg, Foundations of Global Financial Markets - Stability and Change

Suggested Citation: Schnabl, Gunther (2013) : Der Weg in die Nullzins- und Hochverschuldungsfalle, Working Papers on Global Financial Markets, No. 50, Graduiertenkolleg 'Konstitutionelle Grundlagen globalisierter Finanzmärkte - Stabilität und Wandel', Jena und Halle (Saale), https://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:gbv:27-20140123-092523-3

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/94500

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.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Working Papers on Global Financial Markets

No. 50

Der Weg in die Nullzins- und Hochverschuldungsfalle

Gunther Schnabl

Global Financial Markets

University Jena
Carl-Zeiss-Str. 3
D-07743 Jena

University Halle
Universitätsplatz 5
D-06099 Halle

Tel.: +49 3641 942261
+49 345 5523180

E-Mail: info@gfinm.de
www.gfinm.de

Dezember 2013

Der Weg in die Nullzins- und Hochverschuldungsfalle *

Gunther Schnabl

Zusammenfassung

Das Papier zeigt den Ursache-Wirkungs-Zusammenhang zwischen expansiver Geldpolitik und Boom-und-Krisen-Zyklen auf Finanzmärkten einschließlich der Rückwirkungen auf die Finanzpolitik und Wachstumsperspektiven auf. Seit den 1990er Jahren reagierten die großen Zentralbanken mit Zinssenkungen auf Krisen in den Finanzmärkten. Die Liquiditätszufuhr in der Krise bewirkte erneute Spekulationsphasen, die beim Platzen der Blasen neue Zinssenkungen notwendig machten. Es wird gezeigt, dass die daraus resultierenden strukturellen Zinssenkungen gegen Null in den großen Industrieländern einen Anreiz zur Erhöhung der Staatsverschuldung gegeben haben. Hohe Staatsverschuldung wird als treibende Größe der Persistenz der Nullzinsfalle sowie für die Zerstörung der Allokations- und Signalfunktion von Zinsen identifiziert. Der Artikel zeigt am Beispiel Japan, wie die resultierende Niedrigzins- und Hochverschuldungsfalle die Wachstumsperspektiven eintrübt.

Schlagwörter: Geldpolitik, Finanzpolitik, Niedrigzinsfalle, Hochverschuldungsfalle, Finanzmarktkrisen.

* Ich bedanke mich bei Raphael Fischer für die ausgezeichnete Unterstützung bei der Forschungsarbeit.

1 Einleitung

Die großen Zentralbanken haben sich vom anvisierten Ausstieg aus der außergewöhnlichen geldpolitischen Expansion wieder distanziert. Die Bank of Japan, die seit 1999 den Leitzins bei Null hält, hat im Zuge der *Abenomics* ihre geldpolitische Unabhängigkeit endgültig bei der Regierung abgegeben und sich zu weiterer geldpolitischer Expansion verpflichtet. Die Federal Reserve hat ihre vorsichtigen Versuche, das geldpolitische Ventil langsam zuzudrehen, zunächst eingestellt. Vorsichtige Ankündigungen von Ben Bernanke, dass die quantitative Liquiditätszufuhr der Federal Reserve schrittweise ein Ende finden könnte, hatten Schockwellen durch die internationalen Finanzmärkte geschickt. In Europa ist Mario Draghis Bazooka-Ansatz der angekündigten unbegrenzten Flutung der Finanzmärkte mit billiger Liquidität eine weitere Leitzinssenkung von 0,5 auf 0,25 Prozent gefolgt. Zu instabil scheinen die europäischen Krisenländer, deren Club sich trotz europaweiter Reformanstrengungen, nicht verkleinert, sondern der mit Zypern und Slowenien Zuwachs bekommen hat.

Die Erwartungen scheinen sich damit zu verstetigen, dass sich die Niedrig- bzw. Nullzinspolitik der großen Zentralbanken weiter fortsetzen wird. Dies schafft einerseits Stabilität, die für nachhaltige Reformen und Konsolidierung der Staatsfinanzen wichtig scheint. Andererseits ist Japan, das 15 Jahre vor Europa und den USA einen Boom-und-Krisen-Zyklus auf den Aktien- und Immobilienmärkten durchschritten hat, ein mahnendes Beispiel (Schnabl, 2013). Denn die seit Mitte der 1990er Jahre fortbestehende Nullzinspolitik konnte nicht zur nachhaltigen Wiederbelebung der einst so dynamischen japanischen Wirtschaft beitragen. Stattdessen ist der stetige Anstieg der Staatsverschuldung mit einer impliziten Verstaatlichung von Banken und Unternehmen, steigender Lohnungleichheit und schleichenden realen Einkommensverlusten einhergegangen. Keynesianische finanz- und geldpolitische Stabilisierungsmuster haben in die wirtschaftspolitische Sackgasse geführt, in der die erneut keynesianisch geprägten Abenomics wie ein verzweifeltes Aufbäumen gegen den stetigen wirtschaftlichen Verfall wirken. Um Europa ein ähnliches Schicksal zu ersparen, ist fortan eine finanz- und geldpolitische

Konsolidierung gefragt, die die Allokations- und Signalfunktion der Zinsen wiederherstellt und so die Grundlage für nachhaltiges Wachstum schafft.

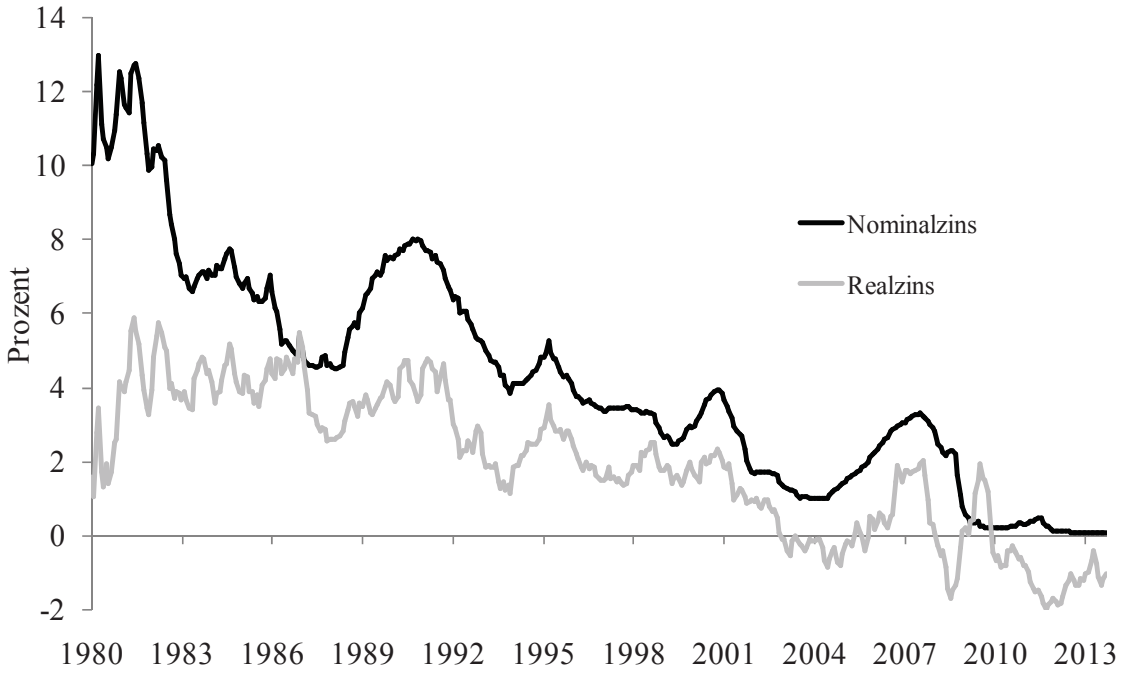
2 Expansive Geldpolitik, wandernde Blasen und steigende Staatsverschuldung

Der globale Weg in die Niedrigzins- und Hochverschuldungsfalle setzte Mitte der 1980er Jahre in Japan ein, wo die Geldpolitik nicht als Stabilisierungsinstrument für das Preisniveau, sondern für die Korrektur des Leistungsbilanzungleichgewichtes mit den USA eingesetzt wurde. Seitdem wurden in den großen Industrieländern in Krisen die Zinsen beherzt reduziert, um Finanz- und Arbeitsmärkte zu stabilisieren. Im Aufschwung nach der Krise stiegen die Zinsen hingegen nur zögerlich, um die wirtschaftliche Erholung nicht zu gefährden. Diese asymmetrische Geldpolitik (Hoffmann und Schnabl, 2011) hat, wie Abb. 1 zeigt, zum Verfall des Zinsniveaus in Japan, USA und dem Eurogebiet gegen Null geführt. Seitdem die Leitzinsen in allen großen Industrieländern den Nullpunkt erreicht haben, agiert die Geldpolitik durch die quantitative Ausweitung der Zentralbankbilanzen. Das drückt die Zinsen auch am langen Ende der Zinsstrukturkurve und hält die realen Zinsen negativ. Der Sparer wird durch finanzielle Repression (Hoffmann und Zemanek, 2012) zur Kasse gebeten.

Abb. 2 zeigt als Ergebnis eines strukturell absinkenden Weltzinsniveaus eine Welle von wandernden Blasen (Schnabl und Hoffmann, 2008), die mit einschneidenden Verwerfungen in der Weltwirtschaft verbunden ist. Die Welle beginnt 1985 mit dem Plaza-Abkommen. In der ersten Hälfte der 1980er Jahre hatte sich zwischen Japan und den USA ein Leistungsbilanzungleichgewicht aufgebaut, das auf Drängen der USA durch die Aufwertung des japanischen Yen reduziert werden sollte. Die offiziell angekündigte Yen-Aufwertung löste spekulative Kapitalzuflüsse nach Japan aus, die durch eine unkontrollierte Yen-Aufwertung das exportabhängige Japan in die Krise stürzten. Die Bank of Japan senkte die Zinsen stark, um den Aufwertungsdruck zu stoppen. Die Flutung der japanischen Finanzmärkte mit billigem Geld stabilisierte nicht nur die Konjunktur, sondern befeuerte auch einen beispiellosen Boom auf den Aktien- und Immobilienmärkten, die sogenannte

Bubble Economy. In Abb. 2 zeigt die schwarze Linie den Aktienindex Nikkei 225, der von 15.000 Punkten Anfang 1985 auf 39.000 Punkte im Dezember 1989 stieg. Auf dem Gipfel der Immobilienblase erreichte der japanische Kaiserpalast einen höheren Buchwert als ganz Kalifornien.

Abbildung 1: Durchschnittlicher Geldmarktzins USA, Japan, Eurogebiet

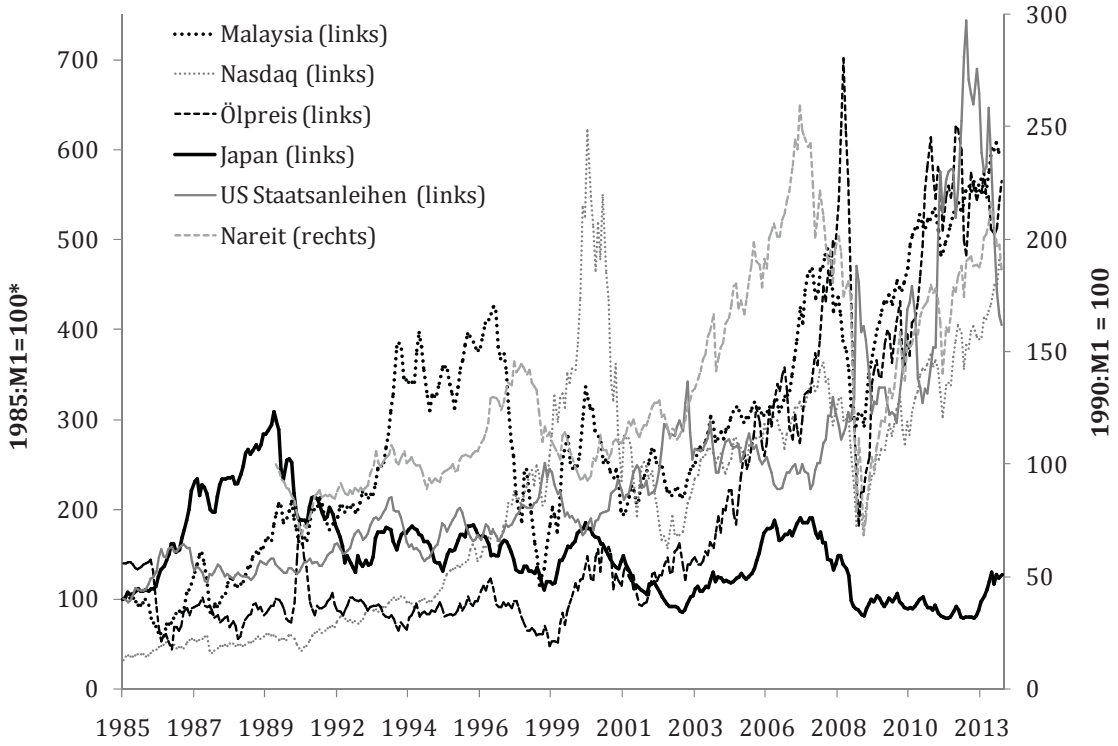


Quelle: IWF, nationale Statistikbehörden. Vor 1994 Deutschland statt Eurogebiet. Arithmetische Mittelwerte von USA, Japan und Eurogebiet (vor 1994 Deutschland).

Auf das Platzen der japanischen Blase folgten erst zögerliche, dann entschlossene Zinssenkungen der Bank of Japan. Nachdem die Nullzinsgrenze erreicht war, entstanden unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen, die auch nicht das stagnierende Wachstum wiederbelebten. Stattdessen wurde in Japan billiges Geld aufgenommen, das – als sogenannte Carry Trades – in einigen südostasiatischen Staaten (Indonesien, Malaysia, Philippinen, Südkorea, Thailand) ein Wirtschaftswunder nährte. In Abb. 2 markiert die schwarz gepunktete Linie repräsentativ für den Boom in Südostasien den Aktienmarkt Malaysias. Als im Jahr 1997 die Tiger-Blase platzte und die Region in die Asienkrise rutschte, kam das Problem fauler Kredite

nach Japan zurück: Im Verlauf der japanischen Finanzkrise lösten sich Giganten wie das Wertpapierhaus Yamaichi oder die Hokkaido Takushoku Bank in Luft auf.

Abbildung 2: Wandernde Blasen



Quelle: IWF, via Datastream. * Für die Reihe Ölpreis gilt 1990:01 = 100 und für die Reihe Nasdaq gilt 1994:01 = 100.

Die Asienkrise markiert einen der ersten Einsätze der Federal Reserve Bank als internationaler Finanzmarktfeuerwehr. Die deutlichen Zinssenkungen des „Magiers“ Alan Greenspan und die Flucht des Kapitals aus den aufstrebenden Volkswirtschaften in die sicheren Häfen der großen Industrieländer begünstigte nun Spekulation auf den Neuen Märkten, wo für virtuelle Phantasien die Preise nach oben schossen. In Abb. 2 zeigt die grau gepunktete Linie repräsentativ für alle neuen Märkte in den Industrieländern den steilen Anstieg des NASDAQ. Das Platzen der Dotcom-Blase im Jahr 2001 markiert Greenspans Übergang zu einer historisch lockeren Geldpolitik, der auch die Europäische Zentralbank (EZB) folgte. Die Konsequenzen sind bekannt: Die US-Hypothekenmarkt-Blase tat sich auf. In Teilen Europas kam es zu Übertreibungen in Finanz- und Immobilienmärkten sowie bei Staatsausgaben und Konsum. Rohstoff- und Lebensmittelpreise stiegen

an. In Abb. 2 zeigt die grau gestrichelte Linie den Nareit-Index als Preisindikator für die US-amerikanischen Immobilienmarkt, die schwarz gestrichelte Linie zeigt den steil ansteigenden Ölpreis. Ebenso könnten spanische Immobilien oder irische Aktienmärkte gelistet werden.

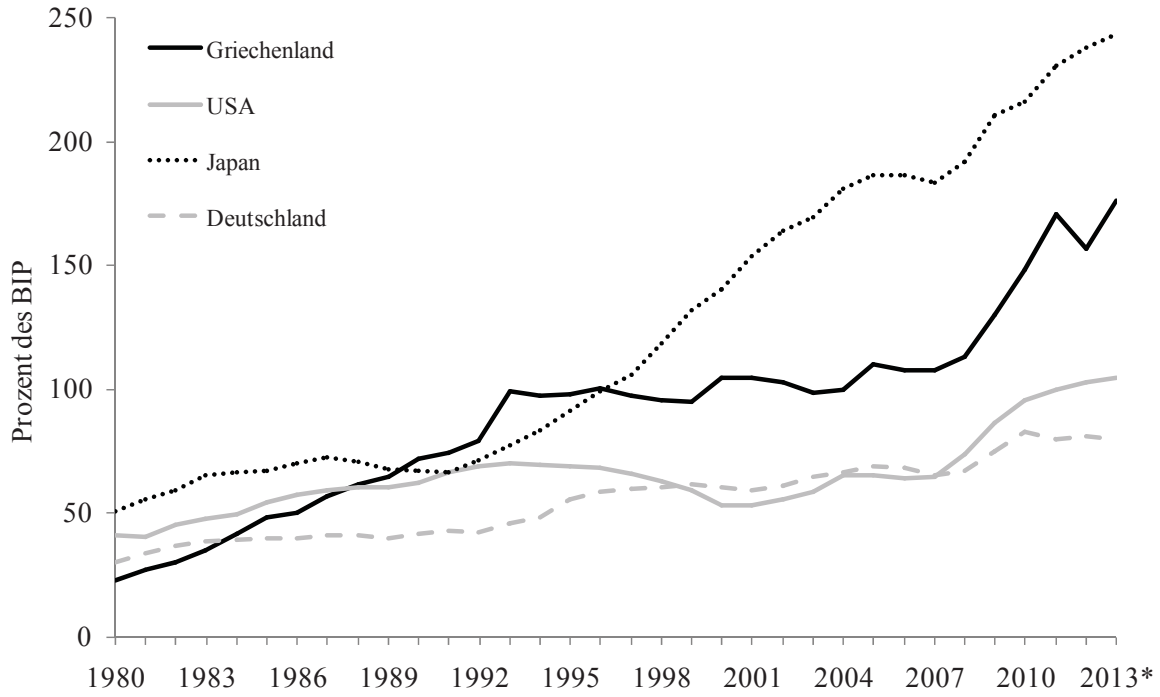
Seit 2007 werden die US-Hypothekenmarktkrise und die europäische Schuldenkrise mit aggressiven Zinssenkungen gegen Null, unterschiedlichen Formen unkonventioneller Geldpolitik und der Verstetigung der geldpolitischen Rettungsaktionen bekämpft. Sowohl am kurzen (Geldmärkte) als auch am langen Ende der Zinsstrukturkurve (Staatsanleihen) haben seitdem nicht mehr die Märkte, sondern Bernanke und Draghi das Sagen. Zwar sind spekulative Blasen auf den Finanzmärkten per Definition immer erst ex post zu erkennen, doch dürfte sich auf dem Rücken fast unbegrenzter, kostenloser Liquidität ein neuer Tsunami spekulativer Blasen aufgebaut haben, dessen Volumen bisher beispiellos ist.

Unter anderem scheinen bei Rohstoffen, Gold, Lebensmitteln oder deutschen Immobilien die Preise stark nach oben verzerrt. Der chinesische Exportsektor und die aufstrebenden Volkswirtschaften im Allgemeinen scheinen überdimensioniert. Als „Mutter aller Blasen“ explodiert der Markt für Staatsanleihen, wo die Zentralbanken entschlossen die Renditen drücken. Abb. 2 zeigt repräsentativ für die „Staatsanleihenblase“ einen stetig wachsenden Preisindex für US-amerikanische Staatsanleihen (graue volle Linie), dessen Preisniveau über Renditen approximiert wird. Auch die Rohstoffmärkte, die Aktienpreise in Südostasien und der NASDAQ haben wieder historisch hohe Stände erreicht.

Auf dem Markt von Staatsanleihen zeigt sich die Interdependenz von wandernden Blasen, sinkenden Leitzinsen und dem Anstieg der Verschuldungsniveaus. Von lockerer Geldpolitik begünstigte übertriebene Boomphasen auf einzelnen Segmenten der Finanzmärkte generieren zunächst unerwartete Steuereinnahmen, die öffentliche Defizite reduzieren und die Regierungen zu zusätzlichen Ausgaben verleiten. In wirtschaftlichen Boomphasen wachsen die Begehrlichkeiten, während die Notwendigkeit von Sparmaßnahmen politisch schwer zu vermitteln ist. Eine Rücklagenbildung für die Folgekosten von geplatzten Blasen findet deshalb in der Euphorie des Booms in der Regel nicht oder nur teilweise statt. Rücklagen für die konjunkturelle Stabilisierung in der Rezession waren lange Zeit auch nicht nötig,

weil in Krisen Finanzmärkte und Konjunktur durch Zinssenkungen statt durch keynesianische Konjunkturpakete stabilisiert wurden. Die Geldpolitik konnte schneller als die Finanzpolitik reagieren und war mit keinen zusätzlichen sichtbaren Kosten z.B. in Form von steigender Konsumentenpreisinflation verbunden. Die Finanzpolitik war damit von der antizyklischen Aufgabe in Boom und Krise befreit, die ihr John Maynard Keynes zugedacht hatte. Sie befand sich in „finanzpolitischen Flitterwochen" (Schnabl, 2012).

Abbildung 3: Staatsverschuldung in Japan, USA und Europa



Quelle: Ameco. Verschuldung des gesamten öffentlichen Sektors als Anteil am Bruttoinlandsprodukt. *2013 approximiert.

Ist jedoch der Spielraum für Zinssenkungen bei Null ausgereizt, dann steigt die öffentliche Verschuldungslast schneller. Nach dem Platzen von Blasen beobachten wir einen „Vermögenseffekt", der den Staat in höhere Verschuldung drängt. Da die Haushalte und Unternehmen bei sinkenden Vermögenspreisen Verluste erleiden, schränken diese Konsum und Investitionen ein. Koo (2003) spricht für Japan von einer Bilanzrezession, da Unternehmen und Haushalte bei einem Wertverfall ihres Vermögens auf der Habenseite der Bilanz die Verbindlichkeiten auf der

Sollseite reduzieren. Der Staat sieht sich in der Pflicht, den negativen Konjunkturefekt aus dem Rückgang der privaten Nachfrage durch eine Ausweitung der Staatsausgaben auszugleichen. Als Finanzierungsquelle drängen sich Kredite auf, da die Rezession durch Steuererhöhungen weiter verstärkt würde. In Japan wurde seit dem Platzen der Blase eine lange Reihe von Konjunkturprogrammen mit Schwerpunkt auf die Bauindustrie umgesetzt, die insbesondere in Rezessionsjahren wichtige Nachfrageimpulse schufen.

Zudem schafft ein „Preiseffekt" einen Anreiz zu höherer Staatsverschuldung. Eine höhere Zinslast entsteht für den Staat trotz steigender Verschuldung nicht, da eine expansive, unkonventionelle Geldpolitik – z.B. in Form von direkten Ankäufen von krisenbehafteten Staatsanleihen – den Zins am langen Ende drückt. Abb. 3 zeigt den steilen Anstieg der japanischen Staatsverschuldung nach dem Platzen der japanischen Blase von ca. 60 Prozent des Bruttoinlandsprodukts im Jahr 1990 auf mehr als 235 Prozent 2013, der sowohl von sinkenden Steuereinnahmen als auch von steigenden Ausgaben zur konjunkturellen Stabilisierung getragen wird. Ein stärkerer Anstieg der Staatsverschuldung in den europäischen Krisenländern sowie in den USA ist seit dem Ausbruch der europäischen Finanz- und Schuldenkrise und der US-Hypothekenmarktkrise zu beobachten.

In vielen Fällen sind dennoch die Lasten des Schuldendienstes als Anteil an den gesamten Staatsausgaben nicht signifikant angestiegen, da die Verzinsung der Staatsanleihen trotz steigenden Risikos gesunken ist. In Deutschland, wo die wirtschaftliche Entwicklung noch robust ist und die Bestände der Staatsverschuldung langsamer wachsen, sinkt aufgrund geringer Verzinsung der Schuldendienst. Doch steigt die implizite Staatsverschuldung aufgrund schnell wachsender Haftungsrisiken der finanz- und geldpolitischen Rettungsaktionen für europäische Krisenstaaten.

3 Die Hysterese der Nullzins- und Hochverschuldungsfalle

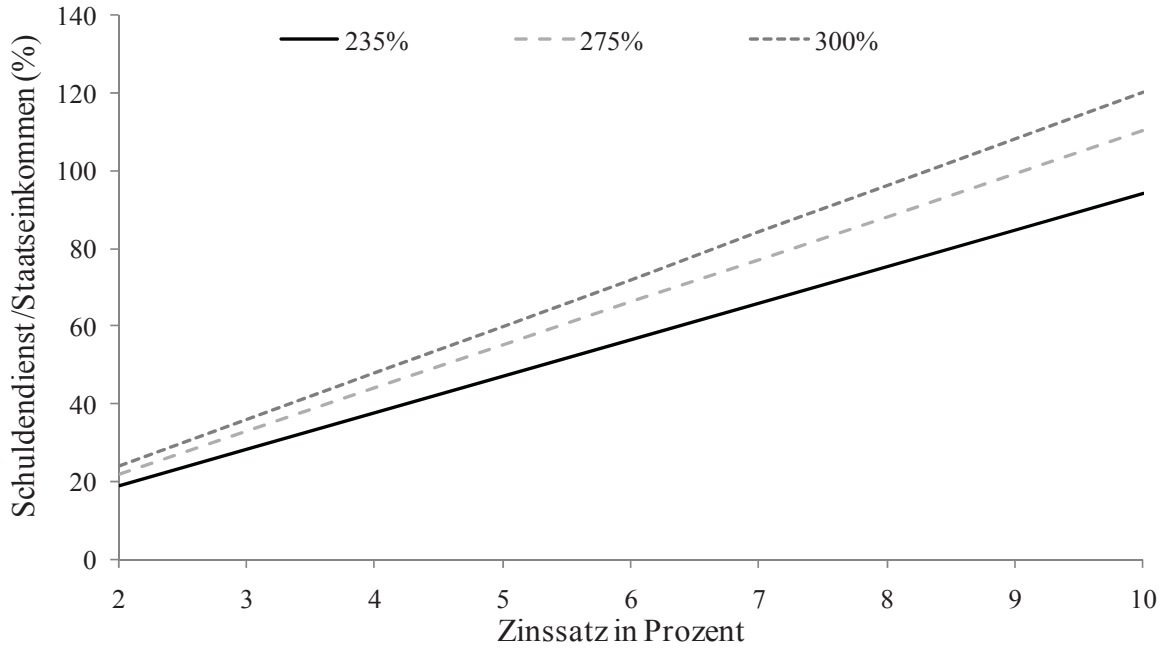
Je mehr die Staatsverschuldung gewachsen ist, desto stärker ist der Druck auf die Zentralbanken, die Zinsen niedrig zu halten. Es kommt zur „Hysterese der Niedrigzins- und Hochverschuldungsfalle“ (Schnabl, 2012): Wenn einmal ein Zinsniveau von (nahe) Null erreicht ist und die Staatsverschuldung Rekordniveau erreicht hat, kann der Leitzins nicht mehr auf ein Niveau angehoben werden, das das Risiko spekulativer Übertreibungen reduziert. Denn der restriktive geldpolitische Kurs würde die Lasten des Staates potenzieren. Die Zinslast auf die zu revolvierenden Verschuldungsbestände würde steigen. Zusätzliche Verschuldungslasten würden aus drei Gründen entstehen: Erstens würde der negative Konjunktureffekt der geldpolitischen Straffung zu Steuerausfällen führen. Zweitens würden neue Konjunkturpakete notwendig, um einem Anstieg der Arbeitslosigkeit entgegenzuwirken. Drittens würde eine neue Instabilität im Finanzsektor weitere Rekapitalisierungen oder Verstaatlichungen von Banken erzwingen. Alle Effekte zusammen würden nicht nur das Niveau der Staatsverschuldung, sondern auch die Risikoprämien auf öffentliche Anleihen weiter nach oben treiben.

Abb. 4 zeigt eine Simulation der Zinslasten einer geldpolitischen Straffung für den japanischen Staatshaushalt. Seit dem Platzen der japanischen Blase im Jahr 1989 sind sowohl die Staatsverschuldung als Anteil am BIP (Abb. 3) als auch die Geldbasis als Anteil des Bruttoinlandsprodukts (Abb. 5) – als Maßgröße für unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen – auf ein Rekordniveau gestiegen. In Abb. 4 wird von einer derzeitigen durchschnittlichen Verzinsung von zwei Prozent auf japanische Staatsanleihen ausgegangen. Bei diesem Zinsniveau werden gut 20 Prozent des japanischen Staatshaushaltes für den Zinsdienst ausgegeben.

Für die Simulation wird angenommen, dass ein Ende der unkonventionellen Geldpolitik zu einem deutlichen Anstieg des Zinsniveaus auf Staatsanleihen führen würde. Würden die Renditen auf Staatsanleihen im Durchschnitt auf vier Prozent ansteigen, dann müssten 40 Prozent des Staatsbudgets für den Schuldendienst aufgewendet werden. Die finanzielle Handlungsfähigkeit des japanischen Staates wäre stark eingeschränkt. Bei einem Anstieg über fünf Prozent hinaus, der in den 1980er

Jahren nicht ungewöhnlich war, wäre die japanische Regierung finanziell handlungsunfähig. Ebenso würden die Zinslasten weiter multipliziert, falls durch die geldpolitische Straffung die Staatsverschuldung weiter steigt. Ein Szenario, in dem die Regierung 80 Prozent ihres Budgets für Zinslasten aufwenden müsste (Schuldenstand bei 300 Prozent des Bruttoinlandsprodukts und durchschnittliche Verzinsung auf Staatsanleihen bei sechs Prozent), ist nicht abwegig. Es ist deshalb nicht überraschend, dass die neue japanische Regierung Abe die einst unabhängige Zentralbank unter dem neuen Präsidenten Kuroda an die Leine gelegt hat.

Abbildung 4: Simulation der Zinslasten Japans



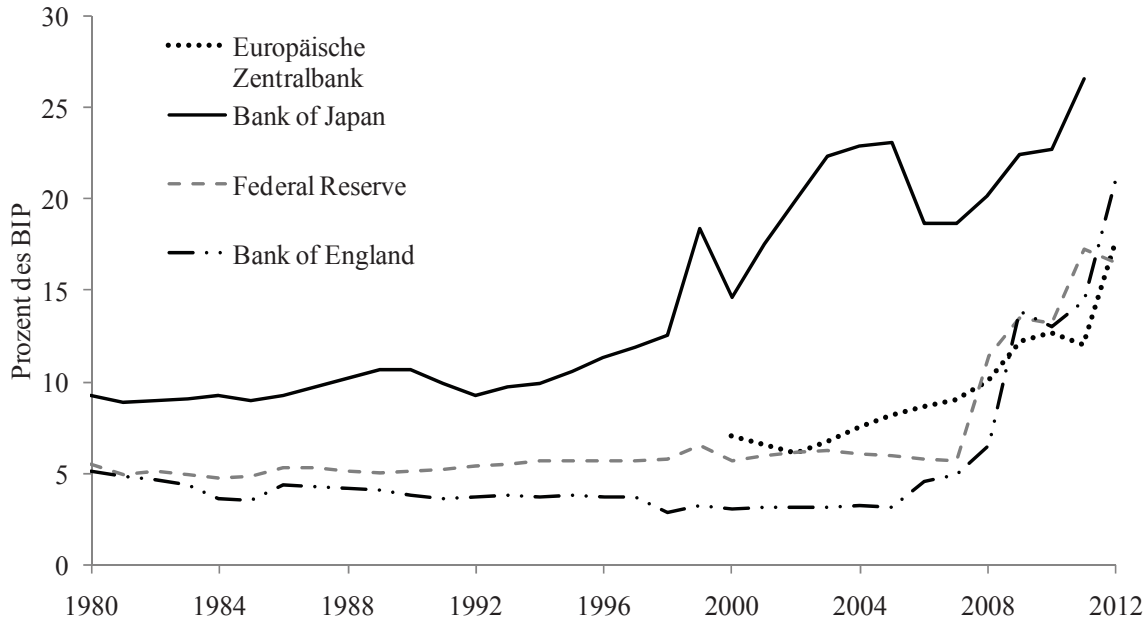
Quelle: IWF, via Datastream und eigene Berechnungen.

Doch selbst eine noch unabhängige Zentralbank hätte auch ohne Druck von der Regierung wenig Anreiz zur Zinserhöhung. Denn hat die Zentralbank durch unkonventionelle geldpolitische Rettungsmaßnahmen risikoreiche Vermögenswerte in ihrer Bilanz aufgehäuft (z.B. in Form vom Ankauf von Staatsanleihen), dann würden bei Zinserhöhungen auf die in der Bilanz gehaltenen Wertpapiere Wertberichtigungen notwendig, die das Eigenkapital aufzehren würden. Die Zentralbank wäre auf die Rekapitalisierung durch den Staat angewiesen, was ihre Unabhängig-

keit untergraben würde. Dies ist derzeit in Japan, wo die Blase früher geplatzt ist, am deutlichsten.

Damit dürften auch in Europa und den USA, wo seit dem Ausbruch der US-Hypothekenmarktkrise und der europäischen Finanz- und Schuldenkrise ein ähnliches Zinsniveau und ähnliche Volumen von unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen erreicht wurden, und wo die öffentlichen Schuldenstände schnell steigen, die Leitzinsen lange Zeit nahe Null verharren. Abb. 5 zeigt das „kompetitive Aufblasen" der Zentralbankbilanzen zwischen den großen Zentralbanken: Der Anteil der Geldbasis (Bargeldumlauf plus Einlagen der Geschäftsbanken bei der Zentralbank) als Anteil am Bruttoinlandsprodukt steigt bei allen großen Zentralbanken weiter steil an. Da die Rückführung der außergewöhnlichen geldpolitischen Maßnahmen als Voraussetzung für eine Zinserhöhung gesehen werden kann, ist die industrialisierte Welt von einem Ausstieg aus der Niedrigzinspolitik weiter denn je entfernt.

Abbildung 5: Geldbasis als Anteil am BIP großer Zentralbanken



Quelle: IWF, via Datastream.

4 Auswirkungen der Niedrigzins- und Hochverschuldungsfalle

Eine lang anhaltende Null- bzw. Niedrigzinspolitik untergräbt die finanzielle Intermediationsfunktion der Geld- und Kapitalmärkte. Auf dem Geldmarkt wird unter normalen Bedingungen unter Geschäftsbanken kurzfristig Liquidität gehandelt, was die Fristentransformation durch die Geschäftsbanken erleichtert. Diese räumen Unternehmen und Haushalten längerfristige Kreditlinien ein, die jederzeit beansprucht werden können. Reichen zu gewissen Zeitpunkten die liquiden Mittel einer Geschäftsbank nicht aus, um die Kreditvergabeverpflichtungen zu erfüllen, kann sie sich kurzfristig auf dem Geldmarkt refinanzieren. Dies ermöglicht ein reibungsloses Kreditgeschäft. Bei funktionierenden Geldmärkten werden die Geldmarkttransaktionen nahe dem Leitzins der Zentralbank (in Europa der Hauptrefinanzierungssatz der EZB) verzinst.

In der Krise sind die Geldmärkte aus zwei Gründen ausgetrocknet (McKinnon, 2013, Schnabl, 2013). Erstens misstrauen Banken sich, da die Risiken der Geschäftspartnerbanken unbekannt sind. Zweitens sind Geschäftsbanken mit Überschussreserven bei sehr kleinen Renditen nicht mehr bereit, auf dem Geldmarkt als Anbieter aufzutreten. Sie legen ihre Reserven lieber sicher bei der Zentralbank an. Dort werden sie zwar nicht oder kaum verzinst, der Unterschied zu der Rendite, die auf dem Geldmarkt erzielt werden könnte, ist jedoch sehr gering. Auf der Nachfrageseite könnten zwar Geschäftsbanken mit Liquiditätsbedarf einen höheren Zins bieten, um ein größeres Liquiditätsangebot zu generieren. Doch das würde ein höheres Risiko signalisieren und damit ihre Kreditwürdigkeit unterminieren. Der Geldmarkt ist damit de facto in den großen Industrieländern zusammengebrochen und wurde durch eine fast unbegrenzte Liquiditätszufuhr der Zentralbanken ersetzt.

Das Zusammenbrechen der Geldmärkte strahlt auf die Kreditmärkte aus. Die Geschäftsbanken müssen aufgrund der verschlechterten Refinanzierungsmöglichkeiten auf den Geldmärkten das Kreditvolumen einschränken. Diese sogenannte Kreditklemme (siehe z.B. Ishikawa und Tsutsui, 2005, für Japan) trifft auf der Angebotsseite vor allem Klein- und Mittelunternehmen, da deren Kreditaus-

fallrisiko höher ist als das von Großunternehmen oder dem Staat. Die Zinsen, die von Klein- und Mittelunternehmen für Kredite zu entrichten sind, sind deshalb trotz sehr expansiver Geldpolitik in der Krise vergleichsweise hoch. Hingegen können Großunternehmen den Kapitalmarkt als Finanzierungskanal nutzen und sich direkt über die Ausgabe von Wertpapieren finanzieren. Durch die Niedrigzinspolitik sinken die Finanzierungskosten der Großunternehmen, was diese „in Liquidität schwimmen lässt" und deren Nachfrage nach Bankkrediten von der Nachfrageseite reduziert. In Japan wurde beispielsweise durch die Niedrigzinspolitik der Unternehmenssektor vom Nettokreditnehmer in einen Nettokreditgeber auf dem Kapitalmarkt transformiert (Schnabl, 2013).

Die stagnierende oder zurückgehende Kreditvergabe der Banken an Groß-, Mittel- und Kleinunternehmen, die weithin als Kreditklemme verstanden wird, wird durch eine steigende Kreditnachfrage des Staates kompensiert, der aufgrund seiner Verpflichtung zur konjunkturellen Stabilisierung steigenden Finanzierungsbedarf hat (siehe Kapitel 2). Die Substitution der Kreditvergabe an Unternehmen durch die Kreditvergabe an den Staat wird durch die Basel-Bestimmungen verstärkt, da für Kredite an den Staat weniger oder gar kein Eigenkapital vorgehalten werden muss. Gibt es in der derzeitigen Krise einen Staat, der wie z.B. Deutschland die öffentliche Neuverschuldung unter Kontrolle hält, gibt es ausreichend zusätzliche öffentliche Kreditnachfrage von anderen Staaten.

Die Lähmung der Kreditmärkte durch die Niedrigzinspolitik nach dem Platzen von Blasen ist in unterschiedlichen Ländern unterschiedlich weit fortgeschritten. In Japan hängt die Kreditvergabe der Geschäftsbanken an Klein- und Mittelunternehmen inzwischen weitgehend von staatlichen Garantien ab (Schnabl, 2013). Auch in den USA ist eine Kreditklemme für Klein- und Mittelunternehmen zu beobachten (McKinnon, 2013). In Europa ist die Kreditklemme für Klein- und Mittelunternehmen in den Krisenländern deutlich stärker ausgeprägt als in Deutschland, wo viele Banken (insbesondere Sparkassen und Genossenschaftsbanken) (noch) über große Einlagen verfügen.

Eine wichtige Rolle für das Funktionieren des Kapitalmarktes spielt die Rekapitalisierung des Geschäftsbankensektors. Für Japan wird argumentiert, dass die bis 1999 verschleppte Rekapitalisierung des Bankensektors ein wesentlicher Grund für

die lange wirtschaftliche Stagnation sei. Polleit (2011) macht hingegen deutlich, dass eine Rekapitalisierung bei fortbestehender Nullzinspolitik nicht zum Anstieg der Kreditvergabe an den Unternehmenssektor führen wird. Denn die zusätzliche Kreditvergabe, die durch die Rekapitalisierung ermöglicht wird, bewirkt eine zusätzliche Kreditvergabe des Geschäftsbankensektors an den Staat, der durch die impliziten Garantien der Zentralbank kreditwürdiger als ein Unternehmen erscheint und der für die Rekapitalisierung einen zusätzlichen Finanzierungsbedarf hat.

Im Allgemeinen ist bei Nullzinsen die Signalfunktion des Zinses außer Kraft gesetzt. Der Zins zeigt nicht mehr das Risiko des Zahlungsausfalls von Staaten und Banken an, da die Zentralbank implizit die hohe Verschuldung garantiert. Die Zentralbank kauft entweder direkt Staatsanleihen im großen Umfang an, um die Risikoprämien zu komprimieren, wie dies für die EZB z.B. im Zuge des OMT-Programms (Outright Monetary Transactions) zu beobachten war. Und/oder sie gibt den Geschäftsbanken durch Zinssenkung und billige Liquidität Anreize, Staatsanleihen zu kaufen. Auch die Ankündigung von Zentralbankpräsident Draghi vom Juli 2012 alles Notwendige zu tun, um den Erhalt des Euro zu gewährleisten, kann als implizite Garantie für den Kauf von Staatsanleihen gesehen werden.

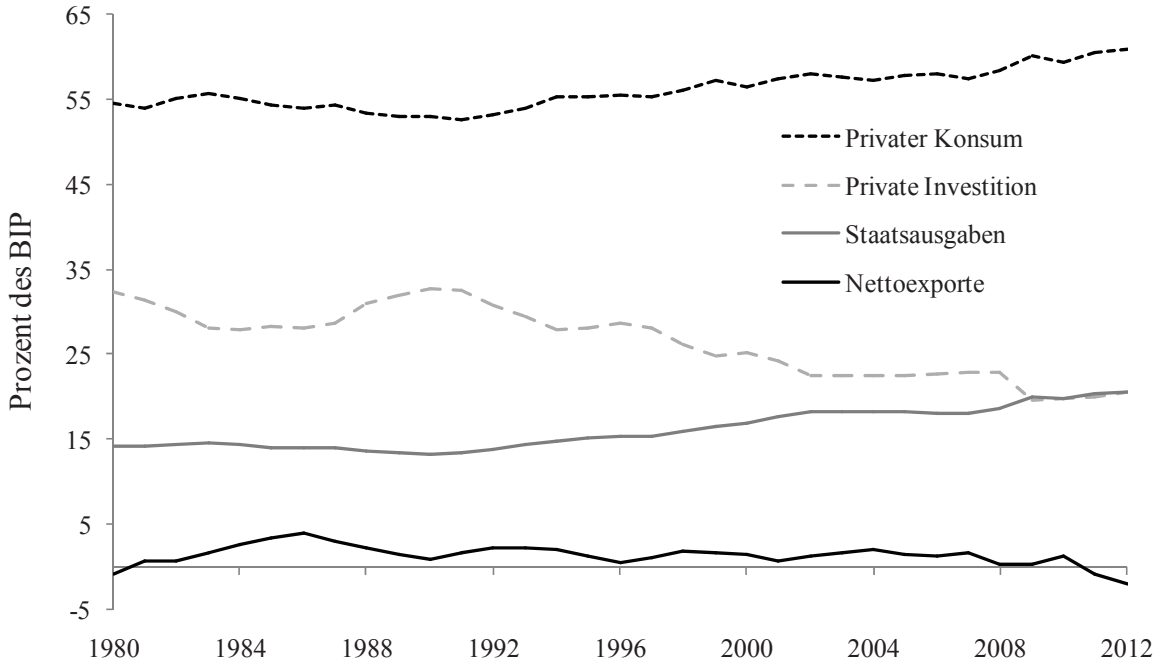
Bei einem Nominalzins bei nahe Null und negativen Realzinsen erfüllt der Zins seine Allokationsfunktion nicht mehr, die zwischen Investitionsprojekten mit hoher erwarteter Rendite und mit niedriger erwarteter Rendite trennt. Die Grenzleistungsfähigkeit der Investitionen sinkt. In Japan wurden im Verlauf von zwei verlorenen Dekaden nach dem Platzen der Blase zahlreiche Banken verstaatlicht und der Bankensektor mit hohen Summen rekapitalisiert. Die Zentralbank hält Banken mit zweifelhaften Kreditportfolios – sogenannte Zombiebanken (Caballero, Hoshi und Kashyab, 2008) – durch die Zufuhr von (fast) kostenloser Liquidität am Leben. Die Eigenkapitalquoten der Banken sind durch die Nullzinspolitik geschönt. Würde das Zinsniveau angehoben, dann wären die meisten Banken bankrott und müssten wie viele andere Banken seit Ende der 1990er Jahre verstaatlicht werden.

Mit der direkten und indirekten Verstaatlichung des japanischen Bankensektors wird aber auch der Unternehmenssektor subventioniert. Die Zombiebanken vergeben Kredite zu "nachsichtigen Konditionen" (Sekine, Kobayashi und Saita,

2003), um schmerzhafte Bankrotte zu umgehen, die zu weiteren faulen Krediten führen würden. Zum Beispiel zwingt ein „Gesetz zur Verbesserung der Finanzierung des Mittelstandes“ die japanischen Banken, kleinen und mittelständischen Unternehmen weiterhin Kredite zu günstigen Konditionen zu gewähren. Die großen Exportunternehmen profitieren, weil die Niedrigzinspolitik den Aufwertungsdruck auf den Yen dämpft. Die Kreditvergabe des Bankensektors ist nicht mehr von der Wirtschaftlichkeit von Unternehmen abhängig, sondern pfadabhängig. Potentielle faule Kredite an „Zombieunternehmen“ werden kontinuierlich revolviert. In Europa hängen neben Zombiebanken „Zombiestaaten“ am Tropf von supranationalen Rettungspaketen und EZB.

Kornai (1986) sprach einst mit Blick auf die mittel- und osteuropäischen Planwirtschaften von “Soft Budget Constraints”. Negative Renditen bei Banken und Unternehmen führen nicht mehr zu Restrukturierungen, sondern werden vom Staat ausgeglichen. Die Grenzen zwischen Staat, Zentralbank, Finanzsektor und Unternehmen sind verschwommen. Marktwirtschaftliche Prinzipien wie Gewinnorientierung und Haftung sind aufgehoben. Über Nullzinspolitik, keynesianische Konjunkturprogramme sowie die Rekapitalisierung und Verstaatlichung von Banken wird die japanische Volkswirtschaft schrittweise quasiverstaatlicht. Abb. 6 zeigt, dass der Anteil der privaten Investitionen am japanischen Bruttoinlandsprodukt in Jahr 1990 bei 32 Prozent lag und seitdem auf 21 Prozent im Jahr 2012 abgesunken ist. Der Anteil der Staatsausgaben ist im gleichen Zeitraum von 13 auf 21 Prozent angestiegen.

Abb. 6: Japanisches Bruttoinlandsprodukt nach Verwendungsrechnung



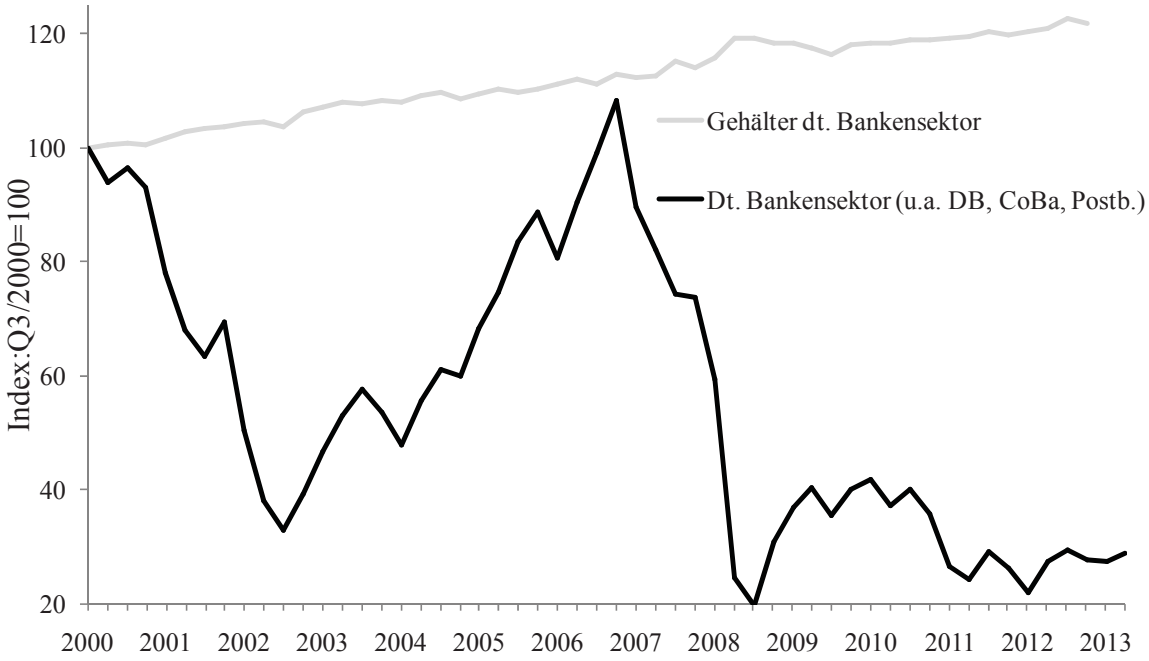
Quelle: IWF, via Datastream.

Trotz wesentlicher Unterschiede hinsichtlich des Verlaufs von Boom und Krise haben die Mitgliedsländer der Europäischen Währungsunion in der europäischen Schuldenkrise mit dem Absenken der Leitzinsen gegen Null, der Anhäufung von Risiken in der Bilanz der EZB und steigender Staatsverschuldung einen ähnlichen wirtschaftspolitischen Entscheidungspfad wie Japan beschritten (Schnabl, 2013). Der kürzlich beschlossene europäische Fiskalpakt kann zwar ein ähnliches Ansteigen der Staatsverschuldung wie in Japan vermeiden helfen, doch werden de facto die Finanzierungslasten des Krisenmanagements nur von den nationalen Regierungen zur EZB verschoben, was neue, von den Finanzmärkten ausgehende Verwerfungen begünstigt.

Obwohl die daraus resultierende schleichende Verstaatlichung von Finanz- und Unternehmenssektor den großen Krach vermeiden hilft, gefährdet die sich abzeichnende Verstetigung der Niedrigzins- und Hochverschuldungsfalle die politische Stabilität. Zum einen tragen die geldpolitischen Rettungsaktionen – trotz geringer Inflation – zu Umverteilung bei. Die Akteure in den Finanzmärkten, die

über mehr Informationen bezüglich der Finanzmarkttrends verfügen, dürften mehr als der durchschnittliche Anleger von Boom und Krisenphasen auf den Finanzmärkten profitieren. Im Boom erlauben stattliche Kursgewinne stattliche Gehalts- und Bonizahlungen. In der Krise, wenn die Exzesse auf einzelnen Finanzmarktsegmenten bereinigt werden, werden Verluste der Finanzinstitute durch die Flutung der Finanzmärkte mit billiger Liquidität minimiert. Starke Einschnitte in das Lohnniveau im Finanzsektor können vermieden werden. Die Kosten der Krise werden anderen Bevölkerungsschichten in Form von Lohnzurückhaltung, höheren Steuerlasten, Inflation, Nullzinsen und Reallohndepression aufgebürdet. Beispielsweise sind seit der Jahrtausendwende die Löhne im deutschen Bankensektor deutlich stärker als in der Industrie gestiegen.

Abbildung 7: Umverteilungswirkungen im deutschen Bankensektor

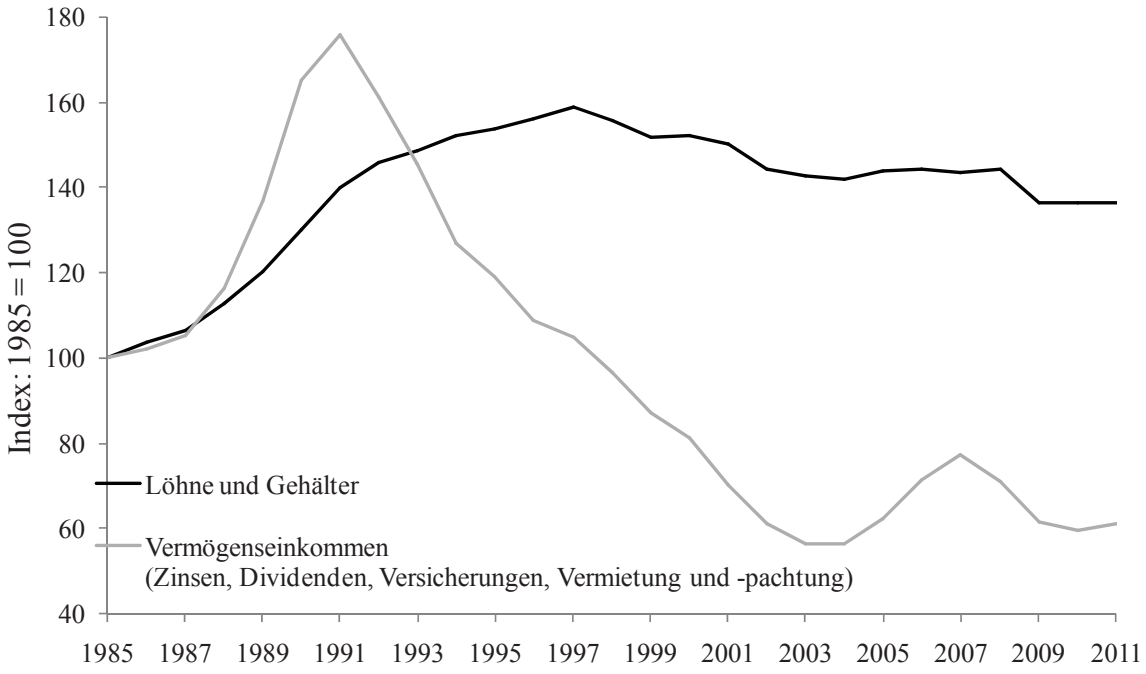


Quelle: Destatis, via Datastream.

Zu beobachten ist auch eine Umverteilung von den Aktionären der Banken (Prinzipalen) zum Management (Agenten). Dies zeigt sich in Abb. 7. Während seit der Jahrtausend-wende die Gehälter der Angestellten in Banken angewachsen sind, ist der Aktienwert der Banken bei hoher Volatilität drastisch verfallen. Auf supranati-

onaler Ebene wird durch die Sozialisierung der Kosten der Krise in der Bilanz der EZB sowie durch supranationale Rettungsmechanismen wie EFSF oder ESM wohl auf Dauer von Deutschland zugunsten der Krisenstaaten umverteilt. Die Welt bewegt sich in die finanzielle Depression (Hoffmann und Zemanek, 2012), in der die Kosten der Krise in Form von Nullzinsen und negativen realen Zinsen auf die Sparer überwälzt werden.

Abbildung 8: Reale Lohn- und Zinseinkommen in Japan



Quelle: Cabinet Office Japan, via Datastream.

Auf die lange Frist gesellt sich zu den Umverteilungswirkungen von Finanzmarktblasen der stetige Verfall des gesamtwirtschaftlichen Wohlstands wie er in Japan bereits zu beobachten ist. Die sinkende Grenzleistungsfähigkeit der Investitionen und lahmendes Wachstum setzen realen Lohnerhöhungen enge Grenzen. Die Einkommen aus Ersparnissen und Dividenden sinken aufgrund der Nullzinspolitik und fallender Vermögenspreise. In Japan ist das durchschnittliche reale Lohneinkommen seit der japanischen Finanzmarktkrise Ende der 90er Jahre um ca. ein Prozent pro Jahr gefallen. Die Einkommen aus Zinsen, Dividenden und Immobilienbesitz liegen heute knapp 80 Prozent unter dem Niveau bei Platzen der Blase

und 40 Prozent unter dem Niveau vor dem Entstehen der Blase (siehe Abb. 8). Der Nikkei 225 liegt heute bei knapp 14.000 Punkten im Vergleich zu knapp 40.000 Punkten kurz vor dem Platzen der Blase (1989) und 15.000 Punkten zu Beginn des Spekulationsbooms im Jahr 1985 (Abb. 1).

5. Ausblick: Die schleichende Verstaatlichung als Wachstumsbremse

Insbesondere beim deutschen Sparer und Steuerzahler mehrt sich die Sorge um die Währungsstabilität. Auch eine wachsende Anzahl der Bezieher geringer Einkommen ist unzufrieden. Der Staat ist nur scheinbar Retter in der Not. Er gibt Anreize zur Spekulation, verdichtet die Regulierung, erhöht Steuern, verstaatlicht schleichend Banken und Unternehmen und will internationale Kapitalflüsse kontrollieren. Der Bürger zahlt den Tribut in Form von steigenden Steuerlasten, erzwungener Lohnzurückhaltung, realer Entwertung von Ersparnissen, steigender Verteilungs-ungerechtigkeit und sinkenden Realeinkommen.

Die auf geld- und fiskalpolitische Expansion beruhenden Krisenlösungsstrategien mögen als alternativlos erscheinen. Doch zeigen die Überinvestitionstheorie von Friedrich August von Hayek (1929) und die Erfahrungen Japans, dass übermäßige geldpolitische Expansion in Reaktion auf Krisen neue Spekulationsblasen und neue Krisen bewirkt. Langfristig werden strukturelle Verzerrungen zementiert, das Wachstum gelähmt, der Wohlstand erodiert und die politische Stabilität gefährdet (Hayek, 1944).

Diese Erkenntnis sollte Anlass genug zu einer entschlossenen Umkehr sein, die Grundprinzipien der Marktwirtschaft wie positive Leistungsanreize, Haftung, Währungsstabilität und wirtschaftspolitische Konstanz wiederherstellt. Andernfalls drohen der graduelle Verfall des Wohlstands, steigender Druck auf die europäischen Sozialsysteme und wachsende Verteilungskonflikte in Europa. Im Gegensatz zu Japan, das gesellschaftlich und regional homogener ist, dürften diese Konflikte in Europa stärker ausgetragen werden.

Literatur

Caballero, Ricardo/Hoshi, Takeo,/Kashyap, Anil (2008), Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan, in: *American Economic Review* 98, 5, S. 1943–1977.

Hayek, Friedrich August von (1929), Geldtheorie und Konjunkturtheorie, Salzburg, Philosophia Verlag.

Hayek, Friedrich August von (1944), *The Road to Serfdom,* Routledge, London.

Hoffmann, Andreas/Schnabl, Gunther (2011), A Vicious Cycle of Manias, Bursting Bubbles and Asymmetric Policy Responses – An Overinvestment View, in: *The World Economy* 34, 3, S. 382-403.

Hoffmann, Andreas/Zemanek, Holger (2012), *Financial Repression and Dept Liquidation in the USA and the Euro Area*, in: Intereconomics, S. 344-351.

Ishikawa, Daisuke/Tsutsui, Yoshiro (2005), Has a Credit Crunch Occurred in Japan?, *RIETI Discussion Paper* 06-E-012.

Koo, Richard (2003), *Balance Sheet Recession: Japan's Struggle with Uncharted Economics and its Global Implications,* Wiley and Sons.

Kornai, János (1986), The Soft Budget Constraint, in: *Kyklos* 39, 1, S. 3-30.

McKinnon, Ronald (2013), Fed's Stimulus Chokes Indirect Finance to SME's, in: *Central Banking.com,* zugegriffen am 28.03.2013.

Polleit Thorsten (2011), Eine Rekapitalisierung der Banken wird die Kreditkrise nicht lösen, in: *Blog Wirtschaftliche Freiheit*, zugegriffen am 26.10.2011.

Schnabl, Gunther/Hoffmann, Andreas (2008), Monetary Policy, Vagabonding Liquidity and Bursting Bubbles in New and Emerging Markets – An Overinvestment View, in: *The World Economy 31*, 9, S. 1226-1252.

Schnabl, Gunther (2012), Monetary Policy Reform in a World of Central Banks. *Global Financial Markets Working Paper* 26.

Schnabl, Gunther 2013: Die japanischen Lehren für die europäische Krise, in: *Zeitschrift für Wirtschaftspolitik 62, 1,* S. 1-2

Sekine, Toshitaka/Kobayashi, Keiichiro/Saita, Yumi (2003), Forbearance Lending: The Case of Japanese Firms, *Bank of Japan Institute for Monetary and Economic Studies* 21, 2, S. 69-92.

Prof. Dr. Gunther Schnabl ist Inhaber des Lehrstuhls für Wirtschaftspolitik an der Universität Leipzig.