

# Demographie und Geldpolitik

## Description

Vor kurzem hat der Ökonom Kiyohiko Nishimura an der Frankfurter Goethe-Universität einen [Vortrag gehalten zu drei ökonomischen Erdbeben](#), wie er es nannte. Er meint damit die Nachwirkungen der jüngsten Finanzkrise, den viele Arbeitsplätze vernichtenden technischen Fortschritt und den demographischen Wandel hin zu einer alternden Gesellschaft. Im Ergebnis führen sie zu schwacher gesamtwirtschaftlicher Nachfrage. Diese strukturellen Einflüsse haben auch Auswirkungen auf die Geldpolitik. Die Anleihekäufe der Zentralbanken sind in seinen Augen keine langfristig tragfähige Lösung.

In der Finanzkrisen-bedingten Rezession hätten besonders zinsempfindliche Ausgaben gelitten, sagt Nishimura und verweist auf die Hauskredite in den USA und auf die Kredite für Investitionen in Japan. Die jüngste Finanzkrise sei durch eine Kombination aus wirtschaftlichem Optimismus der Babyboomer-Generation, durch medizinischen Fortschritt und Finanzinnovationen ausgelöst worden. Das hätte zu einer erhöhten Kreditvergabe geführt. Als klar wurde, dass die wirtschaftlichen Erwartungen übertrieben waren, kam es zur Rezession. Das anschließende Deleveraging ([welches Deleveraging?](#)) brachte Deflationpotential mit sich. Es breitete sich Pessimismus aus, die so entstandene Nachfragedelle wirkt weiter fort.

Der technische Fortschritt führt nach Nishimura dazu, dass bislang als sicher empfundene Arbeitsplätze in der Mittelschicht bedroht werden. Das ist meiner Meinung nach nicht neu, bestenfalls beschleunigen die Nachwirkungen der Finanzkrise diesen Prozess. Nishimura stellt aber heraus, dass dies die Wirksamkeit der traditionellen Geldpolitik berührt. Die Wirtschaftssubjekte der Mittelschicht haben in der Regel einen Spielraum zwischen Spar- und Konsumententscheidungen, Leitzinsänderungen können da Verhaltensänderungen bewirken. Sehr reiche Bevölkerungsschichten mit sehr hoher und sehr arme Schichten mit sehr niedriger Sparquote sind demgegenüber "immun". Schrumpft die Mittelschicht, schrumpft auch das Wirk-Potenzial der traditionellen Geldpolitik.

Der demographische Wandel trägt zu nachlassender Effizienz und Flexibilität der Volkswirtschaft bei. Nishimura verweist in diesem Zusammenhang auf die Regulierung des japanischen Arbeitsmarktes. Die Älteren mit ihren Vorrechten verhinderten den Einstieg jüngerer Arbeitskräfte. Damit kommt aber auch Know-how über den aktuellen Stand der Technik langsamer in den Unternehmen an, gleichzeitig entwickeln die Jüngeren ihre Kenntnisse durch fehlenden beruflichen Alltag nicht weiter. Zudem sind in der jüngsten Krise viele produktive Unternehmen untergegangen, weniger produktive Unternehmen haben hingegen überlebt. Das alles sei auch schon in den 1990er Jahren in Japan deutlich geworden, aktuelle Daten aus den USA belegten das ebenfalls, sagt Nishimura. Darüber hinaus bezweifelt er, dass der technische Fortschritt auf der Ebene der IT die Wirtschaft effizienter macht. Die Alterung der Gesellschaft verstärkt den Pessimismus aus den Nachwehen der Finanzkrise. Der demographische Wandel vertieft zudem den klassischen Kreditzyklus.

Aus all dem folgt, dass eine längere Phase schwacher gesamtwirtschaftlicher Nachfrage ansteht. Der entgegen zu wirken, ist allerdings schwierig, weil die traditionellen Instrumente der Geldpolitik (Zinspolitik) an Wirkung einbüßen (s.o.). Dem wollen die Industrienationen mit einer Verlängerung der Bilanzsumme ihrer Notenbanken begegnen. Quantitative Easing (QE) hält Nishimura aber für problematisch, man könne damit zwar Zeit kaufen, aber es wirke nicht langfristig. QE zeige vor allem in der Phase seiner Ankündigung die gewünschten Effekte, deren Wirkung lässt aber nach, sobald die Zentralbank mit dem Kauf von Anleihen beginnt. Stattdessen nimmt man erhebliche makroökonomische Kosten in Kauf, weil



eine effiziente Preisbildung am Anleihemarkt torpediert wird. Nishimura sieht positive Wirkungen von QE-Maßnahmen auf den Asset- und Devisenmärkten, jedoch keine nachhaltigen auf Wirtschaftswachstum und Inflationsrate.

Von den drei "Erdbeben" hält Nishimura den demographischen Wandel für das Weitreichendste. Wichtigste Aufgabe sei, aus der Krise heraus zu wachsen, ohne Spekulationsblasen an Vermögensmärkten zu erzeugen. Notwendig seien Strukturreformen und eine Nachfragepolitik der Zentralbank, bei der die Erwartungen der Wirtschaftssubjekte so gesteuert werden, dass sich weder übertriebener Optimismus noch Pessimismus bilden.

[Nishimura ist Professor an der University of Tokyo. Er war von 2008 bis 2013 Vizegouverneur der Bank von Japan und verfügt somit über erhebliche praktische Erfahrungen mit der Geldpolitik. Er kam auf Einladung des Policy Center des neuen Forschungszentrums SAFE an die Frankfurter Goethe-Universität.]

Nishimuras Analyse benennt wichtige Ursachen der gegenwärtigen Wachstumsschwäche und stellt Verbindungen zu konventionellen und unkonventionellen Maßnahmen der Zentralbanken her. Seine nebulösen Lösungsvorschläge sind nicht gerade neu.

[Arnott und Chaves haben vor längerer Zeit schon untersucht, welchen wachstumsdämpfenden Einfluss die demographischen Faktoren haben.](#) Sie sind in Europa und erst recht in Japan besonders ausgeprägt und wirken sich in den entwickelten Ländern bis in 2030er Jahre hinein negativ aus. Die USA sind relativ am wenigsten betroffen. In den Emerging Markets beschleunigt sich diese Entwicklung nun erst allmählich.

Wenn wirtschafts- und finanzpolitisch versucht wird, sich den langfristigen demographischen Trends mit temporärem Schulden-finanzierten Wachstum entgegenzustemmen, besteht das Risiko, dass sich die Implikationen der Bevölkerungsentwicklung verstärken. Denn je höher der Schuldenstand ist, je höher muss auch das Wachstum sein, das ihn finanziert. Wenn der langfristigen Entwicklung des Wachstums aber „eherne“ Grenzen gesetzt sind, kommt rasch der Punkt, an dem ein Schuldendesaster droht – erst recht bei dem schon erreichten hohen Schuldenniveau.

**Ergänzung:**

Siehe zur Wachstums-Thematik auch "[Wachstumsillusionen – Teil 1](#)"!