

Schnabl, Gunther

Working Paper

Die japanischen Lehren für die europäische Krise

Working Papers on Global Financial Markets, No. 36

Provided in Cooperation with:

University of Jena and University of Halle-Wittenberg, Foundations of Global Financial Markets - Stability and Change

Suggested Citation: Schnabl, Gunther (2012) : Die japanischen Lehren für die europäische Krise, Working Papers on Global Financial Markets, No. 36, Graduiertenkolleg 'Konstitutionelle Grundlagen globalisierter Finanzmärkte - Stabilität und Wandel', Jena und Halle (Saale), <https://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:gbv:27-20131126-100455-0>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/94489>

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.

Working Papers on Global Financial Markets

No. 36

Die japanischen Lehren für die europäische Krise

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

August 2012



Die japanischen Lehren für die europäische Krise*

Zusammenfassung

Japan hat nicht nur 15 Jahre vor Europa einen Boom-und-Krisen-Zyklus durchschritten, sondern auch wichtige Erfahrungen mit Krisentherapien in Form von monetärer Lockerung, expansiver Finanzpolitik und Rekapitalisierung von Finanzinstituten gemacht. Japan hat die Nullzinsgrenze bereits 1999 erreicht und eine Staatsverschuldung in Rekordhöhe angehäuft. Das Papier vergleicht die Boom-und-Krisen-Zyklen in Japan und Europa hinsichtlich der Ursachen, des Krisenverlaufs, der Krisentherapien und der Wirkung der Krisentherapien. Als Folgen einer auf expansiver Geld- und Finanzpolitik basierenden Krisentherapie werden die Hysterese der Niedrigzins- und Hochverschuldungsfälle, das Aussetzen der Allokations- und Signalfunktion des Zinses, die graduelle Verstaatlichung des Finanzsektors und der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage sowie graduelle reale Einkommensverluste abgeleitet. Die wirtschaftspolitische Implikation für Europa und Japan ist der konsequente Ausstieg aus der expansiven Geld- und Finanzpolitik trotz hoher Anpassungskosten.

Schlagwörter: Japan, Europa, Bubble Economy, Europäische Schuldenkrise, Niedrigzinspolitik, Stagnation.

JEL-Klassifikation: E32, E42, E58.

* Ich danke Osamu Ishikawa (Japanische Botschaft, Japanisches Finanzministerium) für sehr hilfreiche Anmerkungen. Ich danke Raphael Fischer und Andreas Hoffmann für die hervorragende Unterstützung.

1. Einleitung

Während Griechenland um die Euromitgliedschaft ringt und in Spanien die Banken wanken, ist die europäische Schuldenkrise längst zum Alltag geworden. Folgten bisher auf einschneidende Krisen kräftige Erholungsphasen, zeichnet sich eine Verstetigung der Krise ab. Zwar kann immer wieder durch immer neue Rettungsmaßnahmen der große Zusammenbruch verhindert werden, doch bleibt die nachhaltige wirtschaftliche Erholung in Europa trotz deutscher Wachstumsdynamik aus. Kommt es zum großen Krach, oder stehen wir am Anfang einer Verstetigung der Krise wie sie in Japan seit mehr als zwei Dekaden zum Alltag geworden ist?

Japan hat nicht nur knapp 20 Jahre vor Europa einen großen Boom-und-Krisen-Zyklus durchschritten, sondern auch wichtige Erfahrungen mit einem Krisenmanagement in Form von monetärer Lockerung, expansiver Finanzpolitik und der Rekapitalisierung von Finanzinstituten gemacht. Obwohl in Japan die (Nahe-)Nullzinsgrenze schon mehr als eine Dekade früher als in Europa erreicht wurde und die Staatsverschuldung auf Weltrekordniveau geklettert ist, stagniert das Wachstum.

Die Literatur hat sich bisher umfassend mit den japanischen Krisentherapien (siehe z.B. Mikitani und Posen 2000, Bayoumi and Collins 2000) und deren Folgen für Japan (z.B. Sekine, Kobayashi und Saita 2003, Caballero, Hoshi und Kashyap 2008) befasst. Ebenso sind erste Erklärungsansätze für die europäische Schuldenkrise entstanden (z.B. Berger und Nitsch 2011, Schnabl und Zemanek 2011, Wyplosz 2011). Es gibt Untersuchungen bezüglich der Rolle der Geldpolitik für die Entstehung von Blasen (z.B. Schnabl und Hoffmann 2008, McKinnon 2012) und zur Bekämpfung von einschneidenden Krisen mit expansiver Geldpolitik (De Grauwe 2011). Wenige wissenschaftliche Arbeiten haben sich hingegen mit einem Vergleich der Entwicklungen in Japan und Europa befasst.

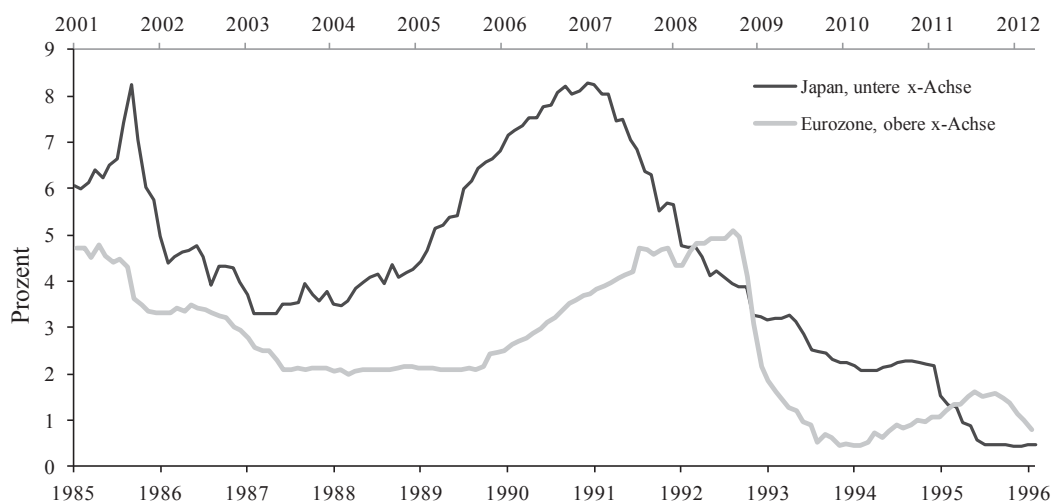
Wie der Vergleich der beiden Boom-und-Krisen-Zyklen in Japan und Europa hinsichtlich der Ursachen, des Krisenverlaufs und der Krisentherapien zeigt, sind trotz signifikanter Unterschiede wichtige Gemeinsamkeiten zu erkennen. Mit der zunehmenden Vergemeinschaftung privater und öffentlicher Risiken folgt Europa dem

japanischen wirtschaftspolitischen Entscheidungspfad. Die schmerzhaften realen Einkommensverluste in Japan sollten der Anlass für eine wirtschaftspolitische Umkehr in Europa und Japan sein.

2. Geld- und fiskalpolitische Expansion als Krisenursache

Die Übertreibungen auf den japanischen Vermögensmärkten wurden Mitte der 80er Jahre durch eine expansive Geldpolitik der Bank of Japan ausgelöst (Schnabl und Hoffmann 2008). Ausgangspunkt war das Handelsungleichgewicht zwischen Japan und den USA, das mit einer Aufwertung des japanischen Yen gegenüber dem Dollar beseitigt werden sollte. Mit dem Plaza-Abkommen in September 1985 wurde eine deutliche Aufwertung des Yen öffentlich angekündigt, was für Spekulanten auf den internationalen Währungsmärkten die Tür für risikolose Yenkäufe öffnete (Funabashi 1989). Die resultierende drastische Aufwertung des Yen brachte einen Einbruch bei den wachstumstragenden japanischen Exporten und eine starke Rezession (McKinnon 1997).

Abb. 1: Geldmarktzinsen als Ausgangspunkt von Boomphasen im Vergleich



Quelle: IWF.

Die japanische Zentralbank senkte die Zinsen drastisch (Abb. 1), um die spekulativen Kapitalzuflüsse auszubremsen und das Wachstum zu reanimieren. Die Zinssenkung erleichterte einerseits der japanischen Industrie Investitionen, um die internationale

Wettbewerbsfähigkeit wieder herzustellen. Andererseits wurde durch das billige Geld ein Spekulationsboom auf den Aktien- und Immobilienmärkten ausgelöst (Schnabl und Hoffmann 2008) (siehe Abb. 2). Dieser wurde mit dem Louvre-Akkord (Februar 1987) durch eine expansive Finanzpolitik – die wie die erfolglos gebliebene Yenaufwertung Japans Handelsüberschuss reduzieren sollte (Funabashi 1989) – verstärkt.¹

Auch in der Europäischen Währungsunion sind die Wurzeln der Schuldenkrise in einer Kombination aus expansiver Geld- und Finanzpolitik zu sehen. Im Gegensatz zu Japan war die Ursache der expansiven Geld- und Finanzpolitik nicht ein Handelsungleichgewicht, sondern eine Krise auf den Finanzmärkten. Wenige Jahre nach Beginn der Währungsunion senkte die Europäische Zentralbank in Reaktion auf das Platzen der Dotcom-Blase die Leitzinsen ab dem Jahr 2001 auf ein historisches Tief (Abb. 1).

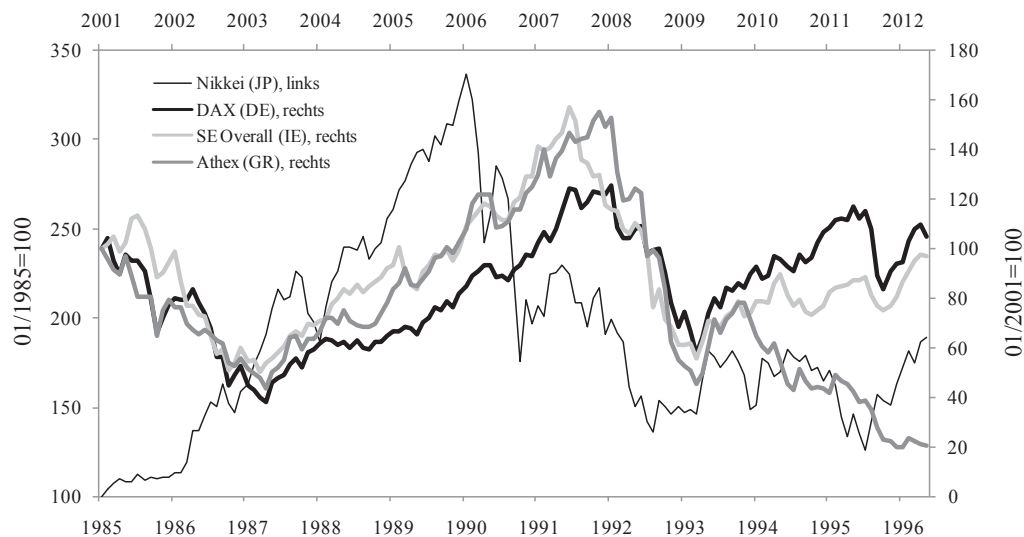
Dies geschah in einer Zeit, in der Deutschland in Reaktion auf die hohen Kosten des Wiedervereinigungsbooms nach Konsolidierung des Staatshaushaltes strebte. Die Kombination aus restriktiver Finanzpolitik in Deutschland und expansiver europäischer Geldpolitik begünstigte Kapitalflüsse von Deutschland an die Peripherie der Währungsunion und in andere Mitgliedsländer der Europäischen Union. Dort setzten historisch niedrige Zinsen Anreize zu steigenden Staatsausgaben, Konsum und Spekulation (Schnabl und Zemanek 2011). Die Kapitalflüsse von Deutschland an die Peripherie der Europäischen (Währungs-)Union wurden durch die Zinssenkungen der Europäischen Zentralbank angeheizt, weil die Risikoprämien für die (internationale) Kreditvergabe komprimiert wurden (Abad et al. 2012).

Im Japan der 80er Jahre begründete die inländische geldpolitische Expansion einen Boom in den inländischen Aktien- und Immobilienmärkten, was den Leistungsbilanzüberschuss zwar zeitweise, aber nicht nachhaltig sinken lies. Der Nikkei 225 stieg von ca. 15.000 Punkten im Januar 1985 auf knapp 40.000 Punkte im Dezember 1989. Die japanischen Immobilienpreise, die im dicht besiedelten Japan als sichere Wertanlage galten, stiegen rasant. Auf dem Höhepunkt der Blase hatte der

¹ Die japanische Leistungsbilanz als Zielgröße der Interventionen blieb im Niveau weitgehend unverändert, da nicht nur die Exporte, sondern auch die Importe sanken (McKinnon 1997).

Grundstückswert des Kaiserpalastes in Tokio den Grundstückswert Kaliforniens weit überstiegen. Da Immobilien gerne als Sicherheit für Kreditvergabe akzeptiert wurden, waren die steigenden Immobilienpreise eine wichtige Grundlage des spekulativen Kreditbooms.

Abb. 2: Aktienkurse in Reaktion auf monetäre Expansion im Vergleich



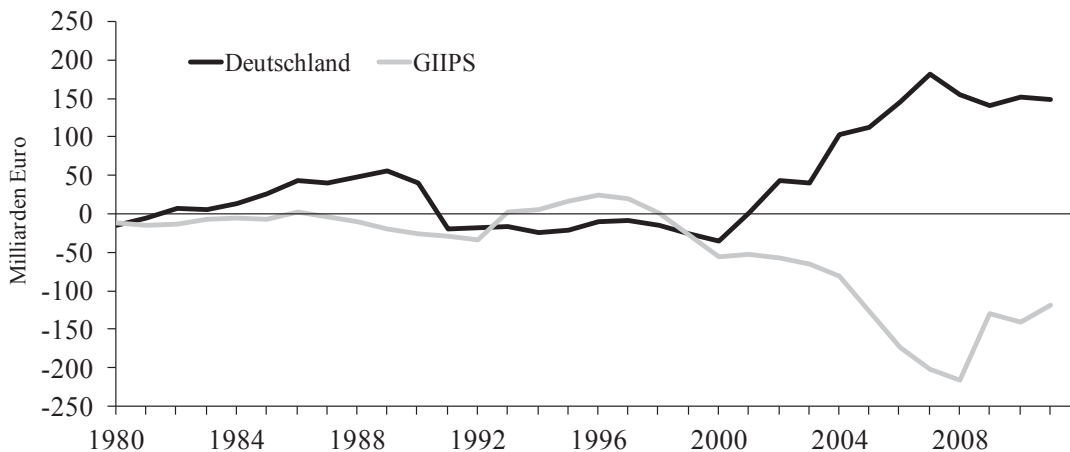
Quelle: Nikkei, Deutsche Börse, Irish Stock Exchange, Athens Stock Exchange. Japan untere x-Achse, Europa obere x-Achse.

In Europa äußerte sich hingegen die geldpolitische Expansion aufgrund der unterschiedlichen finanzpolitischen Impulse in schnell steigenden innereuropäischen Leistungsbilanzungleichgewichten (Abb. 3) und in lokalen spekulativen Übertreibungen.² Es entstanden länderspezifische Blasen bei den Staatsausgaben in Griechenland und Portugal, auf den Immobilienmärkten in Irland, Spanien und Osteuropa, beim privaten Konsum in Griechenland und Portugal sowie in den Finanzsektoren von Irland, Österreich und dem Vereinigten Königreich. Die Aktienmärkte in Europa reagierten im Vergleich zu Japan verzögert auf die Zinssenkungen (vgl. Abb. 2), da die vorangegangenen Übertreibungen und Verluste in den Dotcom-Märkten den Appetit für Aktien zügeln. Nach dem Wendepunkt im Jahr 2003 stiegen die Aktienkurse in den Boomländern mit steigenden Staatsausgaben

² Freitag und Schnabl (2012) erklären nicht nur die innereuropäischen, sondern auch die globalen Leistungsbilanzungleichgewichte mit der globalen Niedrigzinspolitik.

(z.B. Griechenland und Irland) schneller als in Deutschland, wo die Finanzpolitik vergleichsweise restriktiv war.³

Abb. 3: Leistungsbilanzsalden Deutschland und GIIPS-Länder



Quelle: Bundesamt für Statistik, OECD, Central Statistics Office Ireland. GIIPS = Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien.

3. Krisenauslöser und Krisentherapien

In Japan erkannte die Zentralbank, dass der Aktien- und Immobilienboom, der über Vermögenseffekte verzögert Konsum und Inflation anheizte, nicht nachhaltig war. Ab 1988 erhöhte die Bank of Japan die Zinsen deutlich, um Luft aus der Blase zu nehmen (Abb. 1). Immobilientransaktionen wurden durch Regulierungen und höhere Steuern erschwert. Im Dezember 1989 platzte die Blase auf den Aktienmärkten (siehe Abb. 2), 1991 auf den Immobilienmärkten. Die japanische Zentralbank erhöhte die Zinsen bis 1991 weiter, um eine Konsolidierung des Kreditvolumens zu gewährleisten (Abb. 1).

Sowohl die restriktive Geldpolitik in Reaktion auf die Blase als auch die restriktive Geldpolitik in der frühen Rezession nach dem Platzen der Blase wurden später als geldpolitische Fehler gewertet. Beispielsweise bezeichnete Bernanke (2000) die Stagnation der japanischen Wirtschaft in den 90er Jahren als „selbstverschuldete Lähmung“, die durch „beherzte Experimente“ und „unkonventionelle Maßnahmen“

³ Zum Einfluss der unterschiedlichen finanzpolitische Kurse auf die Leistungsbilanzsalden siehe Schnabl und Wollmershäuser (2012).

wie den direkten Ankauf von Staatsanleihen oder die Abwertung der Währung hätte verhindert werden können.

In Europa wurde die Krise von der geldpolitischen Straffung ab Ende 2005 und vor allem dem Platzen der Blase auf dem US-Hypothekenmarkt ausgelöst, die eine Änderung der Risikoeinschätzung der Auslandskredite nach sich zog. Mögliche Blasen (oder Ungleichgewichte) spielten für die geldpolitische Straffung (offiziell) keine Rolle, sondern es standen mögliche Inflationsgefahren im Vordergrund. Diese waren im gemeinsamen europäischen Währungsraum aufgrund der deutschen Austerität bei Staatsausgaben und Lohnerhöhungen im Durchschnitt ähnlich wie in Japan lange Zeit nicht deutlich geworden, obwohl in den europäischen Boomländern die 2%-Inflations-Zielmarke für den gesamten Währungsraum weit überschritten wurde.

Im Gegensatz zu Japan ist der Verlauf der Krise in Europa heterogen. Während die Länder an der Peripherie der Währungsunion nach den (spekulativen) Übertreibungen wie Japan nach dem Platzen der Blase eine tiefe Rezession durchlaufen, geht Deutschland gestärkt aus den Turbulenzen hervor. Nachdem in Deutschland seit Mitte der 90er Jahre die öffentlichen Haushalte konsolidiert, Lohnkosten gesenkt und die Produktivität im Unternehmenssektor graduell erhöht worden sind⁴, bleibt das Wachstum auch in der Krise robust.

In Japan wurden im Verlauf der Krise die Leitzinsen zunächst nur zögerlich, dann radikal gesenkt. Sie erreichten den Nullpunkt in Reaktion auf die japanische Finanzmarktkrise im Jahr 1999, fast zehn Jahre nach dem Platzen der Blase auf dem Aktienmarkt (Abb. 1). Als die Nullzinspolitik nicht die erhofften Wachstumseffekte erzeugte, folgten unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen, um die notleidenden Banken sowie Klein- und Mittelunternehmen zu stützen. Die japanische Geldpolitik betrat damals geldpolitisches Neuland abseits der Lehrbücher (Posen 2000).

Die Zentralbankbilanz wurde Stück für Stück aufgebläht (siehe Abb. 4 oben), indem die Bank of Japan Aufkaufprogramme für Aktien, Wertpapiere, Staatsanleihen etc.

⁴ Die Restrukturierungsmaßnahmen im öffentlichen Sektor und bei den Unternehmen sind auch als treibender Faktor der schnell steigenden Nettokapitalexporte (und damit der Leistungsbilanzüberschüsse) Deutschlands nach 2001 zu sehen (Abad et al. 2012).

implementierte. Der Ausstieg aus der sehr expansiven Geldpolitik wurde vereinzelt angegangen, aber immer wieder wegen der Fragilität des Finanzsektors und der schwachen gesamtwirtschaftlichen Entwicklung abgebrochen. Abb. 7 zeigt wie die kurzfristigen Zinsen in den Jahren 2000 und 2006 bis 2008 vorübergehend leicht angehoben wurden.

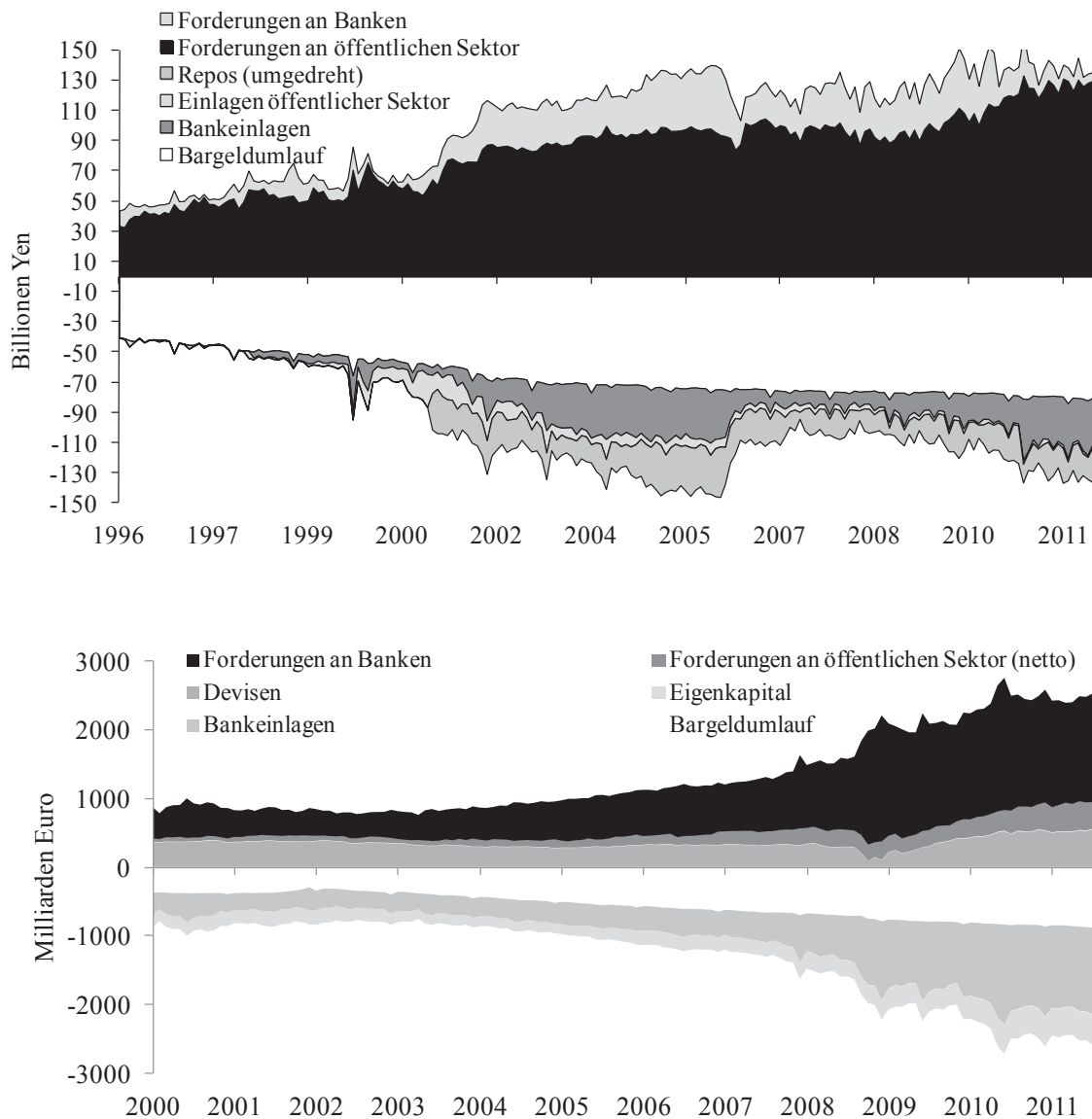
In Europa reagierte die Europäische Zentralbank zunächst zögerlich, da die geldpolitischen Interessen Deutschlands und der Krisenländer innerhalb des gemeinsamen Währungsgebietes unterschiedlich sind. Deutschland boomt, während weite Teile der Peripherie der Währungsunion in einer tiefen Krise stecken. In Deutschland als europäischem Nettogläubigerland mit hohen privaten Ersparnissen werden starke Zinssenkungen als Inflationsgefahr gesehen, während in den Krisenländern als Nettoschuldnerländern die Flutung der Finanzmärkte mit Liquidität als Rettungsanker gilt.

Im Gegensatz zu Japan haben die Krisenländer in der Europäischen Währungsunion keinen direkten Einfluss auf die geldpolitischen Entscheidungen der Europäischen Zentralbank. Deshalb trieb der Zweifel, dass im Gegensatz zu Japan einzelne (potentielle) Krisenländer (Griechenland, Irland, Portugal, Spanien, Italien) nicht durch geldpolitische Expansion gestützt würden, die Risikoprämien für deren Staatsanleihen nach oben. Dies drängte die Europäische Zentralbank dann doch in rasche Zinssenkungen und Aufkaufprogramme für Staatsanleihen. Die kurzfristigen Zinsen sanken deshalb schneller und früher nach Ausbruch der Krise als in Japan, so dass schneller ein Zinsniveau nahe Null erreicht wurde (Abb. 1). Die Bilanz der Europäischen Zentralbank ist inzwischen ähnlich aufgebläht wie die der Bank of Japan (Abb. 4 unten).

Die Bereinigung der faulen Kredite in den Bilanzen der japanischen Banken wurde bis in die späten 90er Jahre verschleppt. 1998 tritt ein Bankensanierungsgesetz in Kraft, das die Banken verpflichtet detaillierte Informationen über ihre faulen Kredite zu veröffentlichen. Es erlaubt ferner die Verstaatlichung von Banken. Im gleichen Jahr tritt das Gesetz zur schnellen Wiederbelebung des Kreditwesens in Kraft, das eine

öffentliche Rekapitalisierung der Banken ermöglicht. Im März 1999 werden alle Großbanken mit ca. 80 Milliarden Euro rekapitalisiert. Bis März 2001 werden 169 Kreditinstitute verstaatlicht. Die übernommenen Kreditinstitute haben bis dahin 170 Milliarden Euro Staatsgelder erhalten.

Abb 4: Stilisierte Bilanzen der Bank of Japan und der Europäischen Zentralbank



Quelle: Bank of Japan oben, Europäische Zentralbank unten. Habenseite mit positivem Vorzeichen, Sollseite mit negativem Vorzeichen.

Caballero, Hoshi and Kashyab (2008) prägen den Begriff der Zombiebanken, die von Subventionen und der stetigen Zufuhr (fast) kostenloser Liquidität durch die Bank of Japan abhängig sind. Es entsteht der Begriff der nachsichtigen Kreditvergabe (forbearance lending, Sekina, Kobayashi and Saita 2003): japanische Banken führen

uneinbringbare Kredite fort und halten so im Interesse des Staates insolvente Unternehmen am Leben. Peek und Rosengren (2005) identifizieren eine Missallokation von Kapital im Kreditsektor, die Unternehmen mit trüben Gewinnaussichten am Leben hält („*evergreening*“). Das „Gesetz zur Verbesserung der Finanzierung des Mittelstandes“⁵ zwingt Banken mit mittelständischen Unternehmen günstige Konditionen zu verhandeln, was den Bestand an faulen Krediten deutlich steigen lässt. Die Nullzinspolitik geht trotzdem mit einem Schrumpfen des Kreditvolumens an den privaten Sektor (Kreditklemme) einher, der im Verlauf der Krise seine Verbindlichkeiten stetig reduziert. Es ist nicht geklärt, ob die sogenannte Kreditklemme von einer (notwendigen) Konsolidierung des Kreditportfolios der Banken oder sinkender Kreditnachfrage des Unternehmenssektors getrieben wurde (Ishikawa und Tsutsui 2005). In der aggregierten Bilanz des japanischen Geschäftsbankensektors sinkt auf der Habenseite der Anteil der Kredite an den privaten Sektor kontinuierlich (Abb. 5).

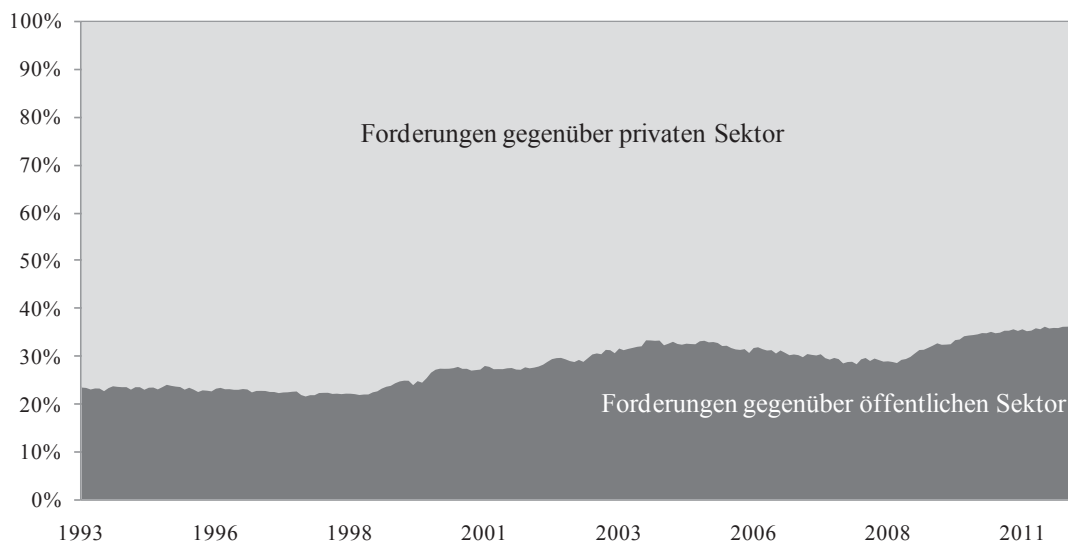
Im Lichte der japanischen Erfahrungen wurde in Europa schnell die Bereitschaft zur Rekapitalisierung bzw. Verstaatlichung maroder Banken signalisiert. Eine Kreditklemme, die aus dem Verlust von Eigenkapital nach dem Platzen von spekulativen Blasen resultiert, sollte vermieden werden. In Deutschland kam es bereits zu Beginn der Krise zu Übernahmen (IKB, SachsenLB), Rekapitalisierungen (Commerzbank), Verstaatlichungen (Hypo Real Estate) und Abwicklungen (WestLB). Im Gegensatz zu Japan (Yamaichi Shoken, Long-Term Credit Bank) werden keine Bankrotte großer Finanzinstitute zugelassen. Die in Japan beobachtete Gefahr einer privaten Kreditklemme fokussiert sich in Europa auf die Krisenländer, die unter Kapitalflucht leiden, während in Deutschland ausreichend Liquidität im Finanzsektor zur Verfügung steht.

Ähnlich den unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen in Japan steht in der Europäischen Währungsunion mit dem TARGET2-Zahlungssystem ein (informeller) Mechanismus zur Verfügung, der notleidenden Banken in Krisenländern scheinbar unbegrenzt – und bei gelockerten Anforderungen bezüglich der Qualität der

⁵ Siehe <http://www.fsa.go.jp/en/refer/index.html#bill>. Das Gesetz ist das Ergebnis der Wahlniederlage der Regierung Koizumi im Jahr 2009, die als Quittung für seine Reformbemühungen gesehen werden kann.

Sicherheiten – Zentralbankliquidität zuführt (Sinn und Wollmershäuser 2012). In Deutschland, wo privates Kapital aus den Krisenländern zurück- bzw. zufließt, ist hingegen ein Liquiditätsüberschuss im Bankensystem zu beobachten.⁶ Dieser könnte die Grundlage eines Spekulationsbooms nach dem Muster der japanischen Bubble Economy sein. Insbesondere die Besorgnis der deutschen Sparer um die Stabilität der Währung treibt einen Boom auf dem Immobilienmarkt.

Abb. 5: Stilisierte Bilanzstruktur des japanischen Bankensektors



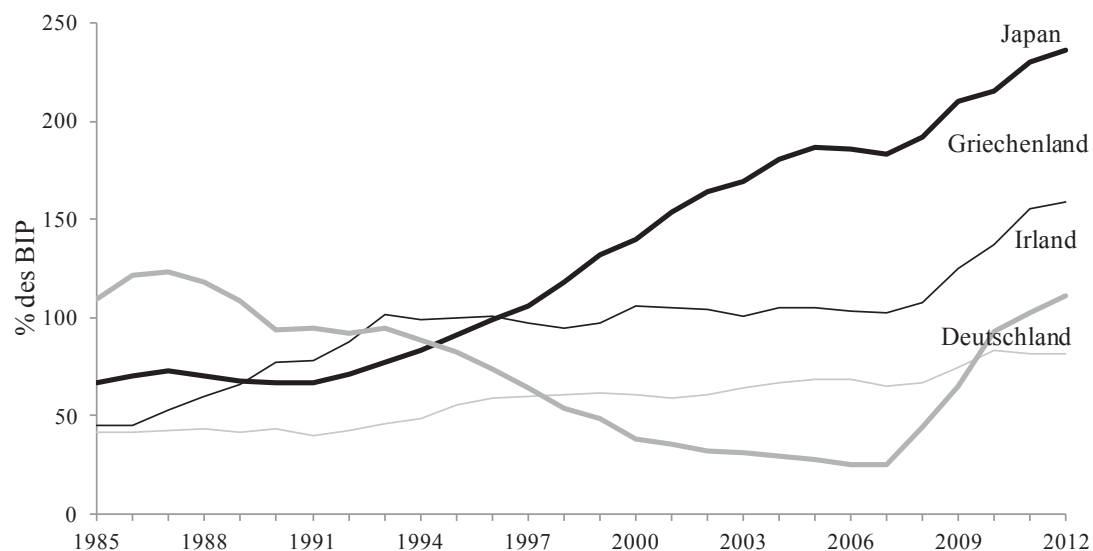
Quelle: IWF, Bank of Japan.

Wie in Japan bei Bestandsaufnahmen hinsichtlich fauler Kredite, werden in Europa die Stresstests für Geschäftsbanken durch die extreme Niedrigzinspolitik und direkte liquiditätszuführende Maßnahmen wie die Wertpapierkaufprogramme der Europäischen Zentralbank geschönt. Deshalb dürfte auch im gesamten europäischen Bankensektor der Anteil der Zombie-Banken deutlich gestiegen sein, auch wenn derzeit griechische und spanische Banken im Mittelpunkt der öffentlichen Besorgnis stehen. Denn würde die Europäische Zentralbank das Zinsniveau wieder anheben, z.B. um einer Überhitzung oder neuen Spekulationsblasen in Deutschland entgegenzuwirken, dann würde der Stress im europäischen Bankensektor schnell potenziert.

⁶ Die Deutsche Bundesbank ist auf aggregierter Basis nicht mehr Kreditgeber gegenüber dem inländischen Bankensystem, sondern absorbiert Liquidität auf der Sollseite der Bilanz (Abad et al. 2012).

Die japanische Regierung legte zur Stabilisierung der Volkswirtschaft eine lange Reihe von keynesianischen Konjunkturprogrammen auf, vor allem in der Bauindustrie (Yoshino und Mizoguchi 2011). Seit den frühen 90er Jahren erlebten der Bau von Straßen, Brücken, Hochgeschwindigkeitszugstrecken und öffentlichen Gebäuden einen außerordentlichen Boom. Die Grenzleistungsfähigkeit der öffentlichen Investition kann im Zeitlauf als abnehmend betrachtet werden. Zusammen mit den Kosten für die Rekapitalisierung von Banken ist die Staatsverschuldung auf Rekordniveau (ca. 235% des BIP) gestiegen (Abb. 6).⁷

Abb. 6: Bruttostaatsverschuldungen als Anteil am BIP im Vergleich



Quelle: IWF.

Das graduelle Absinken des langfristigen Zinsniveaus erlaubte eine stetig wachsende Staatsverschuldung (Abb. 6), ohne dass die Zinslasten der Regierung (als Anteil an den Staatsausgaben) deutlich gewachsen sind. Im Vergleich zu der Boomphase der 80er Jahre hat sich die Struktur der Finanzierungsflüsse in Japan verändert. In den 80er Jahren finanzierte das private Sparen private Investitionen, die den gesamtwirtschaftlichen Kapitalstock erhöhten. Nun kaufen Banken und Unternehmen die Anleihen des Staates, der wachsende Anteile seiner Ausgaben für die alternde Gesellschaft leistet.

⁷ Allerdings liegt die Nettoverschuldung Japans deutlich niedriger (135% des BIP), da insbesondere im Verlauf der 90er Jahre auf der Grundlage von Devisenmarktinterventionen gegen Yenaufwertung hohe Dollarreserven angehäuft wurden.

In Europa sind keynesianischen Konjunkturprogrammen durch hohe Schuldenstände und den verschärften Stabilitäts- und Wachstumspakt bzw. den im Dezember 2011 vereinbarten europäischen Fiskalpakt Grenzen gesetzt. Abb. 6 zeigt jedoch bereits einen deutlichen Anstieg bei den öffentlichen Schuldenständen einzelner europäischer Länder seit Ausbruch der Krise. Während in Deutschland der Verschuldungsstand noch stabil ist, steigt er in den Krisenländern stark an. Japan könnte das Vorbild für den weiteren Verlauf der Staatsverschuldung in Europa sein.

Die Wirkung des Fiskalpaktes dürfte auch deshalb gering sein, da riesige Hilfspakete auch die (implizite) Verschuldung der Retterländer weit über die Grenzen des Maastrichtvertrages nach oben treiben. Zudem geben der niedrige Leitzins im Eurogebiet sowie die Aufkaufprogramme für Staatsanleihen einen Anreiz, die Staatsverschuldung weiter zu erhöhen. Dennoch gelten die europäischen Bemühungen, die öffentliche Verschuldungen durch Regeln unter Kontrolle zu halten, als Modell für Japan, wo die Angst vor unkontrollierbarer Verschuldung zur Formulierung von Schuldenregeln führt (Yoshino 2011).

4. Folgen der Krisentherapien in Japan

Die Folgen der Krisentherapie in Japan und die daraus ableitbaren Risiken für Europa lassen sich in unbeabsichtigte Neben- und Rückwirkungseffekte expansiver Geldpolitik, einer steigenden Interdependenz von Geld- und Fiskalpolitik, der Erodierung der Allokations- und Signalfunktion des Zinses sowie einer schleichenden impliziten und expliziten Verstaatlichung von Kreditwesen und gesamtwirtschaftlicher Nachfrage untergliedern.

Die graduellen Zinssenkungen der Bank of Japan waren mit kontinuierlichen Nettokapitalabflüssen (Carry Trades)⁸ verbunden, die ein inhärentes Krisenpotential für die japanische Volkswirtschaft sind. Beispielsweise führten die starken

⁸ Kapital konnte zu sehr niedrigen Zinsen in Japan aufgenommen werden und in Ländern mit höherem Zinsniveau (oft Aufstrebende Volkswirtschaften) angelegt werden. Es bleibt das Wechselkursrisiko in Form von Yenaufwertung, das vom japanischen Staat durch Devisenmarktinterventionen und Nullzinspolitik reduziert wird.

Zinssenkungen in den 90er Jahren statt zu inländischen Wachstumsimpulsen zu Kapitalabflüssen nach Südostasien, wo diese neue spekulative Übertreibungen begünstigten (Schnabl und Hoffmann 2008). Die resultierende Asienkrise (1997/98) wirkte auf Japan in Form der japanischen Finanzmarktkrise zurück, weil Japans Banken neue Verluste im Ausland erlitten und die Exporte einbrachen (Hoffmann und Schnabl 2011).

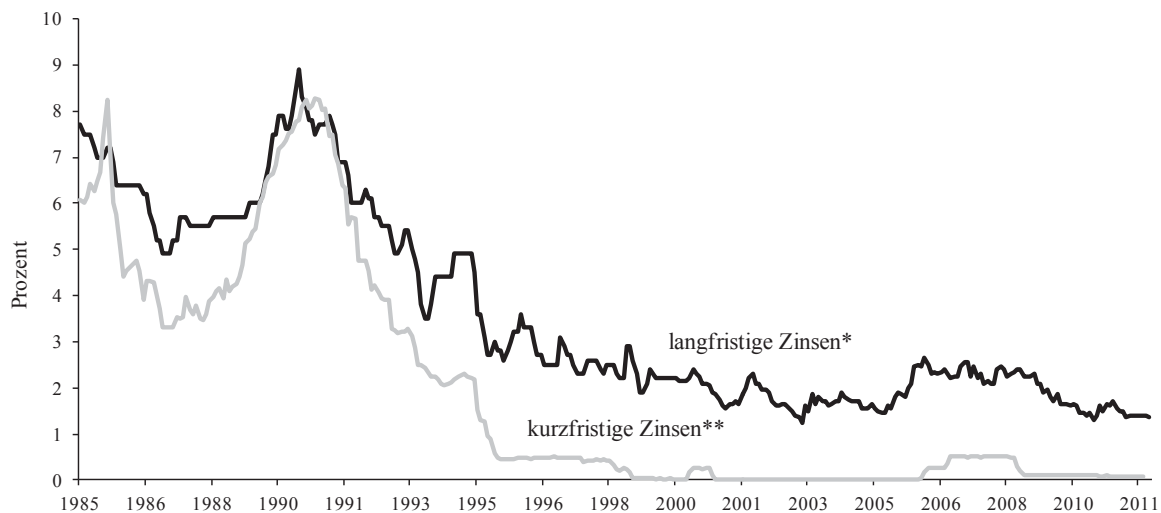
Die hohen japanischen Nettoauslandsguthaben des privaten Sektors machen das Land verwundbar für Aufwertungen, da das Auslandsvermögen in ausländischer Währung denominiert ist. Eine starke Yen aufwertung bremst nicht nur die wachstumstragenden Exporte, sondern entwertet auch das Auslandsvermögen in Inlandswährung und lässt das Eigenkapital von Finanzinstituten und Lebensversicherungen schrumpfen (McKinnon und Schnabl 2004). Auch private Haushalte würden Verluste auf Carry Trades erleiden. Währungsstabilität im Sinne einer Nicht-Aufwertung des Yen ist damit zu einem unabdinglichen Stützpfiler der Finanzmarkt- und gesamtwirtschaftlichen Stabilität geworden (Goyal und McKinnon 2003). Dies trägt zur Verstetigung von Nullzinspolitik und unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen bei, da diese den Aufwertungsdruck auf den Yen dämpfen.

Ein zweites Charakteristikum der japanischen Krisenpolitik ist die Interaktion von steigender Staatsverschuldung und sinkenden Zinsen. Aufgrund der strukturellen Leitzinssenkungen der Bank of Japan blieben die Zinsaufwendungen des Staates trotz stetig steigender Staatsverschuldung weitgehend konstant: für die Zentralregierung bei ca. 23% des Budgets. Die Zinssenkungen der Bank of Japan in Reaktion auf das Platzen der japanischen Blase und der darauffolgenden Krise sind damit als Anreiz zu mehr Staatsverschuldung zu sehen.

Denn nach Ende von spekulativen Übertreibungen müssen Unternehmen und Haushalte aufgrund des fallenden Wertes ihrer Aktiva Investitionen und Konsum einschränken (negativer Vermögenseffekt). Der Staat fühlt sich in der Pflicht über kreditfinanzierte keynesianische Konjunkturprogramme den resultierenden negativen Konjunktoreffekt auszugleichen. Er ist dazu in der Lage, weil durch die immer

expansivere Geldpolitik und unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen die Kosten der Kreditaufnahme reduziert werden. Abb. 7 zeigt den kontinuierlichen Verfall des langfristigen Zinsniveaus, der durch Leitzinssenkungen sowie Staatsanleihenkäufe der Zentralbank und der Geschäftsbanken getrieben ist.

Abb. 7: Kurz- und langfristige Zinsen Japans



Quelle: Bank of Japan, * Zinsen auf 10jährige Staatsanleihen, ** Geldmarktzinsen.

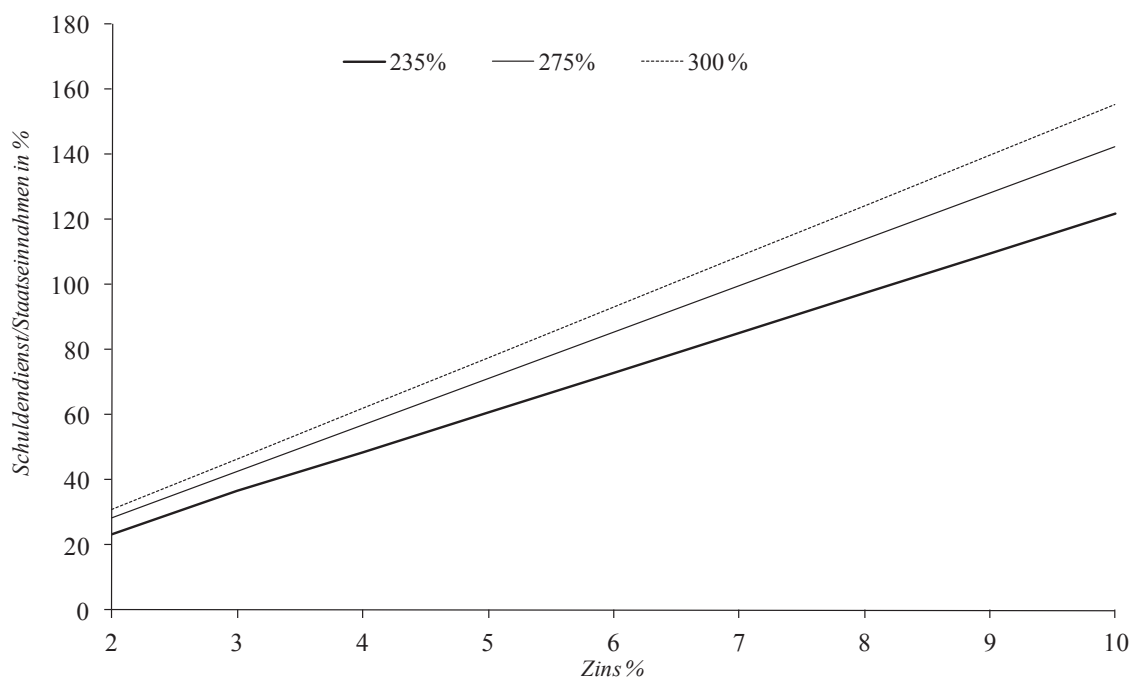
Dieser Mechanismus hat das Land in die Hysterese der Nullzins- bzw. Hochverschuldungsfalle geführt: der Leitzins muss bei Null verbleiben, über außergewöhnliche liquiditätszuführende Maßnahmen muss der Zins am langen Ende der Zinsstrukturkurve weiter gedrückt werden (siehe Abb. 7). Denn würden die Leitzinsen wieder auf ein höheres Niveau angehoben, dann würden die Zinslasten für den japanischen Staat sowohl aufgrund des gestiegenen Zinsniveaus als auch aufgrund steigender Risikoprämien nach oben schießen. Japan steckt in der „Liquiditätsfalle“.

Abb. 8 zeigt in Abhängigkeit des Schuldenstandes als Anteil am BIP eine Simulation des Schuldendienstes als Anteil am Gesamthaushalt der japanischen Zentralregierung in Abhängigkeit von unterschiedlichen Schuldenständen. Derzeit liegt bei einem Schuldenstand von 235% des BIP und einem Zinsniveau von 10jährigen Staatsanleihen von durchschnittlich etwas unter 2% die Zinslast bei etwas mehr als 23% der Staatsausgaben. Würde hingegen die durchschnittliche Verzinsung der Staatsanleihen

auf 4% steigen, läge der Schuldendienst als Anteil der Staatsausgaben bei ca. 50%. Die japanische Regierung wäre finanziell handlungsunfähig.

Bei einem in den 90er Jahren nicht ungewöhnlichen Zinsniveau von 6%-7% (Abb. 7) droht der Staatsbankrott. Aus diesem Grund dürfte der politische Druck auf die Bank of Japan immens sein, die Leitzinsen bei Null zu belassen und die Zinsen am langen Ende durch Staatsanleihenkäufe weiter zu drücken. Zudem würde die Bank of Japan bei einer Zinserhöhung immense Verluste auf Vermögenswerte in ihrer Bilanz erleiden. Sie wäre in diesem Fall selbst auf eine Rekapitalisierung durch den Staat angewiesen. Die ohnehin schon de facto verlorene geldpolitische Autonomie der Bank of Japan wäre noch weiter eingeschränkt.

Abb. 8: Simulation der japanischen Zinslasten

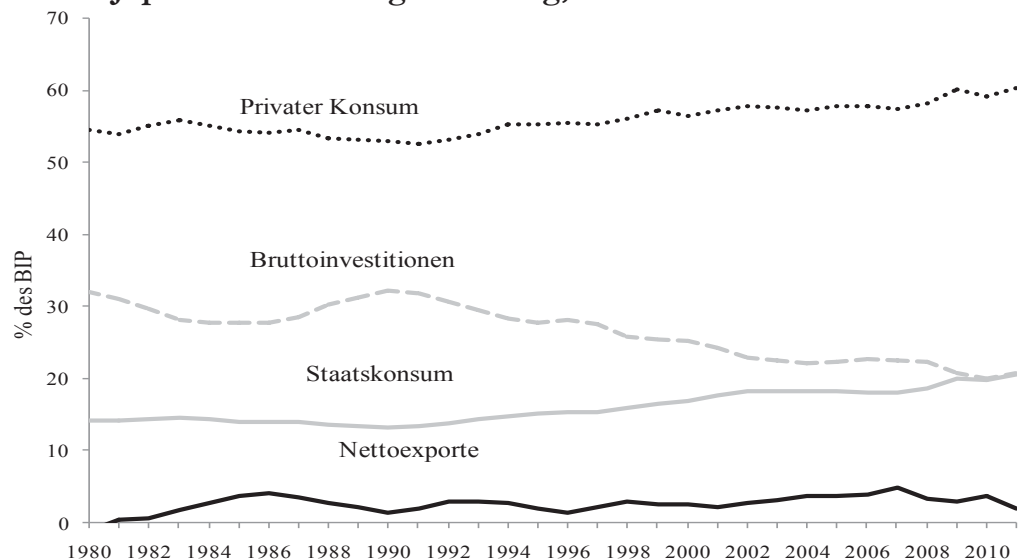


Doch damit ist die Signal- und Allokationsfunktion des Zinses außer Kraft gesetzt. Der Zins zeigt für den japanischen Staat nicht mehr das steigende Risiko eines Zahlungsausfalls an, da die Zentralbank implizit die Verbindlichkeiten garantiert. Ebenso erfüllt der Zins nicht mehr seine Allokationsfunktion, die zwischen Investitionsprojekten mit hoher erwarteter Rendite und Investitionsprojekten mit niedriger erwarteter Rendite trennt. Stattdessen scheint die Kreditzuteilung über einen

Bankensektor zu erfolgen, der Kredite mit hoher Ausfallwahrscheinlichkeit an den Unternehmenssektor – insbesondere Klein- und Mittelunternehmen – perpetuiert (forbearance lending). Die Basel-Bestimmungen tragen dazu bei, dass in der aggregierten Bilanz des Geschäftsbankensektors Kredite an den privaten Sektor durch Kredite an den öffentlichen Sektor substituiert werden (Abb. 5). Der Bankensektor wird – neben zahlreichen tatsächlichen Verstaatlichungen – schleichend verstaatlicht.

Im Ergebnis hat die keynesianische Geld- und Finanzpolitik in Japan dazu geführt, dass die privaten Investitionen als Anteil am BIP kontinuierlich gesunken sind und durch Staatsausgaben substituiert wurden. Abb. 10 zeigt den graduellen Rückgang der privaten Investitionen als Anteil am BIP seit dem Platzen der japanischen Blase, der durch einen steigenden Anteil der Staatsausgaben kompensiert wird. Lag der Anteil der privaten Investitionen am BIP in Jahr 1990 noch bei 32%, ist dieser auf 20% im Jahr 2011 abgesunken. Der Anteil der Staatsausgaben ist im gleichen Zeitraum von 13% auf 21% gestiegen.

Abb. 10: Japans Verwendungsrechnung, Anteile am BIP



Quelle: Cabinet Office Japan, OECD, Bank of Japan.

Die Zuversicht von Bernanke (2000), dass sinkende Zinsen und keynesianische Konjunkturpakete Japan aus der Krise bringen, hat sich also nicht erfüllt. Die Wachstumsraten sind zusammen mit dem Zinsniveau strukturell abgesunken. Der Aktienpreisindex liegt heute mit knapp 9000 Punkten weit unter dem Niveau von 1985

(15000 Punkte), also vor dem Entstehen der japanischen Blase. Die Wachstumsaussichten bleiben gering, da bei einem Zinsniveau von nahe Null und historisch hoher Staatsverschuldung das Potential für keynesianischen Stimulus ausgereizt ist.

Die geringe Grenzleistungsfähigkeit der Investitionen lähmt das Wachstum und macht die japanische Wirtschaft verwundbar für eine Aufwertung des Yen. Die hohen ausländischen Vermögenswerte können deshalb nicht repatriiert werden und werden durch steigenden Inflationsdruck in den USA real entwertet (McKinnon und Schnabl 2004). Der negative Vermögenseffekt der realen Entwertung des sehr hohen Auslandsvermögens⁹, dämpft zusätzlich Investitionen und Konsum.

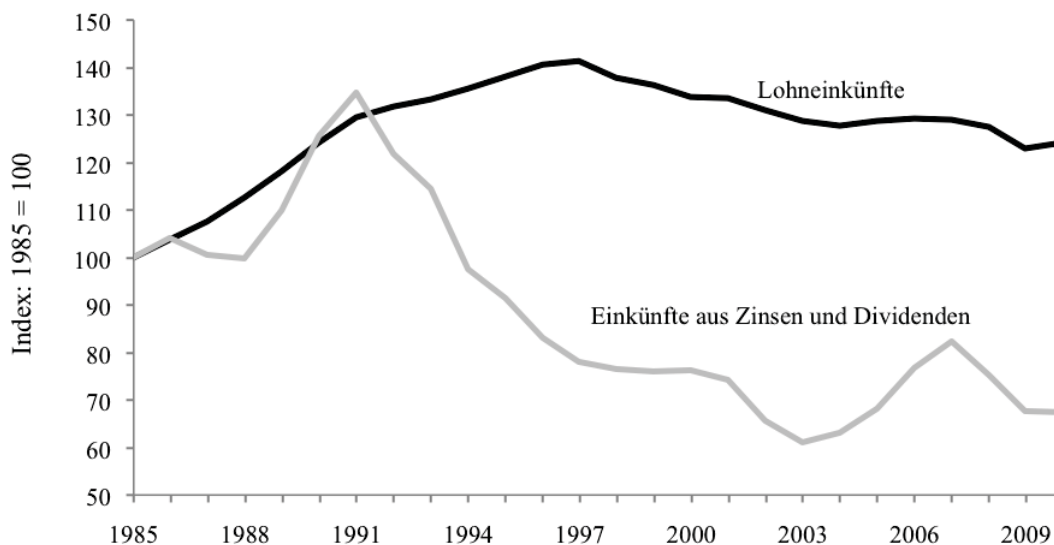
Im Kern der anhaltenden japanischen Stagnation liegt der quasi-verstaatliche Bankensektor, der – wie in einer Planwirtschaft – Kapital nach politischen und nicht ökonomischen Kriterien zuteilt. Janos Kornai (1993) sprach mit Blick auf die mittel- und osteuropäischen Planwirtschaften von „*Soft Budget Constraints*“. Die Grenzen zwischen Zentralbank, Geschäftsbankensektor und Staat sind verschwommen. Würde die Bank of Japan den Leitzins auf ein Niveau anheben, das die aus der Niedrigzinspolitik resultierenden Verzerrungen beseitigen würde, würden zahlreiche Finanzinstitute destabilisiert. Die Staatsverschuldung würde nochmals deutlich steigen und ein großer Teil des Finanzsektors müsste verstaatlicht werden. Die schon weit fortgeschrittene Verstaatlichung der japanischen Ökonomie würde nochmals deutlich vorangetrieben.

Der Preis für die schleichende Verstaatlichung des japanischen Banken- und Unternehmenssektors wird in Form von sinkenden Realeinkommen der japanischen Bürger gezahlt. Abb. 11 zeigt das reale Lohnniveau Japans sowie die realen Einkünfte aus zinsbringenden Kapitalanlagen und Dividenden. Während im Verlauf der Bubble Economy Lohneinkommen, Zinseinkommen und Dividenden stark gewachsen sind, konnten die expansiven Makropolitiken nach dem Platzen der japanische Blase das einmal erreichte Wohlstandsniveau nicht erhalten. Die realen Lohneinkünfte sind

⁹ Die Leistungsbilanzüberschüsse sind im Niveau seit Mitte der 80er Jahre weitgehend unverändert.

kontinuierlich seit der japanischen Finanzmarktkrise im Jahr 1998 gesunken, im Durchschnitt um knapp 1% pro Jahr. Bei den Einkünften aus Zinsen und Dividenden, die für die sparsfreudigen Japaner eine wichtige Einkommensquelle sind, ist die Entwicklung noch dramatischer. Die Einkommen fallen seit dem Platzen der Blase und liegen heute, nicht zuletzt aufgrund der Nullzinspolitik der Bank of Japan, etwa 30% tiefer als im Jahr 1985.

Abb. 11: Entwicklung der realen Lohn- und Zinseinkommen in Japan



Quelle: Economic and Social Research Institute, Cabinet Office, Government of Japan.

5. Hayek's Lehren für Europa und Japan

Die Erfahrungen Japans nach inzwischen zwei verlorenen Dekaden zeigen sehr deutlich die kurz- und langfristigen Folgen diskretionärer keynesianischer makroökonomischer Steuerung auf. Zwar kann kurzfristig durch fiskal- und geldpolitische Interventionen der Wirtschaftsprozess stabilisiert werden. Mittel- bis langfristig überwiegen jedoch die negativen Folgen. Dies gilt sowohl hinsichtlich der Entstehung neuer spekulativer Übertreibungen, als auch hinsichtlich der langfristigen Wirkung keynesianischer Krisentherapien. Die monetäre Überinvestitionstheorie von von Hayek (1929) erklärt wie eine expansive Geldpolitik in Japan und Europa Preissignale auf den Kapitalmärkten verzerrt und spekulative Boomphasen ausgelöst hat. In beiden Fällen (außer Deutschland) wurden diese Übertreibungen durch expansive – statt antizyklische – Finanzpolitiken verstärkt.

Keynesianische Ökonomen argumentieren vielfach für Japan, dass der eingeschlagene Kurs zwar richtig, aber zu zögerlich und von der Dimension zu wenig ausgeprägt war. Aus der monetären Überinvestitionstheorie von von Hayek (1929) lässt sich hingegen ableiten, dass expansive Geld- und Finanzpolitik keine nachhaltige Lösung für Krisen ist. Denn die strukturelle Bereinigung bzw. schöpferische Zerstörung einer Krise, die spekulativen Übertreibungen ein Ende setzt und nicht-renditeträchtige Unternehmen zu Restrukturierung zwingt, wird ausgesetzt. Die Grenzleistungsfähigkeit der Investitionen sinkt und die wirtschaftliche Dynamik wird ausgebremst.

Insbesondere die Nullzinspolitik, die die Signal- und Allokationsfunktion des Zinses zerstört, trägt dazu bei, dass strukturelle Verzerrungen zementiert und neue spekulative Wellen ausgelöst werden. Aus diesem Grund konnten mit dem graduellen Absenken des Zinsniveaus in Japan das Wachstum nicht nachhaltig reanimiert werden, sondern die Wachstumsraten sind zusammen mit dem Zinsniveau zurückgegangen. Die Annahme von Keynes (1936), dass die sinkende Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals Ursache von anhaltender Stagnation ist, ist auf der Grundlage sehr expansiver Geldpolitik selbsterfüllend.

Stattdessen begünstigt die Flutung der Finanzmärkte mit billiger Liquidität die Spekulation, solange die Zinsen bei einem Niveau nahe Null verbleiben. Auch die Rekapitalisierung von Finanzinstituten in Kombination mit Nullzinspolitik führt nicht zum Ende der Krise, sondern zu neuer Spekulation und neuen Krisen. Eine immer weiter anwachsende Welle aus spekulativen Übertreibungen und makroökonomischen Rettungsaktionen führt unweigerlich in die schleichende Verstaatlichung des Finanz- und Wirtschaftssystems. Aus der Sicht von Hayek (1944) in anhaltende Stagnation, politische Instabilität und in die Knechtschaft.

Es wurde gezeigt, dass Europa – trotz signifikanter Unterschiede, insbesondere bezüglich der Heterogenität der nationalen Interessen – dem wirtschaftspolitischen Entscheidungspfad Japans folgt. Der Zins konvergiert gegen Null, Banken und Unternehmen werden (versteckt) subventioniert, Risiken werden in Zentralbanken

abgeladen, die Staatsverschuldung steigt, neue Anreize zu Spekulation werden gesetzt. Der Weg in die Niedrigzins- und Hochverschuldungsfalle ist das Ergebnis vieler einzelner Krisenlösungsschritte, die für sich isoliert betrachtet als sinnvoll erscheinen mögen. Die Konsequenz sind aber nicht nur drastische Umverteilungseffekte zugunsten der Finanzmärkte, die die Stabilität von Regierungen in Frage stellen. Sondern es werden auch graduelle Wohlstandsverluste wie in Japan die Folge sein.

Europa sollte deshalb aus Japans Erfahrungen und Hayek's (1929, 1944) Werken lernen und früher den Wendepunkt finden. Ein zeitnahe Ausstieg aus der sehr expansiven Geldpolitik und der fiskalischen Konsolidierung würde wichtige Signale für wachstumstragende Investitionen statt Spekulation setzen. Die Folge wäre zwar ein schmerzhafter Anpassungsprozess vor allem in den europäischen Krisenländern, aber auch in Deutschland. Doch in Deutschland wäre die Gefahr einer Spekulationsblase nach japanischem und südostasiatischem Muster gebannt. Auf die lange Frist wäre dies der einzige Weg der europäischen Staatengemeinschaft zurück auf einen nachhaltigen Wachstumspfad. Anderenfalls droht wie in Japan der graduelle Verfall des Wohlstandsniveaus und schmerzhafter Druck auf die europäischen Sozialsysteme.

Literatur:

- Abad, José / Löffler, Axel / Schnabl, Gunther / Zemanek, Holger 2012: Fiscal Divergence, Current Account and TARGET2 Imbalances in the EMU. *University of Leipzig Working Paper 105*.
- Bayoumi, Tamim / Collyns, Charles 2000: *Post Bubble Blues. How Japan Responded to Asset Price Collapse*. International Monetary Fund, Washington D.C.
- Bernanke, Ben 2000: Japanese Monetary Policy: A Case of Self-Induced Paralysis? In: Mikitani, Ryoichi and Posen, Adam (eds.): *Japan's Financial Crisis and Its Parallels to U.S. Experience*. Institute for International Economics, Washington D.C., 149-166.
- Caballero, Ricardo / Hoshi, Takeo, / Kashyap, Anil 2008. Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan. *American Economic Review* 98, 5, 1943–1977.
- De Grauwe, Paul 2011: The European Central Bank: Lender of Last Resort in the Government Bond Markets? *CESifo Working Paper 3569*.
- Freitag, Stephan / Schnabl, Gunther 2012: Determinants of Global and Intra-European Imbalances. *Global Financial Markets Working Paper 25*.
- Funabashi, Yoichi 1989: *Managing the Dollar: From the Plaza to the Louvre*. Institute of International Economics Washington D.C.
- Goyal, Rishi / McKinnon, Ronald 2003: Japan's Negative Risk Premium in Interest Rates: The Liquidity Trap and the Fall in Bank Lending. *The World Economy* 26, 339-363.
- Hayek, Friedrich August von 1929: *Geldtheorie und Konjunkturtheorie*, Salzburg, Philosophia Verlag, Reprint 1976.
- Hayek, Friedrich August von 1944: *The Road to Serfdom*. Routledge, London.
- Hoffmann, Andreas / Schnabl, Gunther 2011: National Monetary Policy, International Economic Instability and Feedback Effects – An Overinvestment View. *Global Financial Markets Working Paper 19*.
- Ishikawa, Daisuke / Tsutsui, Yoshiro 2005: Has a Credit Crunch Occurred in Japan. *RIETI Discussion Paper 06-E-012*.
- Keynes, John Maynard 1936: *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. Cambridge University Press, Cambridge.
- Kornai, János 1986: The Soft Budget Constraint. *Kyklos*, 39, 1, 3-30.
- McKinnon, Ronald 1997: *Dollar and Yen: Resolving Economic Conflict between the United States and Japan*. MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- McKinnon, Ronald 2012: Carry Trades, Interest Differentials, and International Monetary Reform. *Mimeo*.

- McKinnon, Ronald / Schnabl, Gunther 2004: The Return to Soft Dollar Pegging in East Asia? Mitigating Conflicted Virtue. *International Finance* 7, 2, 169-201.
- Mikitani, Ryoichi / Posen, Adam (eds.): *Japan's Financial Crisis and Its Parallels to U.S. Experience*. Institute for International Economics, Washington D.C.
- Peek, Joe / Rosengren, Eric 2005: Unnatural Selection: Perverse Incentives and the Misallocation of Credit in Japan. *American Economic Review* 95, 4, 1144-1166.
- Posen, Adam 2000: The Political Economy of Deflationary Monetary Policy. In: Mikitani, Ryoichi and Posen, Adam (eds.): *Japan's Financial Crisis and Its Parallels to U.S. Experience*. Institute for International Economics, Washington D.C., 194-208.
- Schnabl, Gunther / Hoffmann, Andreas 2008: Monetary Policy, Vagabonding Liquidity and Bursting Bubbles in New and Emerging Markets – An Overinvestment View. *The World Economy* 31, 9, 1226-1252.
- Schnabl, Gunther / Wollmershäuser, Timo 2012: Fiscal Divergence and Current Account Imbalances in Europe. *Mimeo*.
- 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, 69-92.
- Sinn, Hans-Werner / Wollmershäuser, Timo 2012: Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: the ECB's Rescue Facility. *International Tax and Public Finance*. Online first.
- Wyplosz, Charles: European Debt Crisis 2011: What is the Way Out? *CASE Network E-briefs* 04/2011.
- Yoshino, Naoyuki / Mizoguchi, Tetsuro 2010: The Role of Public Works in the Political Business Cycle and the Instability of the Budget Deficits in Japan. *Asian Economic Papers* 9, 1, 94-112.
- Yoshino, Naoyuki 2011: Current State of Japanese Economy and Fiscal Budget Rule to Avoid Budget Explosion. Paper presented at the Shadow G20 Workshop of the International Policy Advisory Group, Paris.

Gunther Schnabl is professor for international economics and economic policy at the University of Leipzig.