

Japan sollte uns Warnung sein

von Michael Heise

Die wirtschaftliche Situation der Eurozone birgt viele Risiken und einige Parallelen mit dem Japan der 90-iger Jahre: Das Wirtschaftswachstum schwächelt seit Jahren, die Preissteigerungsrate ist auf 0,4% gefallen und der Zentralbankzins notiert praktisch bei null. Dennoch will die private Kreditvergabe nicht recht anspringen, wohingegen die Staatsverschuldung stetig weiter steigt. Dies veranlasst viele Ökonomen, die Europäische Zentralbank (EZB) zu einer weiteren Lockerung ihrer Geldpolitik aufzufordern – so zum Beispiel auch Marcel Fratzscher, Präsident des Deutschen Instituts für Wirtschaft (DIW), im Handelsblatt vom 20. August. Dabei wird vielfach eine noch radikalere Expansionspolitik durch den Ankauf großer Mengen von Staatschuldtiteln empfohlen, um weitere Liquidität in den Markt zu pumpen - so wie es die japanische Notenbank tut. Tatsächlich aber würden solche Strategien nicht vor einem japanischen Szenario schützen, sondern eher in ein solches hineinführen.

Japan hatte bis Ende der 80er Jahre einen langanhaltenden, schuldenfinanzierten Boom der Immobilien- und Vermögensmärkte durchlebt. Im Jahr 1989 platzte die Blase, nachdem die Zentralbank die Zinsen angehoben hatte. Die darauffolgende drastische Korrektur der Finanzmärkte vernichtete die im Boom entstandenen Vermögen. Um ihren Konsum einigermaßen halten zu können, reagierten private Haushalte mit einer nachhaltigen Absenkung der Sparquote. Auch Unternehmen und Banken erlitten schwerer Schock. Die Bewertungen der Immobilien- und Finanzvermögen brachen ein – ihnen standen aber unvermindert hohe Schulden in den Bilanzen gegenüber. Japanische Banken saßen auf schwindenden Sicherheiten und steigenden risikobehafteten Forderungen. Unzureichend mit Kapital ausgestattet, versuchten sie, größere Abschreibungen zu vermeiden, indem sie Kredite an schwächelnde Unternehmen prolongierten. Die Zentralbank lieferte die Liquidität für diese Stundung; eine Flut von Bank- und Unternehmenspleiten wurde vermieden. Allerdings war das Resultat eine langanhaltende und lähmende Investitionsschwäche und eine im Trend stagnierende Wirtschaft. Die öffentliche Hand versuchte, durch massive Konjunkturprogramme gegenzusteuern. Öffentliche Schuldenberge türmten sich auf. Dennoch glitt das Land in die Deflation.

Was kann Europa von Japan lernen? Zunächst einmal ist die Ausgangsposition hierzulande viel besser als damals in Japan. Die Finanzblase, die sich in Europa vor 2008 aufgebaut hatte, war viel kleiner. Daher war die anschließende Abwärtskorrektur der Immobilien- und Vermögenspreise weniger dramatisch. Europäische Aktienindizes haben einen Großteil ihrer Verluste seit 2007 bereits wieder ausgeglichen. In Japan hat es der Nikkei Index kaum über 15.000 Punkte geschafft; sein Höchststand 1989 war bei fast 40.000. Auch waren die Verluste an den Immobilienmärkten in Japan wesentlich schwerwiegender. Übermäßige Kreditvergabe gab es nur in einigen europäischen Ländern, aber nicht in der gesamten Eurozone. So liehen sich zum Beispiel die Unternehmen in Spanien, Portugal und Irland zu

viel Geld aus. Aber das war nicht der Fall in den drei größten Volkswirtschaften der Eurozone, Deutschland, Frankreich und Italien. In Deutschland gab es auch keinen Immobilien-Boom und in vielen anderen Ländern der Region stiegen die Hypothekenschulden nur moderat an. Somit ist die Notwendigkeit des Schuldenabbaus im Privatsektor von Land zu Land sehr unterschiedlich; in den größeren Ländern der Eurozone ist sie begrenzt.

Die Bewältigung der geschilderten Bilanzrezession erfordert zahlreiche Maßnahmen, die Japan nicht oder nur sehr spät ergriff. Da der private Schuldenabbau das Wachstum mindert, sind wachstumsfördernde Strukturreformen von größter Bedeutung. Japans politische Situation in den 90-iger Jahren erlaubte solche Reformen nicht. Auch die derzeitige Regierung unter Premier Shinzo Abe scheint sich schwer zu tun, etwa mit der schon lange geforderten Liberalisierung der Landwirtschaft oder der Modernisierung der Arbeitsmärkte. In der Eurozone kann man - trotz teilweise berechtigter Kritik am politischen Reformtempo – einige weitreichende Veränderungen erkennen. So haben Spanien, Portugal, Griechenland und Irland erfolgreich Reformen des Arbeitsmarktes, der Sozialversicherung sowie der öffentlichen Haushalte durchgesetzt. Italien hat unter neuer Führung gegenwärtig die beste Gelegenheit seit Jahren endlich die nötigen Reformen umzusetzen.

Implikationen hat das japanische Beispiel auch für das Timing geldpolitischer Maßnahmen. Bei Beginn einer Finanzkrise muss die Geldpolitik schnell expansiv reagieren, was im Euroraum auch der Fall war. Die japanische Zentralbank hatte nach dem Platzen der Blase die Zinsen zunächst noch erhöht. Erst ab 1991 begann sie, die Zinsen abzusenken. Eine ganz andere Frage ist aber, wie lange die Geldpolitik expansiv bleiben muss. Japans dauerhafte Expansionspolitik, die bis heute anhält, verursachte beträchtliche Nebenwirkungen. Sie erlaubte es, die Bereinigung der Bilanzen im Schneckentempo anzugehen. Erst 1997, also acht Jahre nach der Korrektur an den Finanzmärkten, wurde die Sanierung der Bankbilanzen rigoros umgesetzt. In der Zwischenzeit hatte die Geldpolitik praktisch die Rolle des Geldmarktes übernommen. Sie stellte den Banken die Liquidität zur Verfügung, die sie benötigten, nicht zuletzt auch um Kredite an geschwächte Gläubiger zu verlängern – eine Praxis, die oft als Zombie-Lending beschrieben wird. Die EZB erscheint sich dieser Gefahr durchaus bewusst. Sie fordert schon lange eine schnellere Bereinigung der europäischen Bankbilanzen und warnt vor der Verlängerung fauler Kredite. Sie versucht, den Nebeneffekten ihrer expansiven Geldpolitik durch eine weitangelegte Bilanzenprüfung der Banken und durch Stresstests entgegenzuwirken. Das ist zu begrüßen. Dennoch vermindert die akkommodierende Geldpolitik die Anreize, die Bilanzen im Privatsektor zu bereinigen.

Eine größere Dosis geldpolitischer Medizin allein wird die europäische Wirtschaft nicht wiederbeleben. Die Effektivität der Geldpolitik ist das erste Opfer einer jeden Bilanzrezession, so fasst es Richard Koo, Chefökonom des Nomura Research Institute, zusammen. Die Zentralbanken können die Geldmengen noch so stark ausweiten. Wenn Unternehmen und Haushalte bereits überschuldet sind, wird dies keine weiteren Kredite – und somit auch kein Wachstum – erzeugen. Das war im Japan der 90-iger so und es trifft heute auf die Eurozone und in geringerem Maße auch auf die USA zu. In beiden Volkswirtschaften haben sich die Bilanzen der Zentralbanken seit 2008 enorm aufgebläht, aber die Geldbestände im privaten Sektor sind nur wenig höher als damals.

Befürworter einer expansiven Geldpolitik weisen auf einen weiteren Transmissionskanal hin. Die EZB solle darauf abzielen, die Renditen von Staatsanleihen niedrig zu halten, um so die Refinanzierungskosten für die öffentlichen Haushalte zu senken und auch die Zinskonditionen für Unternehmen positiv zu beeinflussen. Abgesehen davon, dass Spanien, Italien und insbesondere Frankreich bereits heute Staatsanleihen mit sehr niedrigen Renditen platzieren können (teilweise niedriger als die USA), würde eine solche Politik die Probleme des japanischen Modells kopieren. Der Anreiz, Kredite aufzunehmen bliebe und eine nicht nachhaltige Finanzpolitik könnte zu lange aufrechterhalten werden. Die EZB würde fiskalische Risiken umverteilen und für erhebliche Finanztransfers zwischen den Ländern der Eurozone sorgen. Die gesamte Währungsunion könnte in die Falle steigender öffentlicher Verschuldung und wirtschaftlicher Stagnation geraten – genau so, wie es Japan erlebt hat.

Das bedeutet nicht, dass vorübergehende Haushaltsdefizite in einer Bilanzrezession zu vermeiden sind. Wo private Haushalte und Unternehmen ihre Schulden deutlich reduzieren, sinken Binnennachfrage und Wachstum. Steigende Staatsausgaben bei sinkenden Einnahmen sind die Folge. Dies war in der Eurozone beobachtbar und es ist ja auch politisch toleriert worden. Kurzfristig können Staatsdefizite stabilisieren, aber langfristig sind schuldenfinanzierte staatliche Ausgaben kein Mittel gegen schwächelndes Wirtschaftswachstum. Japan – das in den letzten 20 Jahren Schulden über Schulden aufgetürmt hat, dabei aber um durchschnittlich nur 0,8 Prozent jährlich gewachsen ist -- zeigt dies eindrücklich.

Somit kann man die Lehren, die aus den Erfahrungen Japans zu ziehen sind, wie folgt zusammenfassen: In einer Situation größerer Verwerfungen an den Finanzmärkten und einer einsetzenden Bilanzrezession, sollte die Geldpolitik schnell reagieren. Aufgabe der Regierungen ist es dann, wachstumsorientierte Reformen anzustoßen. Haushaltsdefizite müssen über einen gewissen Zeitraum hingenommen werden, um den Rückgang der Gesamtnachfrage abzufedern. Dem Wachstum abträglich ist es jedoch, wenn die Geldpolitik die Kräfte des Marktes dauerhaft außer Kraft setzt, damit Bilanzkorrekturen im privaten Sektor zu lange verzögert werden und es Regierungen erleichtert wird, sich stetig weiter zu verschulden. Daher sind Forderungen nach weitreichenden Staatsanleihekäufen der EZB abzulehnen.