

Japans langes Leiden unter dem billigen Geld

Prof. Dr. Gunther Schnabl

Die geldpolitische Bazooka, die Notenbankchef Mario Draghi seit 2012 aufgefahren hat, greift nicht. Die Inflationsrate verharrt weiterhin nahe Null. Mit ihrer geldpolitischen Entscheidung vom 10. März 2016 hat die Europäische Zentralbank deshalb nachgeladen: Der Leitzins wurde auf 0% gesenkt, das Volumen der monatlichen Anleihekäufe wurde auf 80 Milliarden Euro angehoben und der Strafzins auf die Einlagen bei der Europäischen Zentralbank wurde auf -0,4% gedrückt. Wie der italienische Notenbankchef Ignazio Visco jüngst anmerkte, sind die Mittel der Europäischen Zentralbank noch lange nicht ausgeschöpft. Die Bank von Japan hat es vorgemacht. Die Europäische Zentralbank folgt immer entschlossener.

Die Bank von Japan bekämpft seit 25 Jahren die anhaltende Krise mit einer Politik des billigen Geldes. Mit den sogenannten Abenomics – einem wirtschaftspolitischen Maßnahmenpaket aus expansiver Geldpolitik, kreditfinanzierten Konjunkturprogrammen und Strukturreformen – hat Notenbankchef Haruhiko Kuroda seit 2013 die Geldschwemme nochmals deutlich forciert. Frankreichs Notenbankchef François Villeroy de Galhau hat betont, dass das, was die japanische Zentralbank seit langem tut, für Europa nicht falsch sein könnte. Immerhin sei eine schädliche Deflation verhindert worden.

Frankreichs oberster Währungshüter spricht nicht von den zahlreichen einschneidenden unerwünschten Nebeneffekten der japanischen Geldpolitik. Denn trotz der Geldtsunami ist die japanische Volkswirtschaft weder merklich gewachsen, noch hat sich Inflation gezeigt. Stattdessen ist die Staatsverschuldung explodiert, die Löhne sinken und die Verteilungsungleichheit wächst. Wie hängt das alles mit der Geldpolitik zusammen?

Billiges Geld erzeugt Blasen, die zunächst mit Euphorie und dann mit einschneidenden Krisen verbunden sind. Wie sich aus der Konjunkturtheorie von Friedrich August von Hayek ableiten lässt, schafft billiges Geld Anreize zu Überinvestition und Spekulation. Es werden Investitionsprojekte auf den Weg gebracht, die zwar unter den aktuellen Finanzierungskosten profitabel wirken, auf lange Frist aber nicht tragfähig sind. Wenn die Zentralbank den Zins

wieder anhebt, weil die Inflation steigt, dann folgen unweigerlich der Abbruch der Investitionen und die Krise.

So auch im Fall der japanischen Blasenökonomie: Im September 1985 versuchten die G5-Staaten mit dem Plaza-Abkommen durch eine starke Yen-Aufwertung, das Handelsungleichgewicht zwischen Japan und den USA zu beseitigen. Da die Aufwertung Japan in die Krise stürzte, senkte die Bank von Japan 1986/87 den Leitzins auf ein historisches Tief. Die Zinssenkungen halfen nicht nur die Aufwertung auszubremsen und die Produktionskosten der Exportunternehmen zu senken. Das billige Geld setzte auch einen zügellosen Spekulationsboom auf den Aktien- und Immobilienmärkten in Gang, der im Dezember 1989 seinen spektakulären Höhepunkt erreichte. Der Aktienindex Nikkei hatte sich verdreifacht. Dem Kaiserpalast wurde ein höherer Wert als ganz Kalifornien zugeschrieben.

Als die Zentralbank mit einer Zinserhöhung die Blase zum Platzen brachte, schlitterte das Land in eine schmerzhaft Rezession. Aktien- und Immobilienpreise verfielen. Die Haushalte konsumierten weniger. Die Investitionen der Unternehmen stockten und die Banken schränkten die Kreditvergabe ein. Auch als die lockere Geldpolitik im Frühjahr 1991 wiedereinsetzte, erholte sich das Wachstum nicht. Stattdessen trug die neue Geldflut zu neuen Blasen außerhalb Japans bei: Kapital wurde zu niedrigen Zinsen in Japan aufgenommen und ins Ausland transportiert. Kapitalzuflüsse aus Japan haben maßgeblich einen Überinvestitionsboom in Südostasien (1993-97) gespeist. Auch an den wiederkehrenden Boom-Phasen auf dem US-Aktienmarkt und am chinesischen Wirtschaftswunder war japanisches Kapital beteiligt.

Solange die Euphorie auf den ausländischen Vermögenmärkten anhielt, ließ sich auch in Japan eine leichte wirtschaftliche Erholung vermelden. Wenn die Blasen platzten, folgten schmerzhaft Rückschläge. Das deutlichste Beispiel ist die Asienkrise (1997/98), die dem südostasiatischen Wirtschaftswunder ein Ende setzte. Über neue faule Kredite des japanischen Bankensektors und einen Nachfrageeinbruch für Exportunternehmen zog die Asienkrise die japanische Finanzmarktkrise (1998) nach sich. Ebenso stürzten das Ende der Dotcom-Euphorie und des US-Hypothekenmarktbooms Japan in die Krise.

Immer wieder waren billiges Geld und wachsende Staatsausgaben die Krisentherapie. Kurzfristig konnte zwar Schlimmeres verhindert werden. Langfristig wurde die Lage noch

aussichtsloser gemacht. Nach Hayek verhindern billiges Geld und keynesianische Konjunkturprogramme den Ausleseprozess der Krise. Strukturelle Verzerrungen werden zementiert, die notwendige Neuausrichtung der Produktionsstruktur bleibt aus. Weder das Absenken der Leitzinsen von 8% im Mai 1991 auf auf 0% im März 1999, noch das Aufblähen der Zentralbankbilanz um stolze 700%, noch ein Anheben der Staatsverschuldung auf 250% des Bruttoinlandsprodukts haben Japan die versprochene Erholung gebracht.

Der Kern des Problems ist der Finanzsektor, der seines traditionellen Geschäftsmodells beraubt wurde. Die Nullzinspolitik hat nicht nur die Differenz zwischen Kredit- und Einlagenlagenzinsen, aus denen sich Banken finanzieren, von ca. 3,5 Prozentpunkten auf ca. 0,5 gedrückt. Sie hat auch die Kreditnachfrage vieler Großunternehmen geschrumpft, weil geringe Zinsen und geldpolitisch getriebene Abwertungsphasen des Yen die Gewinne erhöhten. Da das traditionelle Kreditgeschäft schrittweise ausgehöhlt wurde, wurden die Banken von der kostenlosen Liquidität der Zentralbank abhängig, die vermehrt in Staatsanleihen angelegt wurde. Man spricht von „Zombie-Banken“.

Die Unternehmen, die noch auf Kredite angewiesen blieben, waren und sind oft Klein- und Mittelunternehmen. Diese sind in Japan weniger renditestark als in Deutschland. Die anhaltende Rezession machte diesen besonders stark zu schaffen, weil sie weniger als die Großunternehmen im Ausland tätig sind. Die Banken scheuten es, die Kreditlinien von unrentablen Unternehmen zu schließen, weil sonst noch mehr faule Kredite sichtbar geworden wären. Darüber hinaus verpflichtet ein Gesetz, die Kredite an Klein- und Mittelunternehmen zu geringen Zinsen aufrecht zu erhalten. Die Literatur nennt das „nachsichtige Kreditvergabe“ an „immergrüne“ „Zombie-Unternehmen“.

Das erinnert an die mittel- und osteuropäischen Planwirtschaften: Staatlich kontrollierte Banken gewährten den Unternehmen Kredite unabhängig von der Profitabilität, um Arbeitslosigkeit vorzugreifen. Die sogenannten „Soft Budget Constraints“ (Janos Kornai) lähmten das Streben nach Gewinn, Innovation und Effizienz. Ein ähnliches Muster lässt sich nun in Japan beobachten, wo seit Beginn der 1990er Jahre die ehemals beeindruckenden Produktivitätsgewinne gegen Null konvergieren. Sachinvestitionen gehen kontinuierlich zurück und werden durch staatliche Nachfrage ersetzt.

Trotz der nun zweieinhalb verlorenen Dekaden ist in Japan die Arbeitslosigkeit nie ernsthaft angestiegen. Der Höhepunkt lag im Jahr 2009 bei 5,6%, jüngst sogar nur noch bei knapp über 3%. Das sind aus europäischer Sicht Traumwerte. Denn in der konsensorientierten japanischen Gesellschaft wurden drohende Entlassungen umgangen, indem die Löhne gesenkt wurden. Da Produktivitätsgewinne Grundlage für Lohnerhöhungen sind, hat sich der Spielraum für Lohnerhöhungen immer weiter eingeeengt. Seit der Finanzmarktkrise ist das reale Lohnniveau durchschnittlich um ca. ein halbes Prozent pro Jahr gefallen.

Die ultra-lockere Geldpolitik hat über Umverteilungseffekte einschneidende gesellschaftliche Auswirkungen. Die Umverteilung geht in Japan nicht, wie in den Lehrbüchern angenommen, den Weg über Inflation, sondern über unterschiedliche Einkommensentwicklungen. Die Lohnzurückhaltung in der Krise hat die Kaufkraft der unteren und mittleren Lohngruppen ausgehöhlt. Auch die Einkommen aus risikoarmen Vermögensklassen wie Spareinlagen und Staatsanleihen, die gerne von der Mittelschicht gehalten werden, wurden von der Bank von Japan dramatisch gedrückt.

Gewonnen haben vor allem die Menschen, die ihre Ersparnisse risikoreich im Ausland, z. B. in den florierenden Aktienmärkten der USA, angelegt haben. Ebenso konnten die Angestellten der großen Exportunternehmen gewinnen, weil insbesondere die Großunternehmen vom Boom in China profitierten. Politikerfamilien, die Baukonglomerate kontrollieren, haben bei den zahlreichen keynesianischen Konjunkturprogrammen Kasse gemacht.

Die daraus resultierende wachsende Einkommensungleichheit im bisher verteilungsgerechten Japan setzt sich in einem Wandel der Beschäftigungsverhältnisse fort. Die lebenslange Beschäftigung, wie sie in der Phase des schnellen Wachstums üblich war, ist ein Auslaufmodell. Es sind kurzfristige Verträge mit geringer sozialer Absicherung gefragt. Seit dem Platzen der Blase hat sich der Anteil der Beschäftigten mit prekären Beschäftigungsformen von 20% auf knapp 40% erhöht. Betroffen sind immer mehr junge Menschen.

Zu den ohnehin widrigen Lebensbedingungen im Großraum Tokio gesellen sich damit trübe Zukunftsperspektiven. Da jeder für sich persönlich die Last der Krise zu vermindern sucht, gehören Kinder oft nicht mehr zum Lebensentwurf der jungen Generation. Der

wohlstandsbedingte Rückgang der Geburtenraten wird durch die geldpolitisch verlängerte Krise verstärkt. Die Zahl der Geburten pro Frau liegt heute auf dem Niveau des kinderarmen Deutschlands.

Die deshalb schnell voranschreitende Alterung der Gesellschaft zeigt sich aber nicht im Großraum Tokio. Dort pulsiert nach wie vor das Leben. Da die wirtschaftlichen Perspektiven vergleichsweise gut sind, wandern die jungen Menschen aus den wirtschaftlich schwachen Regionen im Norden, Süden und Westen Japans zu. Die jungen Zuwanderer müssen in Tokio oft für geringe Löhne hart arbeiten, um hohe Mieten zu bezahlen. An der Peripherie bleiben in den schrumpfenden Kleinstädten und Dörfern die Alten und leere Häuser zurück.

Die schwelende Frustration vieler Japaner spiegelt sich wie in Europa in der Politik wider. Die seit dem zweiten Weltkrieg dominierende konservative Liberaldemokratische Partei (LDP) sitzt fest im Sattel. Denn sie versteht es, die Wähler am rechten Rand an sich zu binden. Im Konflikt mit China um einige Felsen im ostchinesischen Meer schlägt die Regierung gerne markige Töne an. Präsident Shinzo Abe betont die kulturelle Identität Japans und den Anspruch seines Landes auf eine Führungsrolle in Asien und der Welt. Die Regierung verschließt sich einer Einwanderung, die die Alterung der Bevölkerung abmildern könnte. Das kommt in Japan, wo die Menschen stolz auf die Homogenität der Gesellschaft sind, gut an.

Am linken Rand verhindert die Zerstrittenheit der Opposition das Entstehen eines ernstzunehmenden Gegengewichts. Die linksorientierte Demokratische Partei Japans (DPJ) ist zu konzeptlos, um eine stabile Opposition zu etablieren. Viele ziehen sich deshalb in die schnell wachsende Gruppe der Nichtwähler zurück. Statt sich politisch zu engagieren, sucht man Zuflucht in alternativen Lebenskonzepten. Der „Aufstand der Amateure“ (*Shiroto no Ran*) zeigt sich im Engagement für Recycling, ökologische Landwirtschaft und die Share Economy. Man entwickelt Überlebensstrategien für Arme und protestiert gegen die gnadenlose Arbeitswelt.

Die LDP hat es sich zum Ziel gesetzt, vor allem die Frustration der Alten und der Menschen in der wirtschaftlich schwachen und politisch überrepräsentierten Peripherie in Schach zu halten. Seit dem Platzen der Blase hat sie die Subventionen für die sozialen Sicherungssysteme und den regionalen Finanzausgleich hochgehalten. Da die Steuerquellen

immer weniger sprudeln, ist der Anteil dieser Subventionen an den Steuereinnahmen stetig gewachsen. Das hat die japanische Staatsverschuldung auf Weltrekordniveau getrieben.

Vor allem der hohe öffentliche Schuldenstand erzeugt aber Druck auf die Zentralbank, immer mehr Staatsanleihen zu kaufen. Nur so ist die Zinslast des immensen Schuldenberges noch erträglich. Nur so wird einer Staatsschuldenkrise vorgebeugt. Das Inflationsziel von 2% ist nur ein Feigenblatt, um die ultra-lockere Geldpolitik trotz der einschneidenden Nebenwirkungen zu rechtfertigen. Da die Umverteilungswirkungen der Geldpolitik die Kaufkraft der Mittel- und Unterschicht immer weiter aushöhlen, steigen trotz Geldtsunami die Konsumentenpreise nicht. Der Zusammenhang zwischen expansiver Geldpolitik und Inflation (wie er auch von europäischen Zentralbankern angenommen wird) ist längst nicht mehr gültig. Je mehr Anleihen gekauft werden, desto geringer (und nicht höher!) ist der Inflationsdruck. Zentralbankpräsident Kuroda kann so unbegrenzt weitermachen.

Beim großen Nachbarn China wird vor allem die starke Abwertung des Yen im Zuge der Abenomics mit wachsendem Argwohn gesehen. Seit Januar 2013 bis zu den ersten Abwertungsschritten Chinas im Juli 2015, hat der Yen um 40% gegenüber dem chinesischen Yuan abgewertet. In China mehren sich seither die Anzeichen, dass in den vergangenen 15 Jahren spekulative Kapitalzuflüsse (nicht zuletzt aus Japan) zum Aufbau von Überkapazitäten im Exportsektor und im Immobilienmarkt beigetragen haben. Diese Blasen sind nun geplatzt und auch das Reich der Mitte schlittert in die Krise. Chinas Regierung ist deshalb immer weniger gewillt, die Abwertungsstrategie Abes zu dulden, weil sie den Export schwächt. Es deutet sich ein Abwertungswettlauf in Ostasien an, der sowohl Japan als auch China schaden wird.

Die japanische Geldpolitik ist damit mehr wirtschaftspolitisches Kamikaze als eine Therapie für den krankenden Riesen. Die Kosten für einen Großteil der Bevölkerung sind hoch, weil die marktwirtschaftliche Ordnung in Land der aufgehenden Sonne schleichend unterhöhlt wird. Das Haftungsprinzip ist ausgesetzt. Die Zinsen signalisieren kein Risiko mehr. Der Zins trennt nicht mehr gute Investitionsprojekte von schlechten. Die versteckte Verstaatlichung von Banken, Industrie und Nachfrage bremst Innovation und Wettbewerb. Der Wohlstand verfällt! Diejenigen, die Japan schon immer als kommunistisches Land mit kapitalistischem Gesicht angesehen haben, können sich bestätigt fühlen. Nur so ist es zu erklären, dass der

hohe Arbeitseinsatz der sehr gut ausgebildeten Bevölkerung seit nun mehr 25 Jahren ins Leere läuft.

Und die Lehren für die europäische Geldpolitik? Japan zeigt sehr deutlich, dass das geringe Zinsniveau nicht als Folge einer – beispielsweise alterungsbedingten – Wachstumsschwäche zu sehen ist. Vielmehr muss die Wachstumsschwäche als Konsequenz der Politik des billigen Geldes verstanden werden. Die säkulare Stagnation ist selbstgemacht! Obwohl in vielen Ländern der Europäischen Union die von billigem Geld genährten Blasen ca. 15 Jahre später als in Japan geplatzt sind, zeichnen sich bereits in vielen Aspekten ähnliche Entwicklungen ab.

In den europäischen Krisenländern dient die Geldpolitik immer mehr der versteckten Finanzierung von maroden Banken, unrentablen Unternehmen, nicht nachhaltigen sozialen Sicherungssystemen und überschuldeten „Zombie-Staaten“. Eine nachhaltige Erholung ist deshalb unwahrscheinlich. Für Deutschland ist die europäische Geldpolitik derzeit zu expansiv, so dass wie im Japan der 1980er Jahre eine Blase entstanden ist. Am deutlichsten zeigt sich diese bei den Immobilienpreisen der Ballungszentren. Die Herausforderungen für Europa dürften größer werden, wenn eines Tages die deutsche Blase platzt.

In allen Teilen der Währungsunion trägt das billige Geld über ähnliche Transmissionskanäle wie in Japan schon lange zu wachsender Ungleichheit bei. Das nährt überall in Europa die politische Polarisierung. Es ist ungewiss, wie sich dies auf das gesellschaftliche und politische Klima in Europa und auf den europäischen Integrationsprozess auswirken wird. Nur eines ist sicher: Die japanischen Bürger haben das lange Leiden unter dem billigen Geld mit sehr viel Geduld ertragen. Damit sollten die europäischen Geldpolitiker lieber nicht rechnen.