



Konjunktur in Euroland

Drohen japanische Verhältnisse?

„Wenn das so weitergeht, haben wir bald japanische Verhältnisse.“ So – oder noch drastischer: „Wir stecken bereits drin“ – wurde die europäische Wirtschafts- und Finanzmarktentwicklung in den vergangenen Jahren mit zunehmender Lautstärke kommentiert. Was ist dran am Vergleich mit Japan? Und vor allem: Was ist eigentlich passiert mit den Banken unter „japanischen Verhältnissen“?

Von Dr. Ulrich Kater

Japan erlebt seit Mitte der neunziger Jahre eine milde Deflation: Die Verbraucherpreise gingen von 1995 bis 2013 im Schnitt um 0,3 Prozent pro Jahr zurück. Dass Deflationen im Papierstandard allgemein nicht heftiger ausfallen – etwa mit so hohen negativen Raten wie umgekehrt die Inflation schnell hohe positive Raten hervorbringt – liegt an dem psychologischen Phänomen, dass die Löhne nicht so schnell nach unten verhandelt werden, wie sie umgekehrt im Inflationsfall steigen. Deflation ist wie Inflation hauptsächlich ein Erwartungsphänomen. Erst bilden sich in den Köpfen der Marktteilnehmer Vorstellungen darüber, wie es wohl weitergeht mit den Preisen in den kommenden Jahren, und diese Vorstellungen werden dann schrittweise umgesetzt und bestimmen das tatsächliche Inflationsgeschehen.

Der Grund für die Deflation in Japan war der Zusammenbruch einer gigantischen Vermögenspreisblase Ende der 80er Jahre, in der Aktien- und Immobilienpreise zerplatzten und das Bankensystem in eine Krise stürzte. Die japanische Notenbank senkte zwar daraufhin die Zinsen bis auf null Prozent, dies allerdings nur allmählich. Weitere Maßnahmen wurden erst zehn Jahre nach dem Platzen der Blase mit umfangreichen Wertpapierkäufen in Angriff genommen.

Geldpolitik in der Klemme

Zunächst dachte man, das Bankensystem könne aus seinen schlechten Krediten herauswachsen. Anfang der Nullerjahre dämmerte der japanischen Politik die Notwendigkeit umfangreicher Rekapitalisierungen, die dann in mehreren Runden durchgeführt wurden und die Abschreibung von faulen Krediten ermöglichten. Gleichzeitig mit diesen finanzwirtschaftlichen Ereignissen erlebte und erlebt Japan eine drastische Alterung der Gesellschaft. Die Sparquote ist unter zwei Prozent gefallen, der Jahrzehnte alte Außenhandelsüberschuss ist in ein Defizit übergegangen. Die reale Wirtschaft kommt kaum noch vom Fleck. Da das nominale Bruttoinlandsprodukt mangels realer Zuwächse und ohne Inflation stagniert, verschlechtert sich die Schuldentragfähigkeit. Der Staat, der seit Beginn der Neunzigerjahre die Konjunktur mit immer neuen Programmen anzukurbeln versucht hat, verschuldet sich immer höher. Beides – höhere Verschuldung bei stagnierendem oder sogar sinkendem nominalem Einkommen – führte zu einer Staatsschuldenquote von 230 Prozent. Eine solche Verschuldung bedeutet, dass die Geldpolitik die Zinsen nicht anheben kann und trotzdem die Gefahr eines Vertrauensverlusts in Geldpolitik und Finanzmärkte deutlich zunimmt.

Die Parallelen zu Euroland sind deutlich: eine geplatzte Vermögenspreisblase im Zuge der weltweiten Finanzkrise mit nachfolgendem Konjunktüreintrich und nur schleppender Reparatur der Bankbilanzen.

Euroland handelt entschiedener

Positiv schlägt für Euroland zu Buche, dass die Vermögensblase nicht so große Ausmaße angenommen hatte wie in Japan und die Geldpolitik heftiger reagiert hat. Durch die negativen Zinsen konnte die EZB selbst bei den niedrigen oder teilweise sogar negativen Inflationsraten in Euroland den Realzins immer noch negativ halten, während er in Japan durch die Deflation



Selbst wenn die Nullzinsphase in Euroland nicht so ausgeprägt sein sollte wie in Japan – sie ist doch lang genug, um Geschäftsmodelle im Finanzsektor in Frage zu stellen.

Dr. Ulrich Kater
Chefvolkswirt
DekaBank

wieder positiv wurde. Es fehlen in Europa auch – noch? – die umfangreichen fiskalischen Programme mit ihren negativen Folgen für die Staatshaushalte.

Allerdings rutscht die Schuldenquote einer Reihe von Mitgliedstaaten des Euro schleppend ebenfalls auf immer höhere Niveaus, was sich in den kommenden Jahren noch deutlich beschleunigen wird, wenn es nicht gelingt, wieder positive Inflationsraten zu erzeugen. Auch die realwirtschaftlichen Bedingungen gehen die Europäer – im Durchschnitt – energischer an als Japan: Während dort solche Institutionen wie die lebenslange Beschäftigung mit automatischer Lohnsteigerung weiter beibehalten werden, haben Länder wie Spanien oder Portugal in erheblichem Umfang Reformen umgesetzt. Wenngleich andere Länder wie Frankreich oder Italien bisher

weniger erfolgreich auf Reformkurs sind, bietet doch die europäische Aufstellung des Wettbewerbs der Nationen innerhalb des Euro andere Anreize zu wirtschaftspolitischen Reformen als die kohärente und statische Gesellschaft in Japan.

Banken kämpfen hier wie dort mit Nullzins

Die Banken haben jedoch von diesen Unterschieden nicht viel. In Euroland wie in Japan ist das Zinsniveau bei null, und das für viele Jahre. Selbst wenn die Niedriginflations- und Nullzinsphase in Euroland nicht so ausgeprägt sein sollte wie in Japan, ist sie mit mehreren Jahren doch lang genug, um ganze Geschäftsmodelle im Finanzsektor in Frage zu stellen.

In Japan setzten die Folgen der außergewöhnlichen Umstände für das Bankensystem erst zehn Jahre nach Ausbruch der Krise ein. Zunächst hatten die japanischen Banken durch den Kauf von Staatsanleihen und eine positive Zinsmarge bis Ende der neunziger Jahre noch einigermaßen ein Auskommen. Danach setzte aufgrund der sich weiter verflachenden Zinskurve und hoher Abschreibungen ein starker Ertragsdruck ein. Die Anpassungen führten seither zu deutlichen Kostensenkungen, Bilanzsummenverkürzungen sowie zu Veränderungen in den Geschäftsmodellen.

Während große japanische Banken ihr Heil im Provisionsgeschäft, etwa im Wertpapierbereich, im Auslandsgeschäft und in kostensenkenden Großfusionen gesucht haben, sind die kleineren Regionalbanken zusätzlich zu Steigerungen bei Provisionserträgen auf ein erweitertes Dienstleistungs- und Beratungsangebot für die Unternehmen in ihrer Region ausgewichen. Damit wurde in Japan deutlich: Eine ausgedehnte Nullzinsphase – ob durch Deflation, durch niedrige Inflationsraten oder sonst wie hervorgerufen – bringt enorme Strukturveränderungen im Finanzsektor und in einzelnen Geschäftsmodellen hervor. ■