

Auf der Suche nach Parallelen

Die drohende Japanisierung Europas

Andreas Uhlig
18. Mai 2014



Tokio im Jahr 1990. (Bild: Imago)

In einer Reihe von Aspekten ist die Euro-Zone heute vergleichbar mit Japan in den 1990er Jahren. Halten diese Ähnlichkeiten an, droht eine anhaltende wirtschaftliche Stagnation.

Das unter den Erwartungen gebliebene Wirtschaftswachstum in der Euro-Zone im ersten Quartal 2014 hat nach an den Märkten weitverbreiteter Ansicht die Wahrscheinlichkeit neuer monetärer Lockerungsmassnahmen der Europäischen Zentralbank (EZB) erhöht. Die konjunkturelle Erholung habe sich abgeschwächt, sei sogar festgefahren, betonen Kommentatoren. Einer der wenigen Lichtblicke sei die Entwicklung in Deutschland, wobei nicht nur das vergleichsweise kräftige Wachstum von Bedeutung sei, sondern auch die Tatsache, dass die positiven Impulse allein von einer stärkeren Binnennachfrage statt vom Aussenhandel stammten. Sollte sich ein Trend entwickeln, könnte dies ein überfälliger Beitrag zur notwendigen Verbesserung des strukturellen Gleichgewichts der Region werden.

Ungelöste Strukturprobleme

Zu den Strukturproblemen gehört der Prozess, den Analytiker und Kommentatoren als drohende «Japanisierung Europas» bezeichnen. Dieser Begriff beschreibt die Kombination einer säkularen Stagnation und eines deflationären Trends in Europa, insbesondere in der Euro-Zone. Der gegenwärtige Zustand der Region ist der Lage Japans in den 1990er Jahren ähnlich. Zahlreiche Parallelen werden gesehen: starke Währung, sinkender Preistrend, künstlich am Leben gehaltene Zombie-Banken, anhaltender Deleveraging-Prozess, Aussenhandelsüberschüsse und institutionalisierter Widerstand gegen radikale monetäre Massnahmen. Analytiker der Credit Suisse zeigen aber auch wichtige Unterschiede auf: In Japan stimulierten zusätzliche Regierungsausgaben Konsum, Investitionen und Bruttoinlandprodukt (BIP), während in der Euro-Zone Staatsausgaben, Konsum und BIP flach blieben und die privaten Investitionen sich auf einem deutlich niedrigeren Niveau eingependelt haben.

Hohe Kosten, geringer Nutzen

Wie Japan, nur weniger heftig hat die Euro-Zone mit Gegenwind demografischer Art zu kämpfen: die rapide Alterung und das zahlenmässige Schrumpfen der Bevölkerung. Den stärksten Gegenwind für die Euro-Zone ortet Cullen Roche von der Orcam Financial Group in den monetären Strukturen und meint damit den Zusammenschluss unterschiedlich strukturierter Länder in einen Währungsraum ohne ausgleichendes Fiskalsystem, was die Geldpolitik über Gebühr beanspruche. Die Euro-Zone tut sich jedenfalls schwerer als andere Länder, die Krise zu überwinden, wie das Wachstum seit 2007/08 zeigt. Die USA haben die vor der Krise erreichte Spitze des BIP längst überschritten, Japan und Grossbritannien liegen leicht darüber oder nahe daran, während die Euro-Zone einen weitgehend horizontalen Trend im negativen Bereich aufweist.

Die monetären Massnahmen zur Überwindung der Banken-, Finanz- und Wirtschaftskrisen – extrem tiefe Zinsen und hohe Liquidität – sind nicht ohne Kosten. Vor kurzem hat Richard Barrington vom Finanzportal Money-Rates den Kaufkraftverlust zu ermitteln versucht, der in den USA durch die Kombination von sehr tiefen Zinssätzen und höheren Inflationsraten allein bei den Bankeinlagen entstanden ist. Er kommt für die vergangenen fünf Jahre auf einen Betrag von über 750 Mrd. \$. Diese Summe wird nach Ansicht von Gary Halbert vom Kapitalverwalter Halbert Wealth Management auf über 1 Bio. \$ steigen, bevor die US-Notenbank ihren geldpolitischen Kurs geändert haben wird.

Bei ökonomischen Entscheiden sind Kosten-Nutzen-Analysen nützlich. Im Falle der USA hätten die Rettungsprogramme der Notenbank zu Resultaten mit zweifelhaftem Wert geführt, meint Barrington. Selbst nach über vier Jahren mit konjunktureller Erholung sei die Wirtschaft nicht in der Lage, eine Eigendynamik zu entwickeln. Der Aufschwung basiere zu stark auf zusätzlicher Verschuldung, und die Märkte seien völlig abhängig von tiefen Zinsen. Auch der Nutzen der europäischen Krisenpolitik wird verschiedentlich infrage gestellt. Zwar ist ein Auseinanderbrechen der Euro-Zone verhindert worden, doch die Staatsverschuldung ist kräftig gestiegen. Das Bankensystem und die gesamte Wirtschaft haben weiterhin ungelöste Strukturprobleme.

Ein Wettlauf

Für Marktkommentator John Mauldin hängt die ökonomische Zukunft davon ab, welche von zwei sich beschleunigenden Entwicklungen die Oberhand haben werde. Einerseits bestehe, sagte er an der Strategic Investment Conference in San Diego, die destabilisierende Wirkung zunehmender Staatsverschuldung in Industriestaaten und aufstrebenden Ländern. Auf der anderen Seite beschleunige sich der technische Fortschritt in rapidem Tempo. Somit stelle sich die Frage, ob der Privatsektor sich rascher erneuern und mit Innovationen Wohlstand schaffen könne, als Regierungen und Zentralbanken diesen zerstörten.