

# GESTERN JAPAN – MORGEN OSTEUROPA? ANMERKUNGEN ZU EINIGEN MÖGLICHEN KRISENVERWERFUNGEN UND BEWÄLTIGUNGSSTRATEGIEN

Detlev Ehrig, Uwe Staroske  
Universität Bremen

## 1. Von Japan nach Osteuropa – alte und neue Herausforderungen

Alle Welt redet von Griechenland und den Schwierigkeiten der mit ihm an der Peripherie liegenden Staaten der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion – gemeinhin als PIIGS-Staaten apostrophiert. Die Kriseneinschätzungen sind deutlich: es fehle an der notwendigen Konvergenz der ökonomischen Entwicklung, an ernsthaften Bemühungen bzw. an den Möglichkeiten, die Verwerfungen der öffentlichen Finanzen in den Griff zu bekommen; die Allokationsentscheidungen seien zu sehr an den Konsumwünschen der eigenen Bevölkerung und zu wenig an den Notwendigkeiten einer international wettbewerbsfähigen Produktions- und Dienstleistungsstruktur ausgerichtet. Rettungsschirme müssen aufgespannt werden. Es droht gar der Staatsbankrott, wenn nicht gar der Zerfall der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion.<sup>1</sup>

Leicht in Vergessenheit gerät angesichts der Krisendynamik in den südeuropäischen Staaten die Situation in den osteuropäischen Ländern der Wirtschafts- und Währungsunion. Und nicht zuletzt Japan: Seit mehr als einem Jahrzehnt dümpelt die japanische Volkswirtschaft vor sich hin, ist im Zuge der weltweiten Finanzkrise erneut durchgeschüttelt worden, ohne dass nachhaltige Wege aus der Krise erkennbar sind.

Osteuropäische Länder sind in einem besonderen Maße Opfer der Verwerfungen des Weltfinanzsystems geworden, wenn auch aus unterschiedlichen Gründen. Osteuropa, in den letzten Jahren ein Hoffnungsträger für die wirtschaftliche Entwicklung, ein „emerging market“, hat sich eng an ausländische Kreditgeber angelehnt und sie geradezu eingeladen, den Boom zu finanzieren. Ganz anders hingegen Japan, am anderen Ende des weltumspannenden Finanzgeflechts gelegen. Es gehörte eher zu den Financiers dieses Booms. Carry-Trade ist das Zauberwort, das die Entwicklung beider Regionen miteinander verbindet. Für Osteuropa sind die Herausforderungen nach dem Zusammenbruch des Weltfinanzsystems historisch neu, für Japan hingegen setzt sich eine Entwicklung unheilvoll fort, die seit den neunziger Jahren mit dem Land verbunden ist: eine schon fast chronisch zu nennende Deflation.

Japans Wirtschaft spielt im Konzert der großen Volkswirtschaften seit den neunziger Jahren eine Sonderrolle. Das Land ist seit langem von einer tief sitzenden binnenwirtschaftlichen Schwäche geprägt, die gleichermaßen die Nachfrage wie das Ange-

---

<sup>1</sup> So beispielsweise der deutsche Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung in seinem Jahresbericht 2011/12, Kapitel 3: „Euro-Raum in der Krise“, abrufbar unter: [http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/download/gutachten/ga11\\_ges.pdf](http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/download/gutachten/ga11_ges.pdf)

bot betrifft. Arbeitsintensive Produktions(teil)prozesse wurden in asiatische Niedriglohnländer verlagert, um die eigenen Exporte international wettbewerbsfähig zu halten. Die private Konsumnachfrage dümpelt vor sich hin, die privaten Anlageinvestitionen machen erratische Sprünge, es gibt kaum Veränderungen der Verbraucherpreise, und die kurzfristigen nominellen Zinssätze liegen schon seit Jahren nahe null Prozent. Japan erlebte in den neunziger Jahren eine spekulative Aufblähung der Vermögenswerte im Zuge der Aufwertung des Yen gegenüber dem Dollar. Senkungen des Diskontsatzes seitens der japanischen Zentralbank beendete die spekulative Vermögensblase und ließ die Anlage in Sachvermögenswerten, einschließlich Aktien, wiederum attraktiver werden. Mit den gesunkenen Zinsen einhergehende sinkende Renditen für Rentenpapiere sorgten wiederum für einen sich selbst verstärkenden Aktien- und Immobilienboom (SVR 98, TZ 52 ff), der erst zu Beginn des neuen Jahrtausends sein Ende fand. Eine Ausweitung der Staatsnachfrage mit den Instrumenten der expansiven Geld- und Fiskalpolitik konnte keinen grundlegenden Wandel in der lang anhaltenden binnenwirtschaftlichen Nachfrageschwäche einleiten.

Lange vor ihrem Ausbruch fokussierten sich in Japan bereits somit seit den neunziger Jahren in einem Mikrokosmos die Elemente der Weltfinanzkrise mit einer daniederliegenden Binnenkonjunktur, spekulativen Blasen, einer Null-Zinspolitik und einer expansiven Fiskalpolitik als Ersatz für geplatzte Aktien- und Immobilienblasen (SVR 2000, TZ 38 ff).

Wenn eine Binnenkonjunktur bereits seit Jahren praktisch am Boden liegt, wird die Dynamik in besonderer Weise durch das Geschehen auf den Auslandsmärkten bestimmt.

Japan hat sich, nicht zuletzt als Konsequenz aus der sich hinschleppenden Binnenkonjunktur, auf seine außenwirtschaftlichen Stärken konzentriert und Leistungsbilanzüberschüsse produziert. Damit ist Japan in den letzten Jahren in die Rolle eines klassischen Aufwertungslands mit einem hohen Leistungsbilanzüberschuss geraten. Gleichzeitig war die Zahlungsbilanz von einem ausgeprägten Defizit in der Kapitalbilanz begleitet. Das Kapitalbilanzdefizit diente hauptsächlich der Finanzierung der US amerikanischen Importe. Eine an niedrigen Zinsen orientierte japanische Geldpolitik hat zu Arbitragegeschäften mit dem Ausland geführt. Carry Trade hat bewirkt, dass der Yen trotz eines Leistungsbilanzüberschusses seit einigen Jahren abgewertet wurde. Dies hat die deflatorischen Tendenzen innerhalb der japanischen Wirtschaft noch einmal verschärft. Die Finanzkrise hat seit Ende 2008 – neben einem Verfall der Aktienkurse – jedoch zumindest zeitweise zu einem Abbau der Zinsunterschiede geführt. Verschärfte Finanzierungsbedingungen und eine wachsende Risikoaversion haben den Trend verstärkt, Verschuldungspositionen in Währungen abzubauen, die bisher der Finanzierung des Carry Trades dienten. Hieraus resultierte eine abrupte Aufwertung des Yen insbesondere gegenüber dem US-Dollar. Ein dramatischer Einbruch in den Warenexporten um 45% im Vergleich zum Vorjahr zum Ende des Jahres 2008 hat die außenwirtschaftliche Achillesferse der japanischen Wirtschaft noch einmal in aller Deutlichkeit sichtbar werden lassen. Japans Volkswirtschaft hatte im März 2011 die Naturkatastrophe in Fukushima zu

bewältigen. Gleichwohl belastet eine anhaltende Aufwertung des Yen die japanische Exportindustrie. Im Vergleich zum Tiefstand im April 2011 wertete der japanische Yen trotz massiver Politik des billigen Geldes seitens der Zentralbank um rund 10% gegenüber dem US-Dollar zum Ende des Jahres 2011 auf. Da die japanischen Exporte einen im internationalen Vergleich geringen Anteil von importierten Vorleistungen von rund 10% aufweisen, waren deutliche preislich induzierte Verschlechterungen in der japanischen Handelsbilanz zu erwarten: Anfang 2012 wies die japanische Handelsbilanz ein Rekorddefizit auf. Hiervon konnte sich Japan bereits im Februar durch einen leichten Überschuss in der Handelsbilanz erzielen.

Und Osteuropa? Ist Japan möglicherweise das Menetekel einer dahindümpelnden Volkswirtschaft, das den osteuropäischen Ländern ebenso droht? Immerhin sind einige osteuropäische Länder noch stärker von der Krise betroffen als Griechenland. Das gilt vor allem für die baltischen Länder, die von einem verschuldungsgetriebenen Wachstum bei hohen Handelsbilanzdefiziten getrieben waren. Anders die Situation von Ländern, die auf ein exportorientiertes Modell des Wachstums setzen. Aber droht ihnen nicht ein ähnliches Schicksal wie Japan mit seiner außenwirtschaftlichen Stärke?

Betrachtet man Osteuropa gemeinsam mit Japan und den Schwellenländern, hat sich seit dem Ausbruch der Finanzkrise Mitte 2007 in der Tat kein einheitliches Bild ergeben (Becker 2011). Eine Reihe von Schwellenländern profitierte zunächst noch von den hohen Rohstoffpreisen. Sie beklagen seitdem eher eine Abschwächung der bislang gewohnten hohen Zuwachsraten der wirtschaftlichen Entwicklung. Anders die osteuropäischen Länder. Sie sind seit Ausbruch der Finanzkrise von einer massiven Umkehr von Kapitalströmen betroffen. Der Rückzug ausländischer Banken aus dem Osteuropa-Geschäft führte zu einem deutlichen Anstieg von Risikoprämien um mehr als das Vierfache innerhalb eines Jahres zwischen Mitte 2007 und Ende 2008. Gemeinsam mit einem Verfall der Wechselkurse und der Aktienmärkte waren sie eine besondere Belastung angesichts hoher Leistungsbilanzdefizite und einem hohen Grad an Verschuldung in fremden Währungen. Dies betrifft gleichermaßen private Haushalte und Unternehmen, deren Kredite oftmals in Euro denominated sind. Das Ergebnis ist ein gravierender Einbruch der Wachstumsgrundlagen für osteuropäische Wirtschaften, gerade auch im Hinblick auf die Einlösung der Maastricht-Kriterien als Voraussetzung für den Beitritt zur Europäischen Währungsunion (DIW 2010). Der scheinbar sichere Weg, die Ablösung von Schulden und der Aufbau von Vermögenspositionen in Zeiten einer deflationären Abwärtsbewegung führt aber schnell in eine Sackgasse aus Produktionsrückgang, Einkommensreduktion, Schuldentilgung und Vermögensverfall, bekannt auch als Keynesches Spar- und Fishersche Schuldendeflation (De Grauwe 2009; Horn/ Joebges 2009).

Ein erster Blick auf die Verhältnisse in Japan und der EWWU offenbart für Japan die Notwendigkeit einer Reduktion der Verschuldung im Unternehmenssektor. Für die Länder der EWWU waren die Bilanzprobleme weniger offensichtlich, zeigten aber regionale Unterschiede im Ausmaß ihrer Verschuldung.

Für die Wirtschaftspolitik stellen sich weitreichende Herausforderungen. Zum einen geht es um die Frage, ob die europäischen Länder dem Schicksal des japanischen Wegs ausgeliefert sein könnten. Die japanischen Erfahrungen zeigen recht deutlich, welche Probleme sich durch eine Bilanzrezession ergeben können und wie steinig der Weg sein kann zur Wiederherstellung eines nachhaltigen Wachstumspfad. Die Lehren, die daraus gezogen werden können, laufen auf ein Überdenken der Funktionsweise des Finanzsystems hinaus. Sie zeigen darüber hinaus, wie leicht fortgeschrittene Volkswirtschaften sich der Gefahr ausgesetzt sehen, eine lang andauernde Anpassung der sektoralen Bilanzen, eine anhaltende Nachfrageschwäche, eine rasch zunehmende Staatsverschuldung und einen dramatischen Verfall der Vermögenspreise hinnehmen zu müssen.

Droht Europa, vor allem Osteuropa, ein ähnliches Schicksal wie es Japan durchlebt hat? Kommen auf die europäischen Länder, speziell die der Währungsunion und Osteuropas, ebenfalls eine „verlorenes Jahrzehnt“ (EZB 2012, S. 103) der Stagnation und der verpassten Wachstumsaussichten zu, oder sind die japanischen Erfahrungen untauglich für die Beschreibung eines möglichen europäischen Entwicklungspfad? Dazu gilt es, Besonderheiten nachzuzeichnen, denen Japan ausgesetzt gewesen ist: Zu ihnen zählen Probleme der Währungsanpassung, öffentliche und private Verschuldung, Binnennachfrage und außenwirtschaftliche Abhängigkeit und nicht zuletzt Strukturanpassungen durch technologische Brüche und demografische Entwicklungen.

Der Beitrag vertritt eine keynesianische Sicht der Dinge. Dies bedeutet: Es geht um die Frage, inwieweit die Probleme Japans und die Osteuropas vergleichbar oder doch eher verschieden sind unter dem Gesichtspunkt einer Sicherung bzw. einer Wiederherstellung von stabilen Zukunftserwartungen auf Inlands- und Auslandsmärkten, die gleichzeitig dazu geeignet sind, möglichen Deflationsprozessen zu begegnen. Die Möglichkeiten der Geldpolitik scheinen ausgereizt. Der Fokus sollte eher in einer nachhaltigen Wiedergewinnung von wirtschaftlichen Zukunftsaussichten durch eine Politik der Stärkung der Kaufkraft – binnenwirtschaftlich wie außenwirtschaftlich – liegen. Unterstützung ist notwendig durch eine Geldpolitik, die den Liquiditätsbedarf sicherstellt, notfalls auch durch direkten Aufkauf von Wertpapieren. Dort, wo Arbeitslosigkeit sich weiter festzusetzen droht, bedarf es bewusster nachfragestimulierender Interventionen. Was für westeuropäische Länder und die USA gilt, gilt um so mehr für Japan und Osteuropa: eine Blaupause für eine Antikrisenpolitik, die die Gefahrenabwehr einer Abwärtsspirale ernst nimmt und Lehren aus dem „verlorenen japanischen Jahrzehnt“ zieht.

## **2. Die Politik des Carry Trade und Währungsanpassungen**

Den durch die internationale Finanzkrise ausgelösten monetären Verwerfungen wird häufig versucht, mittels einer neuen Finanzmarktarchitektur zu begegnen. Hierbei stehen die Regulierung und die Aufsicht von Finanzinstitutionen und -märkten im Vordergrund. Das Weltwährungssystem wird üblicherweise vernachlässigt – nicht zuletzt im Vertrauen auf die Selbstregulierungskräfte der Devisenmärkte. Sich selbst überlassene und flexible Devisenkurse sind jedoch kein Allheilmittel, sondern

können hingegen die Ursache für (weitere) Instabilität sein<sup>2</sup>. Der japanische Yen und die osteuropäischen Märkte sind hierfür ein treffendes Beispiel: Gegenüber dem US amerikanischen Dollar hat der Yen zwischen Anfang 2005 und Mitte 2007 um ca. 15 % abgewertet, obwohl der japanische Leistungsbilanzüberschuss rund 4 % des Bruttoinlandsproduktes betrug. Das amerikanische Defizit hingegen belief sich auf 6 %. Von Herbst 2008 bis zum Jahresbeginn 2009 hat der Yen wiederum gegenüber dem Dollar um nahezu 20% aufgewertet, um danach wiederum um mehr als 10% abzuwerten. Im Jahr 2011 wiederum hat der japanische Yen gegenüber dem US-Dollar um die gleiche Spanne aufgewertet. Am aktuellen Zeitrand (seit Mitte Februar 2012) hat der Yen gegenüber dem USD wiederum deutlich abgewertet, was durch das Rekorddefizit in der Handelsbilanz beeinflusst wurde.

Der Carry Trade hat maßgeblich zu diesem Auf und Ab des Yen geführt: Zinsdifferenzen zwischen Japan und dem Ausland haben dazu geführt, dass insbesondere institutionelle Anleger sich in Yen verschuldet haben, was angesichts der niedrigen Zinsen nahe Null mit wenig Risiko verbunden war, und das aufgenommene Geld in höher verzinslichen Währungen – meistens US Dollar – angelegt.<sup>3</sup> US-amerikanische Banken haben ihre Niederlassungen in Japan dazu nutzen können, um Liquidität in den Heimatmarkt zu transferieren. Konkret bedeutet dies eine Verschuldung der japanischen Niederlassung einer amerikanischen Bank am japanischen Geldmarkt mit einer Kreditvergabe an die amerikanische Muttergesellschaft. Dieser positive Saldo aus Forderungen und Verpflichtungen von Tochtergesellschaften in Japan gegenüber ihren Muttergesellschaften in den Vereinigten Staaten führte zu einer Abwertung des Yen und zu einer Aufwertung des US Dollars. Die Rückzahlung ist für den Anleger zusätzlich profitabel, da der Wert des US Dollars zwischenzeitlich gegenüber dem Yen zugenommen hat. Der Investor hat somit neben der Rendite aus der Zinsdifferenz eine aus der für ihn günstigen Wechselkursentwicklung, die von ihm – natürlich im Verbund mit anderen Investoren – selbst herbeigeführt oder zumindest verstärkt wurde. Der Investor trägt dennoch grundsätzlich das volle Wechselkursrisiko und ist der Gefahr ausgesetzt, dass sich die Zinsen auch kurzfristig ändern können. Dies kann durch Termingeschäfte ausgeglichen werden, die jedoch normalerweise die erwartete Rendite schmälern. Beim Carry Trade handelt es sich somit um ein lukratives, wenn auch nicht um ein weitgehend risikoneutrales Arbitragegeschäft. Dadurch, dass die Wechselkursentwicklung im Verhältnis zum Leistungsbilanzsaldo atypisch verläuft, verhinderte sie nicht nur einen langfristigen Leistungsbilanzausgleich, sondern war zugleich die Quelle zusätzlicher finanzieller Instabilität. Die Aufwertung des US-Dollar wurde zusätzlich verstärkt durch den Ankauf durch Schwellenländer, die auf diese Weise der unerwünschten Aufwertung der heimischen Währung entgegen wirken wollten.

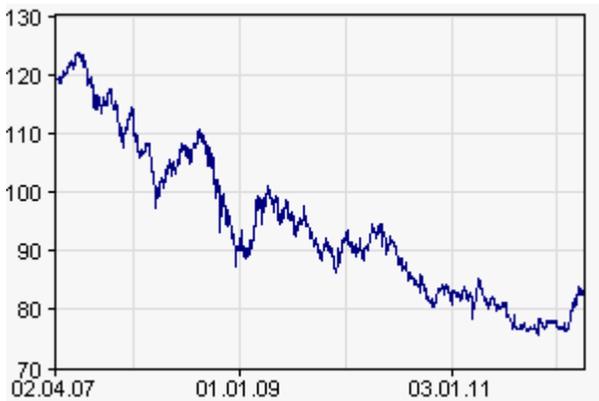
---

<sup>2</sup> So beispielsweise die Diskussionsbeiträge in: Sauer/ Ötsch/ Wahl (2009)

<sup>3</sup> Die einfache Carry-Trade Regel orientiert sich an den Zinsdifferenzen. Hierbei nimmt der Investor Kapital in einem niedrig verzinsten Land auf und reinvestiert es in einem höher verzinsten Land (Fabrizi 2011, S. 38). Die Carry-Trade Strategie lässt sich erweitern um einen Blick auf die Inflationserwartungen. Sind Zinsdifferenzen größer als die erwarteten Inflationsdifferenzen, wird Carry-Trade ebenfalls zu einem lohnenden Arbitrage-Geschäft (Pojarliev 2009, S. 28).

Erst als die amerikanische Notenbank bei konstanten Preissteigerungsraten im Zuge der Finanzkrise die Zinsen immer weiter senkte, geriet der Carry Trade zwischen japanischem Yen und amerikanischem Dollar ins Stocken. Als Folge verlagerten sich die Finanzinvestition in andere Länder mit Leistungsbilanzdefiziten und hohen Zinsen: Osteuropa, Türkei, Australien.

Hierdurch wurde nicht nur die Anpassung der Leistungsbilanzen erschwert, sondern auch deutliche Fehlanreize für Kreditnehmer gesetzt; in einigen osteuropäischen Ländern mit hohem Zinsniveau haben sich Hauskäufer und -erbauer günstig in Währungen mit niedrigen Zinsen verschuldet. Mit sinkenden heimischen Zinsen und einsetzender Abwertung der Inlandswährung geraten Kreditnehmer allerdings in Schwierigkeiten, weil ihr Auslandskredit in heimischer Währung ansteigt. Auch die Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar ging einher mit starken Wechselkursschwankungen bei anderen Währungen wie dem japanischen Yen oder dem Schweizer Franken. „Als Folge verschärfter Finanzierungsbedingungen und stark erhöhter Risikoaversion werden Verschuldungspositionen in den Währungen abgebaut, in denen bisher die Refinanzierung der Carry Trades erfolgte“ (SVR 2008, TZ 36). Dies wurde auch begünstigt durch den Aktienkursverfall am japanischen wie auf den osteuropäischen Kapitalmärkten im Zuge der sich verschärfenden Finanzkrise insbesondere seit September 2008.

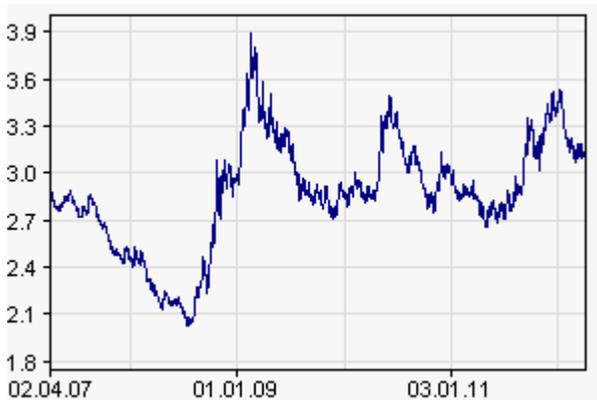


**Abbildung 1.** Nominaler Wechselkurs US-Dollar - Yen April 2007 – März 2012 ([http://www.finanzen.net/devisen/us\\_dollar-yen-kurs](http://www.finanzen.net/devisen/us_dollar-yen-kurs)).

Der Umfang des Carry Trade wurde somit erst in dem Augenblick geringer, als die amerikanische Notenbank die Zinsen senkte und noch einmal deutlich weniger im Zuge der Finanzkrise; es existiert kein Marktmechanismus, der den Carry Trade zum Erliegen brächte. Die Entwicklung des Yen wird durch den Carry Trade in die „falsche“ Richtung gelenkt, da er hierdurch tendenziell ab- statt aufgewertet wird. Dieser Abwertung kann nur durch Zentralbankinterventionen begegnet werden. „Erstaunlich nur: Über das Überschussland China schimpfen alle, weil dort die Zentral-

bank den Wechselkurs stabilisiert, zu Japan fällt keinem etwas ein, weil es da ja der weise Markt ist, der die Ungleichgewichte verstärkt“ (Flassbeck 2007).

Eine etwas andere Entwicklung als der Yen hat der Zloty gegenüber dem US-Dollar genommen. Einer Phase der Aufwertung als Folge von Kapitalzuflüssen folgte eine Phase der abrupten Abwertung seit 2008, die zu Beginn des Jahres 2009 ihren Tiefpunkt hatte. Danach erst erfolgte eine Erholungsphase gegenüber dem Dollar. Seitdem hat der Zloty insgesamt erneut aufgewertet, hat allerdings nicht mehr das Niveau von vor 2008 erreicht. Es hat nach wie vor Wechselkursschwankungen zum US-Dollar gegeben, jedoch sind auch die Ausschläge seitdem geringer geworden.



**Abbildung 2.** Nominaler Wechselkurs US-Dollar – Zloty, April 2007 – März 2012 ([http://www.finanzen.net/devisen/us\\_dollar-zloty-kurs](http://www.finanzen.net/devisen/us_dollar-zloty-kurs)).

Welche Gründe führen dazu, dass das System des Carry Trade nicht marktimmanent zum Erliegen kommt? „Normalerweise“ könnte doch erwartet werden, dass „den Gewinnern“ des Carry Trade „die Verlierer“ gegenüber stehen müssten. Diese sind aber nicht oder nur kaum auf den Devisenmärkten vertreten. Zu den Verlierern zählen vor allem die japanischen Sparer, die für ihre Spareinlagen in Japan kaum oder gar keine Zinsen bekommen. Da die deflatorische Entwicklung in Japan durch die mehr als moderate Lohnentwicklung zumindest begünstigt wurde, kann aber nicht davon ausgegangen werden, dass die japanischen Haushalte in nennenswertem Umfang ihre Spar- bzw. Konsumgewohnheiten ändern werden. Hierzu fehlen ihnen schlichtweg die notwendigen finanziellen Voraussetzungen.

Anders die Situation in Osteuropa: Zu den Verlierern werden auch die Produzenten in den Hochzinsländern gerechnet, die –sofern sie sich in heimischer Währung verschulden – hohe Zinsen zu tragen haben und außerdem an Wettbewerbsfähigkeit auf Grund der Stärke ihrer heimischen Währung verlieren. Die osteuropäischen Länder mit ihren auslandsfinanzierten Krediten sind dafür das beste Beispiel: Auch das Baltikum hat in den vergangenen Jahren seine Immobilienkrise erlebt. Die betroffenen Länder hätten vor Ausbruch der Krise im Grunde mehr sparen und weniger investie-

ren müssen, um somit eine Rezession zu begünstigen. Damit hätten die jeweiligen Notenbanken rechtzeitig zu Zinssenkungen bewegt werden können. Aber auch dieses Szenario erscheint im Nachhinein als wenig wahrscheinlich, weil die jeweiligen Notenbanken durch ihre Hochzinspolitik versucht haben, die geldpolitischen Zügel so weit anzuziehen, dass gerade keine Rezession in Gang gesetzt wurde.

Die ungleiche Position von Gewinnern und Verlierern des Carry Trade hat verhindert, dass ein immanenter (Markt-)Mechanismus in Gang gesetzt wird, der für einen Ausgleich sorgt. Dieser ist somit ohne staatliche Interventionen kaum erzielbar – hier liegt ein geradezu klassischer Fall von Marktversagen vor (Flassbeck 2007).

Dies wäre aber dringend erforderlich gewesen. Im Ergebnis kann die Entstehung und Ausbreitung der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise nur im Kontext globaler Leistungsbilanzungleichgewichte sowie des Carry Trade verstanden werden (SVR 2008, TZ 34).

In seinem aktuellen Jahresgutachten 2011/12 geht der Sachverständigenrat demzufolge auch weiterhin davon aus, dass der Carry Trade für die Entstehung und Diffusion konjunktureller Gefahren in einem globalen Kontext zumindest mitverantwortlich gemacht werden muss. Die nach wie vor niedrigen Zinsen und die massive Bereitstellung von Liquidität in den Industrieländern machen zur Zeit die Geldanlage vor allem in Schwellenländern attraktiv, was die Wirtschaftspolitik – allen voran die Geldpolitik – der Zielländer vor erhebliche Probleme stellt (SVR 2011, TZ 88).

### **3. Ein kurzer Blick auf Japan**

Welche Auswirkungen hat die oben beschriebene Entwicklung auf die japanische Wirtschaft gehabt? Trotz des hohen Leistungsbilanzüberschusses hat der japanische Yen, wie oben geschildert, in der Vergangenheit zur Abwertung geneigt. Ein nachlassender Carry Trade hat diese Entwicklung zum Erliegen gebracht und schließlich sogar umgekehrt, so dass der Yen gegenüber anderen Währungen, wenn auch mit großen Schwankungen, aufwertete. Diese Aufwertung sowie eine schwache Nachfrage führten zu einem Rückgang der Exporte insbesondere in die Vereinigten Staaten. Der Bankensektor wurde von der Finanzkrise zunächst nur in einem geringen Maße beeinflusst: Ein geringes Engagement im Subprime-Segment, eine vergleichsweise hohe Eigenkapitalquote sowie eine umfassende Bereinigung der Bankbilanzen im Vorfeld der Krise haben eine schnelle Ausbreitung auf den Finanzsektor verhindert. Der Exportsektor hingegen wurde von der Krise deutlich negativ beeinflusst und, da die Entwicklung der japanischen Wirtschaft sehr eng mit den Exporten verknüpft ist, auch die gesamte Volkswirtschaft.

Insgesamt hat sich die japanische Wirtschaft durch die Finanz- und Wirtschaftskrise deutlich abgekühlt. Mit der Abschwächung der Exportdynamik sank die Steigerung des BIP im Jahre 2008 auf 0,7 %. Auch von Seiten der Binnenwirtschaft ist keine Aufhellung des konjunkturellen Klimas zu erwarten: Eine sinkende Industrieproduktion, eine schwache Bauwirtschaft und eine zögerliche Konsumententwicklung können hier als die Hauptgründe gesehen werden. Die japanische Wirtschaft nähert

sich bedenklich einer erneuten Deflationsphase. Der private Konsum in Japan sieht sich vielen Herausforderungen gegenüber: nach langer Zeit erstmals wieder steigende Preise, stagnierende bzw. kaum steigende Nominaleinkommen mit der Folge sinkender Realeinkommen und ein gesunkenes Konsumentenvertrauen wirken als eine deutliche Bremse der konjunkturellen Entwicklung. Die Verbraucherpreise erhöhten sich im Jahr 2008 um 1,4 % und somit auf den höchsten Stand seit 10 Jahren. Inzwischen aber sinken die Preise wieder auf breiter Front. Seit 2008 stagniert der Leitzins auf 0,1%. Der Außenhandelsüberschuss – die wichtigste Stütze der japanischen Wirtschaft – sank 2009 auf einen Anteil von 2,1 % am BIP gegenüber 4,9 % noch im Jahr 2007. Dies kann insbesondere auf einen deutlichen Rückgang der Exporte vor allem in die Vereinigten Staaten zurückgeführt werden. Hiervon waren vor allem die Automobil- und Stahlindustrie betroffen.

Zu Beginn des Jahres 2009 ist die Weltfinanzkrise in Japan angekommen. Die deutliche Aufwertung des Yen im Zuge des Rückflusses von Finanzanlagen von den USA nach Japan hat die Warenexporte binnen kurzer Frist nach der Jahreswende 2008/2009 im Vergleich zum Vorjahr um 45% einbrechen lassen. Der Rückgang der preislichen Wettbewerbsfähigkeit japanischer Unternehmen kann derzeit nicht durch andere Nachfragekomponenten ausgeglichen werden. Die Konsumausgaben verharren bei einer hohen Sparquote der privaten Haushalte auf einem niedrigen Niveau. Impulse durch eine Anhebung von Löhnen sind nicht in Sicht (Deutsche Bundesbank 2009, S. 14 f.). Im Gegenteil: In den letzten Jahren hat sich in Japan ein deutlicher Wandel auf dem Arbeitsmarkt vollzogen. Auf der einen Seite stehen gewachsene Beziehungen in inhabergeführten Unternehmen mit stabilen Beschäftigungsverhältnissen. Auf der anderen Seite stehen unsichere und schlecht entlohnte Arbeitsverhältnisse, die hemmend auf den Verbrauch wirken (DIW 2010, EZB 2012, S. 105).

Japan hat zwar ein umfangreiches Konjunkturprogramm beschlossen, das in ähnlicher Weise strukturiert ist wie das deutsche des Jahres 2008. Es hat immerhin einen Schutz der Binnenwirtschaft vor den Produktionsausfällen in der Exportwirtschaft bewirken können. Gleichwohl bleiben die Aussichten auf mittlere Sicht unsicher.

Auch die derzeitigen Prognosen sind nach wie vor mit großen Unsicherheiten belastet. Eine robuste Einschätzung der wirtschaftlichen Lage in Japan sowie der Zukunftsaussichten sind durch die schwierige Abschätzung der makroökonomischen Folgen der ökologischen Katastrophen des Jahres 2011 mit Unsicherheiten belastet. Insgesamt ergeben sich aber Signale für einen vorsichtigen Optimismus. Die Prognosen gehen davon aus, dass die Wachstumsraten des japanischen BIP – nach einem (deutlichen) Minus in 2011 – im laufenden Jahr 2012 wieder mit einem positiven Vorzeichen versehen sein werden. Optimistische Schätzungen nehmen ein Wachstum von mehr als zwei Prozent an, allerdings ausgehend von einem niedrigeren Niveau. Die deflatorische Entwicklung scheint ebenfalls zum Erliegen gekommen zu sein, im laufenden Jahr wird ein Preisindex um 0 % herum erwartet und in künftigen Jahren eine Steigerungsrate der Verbraucherpreise von circa 1 %. Auch für die Bodenpreise, die seit nahezu 20 Jahren immer wieder kontinuierlich gesunken sind, wird angenommen, dass dieser Trend unterbrochen wird und die Bodenpreise zu-

mindest nicht weiter sinken werden. Diese Entwicklung wird allgemein als sehr positiv bewertet, wird doch in der deflatorischen Entwicklung eine der Hauptursachen für die jahrzehntelange, krisenhafte Entwicklung in Japan gesehen.

Auch vom Arbeitsmarkt gibt es hinsichtlich der Arbeitslosenquote Erfreuliches zu vermelden. Es wird davon ausgegangen, dass die Arbeitslosenquote auf 4,5 % sinken wird. Dies wird allerdings von einem weiterhin steigenden Anteil unsicherer Arbeitsverhältnisse und durch einen massiven demografischen Wandel mit einer hohen Verrentungsrate begleitet sein. Durch die gesunkene Produktion sind auch die japanischen Exporte zurückgegangen, so dass auch der Leistungsbilanzsaldo im Jahr 2011 auf einen Anteil von circa 2,5 % am japanischen BIP gesunken ist (2010: ca. 3,6 %). Für das laufende Jahr 2012 wird eine moderate Steigerung auf 2,8 % erwartet. Für die Zukunft wird eine geringfügige Verringerung des japanischen Außenhandelsüberschusses vermutet.

Die japanische Fiskalpolitik sieht sich nach wie vor vielen Aufgaben und ungelösten Problemen ausgesetzt. Der Staatshaushalt wird belastet durch Konjunkturpakete, die vor und nach der ökologischen Katastrophe auf den Weg gebracht wurden in Verbindung mit Steuererleichterungen. Die Staatsverschuldung beläuft sich auf etwa 200 % des jährlichen BIP. Die Mobilisierung von Wachstumskräften, die für den mittel- bis langfristigen Abbau der Staatsverschuldung erforderlich sind, und der ökologische Wiederaufbau werden auch in naher Zukunft Mittel erfordern, die kurz- bis mittelfristig zu einem weiteren Anstieg der Staatsverschuldung führen.

Die Eindämmung der Staatsverschuldung in Verbindung mit der Bewältigung der gewachsenen Aufgaben der Fiskalpolitik wird eine der Hauptaufgaben der japanischen Wirtschaftspolitik der nächsten Zeit sein.

#### **4. Osteuropa und die Verschuldung**

Die Länder Osteuropas haben in der Wirtschaftskrise einen deutlichen Rückgang ihres Bruttoinlandsprodukts hinnehmen müssen. Verschärfend kommt hinzu, dass sich diese Länder in der vergangenen Boomphase im Zuge steigender Leistungsbilanzdefizite in Fremdwährungstiteln verschuldet haben. Genährt von Erwartungen hinsichtlich eines bevorstehenden Beitritts zum Euro-Gebiet kam es zu hohen Kapitalzuflüssen und recht stabilen Wechselkursentwicklungen. Leistungsbilanzdefizite werden somit durch devisenzufließende Kapitalimporte finanziert. So wertete der Zloty im letzten Fünfjahreszeitraum bis zum Ausbruch der Finanzkrise gegenüber dem US-Dollar deutlich auf. Die Wechselkursrisiken für westeuropäische Kreditgeber erschienen als vergleichsweise gering. Der Carry Trade in Richtung Osteuropa kam ebenso wie im Falle Japan mit dem Zusammenbruch der Finanzmärkte zum Erliegen. Die Folge davon war insbesondere für die baltischen Staaten ein abruptes Ende kreditfinanzierter Leistungsbilanzdefizite innerhalb von zwei Jahren.

**Tabelle 1.** Verschuldungssituation in den neuen EU-Mitgliedsländern außerhalb des Euro-Raums während der Finanzkrise 2007/2009

Land	Leistungs-Bilanzsaldo <sup>1)</sup>		Nettoauslands-verschuldung <sup>2)</sup>	Fremdwährungs-kredite <sup>3)</sup> 2008
	2007	2009		
Bulgarien	-25,2	-11,4	-34,9	57,2
Estland	-17,8	1,9	-68,8	86,1
Lettland	-21,6	4,5	-57,6	89,5
Litauen	-14,6	1,0	-41,5	64,6
Polen	-4,7	-2,2	-15,4	35,0
Rumänien	-13,5	-5,5	-32,5	50,9
Tschechische Republik	-3,1	-2,1	-13,1	21,8
Ungarn	-6,5	-3,0	-50,2	65,7

1) In Relation zum Bruttoinlandsprodukt in laufenden Preisen

2) Gegenüber Banken und in Relation zum Bruttoinlandsprodukt in laufenden Preisen

3) In Relation zu den gesamten Krediten

Quelle: SVR 2009, Tab. 14

**Tabelle 2a.** Leistungsbilanzsaldo in ausgewählten Ländern <sup>1),2)</sup>

	92-07	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Bulgarien	-6,4	-23,2	-9,0	-1,0	1,6	1,4	0,9
Estland	-	-9,1	4,6	3,8	3,1	1,5	0,8
Lettland	-5,7	-13,1	8,6	3,0	-0,4	-1,1	-2,0
Litauen		-13,0	2,8	1,1	-1,7	-1,9	-2,3
Polen	-2,9	-6,6	-3,9	-4,6	-5,0	-4,3	-4,8
Rumänien	-	-11,4	-4,2	-4,2	-4,1	-5,0	-5,3
Tschechische Republik	-3,2	-2,9	-3,4	-4,4	-3,6	-3,2	-3,5
Ungarn		-6,9	-0,2	1,0	1,7	3,2	3,8

1) In Prozent des BIP

2) +: Nettogläubiger, -: Nettoschuldner gegenüber ROW

**Tabelle 2b.** Nettoauslandsverschuldung<sup>1)</sup> in ausgewählten Ländern

	92-07	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Bulgarien	-6,4	-22,4	-7,6	-0,3	2,1	2,0	1,6
Estland	-	-7,9	8,1	7,4	6,2	4,0	3,2
Lettland	-3,4	-11,6	11,1	4,9	1,7	1,0	0,5
Litauen		-3,3	-9,5	-7,0	-5,0	-3,0	-3,4
Polen	-2,2	-5,4	-2,2	-2,8	-2,2	-1,4	-2,3
Rumänien	-5,4	-11,0	-3,6	-4,0	-3,9	-4,8	-5,1
Tschechische Republik	-3,3	-2,0	-1,3	-2,3	-1,5	-1,2	-1,6
Ungarn		-5,9	1,0	2,8	3,6	6,5	7,1

1) +: Nettogläubiger, -: Nettoschuldner gegenüber ROW

**Tabelle 2c.** Handelsbilanzsaldo<sup>1)</sup> in ausgewählten Ländern

	92-07	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Bulgarien	-9,2	-24,3	-12,0	-6,7	-4,6	-4,4	-4,6
Estland	-	-12,1	-4,0	-2,3	-2,7	-3,0	-3,1
Lettland	-14,5	-17,8	-7,1	-7,1	-8,2	-9,1	-10,0
Litauen	-	-12,9	-3,2	-4,6	-5,2	-5,2	-5,7
Polen	-3,0	-4,9	-1,0	-1,8	-1,8	-1,3	-1,6
Rumänien	-7,3	-13,6	-5,8	-4,8	-3,8	-3,9	-4,0
Tschechische Republik	-2,8	0,6	2,3	1,3	2,3	2,6	2,9
Ungarn	-4,3	-1,2	2,5	3,2	4,6	6,2	6,7

1) +: Nettogläubiger, -: Nettoschuldner gegenüber ROW

Quellen für Tab. 2a-2c: OECD Economic Outlook, November 2011

Eine Folge des Rückzugs der Kreditlinien sind wiederum Abwertungen der nationalen Währungen. So hat beispielsweise Polen diese Entwicklung insbesondere im Frühjahr 2009 deutlich zu spüren bekommen. Um sich nicht einer ähnlichen Gefahr eines sich selbst verstärkenden Abwertungskreislaufs wie in der Asienkrise 1997/98 auszusetzen, haben die Europäische Union und das IWF Rettungspakete verabschiedet. So hat die EU Lettland im Dezember 2008 mit einem Finanzvolumen von insgesamt 3,1 Milliarden Euro unter die Arme gegriffen. Gemeinsam mit dem Internationalen Währungsfonds, Tschechien, Polen und Estland erhielt Lettland insgesamt 7,5 Milliarden Euro Hilfe. Allerdings waren mit der Bereitstellung von Hilfe Bedingungen an eine deutliche Reduktion der staatlichen Schulden geknüpft. Eine weitere Budgetrestriktion kommt hinzu: Der Wechselkursmechanismus II (European Exchange Rate Mechanism II) auf dem Weg zur Aufnahme in die Währungsunion. Neben Dänemark nehmen derzeit nur Lettland und Litauen an diesem Mechanismus teil. Dänemark weist eine Schwankungsbreite von 2,25%, der lettische Lats lediglich von 1% auf. Der Vorteil der Teilnahme am WK II (englisch: ERM II) ist die Möglichkeit, kurzfristig auf unbegrenzte Euro-Kredite zurückgreifen zu können. Aller-

dings müssen diese Kredite innerhalb weniger Monate in Form von Euro-Guthaben oder anderen internationalen Reservewährungen, vor allem in US\$, getilgt werden. Ob eine Ausweitung des WKII auf die übrigen osteuropäischen Länder in Zeiten der Finanzkrise eine wirkungsvolle Hilfe gewesen wäre, scheint angesichts der Budgetrestriktionen eher fraglich.

## **5. Deflationsprozesse in der Krise: Einige keynesianische Anmerkungen**

Rund 80 Jahre nach dem Beginn der Großen Depression suchte die Weltwirtschaft eine neue Krise heim, die den deutschen Sachverständigenrat zu der dramatischen Einschätzung veranlasst hat, die Weltwirtschaft habe kurz vor einer Kernschmelze gestanden (SVR 2009). Damals wie heute musste sich die herrschende ökonomische Lehre mit dem Vorwurf auseinandersetzen, dass ein naives Vertrauen in die Mikroökonomie der allokativen Logik unregulierter Märkte die Krise erst möglich gemacht hat. Dabei können Japan, die Schwellenländer und Osteuropa als ein Lehrstück für Einsichten in die Funktionsweise entwickelter moderner monetärer Produktionsökonomien dienen, in denen nicht der Arbeitsmarkt, sondern anderen, den Güter- und Geldmärkten, Verantwortung für Nachfrage, Wachstum und Beschäftigung zukommt. Ein Blick auf die Keynesische Welt der Erklärung monetärer Produktionswirtschaften könnte hier weiterhelfen.

Wer Keynes für die Erklärung und Therapie von Verwerfungen auf Güter- und Faktormärkten bemüht, wird gemeinhin auf die Kreislauftheorie rekurrieren mit der Gegenüberstellung von hoher privater Ersparnis und unzulänglichen privaten Investitionen. Produktion, Einkommen und Beschäftigung werden in ihren sie bestimmenden Faktoren auf die Verhältnisse der Geld- und Gütermärkte verwiesen. Der Arbeitsmarkt, so die in die Lehrbücher eingegangene Erkenntnis, ist gegenüber den anderen Märkten nachgelagert. Nicht zuletzt deswegen hat sich Keynes in seinem Hauptwerk, der *General Theory*, vorrangig mit dem Güter- und Geldmarkt befasst und nur wenig Augenmerk auf den Arbeitsmarkt verwandt. Hicks hat in seiner bahnbrechenden Rezeption des Keynesischen Gedankengutes der *General Theory* überhaupt keine eigenständige Gedanken auf den Arbeitsmarkt verwendet, sondern die Essenz der Keynesischen Überlegungen auf zwei einfache Gleichgewichtsbeziehungen auf den Geld- und Gütermärkten reduziert. Es reichte der Hinweis, dass bei sich verändernder Produktionsmenge auch die Nachfrage nach Arbeitskräften verändert wird. Noch einfacher: auf eine proportionale Beziehung zwischen Produktion und Arbeitseinsatz und daher auf eine konstante Arbeitsproduktivität und kurzfristig konstante Preise.

Wer Keynes nach Jahren der Marginalisierung seiner theoretischen Einsichten in die Funktionsfähigkeit privater, dezentraler Produktions- und Konsumententscheidungen eines marktwirtschaftlichen Systems wieder in das öffentliche Bewusstsein transportiert, sucht gemeinhin nach Auskünften zu den tiefgreifenden Krisenerscheinungen, die in gleicher Weise die Finanzmärkte wie die Güter- und Faktormärkte erfasst hat. Für diesen Zweck erscheint es nützlich, Keynes eher aus seiner Analyse monetärer Produktionswirtschaften zu interpretieren als aus der Welt des IS-LM-Gleichgewichts. Den Anfang nahm die Beachtung von Keynes kurzem Beitrag zur

Spiethoff-Festschrift aus dem Jahr 1933 (Keynes 1933b). In ihr mahnt Keynes an, dass sich die herrschende (neoklassische) Theorie nicht mit einer Geldwirtschaft moderner Prägung auseinandersetze, Geld nur die Funktion eines Tauschmittels habe. Seine – Keynes – Absicht sei es hingegen, eine Volkswirtschaft zu erklären, in der Produktion und Beschäftigung durch Entscheidungen über Geld gesteuert werden. Diese Auffassung findet sich, was in der Rezeptionsgeschichte immer wieder aus dem Blickfeld geraten ist, auch in Keynes Hauptwerk wieder.<sup>4</sup>

Es sind die wechselnden Zukunftserwartungen, die als Bestimmungsfaktor der Gesamtbeschäftigung hinzukommen. Geld und Unsicherheit hängen eng miteinander zusammen. Geld ist das Bindeglied zwischen sicherer Gegenwart und unsicherer Zukunft. Je unsicherer sie erscheint, um so eher werden Geldvermögensbesitzer geneigt sein, Geld liquide oder geldnah zu halten. Was Keynes damit ausgedrückt hat, ist nichts weiter als ein fundamentaler Gegensatz zu einem neoklassischen Zinsverständnis, das dafür sorgt, dass in Höhe der Ersparnisse als Ergebnis erzielter Einkommen Investitionen getätigt werden. Der Zinssatz bringt hingegen nach Keynescher Sicht der Liquiditätspräferenz des Geldes wohl Geldangebot und Geldnachfrage in Übereinstimmung, nicht aber zugleich Sparen und Investieren.

Soweit, so gut. Was Keynes aber weniger im Auge hatte, ist die Bestimmung des Geldangebots. Sie wird schlicht exogenisiert. Hicks hat daraus die Konsequenz gezogen, dass die IS-LM-Diagrammatik die Geldmenge variieren lässt und über sie die Vollaustastung der Ressourcen erreicht werden kann. Man kann gut darüber spekulieren, ob diese Einsicht Pate gestanden haben könnte bei der Politik der japanischen Zentralbank, die ihre Zinspolitik schon seit Jahren auf eine Null-Prozent-Zinsmarge eingependelt hat. Die geld- und realwirtschaftlichen Folgen sind bekannt und hätten, bei Licht betrachtet, auch ex ante bekannt sein können. Denn schließlich war es auch Keynes, der den Verdacht offen aussprach, es könne Situationen geben, bei denen selbst ein Zinssatz von null nicht die von den Unternehmen als rentabel erachteten Investitionsprojekte hervorbringe, um eine Ersparnis zu induzieren, die der Vollbeschäftigung entspricht. Es ist dies die Situation einer inversen Liquiditätsfalle, in der auch negative Realzinsen nicht zur Aufgabe von zinslos gehaltener Liquidität zwecks kreditfinanzierter Investitionen verführen. Keynes hatte allerdings einschränkend eingewandt, er kenne bislang kein Beispiel dafür, wohl aber könne sie in der Zukunft bedeutsam werden (Keynes 1936, S. 207). Die japanischen Erfahrungen scheinen Keynes Zukunftsvorstellungen Recht zu geben. Es sieht so aus, dass die gegebenen schlechten Ertragsserwartungen den Marktzinssatz nicht dazu angehalten haben, auf ein Niveau zu sinken, bei dem die Investitionen vollbeschäftigungs- und wachstumsfördernd wirken können. Geldvermögensbesitzer misstrauen offenbar einer Sachinvestition in die Zukunft, weil deren Grenzleistungsfähigkeit als geringer

---

<sup>4</sup> So heißt es denn auch im Vorwort zur *General Theory*: “This book (...) has evolved into what is primarily a study of the forces which determine changes in the scale of output and employment as a whole; and, whilst it is found that money enters into the economic scheme in an essential and peculiar manner, technical monetary detail falls into the background. A monetary economy (...) is essentially one in which changing views about the future are capable of influencing the quantity of employment and not merely its direction” (Keynes 1936, S. XXII).

eingeschätzt wird als die der zinslosen Geldhaltung oder der alternativen Verwendung in Finanzkapital.

Was die japanische Wirtschaft seit den neunziger Jahren vorexerziert hat und in einer schuldenfinanzierten Vermögenswirtschaft droht, ist der realwirtschaftliche Umgang mit dem Verfall von Vermögenswerten, der auf der Gegenseite einen realen Anstieg der Schuldenwerte mit sich bringt. Auch wenn diese ihre Ursache in einem spekulativ aufgeblasenen Finanzmarkt hatte – pikanterweise im Immobilieninvestment – bleibt dieser nicht auf den Finanzmarkt und auf die finanziellen Kapitalgesellschaften beschränkt, sondern wird zu einem Grundproblem einer Investitionsfinanzierung. Bilanzwertberichtigungen im Zuge eines Vermögensverfalls können auch für Unternehmen gelten, die sich eigentlich als wettbewerbsstark erweisen und hinreichend Gewinne als Finanzierungsmittel ausweisen. Schuldenreduzierungen in einer Welt des Vermögensverfalls sind das Gebot der Stunde. Fallende Vermögenspreise zwingen Unternehmen vom Weg der Profitmaximierung in den Ausweg einer Schuldenminimierung, dies um so mehr, je mehr Aktiva mit Fremdkapital finanziert sind. Eine Deflation ist die Folge.<sup>5</sup>

Es gehört zu den Lehren aus den japanischen Erfahrungen, dass angesichts des strukturellen Bedarfs an Bilanzanpassungen des privaten Sektors im Zuge der Verschuldungsreduktion geldpolitische Lockerungen ins Leere laufen. Von einem wirkungsvollen Transmissionsprozess der Zinsen kann keine Rede sein. Angesichts des Verfalls von Vermögenswerten werden Unternehmen keine Bereitschaft zeigen, zur Sicherung von Werten neue Schulden aufzunehmen (EZB 2012, S. 120).

Der Rückzug ausländischer Kapitalströme aus Osteuropa spricht gleichfalls eine deutliche Sprache. Insbesondere deutsche und österreichische Banken waren im Osteuropa-Geschäft überdurchschnittlich engagiert. Das inländische Bankensystem in Osteuropa befindet sich überwiegend im Mehrheitsbesitz ausländischer Finanzinstitute (SVR 2009, TZ 151 ff.).

Es verdient angesichts der finanzwirtschaftlichen Verwerfungen, denen die Weltwirtschaft ausgesetzt war und ist, durchaus Beachtung, dass Keynes Rückgriff auf die Spezifika moderner Produktionswirtschaften nicht ohne Wiederhall in der Rezeptionsgeschichte geblieben sind. So hat Minsky schon in den siebziger Jahren sich in seiner Sicht der Instabilität des privaten Sektors auf das spekulative Moment künftiger Investitionsentscheidungen konzentriert. Blieb Keynes noch vage hinsichtlich der Rolle der Langfristerwartungen und deutete lediglich an, dass Entscheidungen über Produktion und Beschäftigung einem Kasinospiel gleichkommen könne, wenn sich die Langfristerwartungen in spekulative verwandeln<sup>6</sup>, so war es Minsky, der die Investitionsentscheidungen auf entwickelten Finanzmärkten als Konkurrenzsituation zu Investitionen auf Gütermärkten erstmals deutlich formulierte: Nicht allein die Ei-

---

<sup>5</sup> Vgl. dazu auch die Ausführungen von Kalmbach (2009)

<sup>6</sup> „Speculators may do no harm as bubbles on a steady stream of enterprise. But the position is serious when enterprise becomes the bubble on a whirl-pool of speculation” (Keynes 1936, S. 159) und sich die Liquiditätspräferenz der Kapitaleigentümer verstärkt.

enschaften des Geldes machen Zukunftsentscheidungen unsicher. Vielmehr ergeben sich neue Unsicherheiten aus der Fremdfinanzierung von Investitionen und damit der Verschuldungsstruktur von Unternehmen. Die insbesondere durch spekulative Investitionen erhöhte Verschuldung von Unternehmen mache sie anfällig für Erwartungsumbrüche, weil die Vorstellungen von Geldgebern über normale Verschuldungsrelationen diese zu einem konservativen Finanzgebaren veranlassen und damit eine Finanzkrise auslösen können. Je höher beispielsweise eine Investmentbank einen Hebel ansetzt (gemessen als Relation von Fremd- zu Eigenkapital), desto empfindlicher reagiert der Hebel auf einen Wertverlust der Aktiva bei unverändertem Fremdkapital. Um den Hebel wieder auf seinen ursprünglichen Wert zu reduzieren, müssen Aktiva verkauft werden, um das Fremdkapital zu reduzieren. Geringe Ausgangsstörungen führen hier zu einem erheblichen Verkaufsdruck für den Fonds. Kurseinbrüche sind die unabweisbaren Folgen.<sup>7</sup> Die Erfahrungen mit den Leverage-Effekten steigender Fremdfinanzierungen bei vorwiegend amerikanischen Investment-Banken scheinen Minskys Recht zu geben.<sup>8</sup> In Minskys Sichtweise: Finanzierungsrisiken sorgen selbst bei kleineren Störungen für eine Neubewertung der Kapitalvermögen, die in einen Investitionsrückgang und in einen Verkauf von Vermögenswerten (Flucht in die Liquidität) einmünden.<sup>9</sup> Sie dürften mit dafür verantwortlich sein, dass sich Osteuropa in Fremdwährungen verschulden konnte und die Finanzströme des Yen in amerikanische Anlagen über Jahre hinweg bilden konnten und nach dem Platzen der Immobilienblase abrupt weltweit aufgelöst haben.

## **6. Keynesianische Politik nach der Finanzkrise: Kann es sie geben?**

Bei allen Unterschieden zwischen Japan und den Ländern der Europäischen Union einigt sie doch eines: Die Verwerfungen, hervorgerufen durch die weltweite Finanzkrise. Japan, hatte ihre Vorboten schon in den neunziger Jahren am Ende des Immobilienbooms zu spüren bekommen, Europa erst nach dem Überschwappen aus Übersee in den Jahren 2007 und 2008. Inzwischen steht Japans Wirtschaft nach den ersten zarten Pflanzen der Besserung Mitte des ersten Jahrzehnts des neuen Jahrtausends noch immer mitten in einer Trockenperiode. Aber auch die osteuropäischen Länder erleben derzeit das Ende ihrer Blümenträume. Japan als ein wirtschaftlich robustes Land stand und steht gemeinsam mit den aufstrebenden neuen Ländern der Europäischen Gemeinschaft inmitten der Weltfinanzkrise. Der Carry Trade hat Japan und Osteuropa einen nachhaltigen Schaden zugefügt. Damit ist am japanischen und am osteuropäischen Beispiel die systematische Überakkumulation von Kapitalmassen sichtbar geworden, die sich auf die Suche nach rentablen Anlagemöglichkeiten gemacht haben. Ein liberalisierter weltweiter Kapitalverkehr, die Privatisierung von Alterssicherungssystemen in den USA, Japan und anderen industrialisierten Ländern, aber auch die anstehenden Umbauprozesse in den osteuropäischen

---

<sup>7</sup> In Minskys Worten: „Furthermore when effective demand is sufficient, so that full employment is first achieved and then sustained, market processes will take place which lead to a speculative investment and financial boom that cannot be sustained” (Minsky 1982, S. 98).

<sup>8</sup> Vgl. hierzu auch die Ausführungen des SVR im Jahresgutachten 2008/09, TZ 185.

<sup>9</sup> Vgl. hierzu das Nachwort von Dirk Gerlach zu Minsky (1990)

Ländern haben gemeinsam mit einer zurückhaltenden Lohnpolitik den Weg für das Entstehen dieser Kapitalmassen bereitet.

Ob die Weltwirtschaft mit den Einsichten von Keynes versehen aus der Krise herausfindet, kann nicht ohne weiteres beantwortet werden. Die Frage ist möglicherweise auch falsch gestellt. Keynes' Anliegen auf eine Rezeptur in Zeiten brachliegender Konsum- und Beschäftigungsdynamik zu konzentrieren, wird ihm nicht gerecht. Seine Analyse ist tiefgehender. Sie argumentiert mit Kategorien der sicheren und unsicheren Zukunftserwartungen, der Rolle des Geldes und des Zinses und der Hierarchie von Märkten, in denen die Verhältnisse auf dem Geldmarkt auf den Gütermarkt einwirken und in denen die Spielregeln spekulativen Verhaltens auf international vernetzten Märkten herrschen. Ein weiteres Konstrukt kommt hinzu: Nicht allein die Unsicherheit, vermittelt über die Geldnachfrage als Wertaufbewahrungsmittel, verdient besondere Beachtung in Keynes' Sicht moderner Geldwirtschaften, sondern ebenso die Verfügung über das institutionell knapp gehaltene Geld als Vermögen begründet die angebotsseitige Nichtneutralität des Geldes.

Paradigmatisch wird an Japans lang anhaltender wirtschaftlicher Flaute deutlich, dass sich moderne Volkswirtschaften nicht mehr mit dem methodologischen Konstrukt einer neoklassischen Tausch- und Allokationsökonomie erklären lassen und es nicht unbedingt neuer, wohl aber revitalisierter Erklärungen insbesondere zur Nichtneutralität des Geldes bedarf, um besser verstehen zu können, warum marktwirtschaftliche Gleichgewichte auf Geld-, Güter- und Faktormärkten zwar möglich, aber nicht zwingend die Regel sein müssen.

Auf der Agenda steht zunächst, ganz in Keynes'scher Tradition, das makroökonomische Instrumentarium der Deflationsbekämpfung: Eine expansive Fiskalpolitik, die die realen privaten Investitionen angesichts des Vermögensverfalls in der Finanzwirtschaft auffängt und eine Geldpolitik, die den Wert von Kapitalvermögen und damit den Investitionsanreiz aufrechterhalten kann und gemeinsam dafür sorgen, dass es angesichts steigender finanzieller Störanfälligkeit des Vermögensbildungsprozesses nicht zu einem Schuldendeflationsprozess im Ausmaß der dreißiger Jahre kommen kann.

Das klingt leichter gesagt als getan. Japan hat schließlich seine Zinsen auf null gesenkt und darüber hinaus den Staatshaushalt in den Dienst der Konjunkturanhebung gestellt, bislang allerdings ohne durchschlagenden Erfolg. Im Gegenteil: Ein Konsolidierungserfolg für die japanischen Staatsfinanzen ist noch lange nicht in Sicht. Der Schuldenstand der öffentlichen Haushalte hat inzwischen ein Niveau von mehr als 200% erreicht. Europäische Länder sind davon noch weit entfernt. Die Beitrittskandidaten zum Euroraum sind demgegenüber auf die Verschuldungskriterien nach dem Maastricht-Vertrag verwiesen, wollen sie innerhalb der nächsten Jahre dem Euro-System beitreten. Sind wir somit am Ende des keynesianischen Lateins der aktiven Intervention mittels Einnahmen-Ausgabenpolitik und können nur noch buchstäblich abwarten und Tee trinken? Sicherlich wäre das in der zugespitzten Lage der Weltfinanzkrise zu wenig, und es ist auch noch nicht das Ende der Anti-Deflationspolitik erreicht. Was zu allererst auffällt, ist der Umstand, dass sich

die japanische Wirtschaft seit Jahren im Zustand der Liquiditätsfalle befindet (Krugman 2009, S. 90; Erber 2008). Keynes argwöhnte, dass unter diesen Umständen eine große Zunahme der Geldmenge den Zinsen nichts anhaben könne. Die Meinung über den künftigen Zinssatz könne so einheitlich sein, dass eine kleine Änderung in den Zinssätzen eine Massenbewegung ins Bargeld verursachen könne (Keynes 1936, S. 172), und dies nur, weil die Vorliebe für Liquidität im Publikum mehr zunehme als die Geldmenge (Keynes 1936, S. 173). Fehlende Inflationserwartungen können in einer Phase lang andauernder Deflation dafür sorgen, dass eine Wirtschaft, auch die japanische, den Anreiz zum Konsum und zur Investition nicht verspürt. Offenbar hat aber die Politik der quantitativen Lockerung durch die Bank von Japan in den letzten Jahren dazu beigetragen, dass Japan inzwischen wieder geringfügig positive Inflationsraten ausweist. Wie es scheint, hat diese maßvolle Inflation, ganz im Keynesischen Sinne dazu beigetragen, der Ersparnisbildung entgegenwirken durch eine Abwertung künftigen statt des jetzigen Vermögens. Für die Länder der Europäischen Währungsunion stellt sich derzeit (noch) nicht das Problem einer Reflation. Die Teuerungsraten haben innerhalb der Europäischen Währungsunion ihren Referenzwert von 2% erst wieder im Jahr 2012 unterschritten im Zuge sinkender Rohstoffpreise.

Wenn schon die Vermehrung der Geldmenge keine zinssenkenden Effekte mit sich bringen kann, gilt dies in besonderem Maße für die Lohnpolitik. In einer Währungsunion mit einer einheitlichen Geldpolitik wird die Preispolitik zu einem wichtigen Wettbewerbsparameter. Damit gerät die Lohnpolitik in das Zentrum der öffentlichen Aufmerksamkeit. Japan hat den Weg der Lohnpolitik als Wettbewerbspolitik beschritten. Aber auch Deutschlands relative Stärke innerhalb der Europäischen Währungsunion wird immer wieder mit einer zurückhaltenden Lohnpolitik des vergangenen Jahrzehnts in Verbindung gebracht. Japans Reallöhne sind seit Mitte der neunziger Jahre jährlich durchschnittlich um 0,7% gestiegen, obschon die Nominallöhne im gleichen Zeitraum jährlich um durchschnittlich 0,3% unter denen des Vorjahres lagen. Sinkende Preise und Produktivitätssteigerungen sind für dieses Auseinanderfallen verantwortlich zu machen (Flassbeck; Spieker 2007, S. 66). Hier auf eine Politik der weiteren Nominallohnsenkungen zu setzen, läuft auf dasselbe hinaus wie auf eine noch forciertere Politik der Geldmengenausweitung. Was wir dann vorfinden, wären negative Realzinsen. Der Weg in die Sackgasse Deflation wäre bis auf weiteres zementiert. Die griechischen Versuche der Lohnpolitik als Wettbewerbspolitik sprechen eine deutliche Sprache, wenn mit ihr die Hoffnung verbunden wird, auf den Pfad der Wettbewerbsfähigkeit zu gelangen. Lohnpolitik wird in einer Währungsunion zur Sackgasse der Austeritätspolitik in der Krise, wenn alle dasselbe tun. Lohnpolitik in der Deflation kann nur heißen, Einkommenspolitik zu betreiben und sich einer Taylor-Regel für die Lohnpolitik zu bedienen. Ähnlich wie für die Festlegung eines nominalen Zinssatzes durch die Zentralbank könnten für die angestrebte nominale Lohnzuwachsrate gewichtete Parameter definiert werden, die aus den Elementen Auslastungsgrad im Sinne einer Produktionslücke sowie aktueller und einer positiv definierten Zielinflationsrate bestehen könnten. Lohnpolitik bliebe dann nicht bei einer bloß produktivitätsorientierten Lohnpolitik stehen, sondern ginge den offensiven Weg in eine angestrebte Wachstums- und Inflationsrate. Wenn es schon

einen unterstellten Trade Off zwischen Lohnhöhe, Beschäftigung und Inflation gibt, dann wäre es sicherlich sinnvoll, die vermutete, beschäftigungsstiftende Rolle sinkender Reallöhne über das Instrument der Preissteigerungen und der Ausweitung der Geldmenge zu realisieren als über Nominallohnsenkungen. Keynes hatte entsprechende Ausführungen bereits in seinen Means to Prosperity gemacht: „We must aim increasing aggregate spending power. If we can achieve this, it will partly serve to raise prices and partly to increase employment“ (Keynes 1933a S. 351).

Bleiben nach der Geld- und Lohnpolitik noch zwei Politikfelder: Die Fiskalpolitik und – neu hinzugekommen – die Reform des Finanzsystems<sup>10</sup>. Nachdem die Geldpolitik das Ende der Fahnenstange erreicht hat, scheint auch der expansiven Fiskalpolitik die Stunde geschlagen zu haben. Japan hat seine fiskalpolitischen Möglichkeiten ausgereizt. Der Schuldenstand beträgt inzwischen mehr als 200% des nominalen BIP, die osteuropäischen Beitrittsländer zur EWU haben die Drohkulisse der Maastricht-Kriterien vor Augen. Bleibt noch der Blick auf die Neuordnung des Weltfinanzsystems.

Nicht zuletzt die japanischen und die osteuropäischen Erfahrungen mit dem Carry Trade haben deutlich werden lassen, dass das System der weltweit flexiblen Wechselkursen nach dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems im Jahr 1973 in eine Legitimationskrise geraten ist. Gleichgewichtige Kapitalmärkte mit ausgeglichenen Devisenbilanzen sind nicht das erwartete Ergebnis einer Wechselkursfreiheit in einer Welt ohne Devisenmarkt Eingriffe; vielmehr haben sie zu einer Verstärkung finanzieller Instabilität beigetragen. Sie haben die Diskussion um eine neue Weltwährungsordnung mit angefacht.

Mit der Ausbreitung der globalen Wirtschafts- und Finanzkrise 2008 und 2009 werden häufig Rufe nach einer verstärkten Bankenaufsicht laut. An unseren Ausführungen wird jedoch auch deutlich, dass eine verstärkte Bankenaufsicht zwar hilfreich sein mag, aber zur Lösung der gesamten hier geschilderten Probleme zu kurz greift. In Kreisen des deutschen Sachverständigenrates wird der weitergehende Vorschlag nach einem neuen Weltfinanzsystem im Sinne eines „managed floating“ erörtert (Bofinger 2008, S. 7). Ein direkter Weg zurück zu einem System fester Wechselkurse würde, so sein Befürworter Bofinger, ein weltweit einheitliches oder zumindest angenähertes Zinsniveau erfordern – ein System, das zur Spannungsanfälligkeit neigt. Das managed floating vereinigt eine zinspolitische Autonomie mit staatlich beeinflussten Wechselkursen. Die Aufgabe der Zentralbanken besteht darin, die Wechselkurse an den Zinsdifferenzialen zwischen den einzelnen Ländern zu orientieren. Diese Wechselkurspolitik würde die Auswirkungen der Zinsdifferenzen über die Wechselkurse verringern und im Idealfall sogar auf Null reduzieren. Bofinger sieht hier vor allem diejenige Notenbank in der Pflicht, deren Währung zur Auf-

---

<sup>10</sup> Japan hatte bereits in den neunziger Jahren als Reaktion auf das zusammengebrochene Kreditgeschäft der Banken im Anschluss an das Ende der Immobilienblase nicht nur eine Nullzinspolitik praktiziert, sondern als Bankenrettungsplan von den Banken Vorzugsaktien im Umfang von über 500 Mrd. US\$ gekauft (Krugman 2009, S. 215). Eine Neuauflage dieser Politik steht derzeit in Japan nicht zur Debatte.

wertung neigt, da sie das benötigte Zahlungsmittel gegebenenfalls selbst drucken kann. Anders als in der traditionellen Theorie des Wechselkurses, die sich der Kaufkraftparitäten bedient, ist es hier die Zinsparität, die für die Festlegung des Wechselkurses sorgt. Der Vorteil dieses Konstruktes bestünde – neben dem Eindämmen von Spekulation und Carry Trade sowie der Stabilisierung der Zahlungsbilanz – in einer Stabilisierung der Konjunktur.

Was dieses Szenario für Japan und für die osteuropäischen Länder bedeutet, liegt auf der Hand: Das Geschehen auf Geld-, Devisen- und Gütermärkten ist es, was auf der Agenda der Stabilisierungspolitik steht. Der Kostendruck in Osteuropa, der dem Boom sein abruptes Ende bereitet hat, besteht in der Bindung der Kredite an den Dollar und seine Verzinsung, ausgerichtet an den LIBOR. Beide haben im Zuge der Aufwertung des Dollar zu einer realen Aufwertung der Verschuldung geführt. Hier ein managed floating anzusetzen, würde im Zuge der positiven Zinsunterschiede zwischen Osteuropa und der übrigen Welt bedeuten, dass osteuropäische Währungen um die positive Zinsdifferenz gegenüber dem Euro- oder Dollarraum abwerten müssten, als gezielte Maßnahme zur Herstellung einer Zinsparität, die die Verschuldung in Fremdwährung unattraktiv macht.

So wie die Dinge liegen, wird Europa nicht den gleichen Weg gehen müssen wie Japan, wenn sichergestellt ist, dass die Neuordnung des weltweiten Finanzsystems auf der Tagesordnung steht. Ein hoch verschuldeter Finanzsektor, der auf Hebelgeschäfte setzt, hat sich in der Finanzkrise als dysfunktional erwiesen. Er hat mit dazu beigetragen, dass sich öffentliche Haushalte verschuldeten. Bei allen Unterschieden zwischen den Volkswirtschaften Japans und (Ost-)Europas gehören strukturelle Reformen der Finanzverfassung der Privatwirtschaft und des Währungssystems auf die Liste der gemeinsam zu bearbeitenden Aufgaben.

Der Arbeitsmarkt ist aus dem Fokus gerückt, er hat sich an die Taylor-Regeln für die stabilitätsorientierte Lohnpolitik zu halten: Eine alles andere, als nur Zaungastrolche. Die Dynamik des Marktgeschehens wird von den zuerst geräumten Märkten bis zu den zuletzt geräumten Märkten bestimmt. In ihrer Hierarchie sind es die mit den zuerst geräumten Geld-, Devisen und Realgütermärkten verbundenen Erwartungsänderungen, die zu einem neuen Niveau der effektiven Nachfrage führen, das seinerseits die Beschäftigungshöhe neu definiert. Die Fiskalpolitik – sie hat ihre Schuldigkeit getan. Die Lohnpolitik – keine Nebenrolle. Aber sie ist erst dann auf der Bühne gefordert, wenn alle übrigen Marktakteure ihr Stück aufgesagt haben.

## Literatur

1. **Becker, J. (2011):** Wachstumsmodelle und Krisenmuster in Osteuropa, in: WSI-Mitteilungen, 64.Jg., Nr. 6, S. 270-277)
2. **Bofinger, P. (2008):** Zeit für zweites Bretton Woods, in: Frankfurter Rundschau vom 15.11.2008. Ausgabe S Stadt. S. 7
3. **De Grauwe (2009):** Keynes' Savings Paradox, Fisher's Debt Deflation and the Banking Crisis,

- [http://www.econ.kuleuven.be/ew/academic/intecon/Degrauwe/PDG-papers/Work\\_in\\_progress\\_Presentations/Flow-Stock%20Deflations.pdf](http://www.econ.kuleuven.be/ew/academic/intecon/Degrauwe/PDG-papers/Work_in_progress_Presentations/Flow-Stock%20Deflations.pdf)
4. **Deutsche Bundesbank (2009)**: Monatsbericht, Nr. 5, Mai, 61. Jg.
  5. **DIW (2010)**: Wochenbericht, Nr. 1-2, 77. Jahrgang
  6. **Erber, G. (2008)**: Zentralbanken: In der inversen Liquiditätsfalle gefangen, <http://www.readers-edition.de/2008/10/05/zentralbanken-in-der-inversen-liquidi-taetsfalle-gefangen/print/>
  7. **EZB (2012)**: Vergleich der jüngsten Finanzkrise in den Vereinigten Staaten und im Euro-Währungsgebiet mit den Erfahrungen Japans in den 1990er-Jahren, in: EZB-Monatsbericht Mai, S. 103-123
  8. **Fabrizi, D. (2011)**: Currency Carry Trades – Anwendungsmöglichkeiten und Auswirkungen von Zinsdifferenzspekulation. Saarbrücken
  9. **Flassbeck, H. (2007)**: Carry Trade – Der Devisenmarkt führt die Ökonomie ad absurdum und die Ökonomen schweigen, in: Financial Times Deutschland vom 08.02.2007. <http://www.flassbeck.de/pdf/2007/28.2.07/Carry%20Trade.pdf>
  10. **Flassbeck, H; Spieker, F. (2007)**: Das Ende der Massenarbeitslosigkeit. Mit richtiger Wirtschaftspolitik die Zukunft gewinnen. Frankfurt/M.
  11. **Horn, G.A.; Joebges, H. (2009)**: Anatomie der Finanzkrise aus keynesianischer Sicht, in: Chaloupek, G.; Kromphardt, J. (Hrsg.): Finanzkrise und Divergenzen in der Wirtschaftsentwicklung als Herausforderung für die Europäische Währungsunion, Marburg, S. 23-38
  12. **Kalmbach, P. (2009)**: Das auch noch? Deflation als Folge der Finanzkrise, in: Wirtschaftsdienst 4/2009, 89. Jg., S. 236-242
  13. **Keynes, J.M. (1933a)**: The Means to Prosperity. Zitiert nach Moggridge, D. (Hrsg.) (1972): The Collected Writings of John Maynard Keynes, Vol. IX, S. 335-366. London
  14. **Keynes, J.M. (1933b)**: A Monetary Theory of Production, in: Clausing, G.; Aftalion, A. (Hrsg.) (1933): Der Stand und die nächste Zukunft der Konjunkturforschung: Festschrift für Arthur Spiethoff (1933). Zitiert nach Moggridge, D. (Hrsg.) (1973): The Collected Writings of John Maynard Keynes, Vol. XIII, S. 408-411. London
  15. **Keynes, J.M. (1936)**: The General Theory of Employment, Interest and Money. London
  16. **Krugman, P. (2009)**: Die neue Weltwirtschaftskrise. Frankfurt/M
  17. **Minsky, H.P. (1982)**: Inflation, Recession, and Economic Policy, Brighton
  18. **Minsky, H.P. (1990)**: John Maynard Keynes. Finanzprozesse, Investition und Instabilität des Kapitalismus. Mit einem Nachwort von Dirk Gerlach. Marburg.
  19. **Pojarliev, M. (2009)**: Trading the Forward Rate Puzzle, in: The Journal of Alternative Investments, Vol. 11(3), S. 26-36
  20. **Sauer, T; Ötsch, S; Wahl, P. (Hrsg.) (2009)**: Das Casino schließen! Analysen und Alternativen zum Finanzmarktkapitalismus. Reader des Wissenschaftlichen Beirats von Attac, Hamburg
  21. **SVR**: Sachverständigenrat zur Begutachtung der Gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, verschiedene Jahrgänge. Wiesbaden.

# **JAPAN AND EASTERN EUROPE – OLD AND NEW MACROECONOMIC CHALLENGES: SOME REMARKS WITH REGARD TO THE ECONOMIC AND FINANCIAL CRISIS**

Detlev Ehrig, Uwe Staroske  
University of Bremen

## **1. From Japan to Eastern Europe – old and new challenges**

Japan and Eastern Europe are victims, in light of special circumstances, of the disruptive forces of the global financial system, but for different reasons. Eastern Europe, which in recent years had become something of a white hope, an “emerging market”, tied itself closely to foreign lenders and practically invited them to finance the boom; Japan, on the other hand belonged to the financiers of this boom. The Carry-Trade, that wondrous spell of magic, tied the development of these regions to each other. For Eastern Europe the challenges following the collapse of the global financial system are new in the historical sense, for Japan however it is the continuation of an ill-omened development that has been haunting the country since the 1990s: deflation, of an almost chronic magnitude.

The elements leading to the crisis: weak domestic consumption, speculative bubbles, zero percent interest rates and expansionary fiscal policy as a stand-in for burst stock- and real estate bubbles, already existed in the microcosm that is Japan, long before the financial crisis erupted on the global stage.

When domestic consumption has been on virtual life-support for years the dynamics are more and more affected by activities on foreign markets. Japan, as a consequence focused on exports, not in small part due to its anemic domestic consumption, and produced trade surpluses. As a result the Japanese economy in recent years has been in the classic role of a country facing great pressure to appreciate, due to large current account surpluses. At the same time the balance of payments exhibited a marked deficit in the capital accounts. The capital account deficit mainly served to finance US American imports. Japanese monetary policy, geared toward zero interest rates, led to arbitrage transactions with foreign markets. In spite of current account surpluses the Carry Trade led to a devaluation of the Yen over the last couple of years. This has served to exacerbate deflationary tendencies in the Japanese economy even further. The financial crisis has since the end of 2008, next to a decline in stock prices, led to an at least temporary reduction in interest rate differentials. More difficult terms for financing and a growing aversion to risk have reinforced the trend to reduce debt positions in currencies, that until recently served to finance the Carry Trade. This led to an abrupt appreciation of the Yen especially against the US-Dollar. A dramatic drop in the export of goods served to make Japan’s Achilles heel in foreign trade patently obvious for all to see once more. Japan’s economic prospects at present are rather grim.

And Eastern Europe? If one looks at Eastern Europe together with Japan and developing economies, there is no uniform picture since the eruption of the global

financial crisis. A number of emerging economies initially still benefited from high commodity prices. Of late however they have rather been bemoaning the decline in the usual high growth rates toward economic development. The same does not hold true for the countries in Eastern Europe. Since the outbreak of the global financial crisis they have been affected by a massive reversal in capital flows. The retreat of foreign banks from business dealings in Eastern Europe led to a pronounced increase in risk premiums by more than fourfold in the span of one year, between the 2<sup>nd</sup> half of 2007 and the end of 2008. Together with the decline in exchange rates and the stock market this proved a significant burden, in light of current account deficits and a high level of indebtedness in foreign currencies. This equally affected private households and businesses alike, whose loans often are denominated in Euros. The result is a grave decline in growth fundamentals for Eastern European economies, esp. in light of meeting the Maastricht-criteria as a requirement for joining the European Monetary Union. The apparently safe way, the reduction of debt and the build up of property in a time of deflationary downward movement, however quickly leads to a dead end consisting of declines in production, declining incomes, debt servicing and decline in property values, better known as Keynesian Savings- and Fisher'ian debt deflation.

However, there are distinct differences between the form of imbalances, occurring Japan and Europe. Japan is confronted with the difficulties for economies emerging from balance sheet recessions, on the other hand European states have to handle regional imbalances and risks to government debts.

This leads to a broad range of challenges for economic policy. For Japan as well as Eastern Europe this raises the question how much leeway for maneuvering there is in order to pursue an economic policy geared toward the domestic economy. Can a policy of cost restraint act as an efficient means of overcoming the problem of anemic demand? There is serious doubt on this issue. Rather the problems of Japan and Eastern Europe - in true Keynesian fashion - are derived in nature. In other words: economic policy should primarily focus on strengthening demand impulses through foreign trade and regaining stable long-term prospects for the future on domestic and international markets and thereby helping to overcome the deflationary process. The possibilities for monetary policy seem exhausted. Public budgets have been drawn upon to finance generous rescue packages. The focus however should be on regaining sustainable prospects for future economic growth by way of strengthening purchasing power, domestically as well as internationally. A supportive monetary policy, that ensures that liquidity requirements are met, is necessary; even if that means that central banks have to directly purchase stocks (securities).

The European Central Bank has already demonstrated how it's done. Where unemployment is poised to gain traction concerted efforts to intervene in order to stimulate demand are necessary. What is true for Western European countries and the United States, is valid even more so for Japan and Eastern Europe: A blue print for preventative crisis management, that makes avoiding the threat of a downward spiral a priority.

A lesson from Japan's "lost decade" could be that the financial systems needs to be repaired before a durable economic recovery can take hold. Another lesson is that an economic recovery may be slow, fragile and prone to reversals, with problems stemming from structural deficiencies bound to reappear.

## **2. The Politics of the Carry Trade**

Often policy makers have tried to counteract the disruptive forces of the global financial crisis through a new architecture of the financial market. The primary focus here is on regulation and oversight of financial markets and institutions. The global currency system is usually neglected – not least of which, because of trust in the self-regulating power of currency markets. Flexible and unsupervised currency rates however are no panacea, but may however turn into a source for (further) instability.

The Carry Trade poses a lucrative, but not altogether risk neutral arbitrage transaction. So, the fact that the change in currency exchange rates occurs erratically compared to current accounts, prevents not only a long-term adjustment of current accounts, but also was the source of further financial instability. The appreciation of the US dollar was further amplified by purchases on the part of developing countries, which were seeking to counteract the undesirable appreciation of their domestic currencies.

When the American Federal Reserve started to lower interest rates further and further, the Carry Trade between Japanese Yen and American Dollars stagnated. As a result financial investments shifted to other countries with current account deficits and high interest rates: Eastern Europe, Turkey and Australia. This not only made adjustments to current accounts more difficult, but also led to significant disincentives for borrowers; in some Eastern European countries with high interest rates home buyers and builders took up cheap debt in currencies with low interest rates. When domestic interest rates decline and the depreciation of the domestic currency begin, borrowers face problems, because their foreign debt is denominated in domestic currency. The unequal position of winners and losers from the Carry Trade prevented that an immanent (market) mechanism took hold, leading to an offset. Therefore, this is not really possible to achieve without state intervention. This is an almost classical example for market failure.

But this would have been urgently needed. In conclusion the creation and spreading of the global financial and economic crisis may only be understood in the context of current account balances as well as the Carry Trade.

## **3. Eastern Europe and Indebtedness**

Eastern European countries faced a steep decline of their GDP during the financial crisis. This was compounded by the fact, that these countries, during the last boom, took up foreign denominated debt as part of their growing current account deficits. Fed by expectations of imminent accession to the Euro Zone there were high capital inflows.

The Carry Trade in the direction of Eastern Europe came to a standstill, like in the case of Japan, with the collapse of the financial markets. This, especially for the Baltic countries, brought an abrupt end – within 2 years – to credit financed current account deficits. As a consequence of the retraction of credit lines the national currencies depreciated. Poland, as an example, clearly got to feel this development in early 2009. In order not to have to face a self-reinforcing spiral of depreciation similar to what happened during the Asian Financial Crisis 1997/98, the European Union and the IMF passed emergency packages. As a result of this the EU supported Latvia in December 2008 to the tune of 3.1 bn Euros. Together with the International Monetary Fund, the Czech Republic, Poland and Estonia, Latvia received a total of 7.5 bn Euros in aid. However a condition for providing aid was that public debt had to be significantly reduced. There was another budgetary restriction: The European Exchange Rate Mechanism II for accession to the monetary union. Aside from Denmark only the three Baltic States are participating in this mechanism. Denmark exhibits a margin of fluctuation of 2.25%, the Latvian Lats only exhibits a 1% margin of fluctuation. One advantage of participating in the ERM II is the possibility to take up unlimited, short-term Euro denominated debt. However this debt has to be repaid in a span of just a few months, taking the form of Euro denominated assets or other international reserve currencies, foremost among them US\$. In light of budgetary restrictions it seems questionable, whether extending the ERM II to the other countries in Eastern Europe would have proven helpful during the financial crisis.

#### **4. Deflationary Processes during the Crisis: Some Keynesian Remarks**

About 80 years after the beginning of the Great Depression the world economy is haunted by another crisis, which was severe enough reason for the German Council of Economic Advisors to conclude in its 2009 report that the world economy had been close to a meltdown. Drawing on Keynes for an explanation and treatment of disruptions to production and factor markets one will always refer back to cycle theory, contrasting high private savings and insufficient private investment. Production, income and employment are determined by the factors affecting the conditions of product markets and financial markets. The labor market, according to insights that made it into the textbooks, takes a backseat compared to other markets. Following Keynesian thinking the interest rate is responsible for aligning the liquidity preference for money with money supply and money demand, but not with aligning savings and investment.

What the Japanese economy has demonstrated since the 1990s and the global economy now faces, is the treatment of the decline in property values by the real economy. Even if the cause for this was a speculative financial bubble – interestingly enough in real estate investment – it does not stay restricted to financial markets or limited to corporate financial businesses, but turns into a fundamental problem for investment financing. Balance sheet adjustments resulting from a decline in assets may affect businesses, that otherwise have proven themselves to be very competitive and well endowed with sufficient earnings as a means for financing. Debt write downs are the order of the day in a world of declining assets. Falling

asset prices force businesses to deviate from the path of profit maximization as a back door to reducing debt, all the more, the more assets are financed with borrowed capital. What follows is deflation.

## **5. Keynesian Policy following the Financial Crisis: Is it possible?**

Keynes focuses on certain and uncertain expectations toward the future, the role of money and interest and the hierarchy of markets, in which the situation on the financial market affects the product markets and in which the rules of the game on international markets linked to each other are speculative. Following Keynes view on modern monetary economies it is not just uncertainty, taking the shape of demand for money as an instrument for safekeeping that deserves special attention, but also the discretion over money kept institutionally scarce as a form of property justifies the neutrality of money on the demand side. Paradigmatically Japan's long standing economic malaise makes it obvious that modern economics can't be explained with the methodological construct of the neoclassical economy stressing exchange and allocation and that there is no real need for new, but rather than that reinvigorated explanations especially in regard to the non-neutrality of money in order to better understand why market equilibria on financial-, product and factor markets are possible, but may be the exception, but not the rule.

During the period of the zero bound of interest rates the effectiveness of the monetary transmission mechanism have been impeded by the underlying problems in the private sector with weak consumption and investment forces, which were not tackled by regulatory authorities. The politics of "quantitative easing" may have contributed to a re-emergence of slightly positive inflation rates.

First on the agenda, in true Keynesian tradition, are the macroeconomic instructions for combating deflation: An expansionary fiscal policy, that cushions real private investments in the face of asset loss on the financial market and a monetary policy that is able to sustain the value of capital assets and the incentive to invest. If an increase in the monetary supply does not yield lower interest rates, this is particularly true for wage policy. As far as Eastern Europe is concerned the end of the credit financed boom in consumption left its marks. Wage policy during a deflation can only mean employing a Taylor rule. Wage policy would not be stuck with pursuing a productivity policy, but would follow a more proactive path aiming at a targeted interest rate, growth rate and expected inflation.

After monetary policy and wage policy two policy areas remain: Fiscal policy and – new on the agenda – reform of the financial system. What remains is a look at the restructuring of the global financial system. Our elaborations indicate that greater bank supervision might be helpful, but is not enough to address the problems expressed herein. Among the German Council of Economic Advisors (SVR) an idea that goes further has been discussed; "managed floating". A direct return to a system of fixed exchange rates would require a global, unified or at least almost identical interest rates – a system, that is prone to tension. Managed floating combines two advantages: interest policy autonomy and government influenced exchange rates.

What this scenario means for Japan and the Eastern European countries is obvious: The situation on the capital-, currency-, and product markets is the focus of stabilization policies. The cost pressure in Eastern Europe that was responsible for the abrupt end of the boom is to be found in the linkage of lending to the dollar and its interest rate, aligned with the LIBOR. Both were responsible for an appreciation of the dollar and a real appreciation of debts. Applying a managed floating system here would mean that, in light of positive interest rate difference between Eastern Europe and the outside world, Eastern European currencies would have to depreciate by the positive interest rate difference against the euro or dollar currency areas, as a targeted action aimed at establishing interest rate parity, which would make outside lending denominated in foreign currencies unattractive.

The labor market has escaped our attention. It is supposed to follow the Taylor rule for stability oriented wage policy: anything but a spectator role. The dynamic of market activity is determined by the markets cleared first to the markets cleared last: At first the financial, foreign currency and product markets are cleared. These markets as well as changing expectations constitute the effective demand, which determines the level of employment.