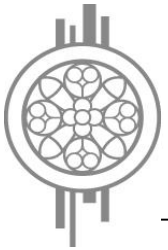


Institute for Economic Policy
University of Leipzig

Universität Leipzig
Institut für Wirtschaftspolitik

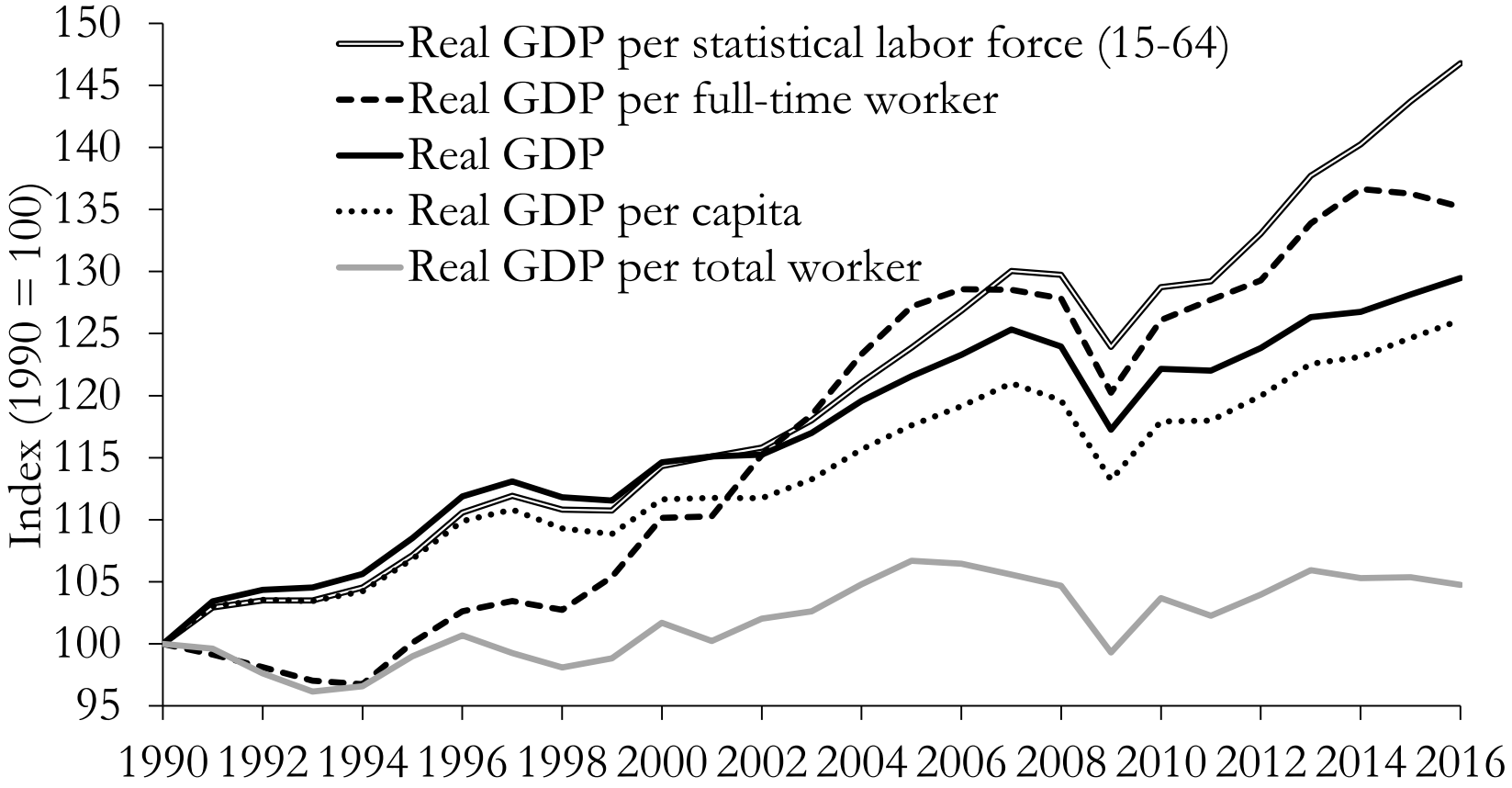
Prof. Dr. Gunther Schnabl

Die Bank von Japan und die Zombifizierung der japanischen Wirtschaft

Universtitäten Bayreuth, Leipzig, Tübingen, Siegen
Dialogseminar

Eltville, 18. April 2018

Reales Wachstum in Japan seit 1990



Quelle: IWF, 総務省, Japan: Ministry of International Affairs and Communication.

Hayek versus Keynes

"To combat the depression by a forced credit expansion is to attempt to cure the evil by the very means which brought it about." **(Hayek 1933, 20)**

Inhalt

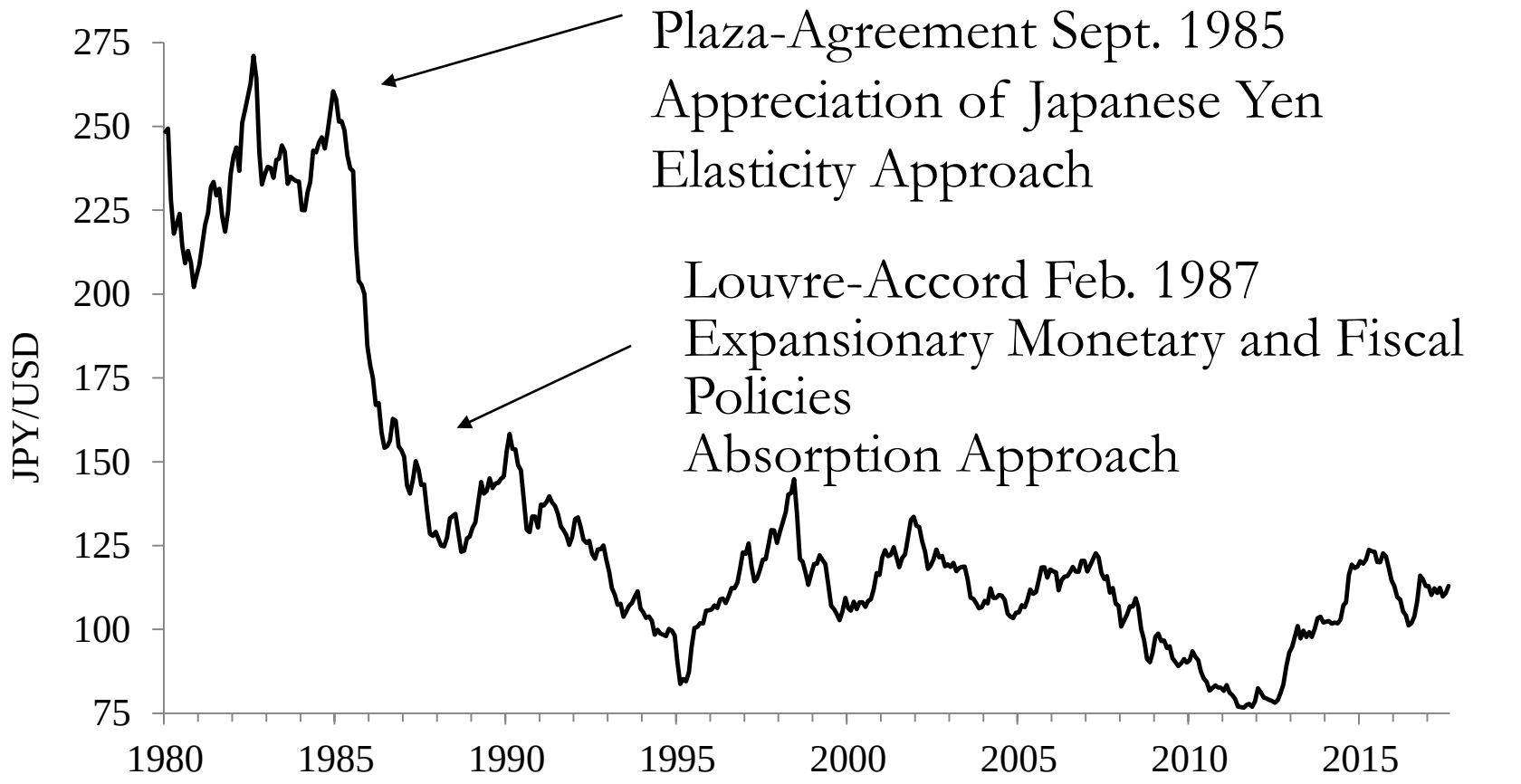
1. Geldpolitik in Japan und die große Krise
2. Monetäre Expansion und Spekulation
3. Monetäre Expansion Stagnation
4. Verteilungseffekte und politische Implikationen
5. Ausblick für Europa

Schnabl, Gunther 2016: Japans langes Leiden unter dem billigen Geld. *Frankfurter Allgemeine Zeitung* 24.3.2016, 18.

Fischer, Raphael / Schnabl, Gunther 2017: Regional Heterogeneity, the Rise of Public Debt and Monetary Policy in Post-Bubble Japan: Lessons for the EMU. *CESifo Working Paper 5908*.

Hoffmann, Andreas / Schnabl, Gunther 2016: The Adverse Effects of Unconventional Monetary Policy. *Cato Journal* 36, 3, 1-36.

Der Anfang allen Übels



see Funabashi 1989

1. Geldpolitik in Japan und die große Krise

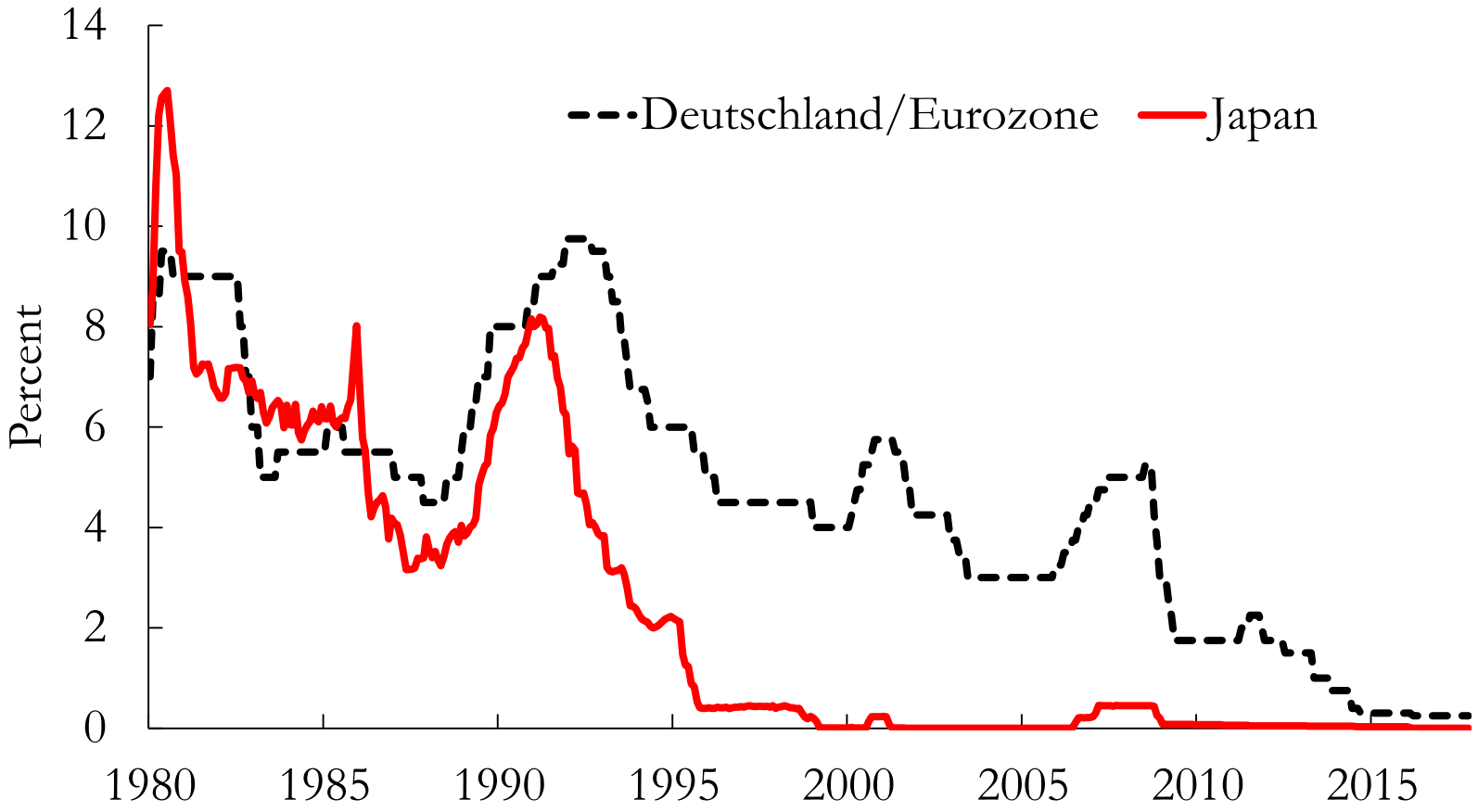
Japan vor 1990

- Erfolgreiche Neuerschließung von Märkten (USA, Europa),
- hohes Wachstum,
- stark steigende Aktien- und Immobilienpreise,
- Euphorie und Konsumboom,
- riesige Banken,
- Ausrufen der "Pax Japonica".

Japan

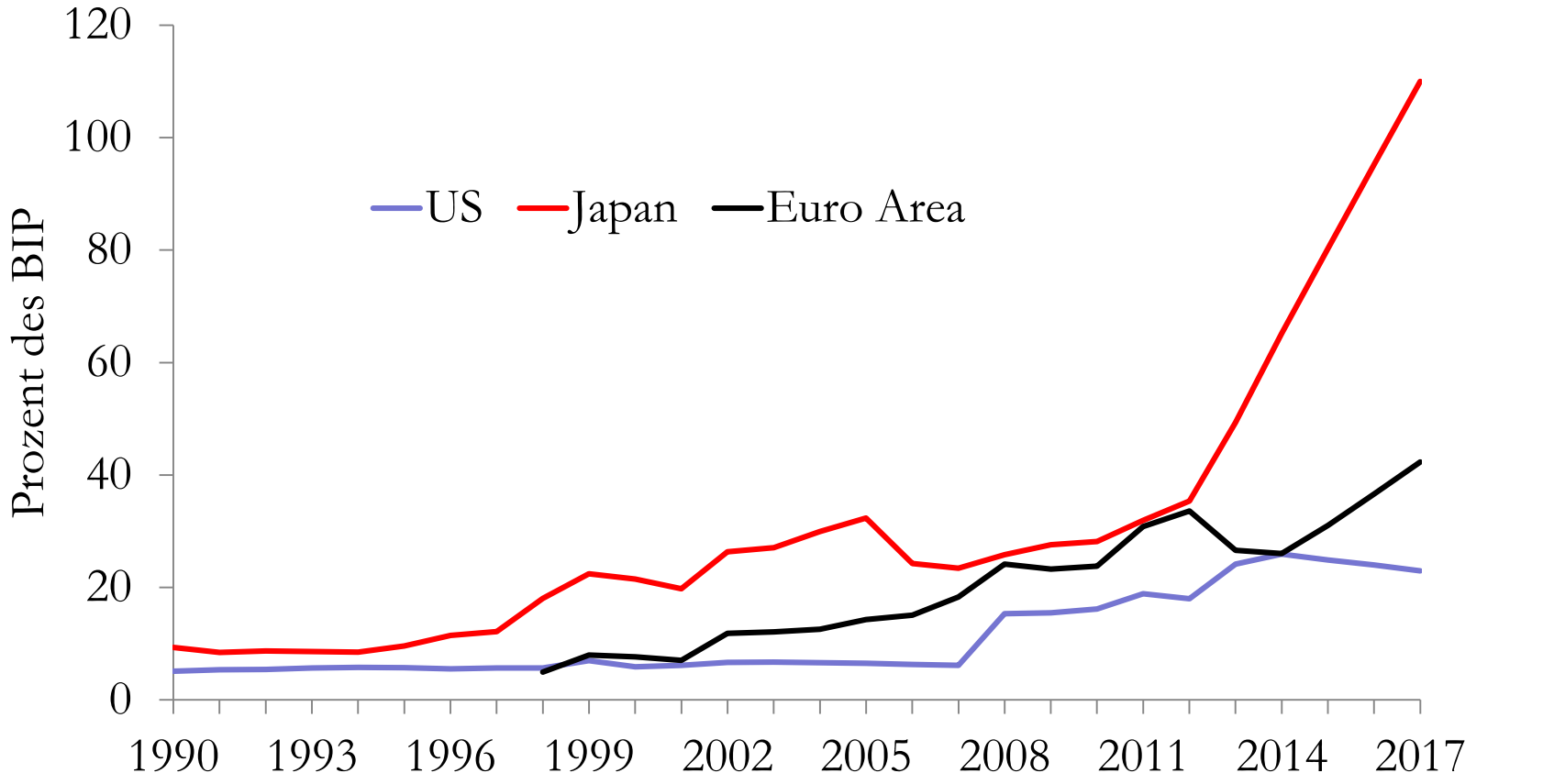
- Fallende Aktien- und Immobilienpreise.
- kollabierende und schrumpfende Banken,
- dahin siechende Unternehmen.
- anhaltende Stagnation.
- explodierende Staatsverschuldung.

Zinsentwicklung



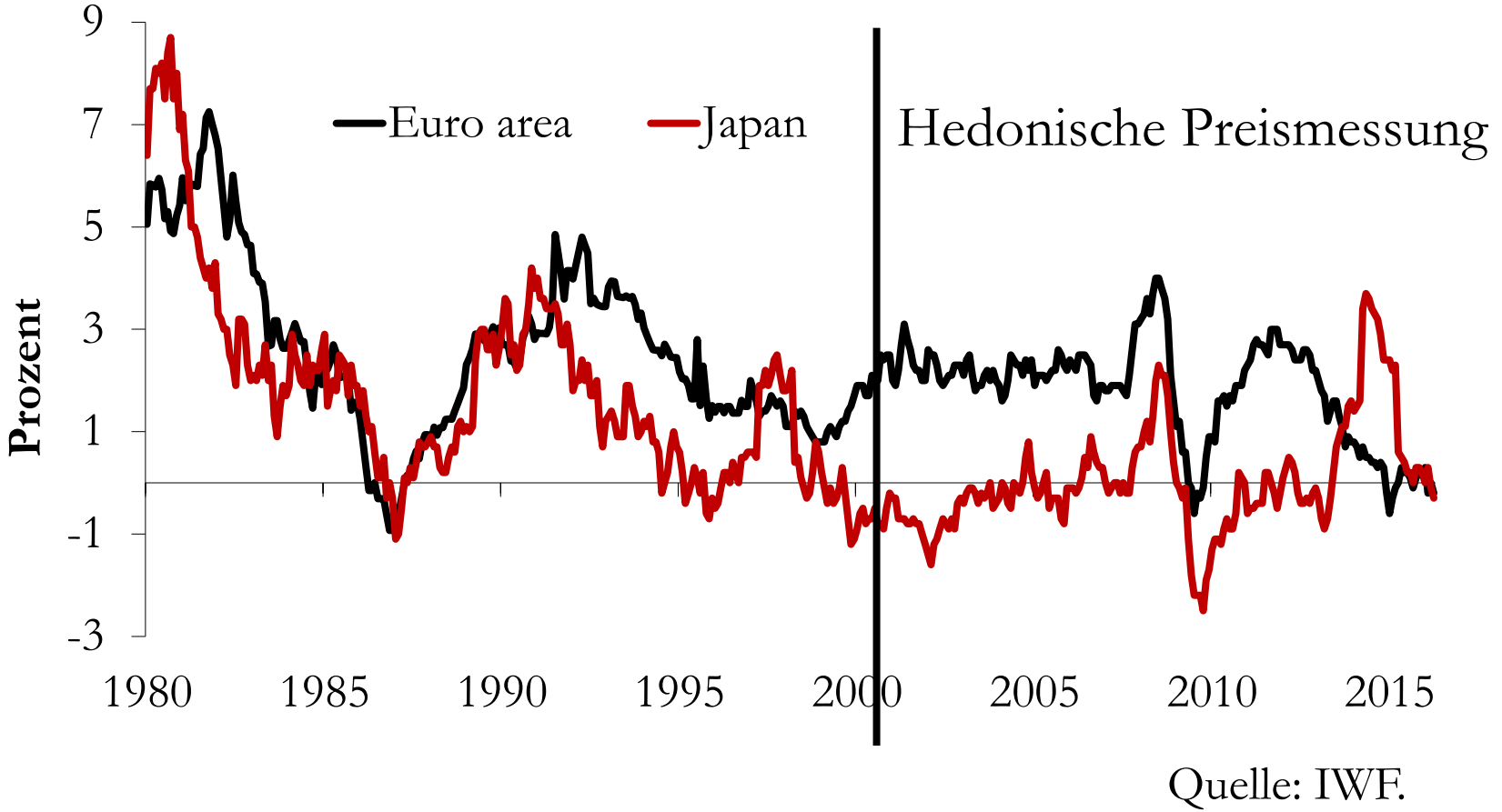
Quelle: IWF.

Volumen der Zentralbankbilanzen (% des BIP)



Quelle: Oxford Economics.

Konsumentenpreisinflation



Quelle: IWF.

2. Monetäre Expansion und Spekulation

Monetäre Überinvestitionstheorie (Mises 1912, Hayek 1931)

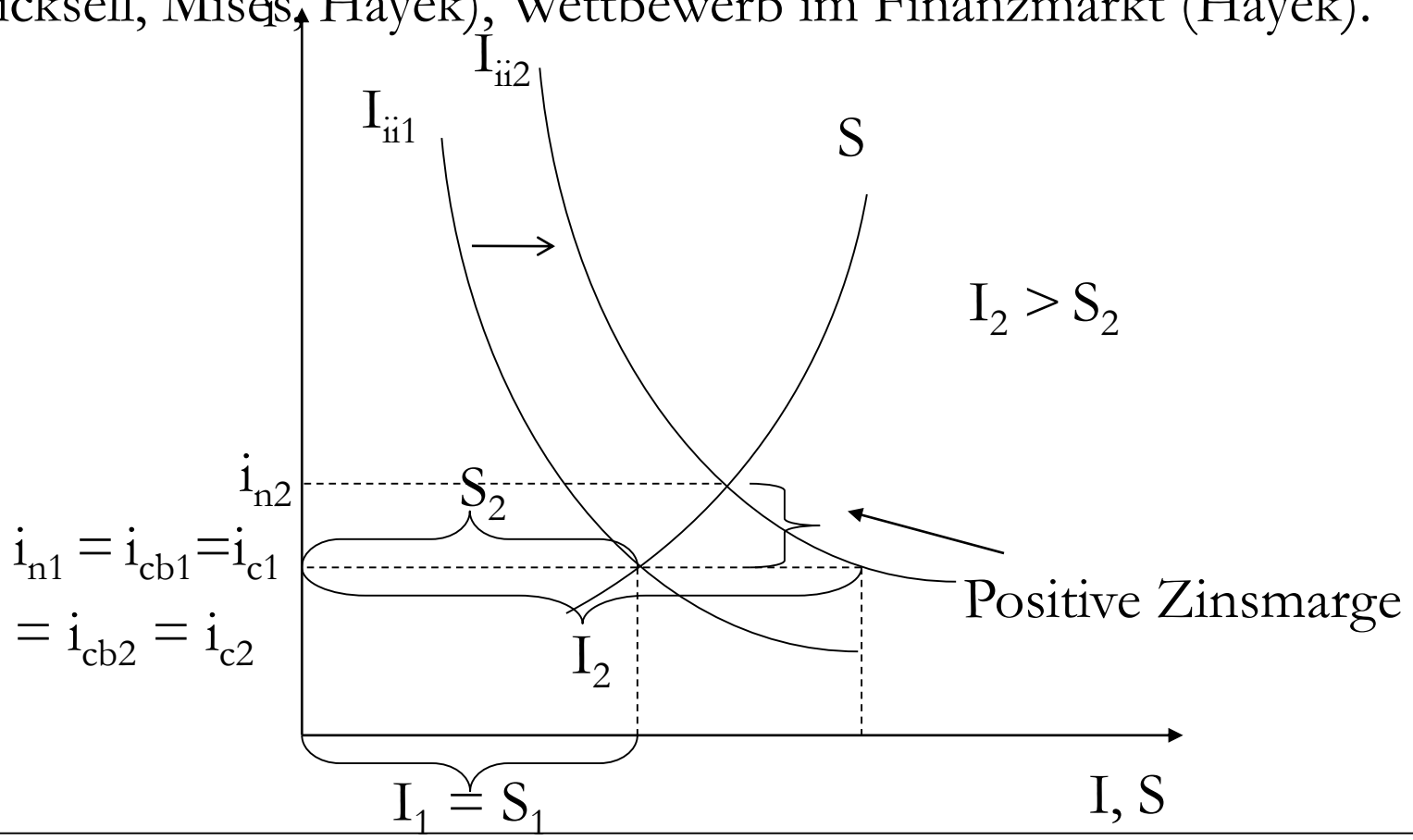
- Zu niedrige Leitzinsen treiben Überinvestition und Spekulation.
- Im Boom sind nicht nachhaltige Investitionen kreditfinanziert.
- Wenn Inflation steigt, erhöht die Zentralbank die Zinsen.
- Es folgt unweigerlich die Krise (Abbruch von Investitionen).

Rolle der Rezession (Schumpeter 1912)

- Nicht rentable Investitionsprojekte werden abgebrochen.
- Durchschnittliche Rendite der Investitionen steigt.
- Fallende Preise und Löhne als Voraussetzung für die Erholung.

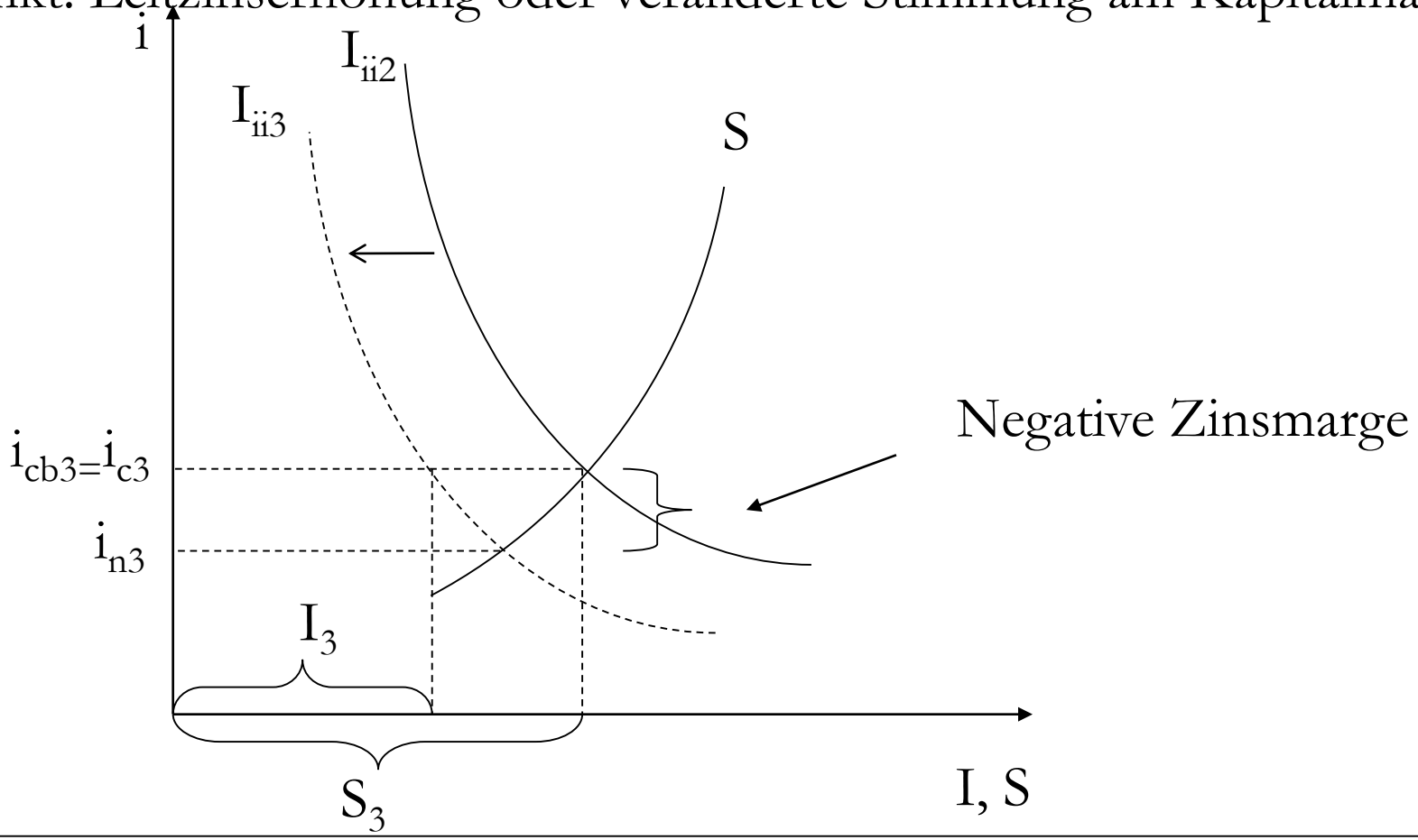
Monetäre Überinvestitionstheorie - Aufschwung

Startpunkt: Innovation (Schumpter, Hayek), Zentralbankfehler (Wicksell, Mises, Hayek), Wettbewerb im Finanzmarkt (Hayek).

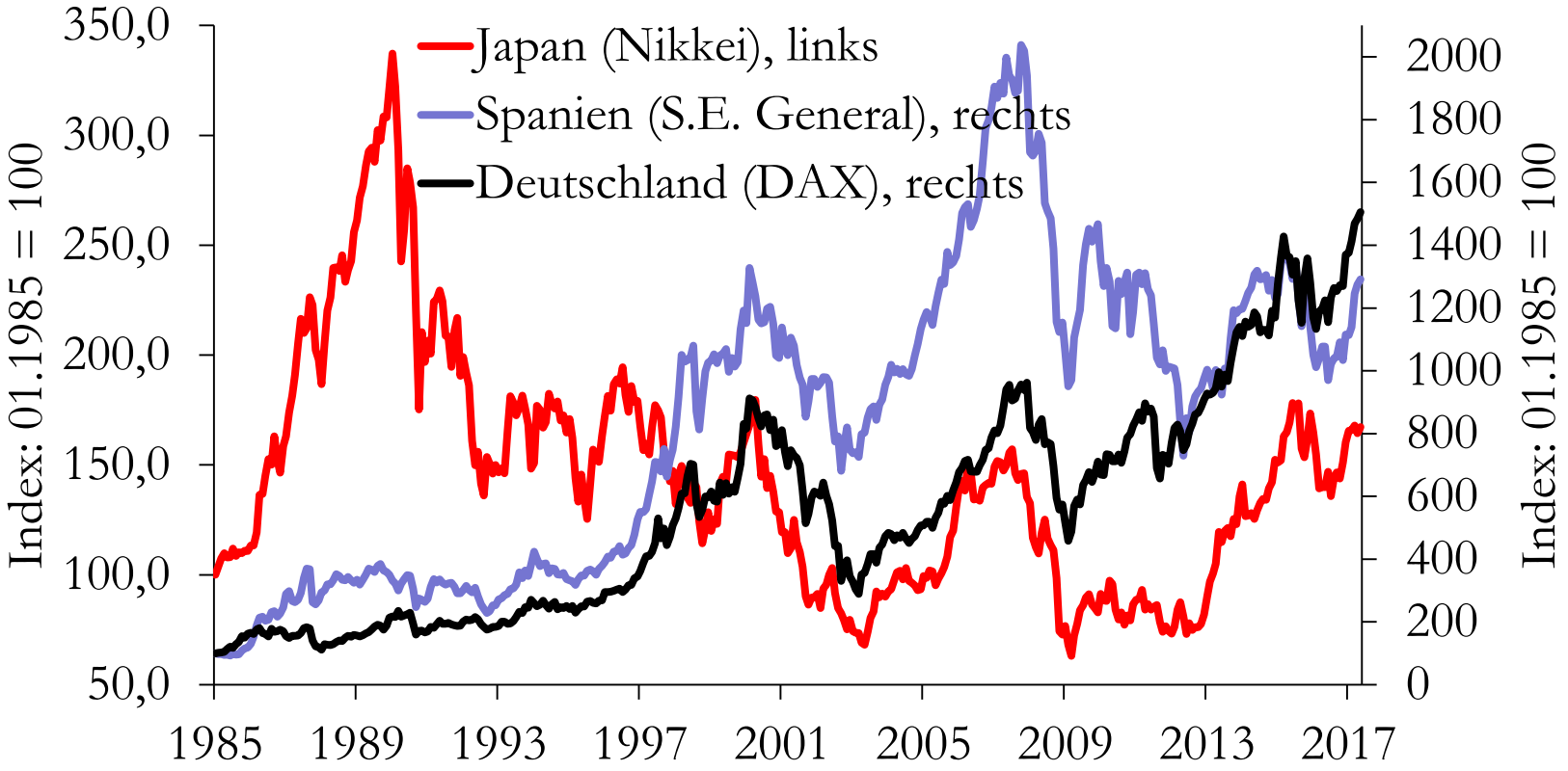


Monetäre Überinvestitionstheorie - Abschwung

Starpunkt: Leitzinserhöhung oder veränderte Stimmung am Kapitalmarkt

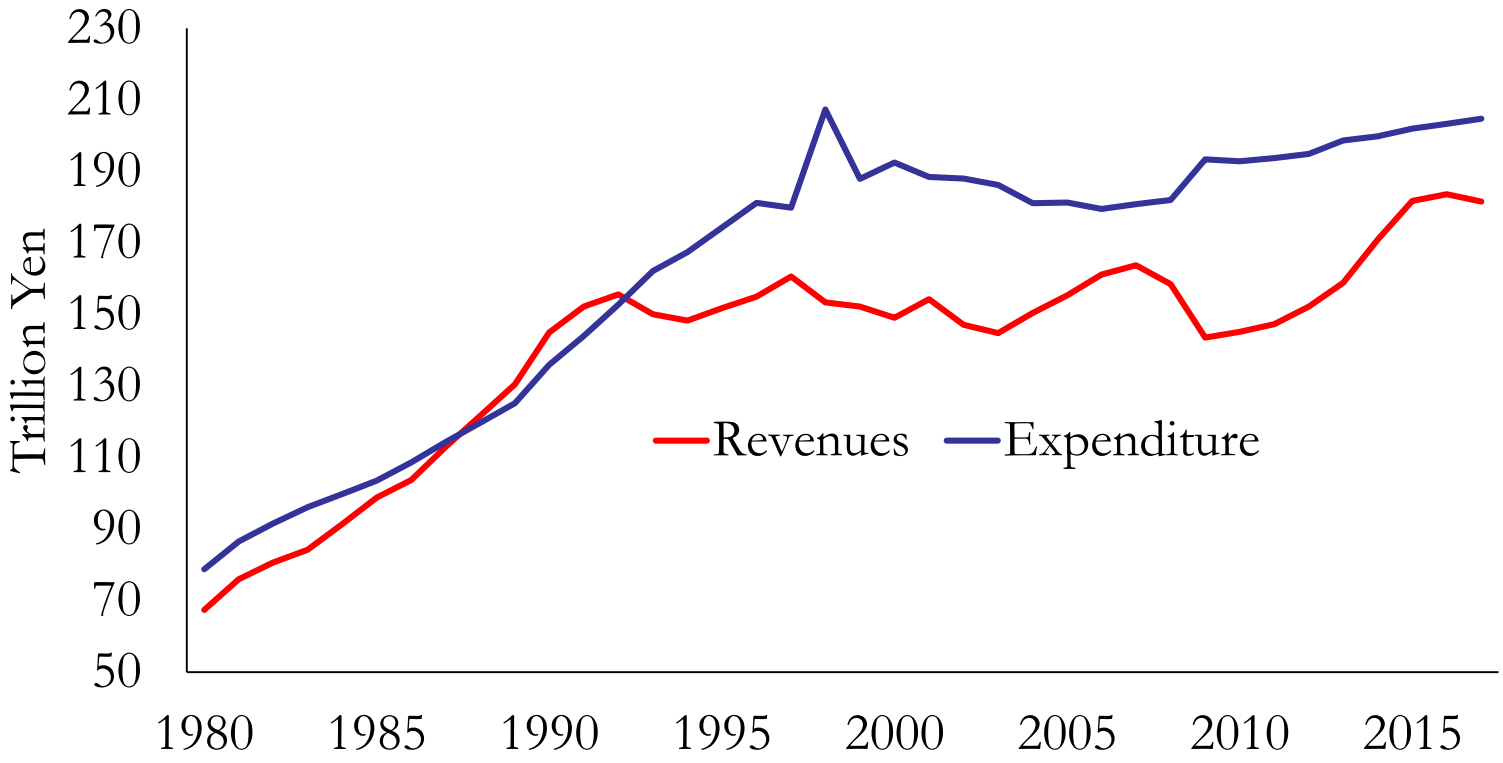


Spekulationswellen in Japan, Spanien, Deutschland



Quelle: Nikkei, Reuters, Ministry of the Economy and Finance, Spain.

Japan: Einnahmen und Ausgaben



Quelle: IWF.

3. Monetäre Expansion und Stagnation

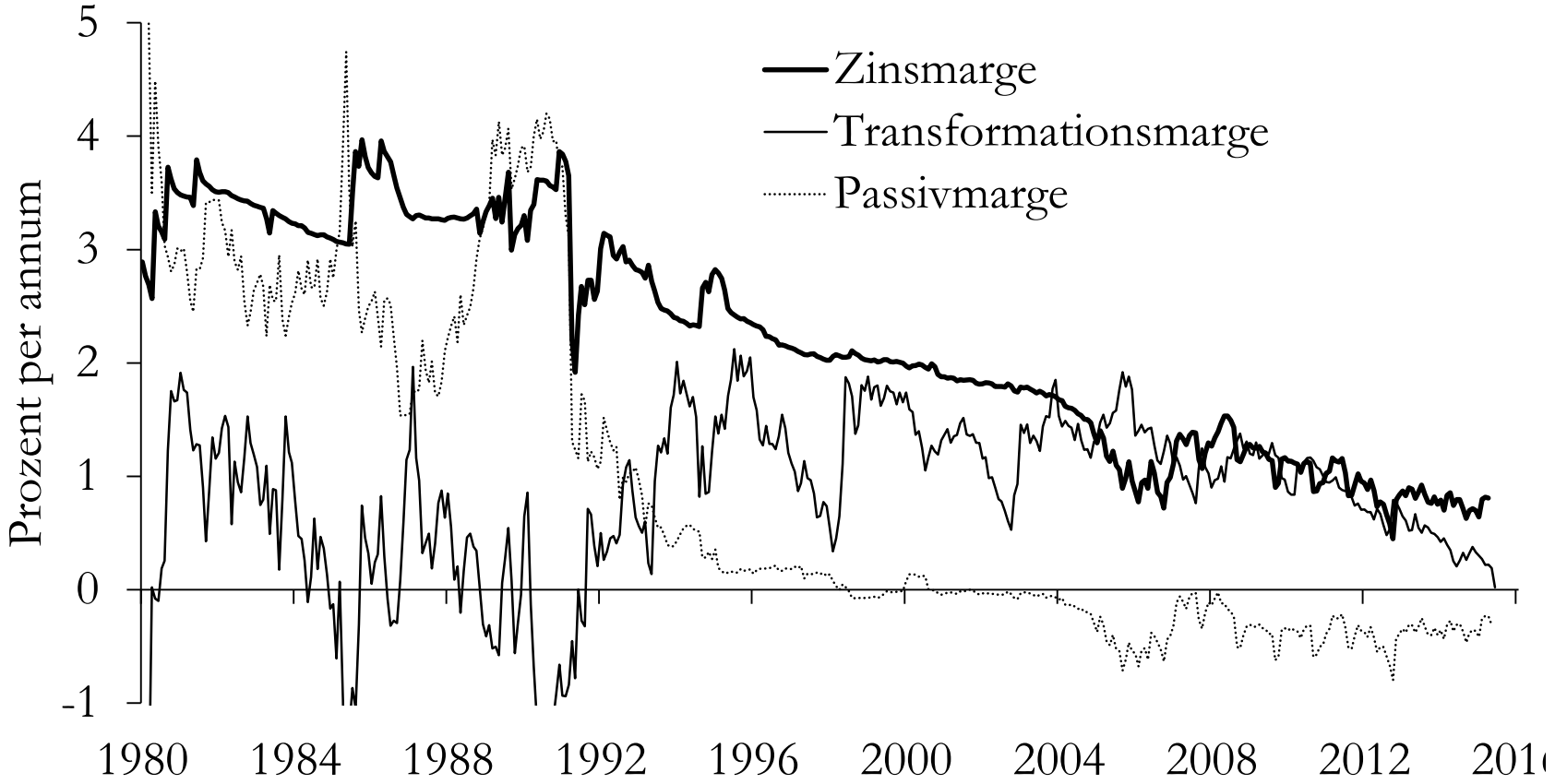
Stabilisierend

- Rekapitalisierung der Banken durch den Staat (monetarisiert).
- Die Vermögenspreise steigen wieder.
- Der potenzielle Bestand an faulen Krediten wird reduziert.

Destabilisierend

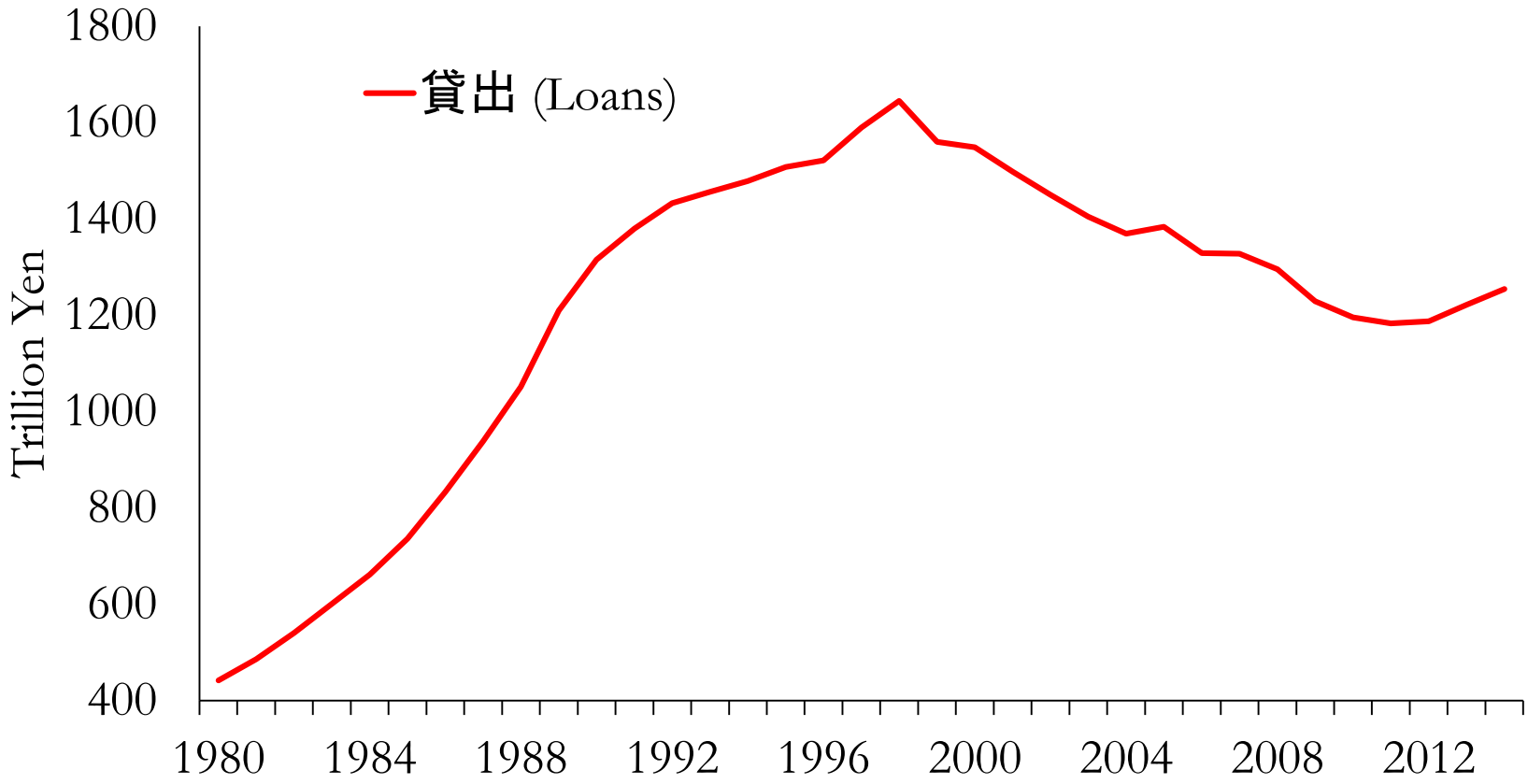
- Geldmarkt gelähmt.
- Zinsmarge (Kreditzins – Einlagezins) schrumpft.
- Transformationsmarge (langfristiger – kurzfristiger Zins) fällt.
- Passivmarge (Geldmarktzins/Kapitalmarktzins – Einlagenzins) sinkt.
- Unternehmen reduzieren Kreditnachfrage aufgrund sinkender Finanzierungskosten und Investitionen.
- Haushalte reduzieren Kreditnachfrage aufgrund sinkender Zins- und Lohneinkommen.

Margen im japanischen Bankgeschäft



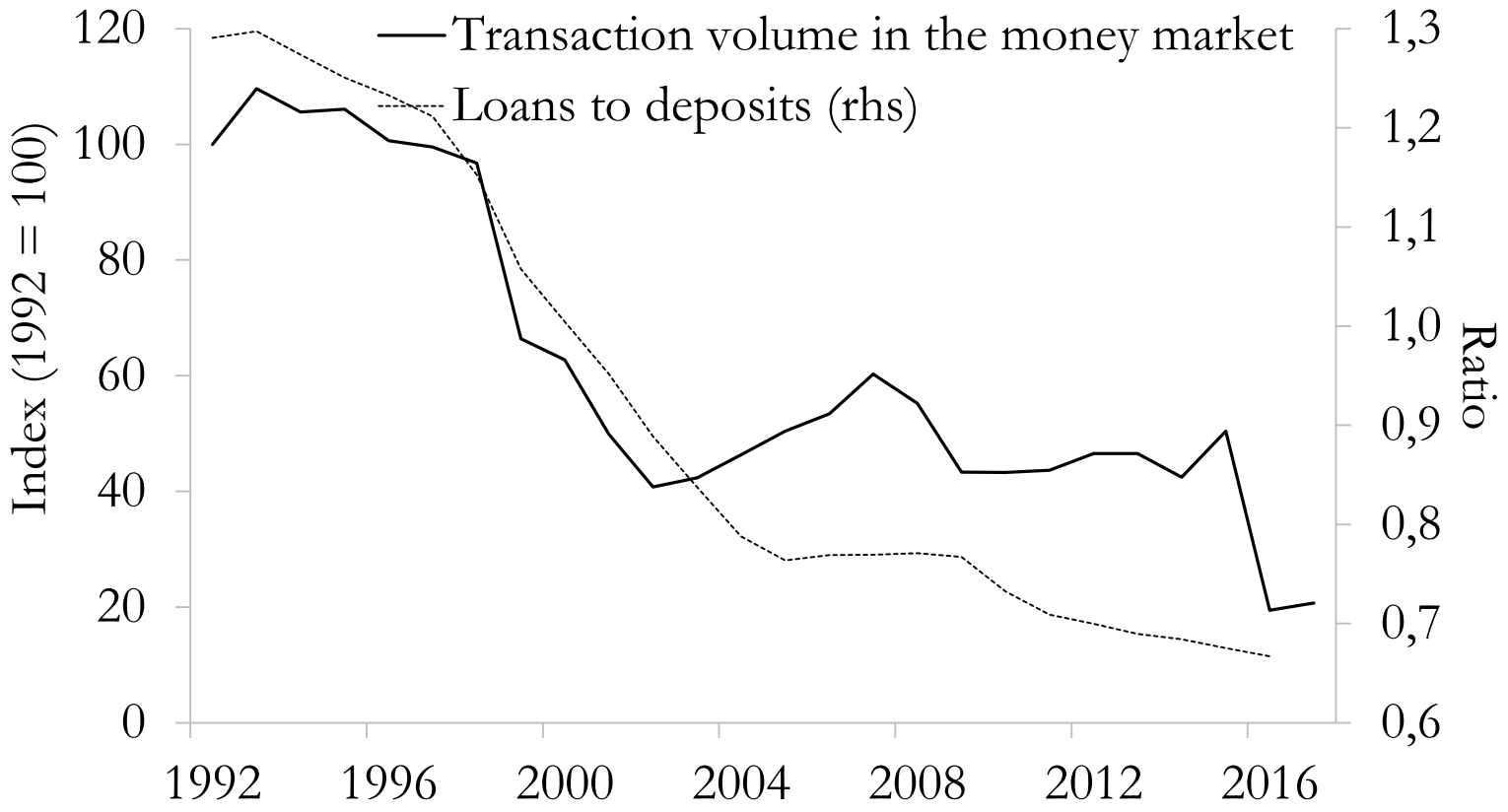
Quelle: IWF.

Kreditvolumen in Japan



Quelle: Japan, Cabinet Office.

Gelähmte Geld- und Kreditmärkte



Quelle: Japan, Cabinet Office.

Kostenreduktion bei japanischen Banken

Anzahl	CB	RBI	RBII	SKB
Banken	-44%	0%	-33%	-32%
Filialen	-22%	-4%	-34%	-14%
Reguläre Mitarbeiter	-20%	-15%	-42%	-24%

Kosten	CB	RBI	RBII	SKB
Personalaufwand	-2%	-10%	-24%	-35%
Andere Verwaltungs-aufwendungen	+9%	+1%	-14%	-14%

Quelle: 日本金融年鑑、全国銀行協会、信用中央金庫.

Implikationen für den Unternehmenssektor

Aufschwung

- Es werden mehr Investitionsprojekte mit geringerer Rendite finanziert. (Von Prime zu Subprime).
- Überteuerte Übernahmen und Aktienrückkäufe werden mit billigen Krediten finanziert.

Krise

- Die Überkapazitäten und Fehlinvestitionen werden sichtbar.

Strukturkrise durch Geldflut als Krisentherapie

- Strukturelle Verzerrungen werden durch billiges Geld konserviert (Schumpeter 1919, Hayek 1929, Hoffmann und Schnabl 2016).
- *Nachsichtige Kreditvergabe* (Sekine, Kobayashi und Saita 2003).
- *Zombie lending* (Caballero, Hoshi und Kashyab 2008).
- *Evergreening* (Peek und Rosengreen *2005).*
- *Walking Dead* (McGowan, Andrews and Milliot 2017)
- *Soft budget constraints* (Kornai 1986).

Politische Kreditgarantien

Politik des Wegsehens (1991-1998)
- Tolerierung fauler Kredite und Konvoi-System

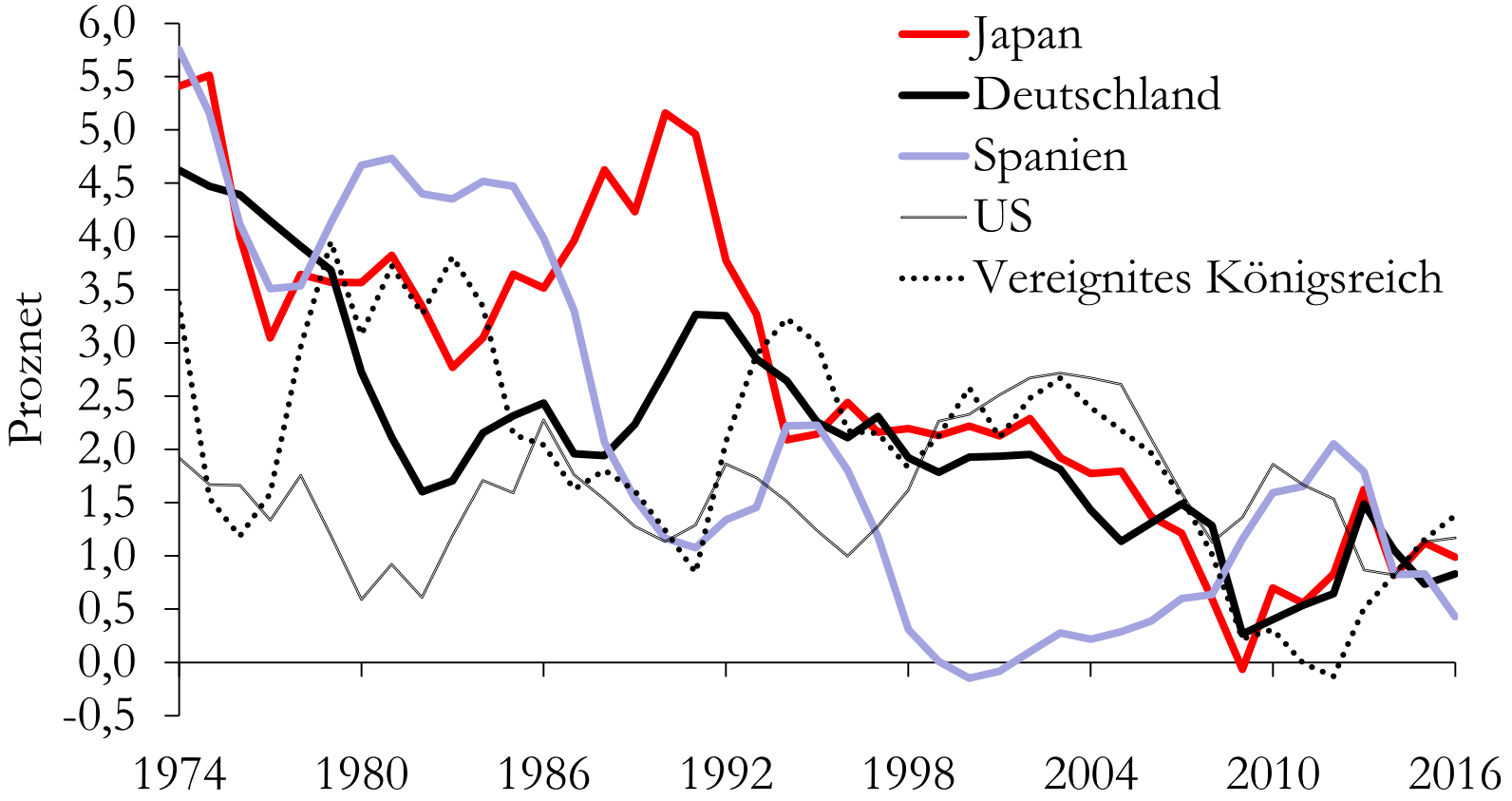
Aufräumversuche (1998-2001)
- Gesetz zur schnellen Gesundung des Kreditwesens (1998): faule Kredite müssen offengelegt werden
- Verstaatlichung von Banken wird erlaubt (169 bis 2001)
- Gesetz zur schnellen Wiederbelebung des Kreditwesens: Zwangsrekapitalisierungen (170 Mrd. € bis 2001)
- Japan Guarantee Corporations: 100%-Kreditgarantien für KMU

Garantien und Zwangskredite (ab 2008)
- 緊急保証制度 (2008-2011): Japan Federation of Guarantee Corporations: Kreditgarantien für KMU
- 中小企業等金融円滑化法 (2012): Banken müssen Kredite an KMU fortzuführen, auch wenn diese ausfallgefährdet sind (Businessplan).

Kredite der Japan Finance Corporation (日本政策金融公庫)

Quelle: Japan, Ministry of Finance, Policy Research Institute. Kreditvergabe der JFC und JASME an Klein- und Mittelunternehmen.

Sinkende Produktivitätsgewinne (Hayek 1944)



Quelle: OECD.

4. Verteilungseffekte

Vom privaten zum öffentlichen Sektor (Reinhart und Belen 2015)
- via finanzielle Repression.

Vom den Unternehmen zum Finanzsektor (Cantillon 1931)
- via steigende Vermögenspreise und schwachen Konsum.

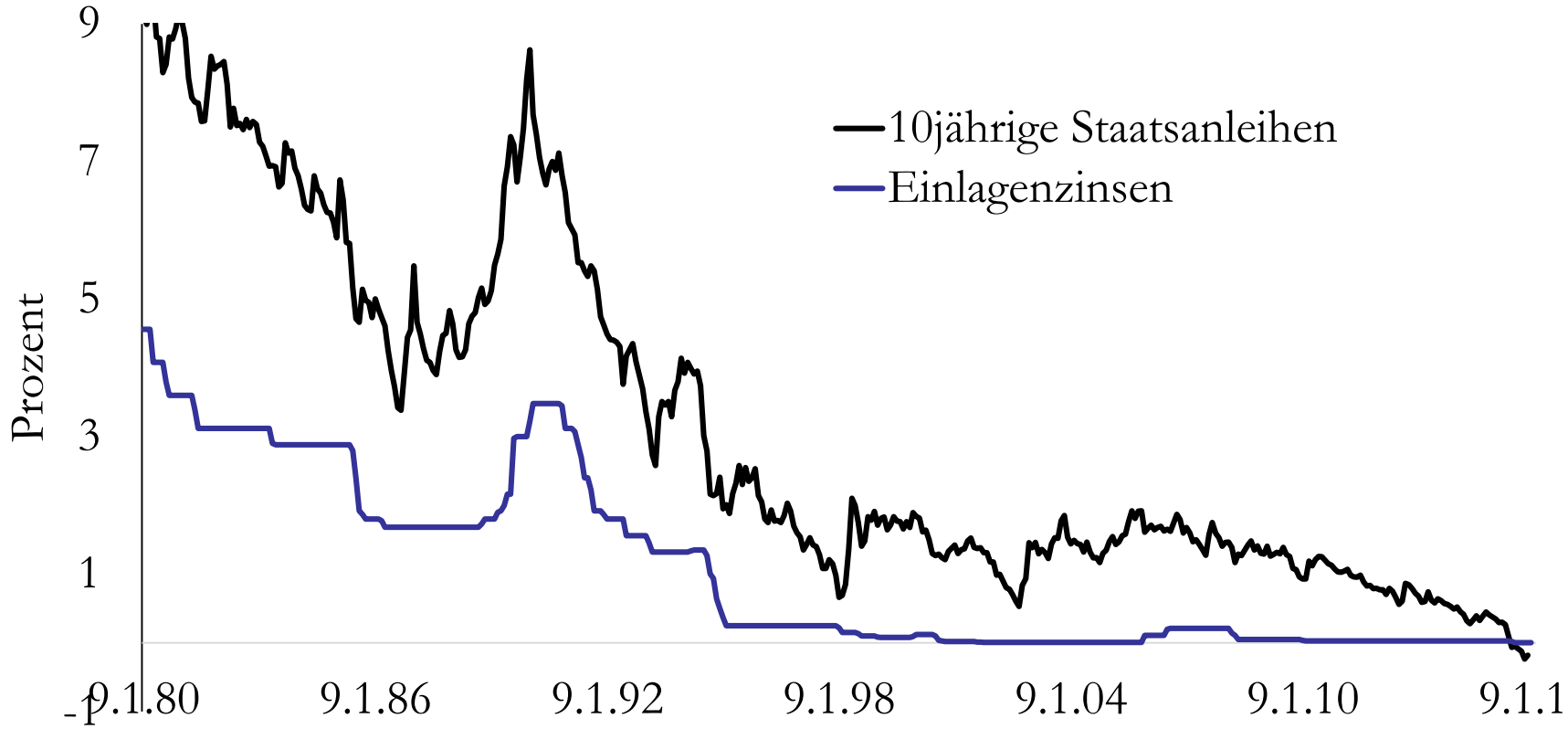
Von Arm zu Reich (Saiki and Frost 2015)
- via steigende Vermögenspreise und finanzielle Repression.

Von Jung zu Alt (Duarte und Schnabl 2017)
- via nominale Lohnrepression und Absenken der Rentensprüche.

Von KMUs zu Großunternehmen
- via Kapitalmarktfinanzierung versus Kreditfinanzierung.

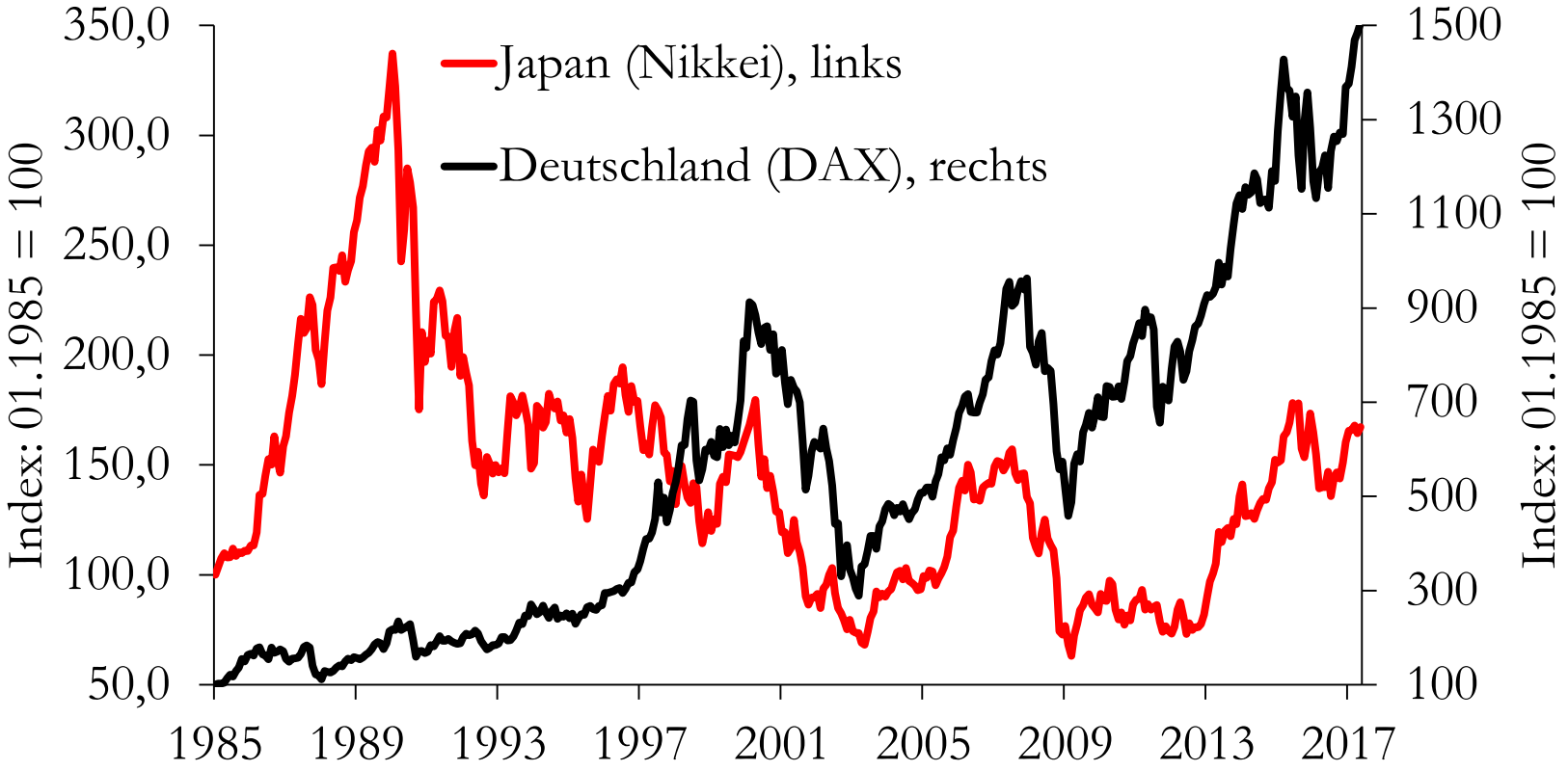
Von den Peripherien zu den Zentren (Fischer und Schnabl 2018)
- via Konzentrationseffekte bei Finanzinstituten und Unternehmen.

Finanzielle Repression in Japan



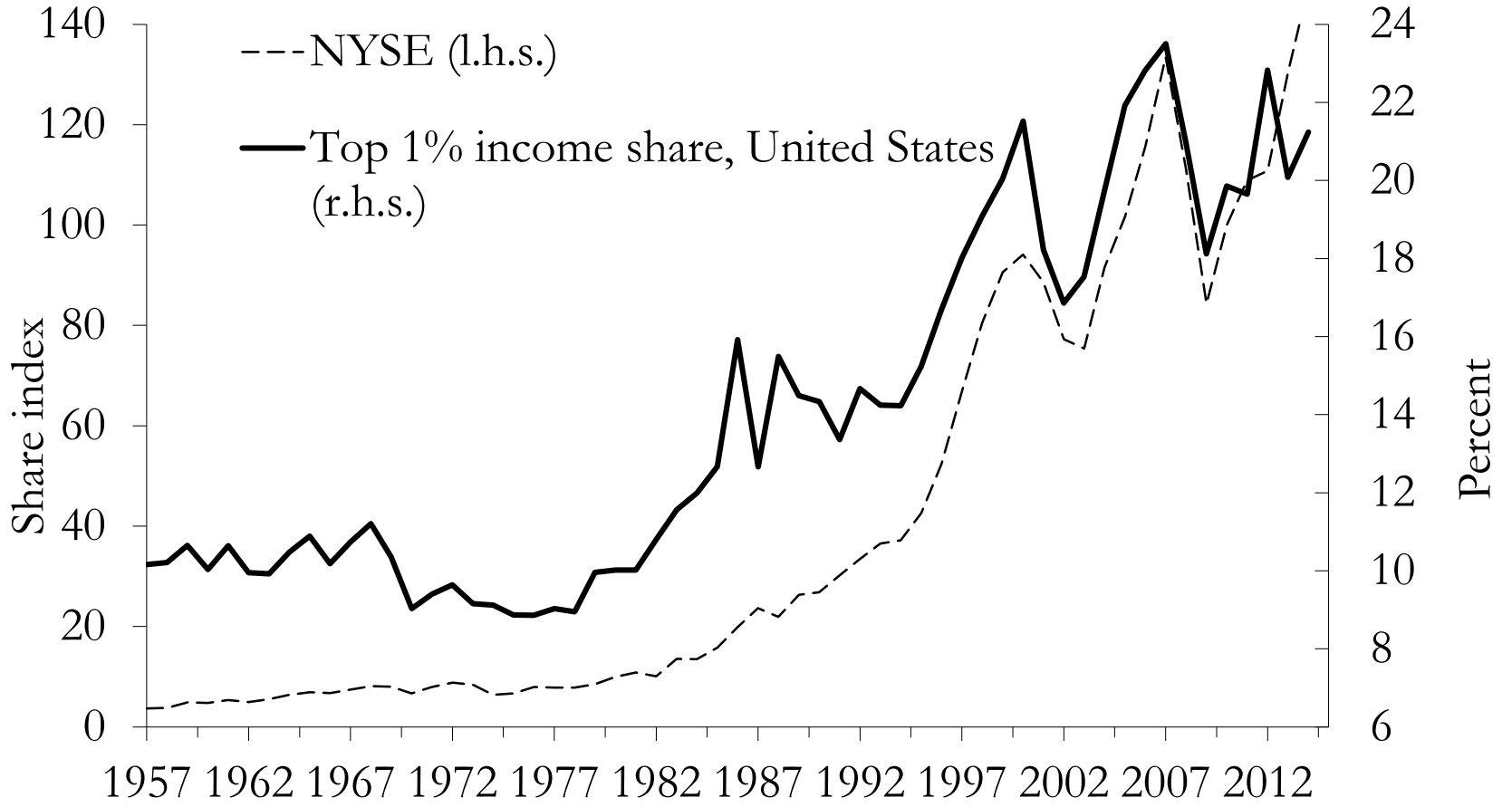
Quelle: IWF.

Vermögenspreisinflation in Japan



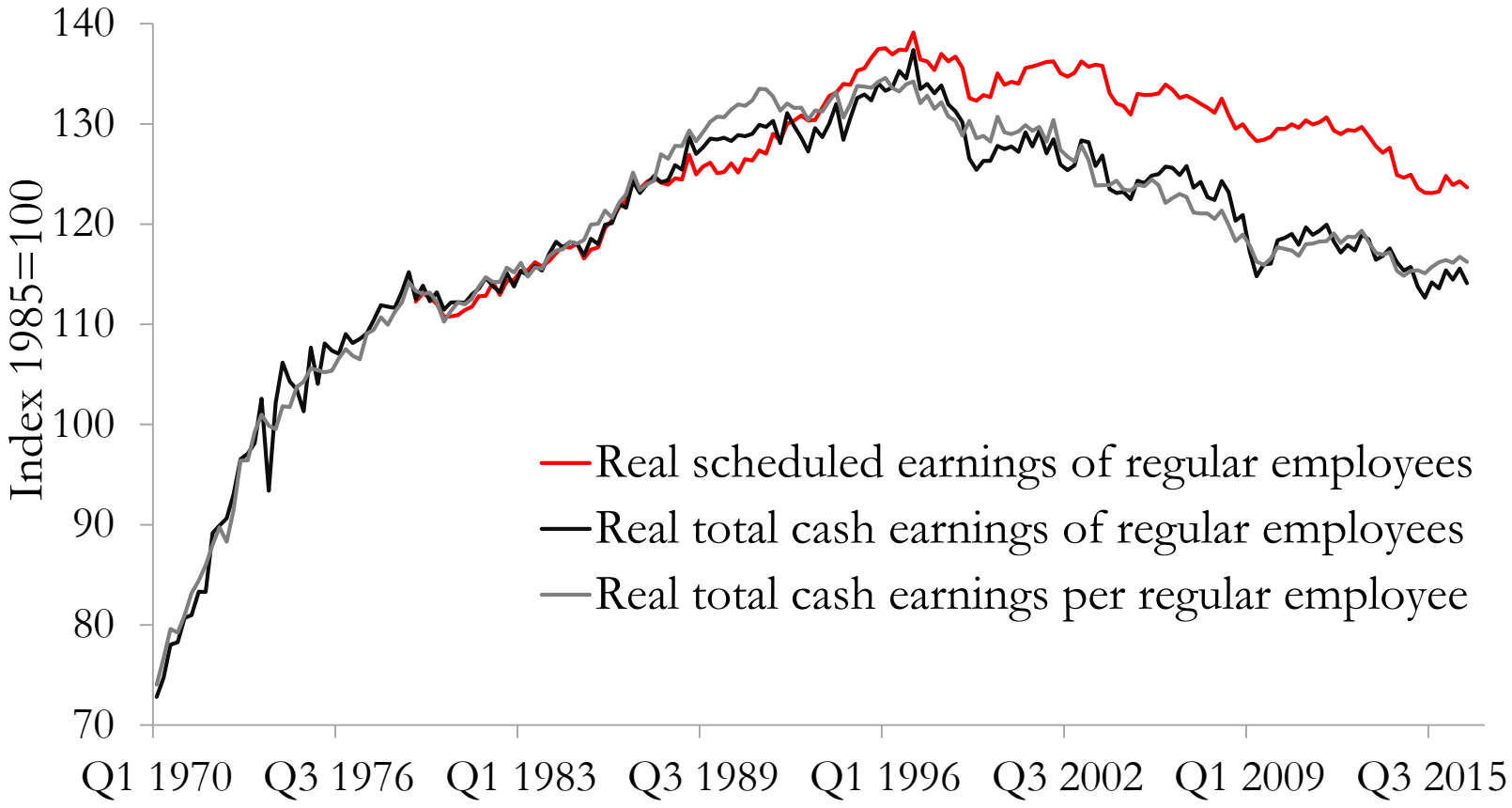
Quelle: Nikkei, Reuters.

Vermögenspreisinflation und Verteilung (USA)



Quelle: IWF, Top Income Database.

Nominal- und Reallohnrepression in Japan

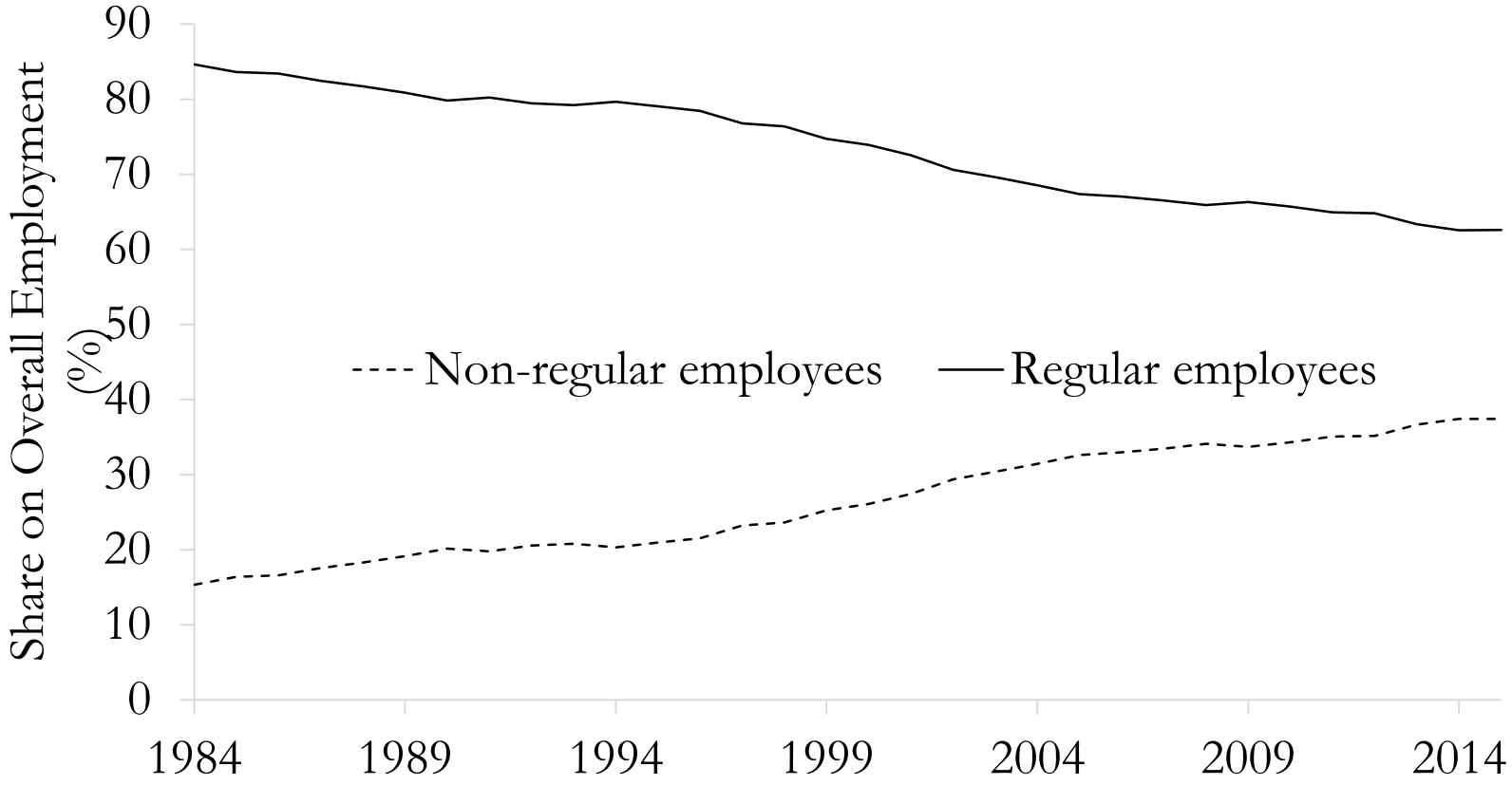


Quelle: OECD, 総務省(Ministry of Internal Affairs and Communication).

Steigende statt fallende Erwerbstätigkeit

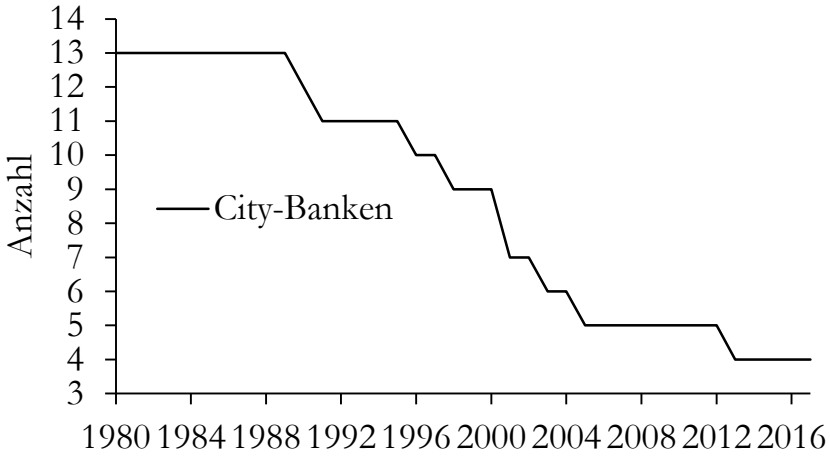
Quelle: OECD.

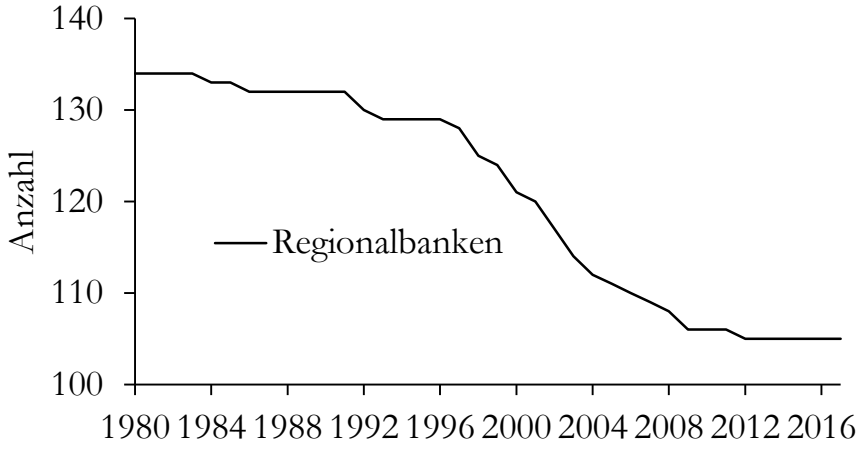
Anteil der prekären Beschäftigungsverhältnisse

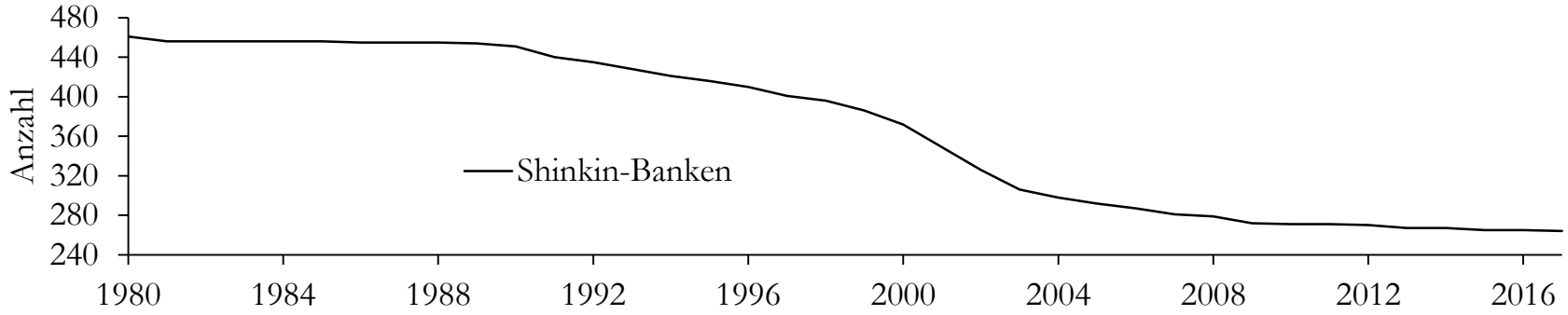


Quelle: 総務省, Japan: Ministry of Internal Affairs and Communication.

Konzentration (japanischer Finanzsektor)

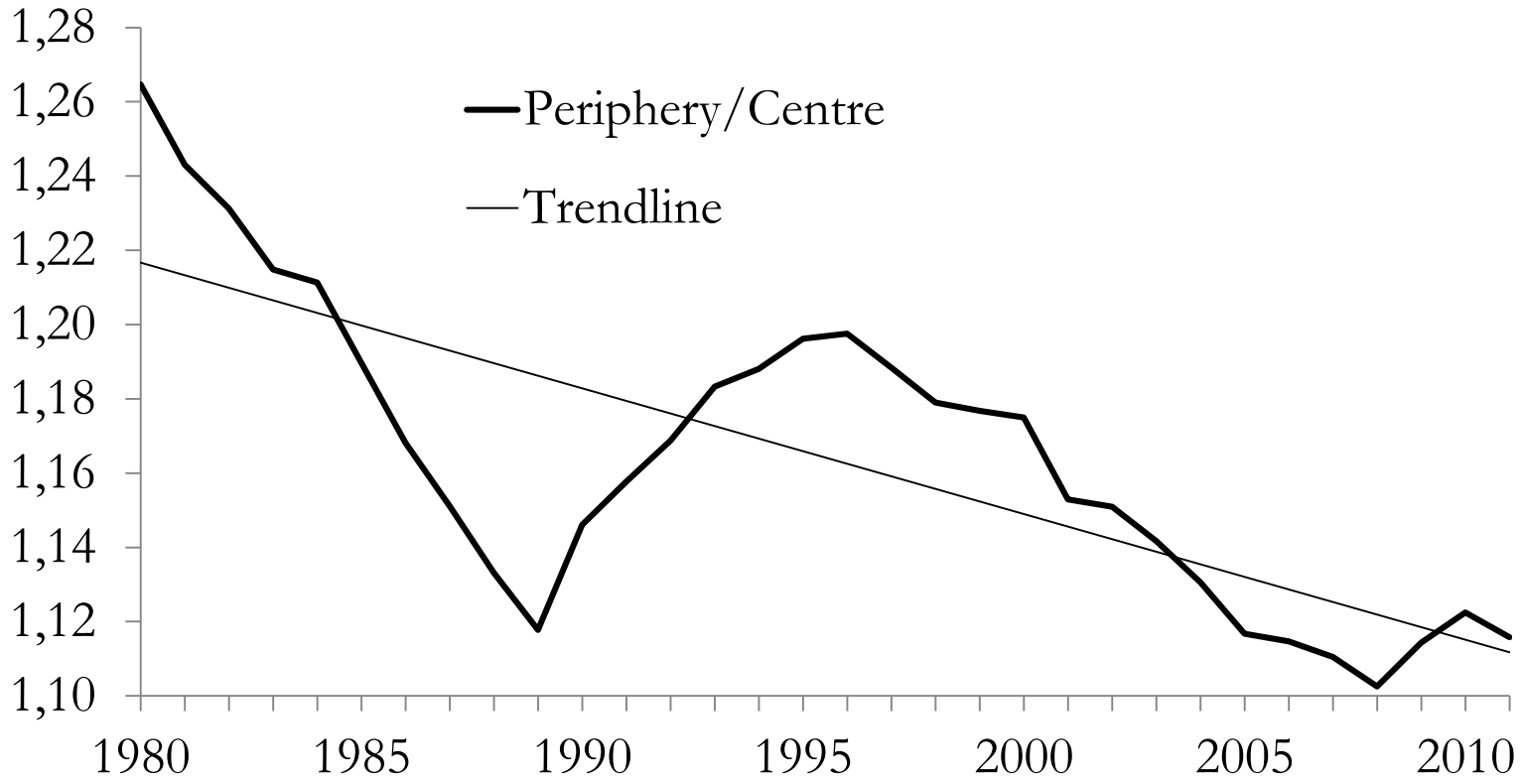






Quelle: Japanese Bankers Association (日本銀行協会).

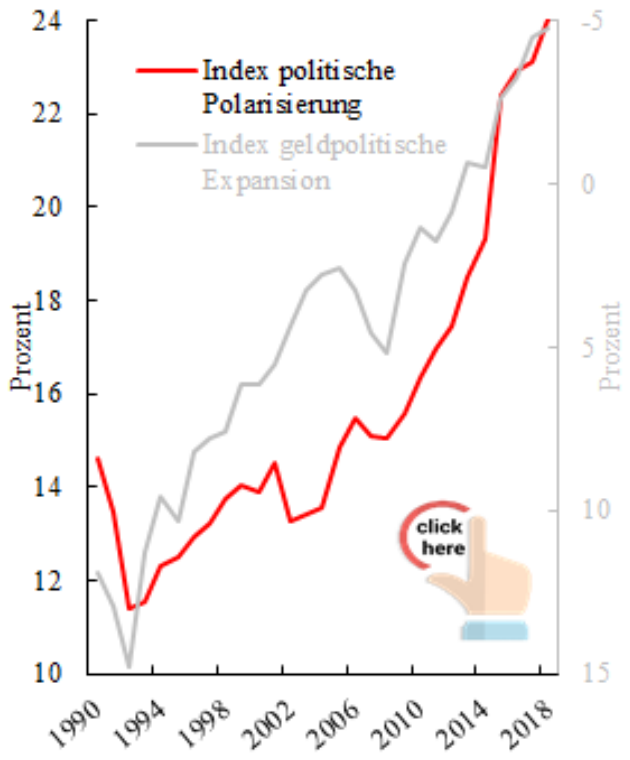
Regionale Konzentration – Rest von Japan/Kanto



Source: Cabinet Office of Japan (内閣府).

Politische Implikationen

IWP-Index für Politische Polarisierung in EU28

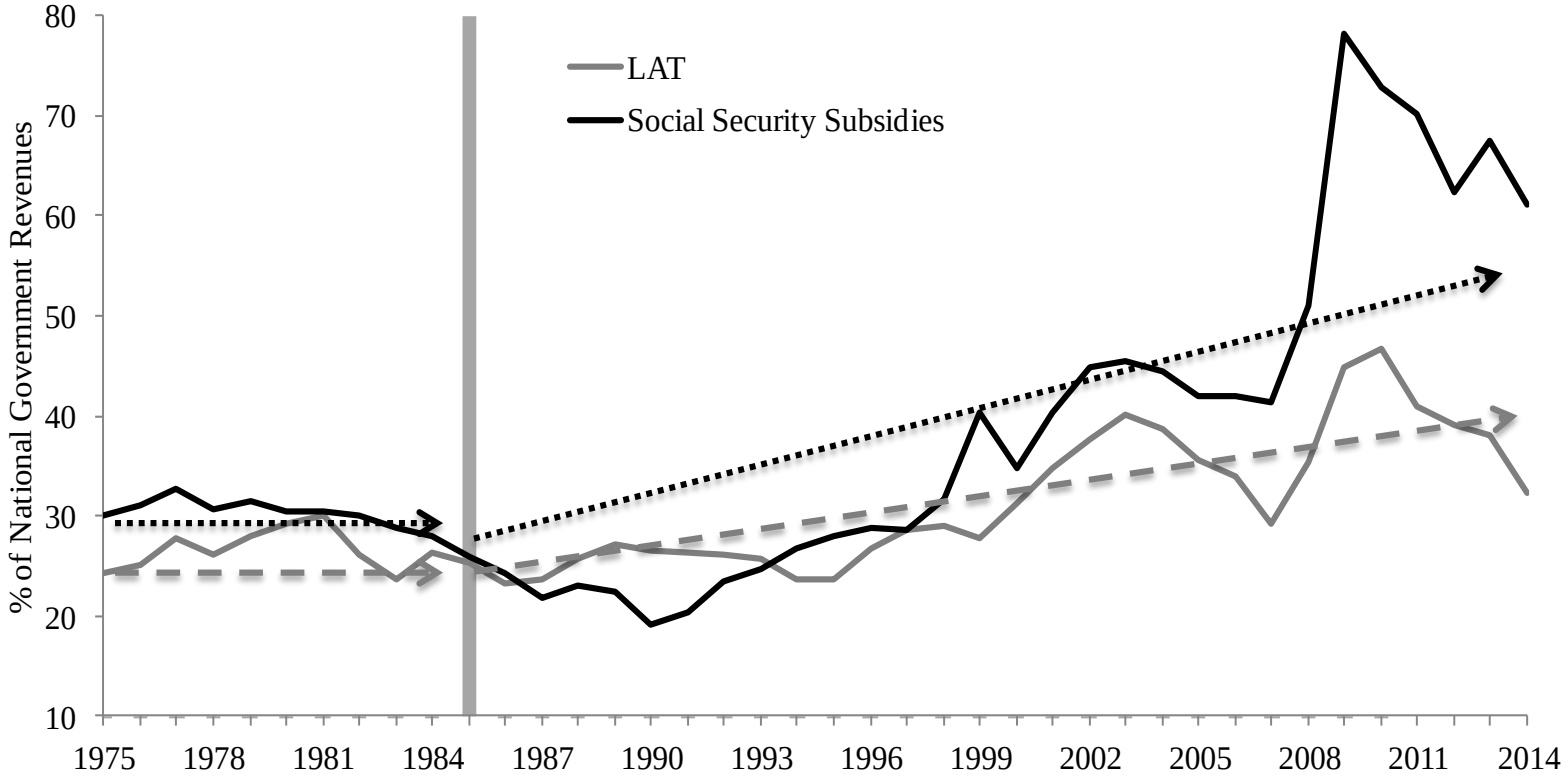


Shinzo Abe:

- Regionaler Finanzausgleich
- Subventionen für die Rentenkassen
- Reiszölle
- Subventionen für Studiengebühren
- keine Einwanderung
- keine Mehrwertsteuererhöhung
- Inselstreit mit China
- Raketen aus Nordkorea
- Negativberichte aus Europa

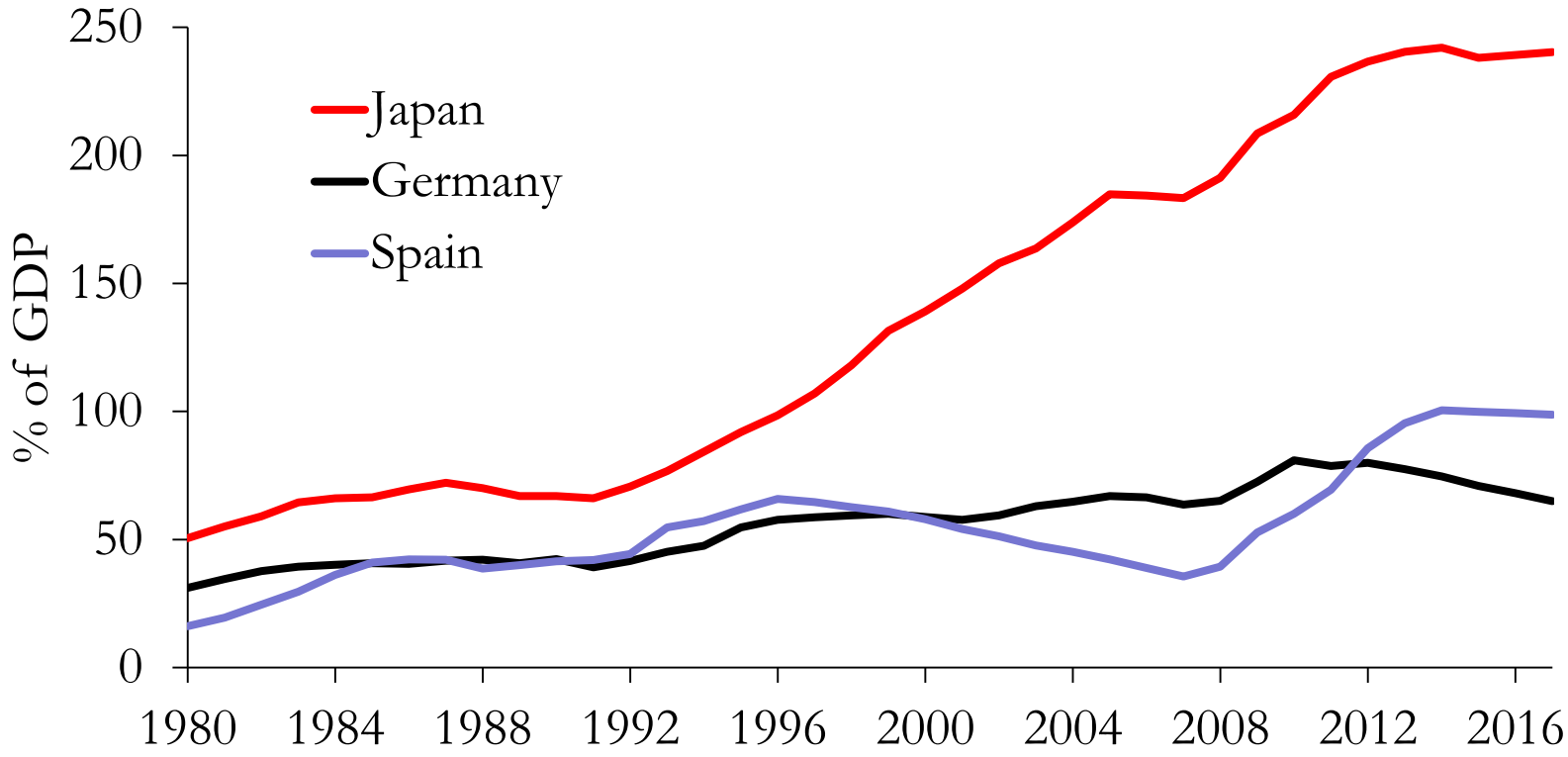
Quelle: Institut für Wirtschaftspolitik

Japan: Regionaler Finanzausgleich und Subventionen zur Rentenkasse



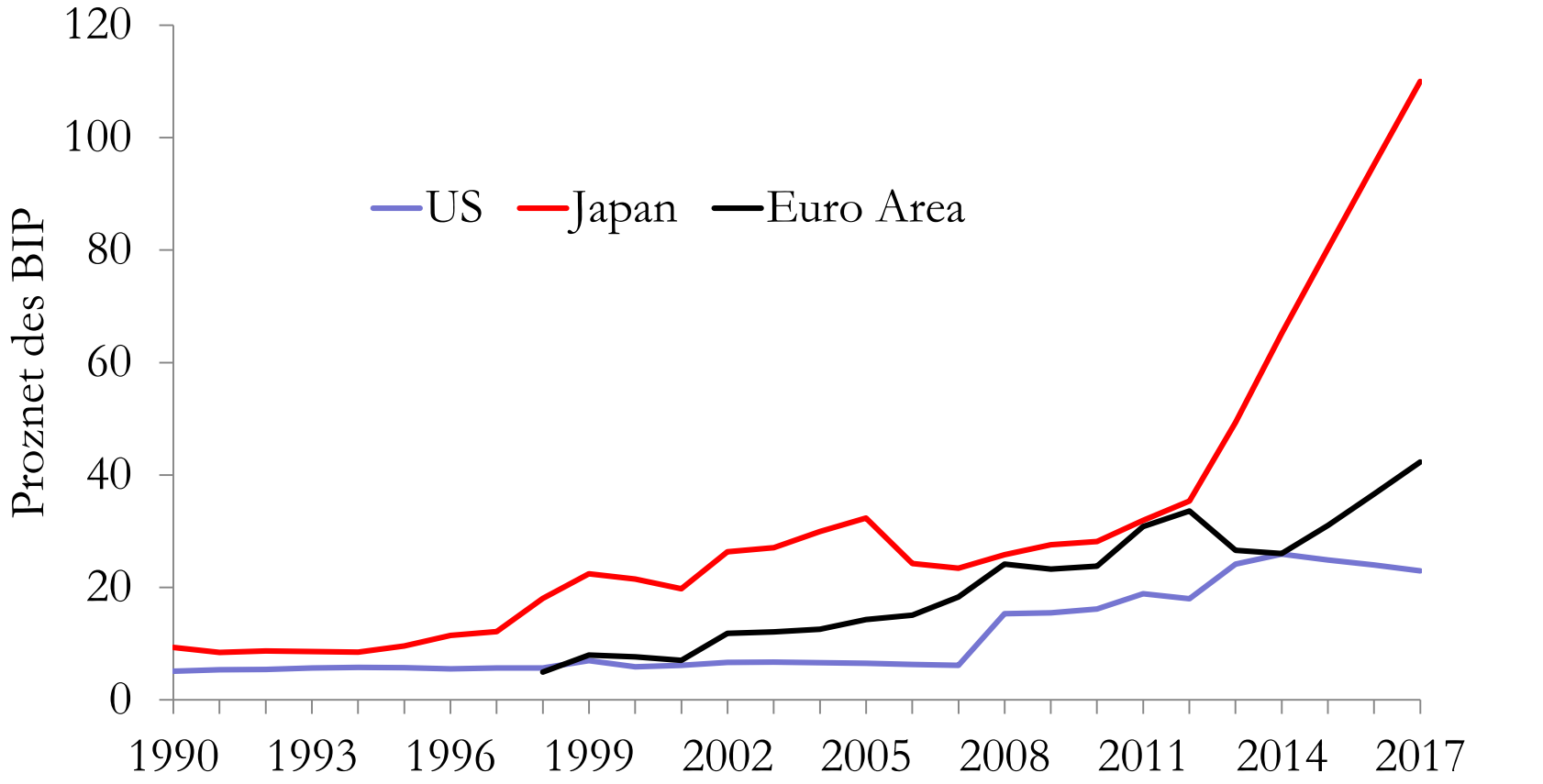
Quelle: Fischer und Schnabl 2018 (MoF).

Anstieg der Staatsverschuldung



Quelle: IWF.

Volumen der Zentralbankbilanzen (% des BIP)



Quelle: Oxford Economics.

5. Ausblick: Japan und die Eurozone

Die Eurozone ist das neue Japan

- Der Süden ist wie Japan bereits zombifiziert.
- Im Norden wachsen Blasen, so dass dieser folgen wird.

Verteilungskonflikte wachsen

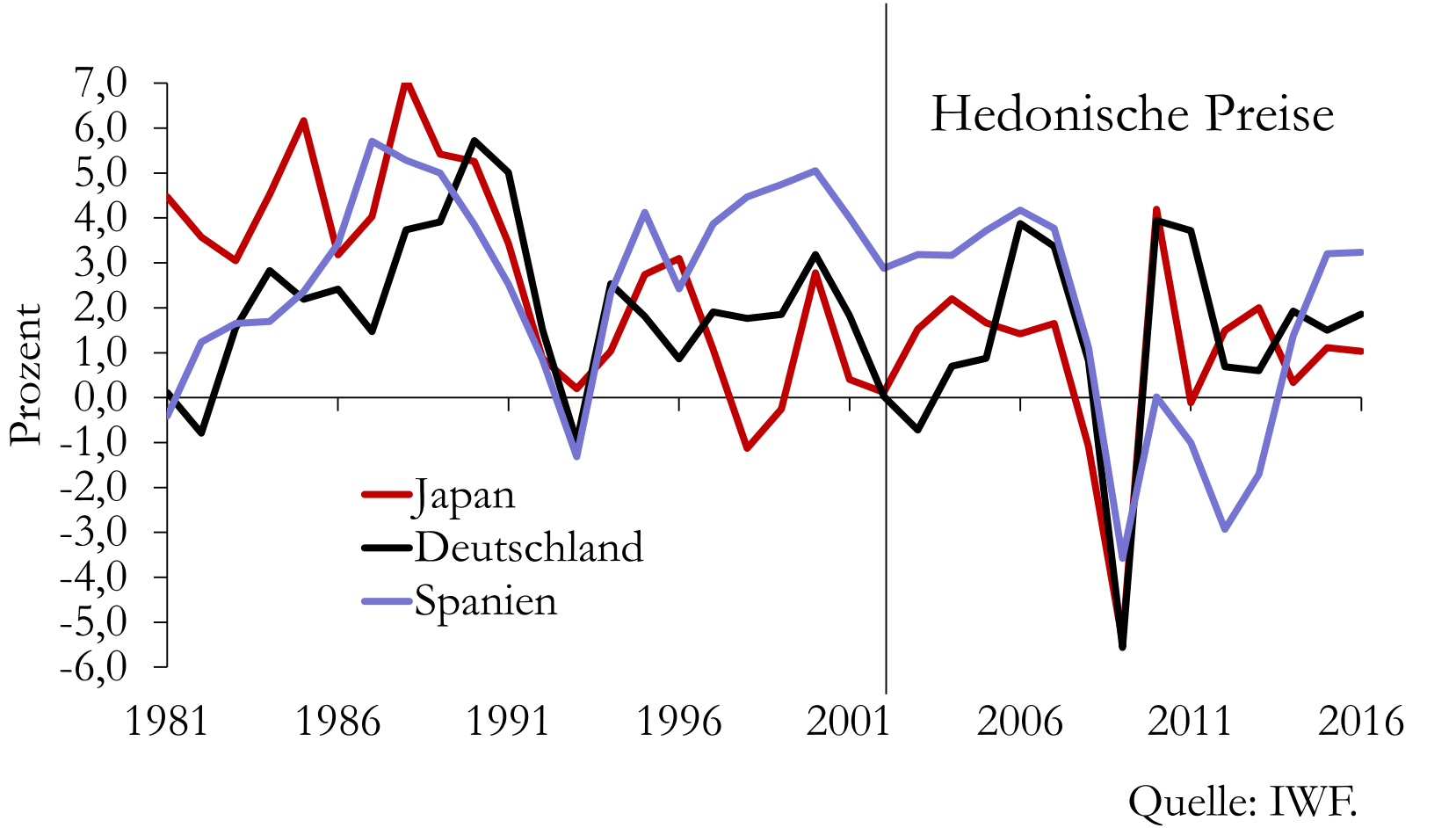
- Zwischen politischen Eliten und enttäuschten Bürgern.
- Zwischen Arm und Reich.
- Zwischen Jung und Alt.
- Zwischen den einzelnen Eurostaaten (TARGET).

Wirtschaftspolitische Implikationen

- Der Ausstieg ist dringlich.
- Er sollte glaubhaft, entschlossen, langsam und international koordiniert sein.

Vielen Dank für die Aufmerksamkeit!

Reales Wachstum



Quelle: IWF.