

Christian A. Conrad  
Markus Stahl  
(Hrsg.)



# Risiko- management an internationalen Finanzmärkten

- Systemrisiken
- Crashtpotential
- Anlagemanagement
- Risikosteuerung

//  
SCHÄFFER  
POESCHEL

### III. Japan seit 1990: Das schmerzhaft lange Platzen einer Bubble

*Rolf Daxhammer und Tatjana Schmied-Wörle\**

#### Inhaltsverzeichnis

1. Das japanische Wirtschaftswunder der achtziger Jahre
2. Die Asset-Price-Bubble wird aufgeblasen
3. Die Blase zerplatzt...
4. ... aber die Luft entweicht nur langsam

#### 1. Das japanische Wirtschaftswunder der achtziger Jahre

In den achtziger Jahren blickte die ökonomische Welt voller Bewunderung nach Japan. Kräftiges Wirtschaftswachstum schien auf wundersame Art und Weise genauso ewig garantiert wie die Anstellung in einem großen Konzern. Die japanische Wirtschaft schien aus der Sicht vieler Beobachter das Patentrezept für Vollbeschäftigung auf Lebenszeit gefunden zu haben.

Bei der Suche nach den Ursachen für die fulminante Wirtschaftsdynamik wurde sehr oft die enge Verzahnung von Industrie, Bürokratie und Bankensystem genannt. Tatsächlich gibt es wahrscheinlich nur wenige Ökonomen der achtziger Jahre, die nicht in der einen oder anderen Forschungsarbeit das hohe Lied des MITI (Industrie- und Handelsministerium) gesungen hätten. Dabei spielte das MITI die Rolle einer allwissenden Behörde, die über ihre Drähte in die Industrie und die Finanzwelt Kapital in scheinbar zukunfts-trächtige Industrien lenkte.

Als Folge dieser Einflußnahme wurde Japan in den achtziger Jahren mit einem immer engmaschigeren Netz von direkten Beteiligungsbeziehungen überzogen. Alle großen Banken des Landes waren nicht nur an allen damals mustergültig erfolgreichen Automobilkonzernen beteiligt, sondern auch untereinander. Ein System von direkten und indirekten „Cross-Holdings“ ließ dem Außenstehenden Japan als eine große, in sich verflochtene Beteiligungsgesellschaft, die „Japan-AG“, erscheinen.

---

\* Prof. Dr. Rolf Daxhammer, Professor für Finanzmärkte, europäische Wirtschaftspolitik und Investment Banking, Europäisches Studienprogramm der Betriebswirtschaft (ESB), FHTW Reutlingen, und Dipl. Kfm. Tatjana Schmied-Wörle, Financial Engineering, Allianz Asset Management GmbH, München.

Mitte des Jahrzehnts begann sich die wirtschaftliche Stärke Japans im Außenwert des Yens widerzuspiegeln. Zwischen September 1985 und August 1986 stieg der Wert der japanischen Währung gegenüber den Währungen der Haupthandelspartner um rund 60%.<sup>1</sup> Die Aufwertung bremste nicht nur die japanische Exportindustrie, sondern führte auch zu einem Fluß von Investitionen aus Japan ins Ausland und letztendlich zu einer vorübergehenden Dämpfung der Konjunkturaussichten.<sup>2</sup> Um die gefährdete Konjunktur geldpolitisch zu stützen, und international währungspolitisch abgesichert durch das Plaza-Abkommen vom September 1985, schwenkte die japanische Notenbank auf einen eher expansiven, rückblickend wahrscheinlich zu expansiven Kurs ein.<sup>3</sup>

Anstatt in eine Phase konjunktureller Beruhigung einzutreten, legte die japanische Wirtschaft in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre sogar noch zu; zumindest blieben die rosigen Zukunftsaussichten zunächst ungebrochen. Ende 1989 war der Wert aller Immobilien und Grundstücke in Japan etwa doppelt so hoch wie der Wert aller Aktien weltweit und fünfmal so hoch wie der der amerikanischen Immobilien; im Dezember 1989 waren alle japanischen Aktien eineinhalbmals so wertvoll wie alle amerikanischen (4 Billionen US-Dollar) Aktien verkauften sich zu einem Kurs-Gewinnverhältnis von 60 (USA 15, GB 12); der Wert von NTT (privatisierte Telefongesellschaft) war etwa so hoch wie der von AT&T, IBM, Exxon, General Electric und General Motors zusammengefasst.<sup>4</sup> Ebenfalls im Jahre 1989 schwenkte die Bank of Japan, um dem sich aufbauenden Inflationsdruck entgegenzuwirken, auf einen restriktiveren geldpolitischen Kurs<sup>5</sup> und ließ dadurch die Preisblase am Aktien- und Immobilienmarkt (Asset-Price-Bubble), die in den achtziger Jahren aufgeblasen.

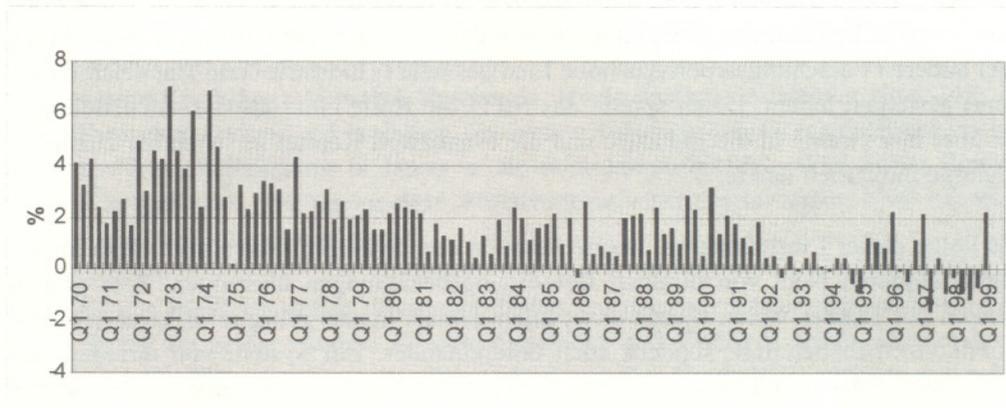


Abbildung 1: Reales Wirtschaftswachstum

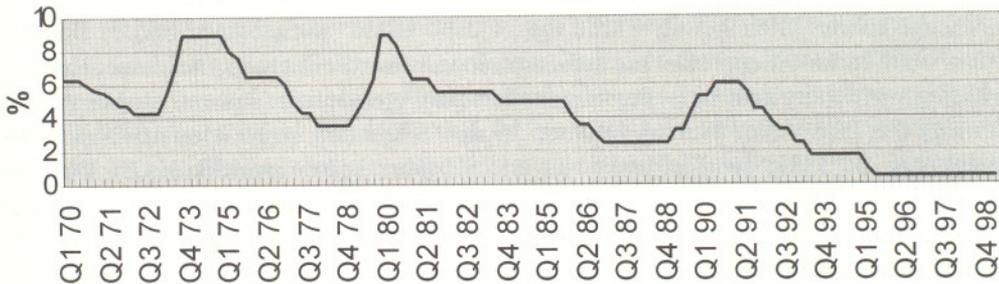


Abbildung 2: Offizieller Diskontsatz

## 2. Die Asset-Price-Bubble wird aufgeblasen

In der ökonomischen Literatur werden spekulative Blasen oft über einen direkten Preisbezug definiert: „... (A) bubble is an upward price movement over an extended range that then implodes. An extended negative is a crash.“<sup>6</sup> Üblicherweise lassen sich drei Phasen unterscheiden:<sup>7</sup> Auslöser für eine spekulative Blase ist oft ein exogener Schock (displacement), der von Blase zu Blase variieren kann (Gute Ernte, Politikwechsel, Technologieschub, usw.). In einer zweiten Phase weiten die Banken in der beginnenden Euphorie die Kreditvergabe aus und die Geldmenge steigt.<sup>8</sup> Es kommt zu dem was in der angelsächsischen Literatur als „overtrading“ oder „mania“ bezeichnet wird. In einer dritten Phase dann beginnen Insider, Gewinne mitzunehmen. Die Preise steigen nicht mehr weiter, weil neue Nachfrage in etwa dem Verkaufsdruck der Insider die Waage hält. Im weiteren Verlauf setzt dann ein Wettlauf aus den Vermögenswerten in Liquidität ein, und selbst in der angelsächsischen Literatur wird von aufkommender „Tor-schlußpanik“ gesprochen.

In der zweiten Phase treten die Phänomene auf, die in der Literatur dann als reine Spekulation bezeichnet werden.<sup>9</sup> Die Kaufmotivation ist dabei die Hoffnung auf Wertsteigerung bis zum Wiederverkauf. Die Verwendung für Konsum oder als Investition für Produktion (bzw. als Einkommensquelle bei Finanzaktiva) spielen keine Rolle. Strittig ist allerdings, ob das Verhalten der Anleger in dieser Phase als irrational bezeichnet werden kann.<sup>10</sup> Die neuere Finanzmarktliteratur (Behavioral Finance) deutet an, daß das Anlegerverhalten im Lichte der Kosten der Informationsverarbeitung durchaus als individuell rational interpretiert werden kann.<sup>11</sup>

In der japanischen Wirtschaftsgeschichte lassen sich immer wieder Beispiele für den oben beschriebenen Ablauf finden. So profitierte die japanische Wirtschaft im ersten Weltkrieg von Exporten an Kriegsverbündete; 1914 bis 1919 wuchs das Bruttosozialprodukt um durchschnittlich 17,5% im Jahr, was zu einem erheblichen Anstieg der Geldmenge führte. Gleichzeitig wurde die „Taisho Blase“ aufgeblasen, in der sich die Aktien- und Immobilienpreise im selben Zeitraum verdreifachten. Nach dem ersten Weltkrieg wurde aus dem Leistungsbilanzüberschuß ein -defizit, das am 15. März 1920 (Montag) die Blase zum Platzen brachte. In den folgenden sechs Monaten fielen die Aktienkurse um 58%; der Tiefpunkt war erst elf Jahre später erreicht, als im Oktober 1930 die Kurse 79% unter ihrem Hoch angelangt waren. Für manche Beobachter weist diese spekulative Blase viel Ähnlichkeit mit der Entwicklung der japanischen Aktien- und Immobilienmärkte seit Mitte der achtziger Jahre auf.<sup>12</sup>

Tatsächlich deutet die explosionsartige Parallelentwicklung von Aktien- und Immobilienpreisen in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre auf das Aufblähen einer spekulativen Blase hin. Unternehmen, die bei steigenden Immobilienpreisen viele Immobilien im Anlagevermögen hatten (z.B. Brauereien oder Stahlwerke) wiesen unrealisierte Kapitalgewinne aus, die eine Erhöhung der zukünftigen Gewinne signalisierten. Sobald die Kapitalgewinne durch Landverkauf realisiert waren, konnten Investitionen (u.U. nach Aufnahme zusätzlichen Fremdkapitals) getätigt werden, die den Unternehmenswert weiter steigerten. Auf der anderen Seite erleichterten steigende Aktienkurse auch die Eigenkapitalbeschaffung für Unternehmen. Mit den Eigenkapital konnten wiederum Investitionen (auch in Anlagevermögen/Immobilien) getätigt werden, die über die erhöhte Nachfrage die Preise für Immobilien in die Höhe trieben. Damit läßt sich theoretisch in beide Richtungen ein Zusammenhang zwischen Aktien- und Immobilienpreisen konstruieren.<sup>13</sup>

Ito und Iwaisako<sup>14</sup> haben untersucht, ob die Preisentwicklung in Japan noch mit Fundamentalfaktoren zu erklären ist. Ausgangspunkt ihrer Überlegungen ist ein neoklassisches Asset Pricing Model basierend auf einfachen Discounted Cash Flow Überlegungen. Sie kommen zum Ergebnis, daß selbst unter unrealistischen Annahmen eine fundamentale Bewertung der Aktien und Immobilien die beobachteten Preisentwicklungen nicht erklären kann. Allerdings kommen sie auch zum Ergebnis, daß eine fundamentale interpretierbare Initialzündung Ausgangspunkt der Blase war. In diesem Zusammenhang ist auffällig, daß zunächst Immobilienpreise für Büroflächen im Zentrum Tokios mit seiner wachsenden Rolle als Finanzzentrum anzogen. Danach wurden die erstklassigen Wohngebiete Tokios erfaßt, bevor anschließend die umliegenden Bezirke einbezogen wurden.<sup>15</sup>

Wenn man Kindlebergers Phaseneinteilung für spekulative Blasen heranziehen möchte, dann waren es in Japan 1985/86 wohl noch Fundamentalfaktoren, die trotz verhaltener Konjunkturaussichten (Yen-Stärke) den Preisaufrtrieb am Aktien- und Immobilienmarkt

nachvollziehbar erscheinen lassen. Der Kursaufschwung der Jahre 1986/87 wirkt jedoch selbst im Lichte der recht lockeren Geldpolitik überzogen. Spätestens ab dem Jahre 1987 fehlt es dann aber an neuen, fundamentalen Signalen, die einen weiteren Auftrieb erklären könnten. Damit ist dann auch der Übergang von Displacement (exogener Schock) zu Mania (reine Spekulation) vollzogen. Die spekulative Blase wächst. In dieser Phase war die lockere Geldpolitik in Japan Treibstoff für die immer größer werdende spekulative Blase. Die relativ günstigen Refinanzierungskosten erlaubten es den Geschäftsbanken, großzügig Immobilienkredite zu vergeben, die über die immer weiter steigenden Immobilienpreise gut abgesichert schienen.<sup>16</sup> Dazu kam noch, daß Lockerungen im Wertpapier- und Immobilienhandel dazu führten, daß japanische Unternehmen und Anlager mit günstigen Bankkrediten immer mehr Aktien und Immobilien erwarben. Die große Nachfrage nach beiden ließ die jeweiligen Preise zügig steigen, und der rapide Wertzuwachs erlaubte den Einsatz der gerade erworbenen Aktiva als Sicherheit für neue Kredite. Wo selbst den gutgläubigen Kreditgebern der Boden zu heiß wurde, wurden spezielle Hypothekenbanken (die zu Keiretsus - weit verzweigten Unternehmenskonglomeraten - gehörten) zur Vergabe von Krediten an Schuldner mit geringerer Bonität hinzugezogen.

Bis Ende der achtziger Jahre stieg der Verschuldungsgrad der Unternehmen und der privaten Haushalte immer weiter. Gleichzeitig stieg der Nikkei-Aktienindex von 11542 Punkten im Dezember 1984 auf 38957 Punkten am 29. Dezember 1989 auf ein Allzeithoch. Der Wert der Immobilien in Tokio und seinen drei Nachbarbezirken (Saitama, Chiba und Kanagawa) lag höher als der der ganzen amerikanischen Landfläche zuzüglich dem Wert aller an der Wall Street notierten Unternehmen. Der Index für gewerblich genutzte Immobilien in Grossstädten stieg von 38,4 im Jahre 1986 auf 103,0 im Jahre 1991. Die Blase war prall aufgeblasen.

Die dritte Lebensphase einer spekulativen Blasen, ihr Platzen, wurde in Japan durch einen Kurswechsel der Geldpolitik eingeläutet. Anziehende Zinsen ab Mitte 1989 zur Inflationsprophylaxe führten zu einer Liquiditätsknappheit, die sowohl Sach- als auch spekulative Investitionen als überdimensioniert erscheinen ließ.<sup>17</sup>

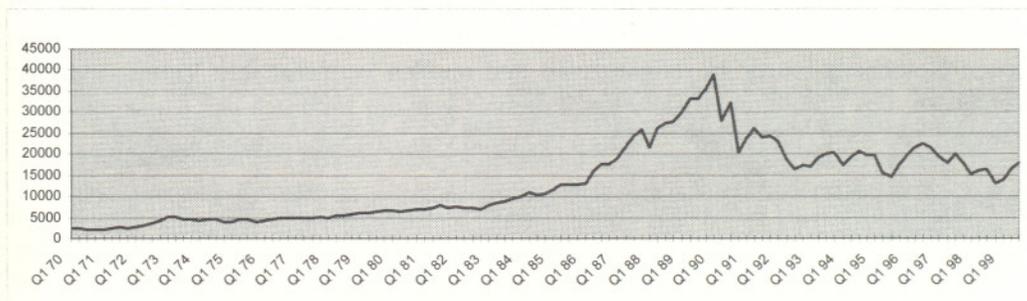


Abbildung 3: Nikkei ab 1980

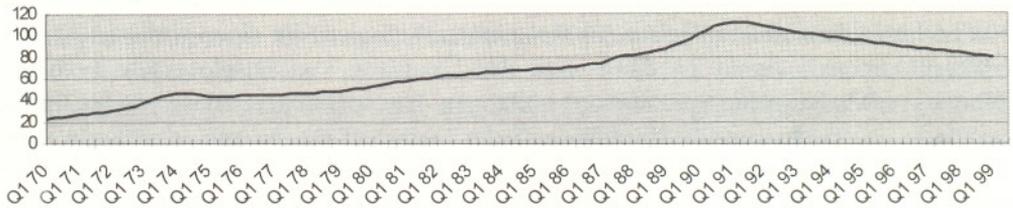


Abbildung 4: Immobilienpreisindex

### 3. Die Blase zerplatzt ...

Die Dramaturgie der dritten Lebensphase der spekulativen Blase, ihr Platzen, konzentrierte sich in Japan im wesentlichen auf den Finanz- und Immobiliensektor. Japan entwickelte sich innerhalb der zehn Jahre nach dem Überschreiten des Bubble-Gipfels Ende 1989 im Bild der Weltöffentlichkeit von einem kraftstrotzenden Riesen zu einem Anorexia-geplagten Lebewesen, das scheinbar nur mittels staatlicher Infusionen am Leben gehalten werden konnte. Auslöser für ein Platzen der Blase war, wie oben erwähnt, ein Kurswechsel der Geldpolitik. Vor dem Hintergrund des Louvre-Accords von 1987 verfolgte die japanische Notenbank Ende der achtziger Jahre immer noch das externe Ziel, den US-Dollar mittels koordinierter Zentralbankinterventionen zu stabilisieren bzw. eine weitere Talfahrt zu stoppen. Im Jahre 1989 verdichteten sich jedoch die Anzeichen einer wirtschaftlichen Überhitzung, vor allem am Aktien- und Immobilienmarkt. Dies rief die japanische Notenbank auf den Plan. Zur Inflationsprophylaxe wurden die Leitzinsen ab Mitte 1989 rasch von 2,5% auf 5% verdoppelt.

Mit einem Schlag fehlten dem gesamten Finanzwesen die Impulse - in Form üppiger Liquidität - für ein weiteres Ansteigen der Asset-Preise<sup>18</sup>. Auf der Investorensseite war dies die Initialzündung für einen Entschuldungsprozeß („Deleveraging“)<sup>19</sup>, der sich beschleunigte. Die Anleger waren gezwungen, sich nach der Zinserhöhung der japanischen Notenbank teurer zu refinanzieren und mußten vermehrt ihre Vermögenswerte veräußern, um Liquidität zu schaffen. Ergebnis war ein Einbruch der Kurse am Aktienmarkt von 65% (Ende 1989 - Mitte 1992) und von 75% am Immobilienmarkt.

Immobilien hatten als meistverwendete Banksicherheit den Nachteil, daß ihr Verkauf mit hohen Kosten verbunden war, da Transaktionen mit hohen Steuern belegt wurden. Die Fungibilität bzw. die Liquidität dieser Vermögensklasse war sehr gering. Dies verstärkte den Verkaufsdruck am Aktienmarkt. Auch hier waren allerdings die Entlastungsventile nicht voll funktionsfähig, da das frei handelbare Aktienvolumen („free

float<sup>20)</sup> mit rund 40 %, wegen der zahlreichen gegenseitigen Kreuzbeteiligungen von Unternehmen, relativ gering war. Teilweise flossen die Gelder in den Anleihenmarkt, was dort zu einem Rückgang der annualisierten Rendite (10-jährige Staatsanleihen) von 5,6% auf 4,6% (Ende 1989 bis Mitte 1993) führte. Am Geldmarkt hingegen sank die Verzinsung noch viel deutlicher von 6,7% (Ende 1989) auf 3,2% (Mitte 1993).

Hintergrund dieser Preisentwicklung im Finanzsektor war eine Verhaltensänderung der Investoren. Im Gegensatz zu den Boomjahren war die Verunsicherung nun so groß geworden, daß bei Investitionsentscheidungen plötzlich Fungibilität bzw. Liquidität und Sicherheit eines Vermögenswertes weit vor seiner Rentabilität rangierten. Geldmarktnahe Anlagen (Cash) waren damit zur bevorzugten Asset-Klasse aufgestiegen. Handfester Beweis für die anhaltende Risikoaversion japanischer Haushalte ist die Tatsache, daß im Vergleich zu anderen Ländern heute noch nahezu 60% des Vermögens in geldmarktnahen Anlagen gehalten werden.

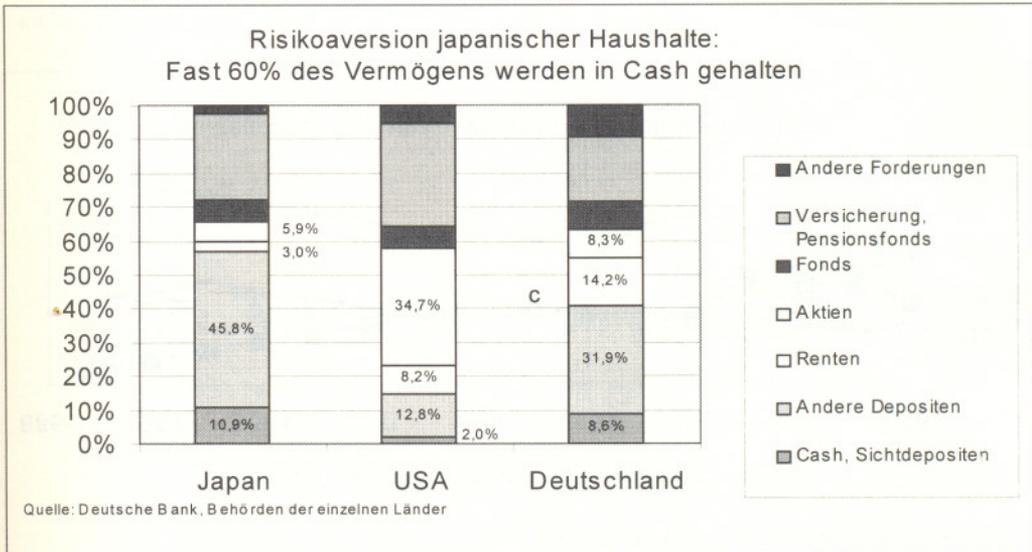


Abbildung 5: „Risikoaversion japanischer Haushalte“

Die Rendite dieser Anlageform lag im Sommer 1999 unter 1%, während mit japanischen Aktien im ersten Halbjahr 1999 fast 25% (Nikkei 225 Index) und mit japanischen Regierungsanleihen (10-jährige Staatsanleihen) 4% zu verdienen gewesen wären. Diese Verschiebung von Prioritäten widerspricht auf den ersten Blick dem Prinzip der Rationalität, das erwarten ließe, daß Ertragsüberlegungen den Asset-Mix der Haushalte in Richtung höher rentierlicher Anlagen verschieben würden. Hingegen zeigt das Verhalten der Privatinvestoren, daß der zukünftig erwartete Ertrag von risikoreicheren Anlagen wie Aktien und Anleihen als so volatil eingestuft wird, daß die gegenwärtigen Ren-

ditionen dieser Asset-Klassen noch immer nicht ausreichen, um Private zu motivieren, größere Anteile von Aktien oder Anleihen in ihrem Portefeuille zu halten.

In der Unternehmenswelt veränderte der Kurswechsel der Geldpolitik die Finanzierungsbedingungen radikal. Zahlreiche Konzerne hatten mit Blick auf einen steigenden Aktienmarkt<sup>21</sup> Wandelanleihen emittiert. Typischerweise erreichte im Jahre 1989 gleichzeitig mit dem historischen Höchststand des Nikkei 225 die Emissionstätigkeit im Wandelanleihen-Segment ihren Höhepunkt<sup>22</sup>. Die zufließenden Mittel wurden immer weniger für produktive Investitionen eingesetzt, sondern sofort wieder am Aktienmarkt reinvestiert. Die Unternehmen konnten diese Transaktionen sogar über steuerbegünstigte Spekulationskonten abwickeln, sogenannten „toklein“-Konten<sup>23</sup>. Mit wachsendem Leverage riskierten die Unternehmen allerdings eine erhöhte Anfälligkeit gegenüber einem volatilen Aktienmarkt. Kindleberger<sup>24</sup> destilliert in seiner historischen Analyse dieses Verhalten – d.h. die Finanzierung von Wertpapierkäufen mittels Krediten – als durchgängiges Merkmal einer entstehenden Bubble.



Abbildung 6: Entscheidungskriterium für alternative Investitionsformen

Das böse Erwachen kam, als die Preise an den Aktienmärkten einbrachen. In vielen Fällen bedeutete dies, daß die emittierten Wandelanleihen nicht in Aktien umgewandelt wurden. Die Investoren zogen eine Rückzahlung der Anleihe einer Wandlung in Aktien vor, da die aktuellen Aktienkurse weit unter die Kurse gefallen waren, die zum Emissionszeitpunkt der Wandelanleihe festgelegt worden waren – die Waneloption war also wertlos geworden. Dies bedeutete im Zeitpunkt des Anleihenverfalls für die emittierenden Unternehmen entgangenes Eigenkapital, das in unerwartetem Umfang durch Fremdkapital ersetzt werden mußte und nur teurer zu beschaffen war. Dieser unerwar-

tete Kapitalbedarf trug zu einer Verschärfung der Konditionen an den Finanzmärkten bei.

In der Welt der Geschäftsbanken hatte das Platzen der Bubble so weitreichende Konsequenzen, daß sie das Banksystem fast an den Rand eines Kollapses brachten. Faule Kredite auf der Aktivseite führten zu Zahlungsausfällen. Gleichzeitig waren die Banken mit steigenden Refinanzierungskosten auf der Passivseite konfrontiert. Die Regierung griff hier ein, indem sie die gesünderen Banken zwang, marode Banken zu übernehmen. Dieses System wurde unter dem Namen Convoy-System bekannt und konnte für eine gewisse Zeit Liquidierungen unterkapitalisierter Banken verzögern. Im Winter 1998 wurde mit dem Zusammenbruch der Hokkaido Takushoku Bank die Lage jedoch so prekär, daß die sogenannte Japan-Prämie<sup>25</sup> wieder auf 0,30% anstieg. Ende 1998 bildeten sich die von Zentralbanken gefürchteten Warteschlangen vor einigen Bankgebäuden, weil Einleger um die Rückzahlung ihrer Depositen fürchteten. Erst als bekannt wurde, daß die Regierung eine Verstaatlichung der maroden Banken plante, beruhigte sich die Lage.

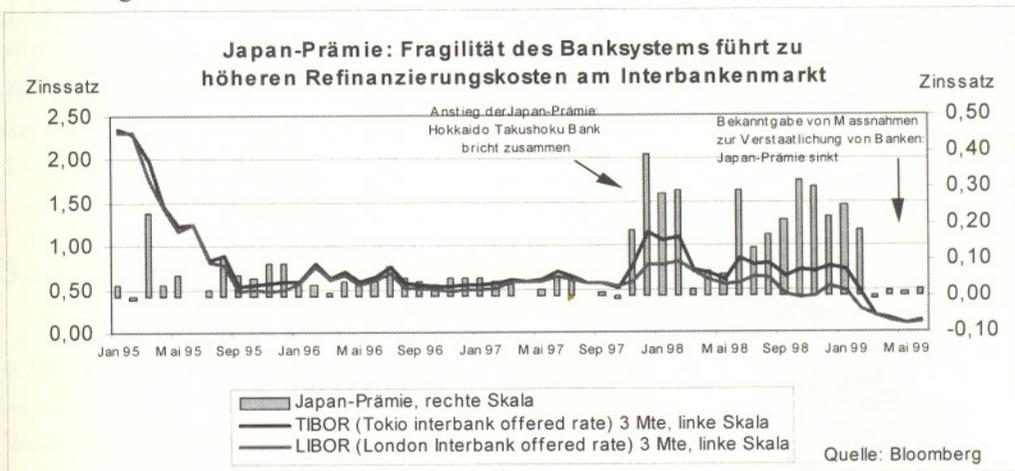


Abbildung 7: Japan-Prämie

Obwohl die japanische Notenbank ab 1991 ihre Geldpolitik änderte und die Leitzinsen bis heute auf ein Niveau von praktisch 0 absenkte (die uncollateralized overnight call rate lag im Juli 1999 bei 0,03%)<sup>26</sup> um dem Banksystem günstige Liquidität zuzuführen, kann in Japan immer noch eine Art Kreditklemme (Credit-Crunch<sup>27</sup>) diagnostiziert werden. Das scheinbare Paradox, daß trotz großzügiger Geldversorgung seitens der Zentralbank viele Unternehmen über Schwierigkeiten bei der Zuteilung von Krediten klagen, ist auf die anhaltende Risikoaversion seitens der Geschäftsbanken zurückzuführen. In der Tat schrumpft die Kreditvergabe immer noch weiter – derzeit mit 5%.<sup>28</sup>

#### 4. ... aber die Luft entweicht nur langsam

Während der Rest der Welt Anfang der neunziger Jahre wieder auf einen Wachstumspfad einschwenkte – Asien mit zweistelligen Expansionsraten – verharnte Japan praktisch zehn Jahre lang in Stagnation. Einzige Unterbrechung waren die Jahre 1995 und 1996, während derer mittels riesiger Fiskalprogramme eine Ankurbelung der Konjunktur versucht wurde (die Staatsverschuldung schnellte von 60% des Bruttoinlandsprodukts auf fast 90% hoch). Die Reaktion der japanischen Regierungen auf diese Entwicklung waren Marktinterventionen an praktisch allen Fronten. Sowohl die kurzen wie auch die langfristigen Zinsen wurden künstlich auf einem bestimmten Niveau gehalten durch sog. Rinban-Operationen (= Bondkäufe) der japanischen Notenbank bzw. des Trust Fund Bureau. Ein Blick auf die Marktanteile einzelner Bondmarktinvestoren zeigt, daß die Behörden über 50% der umlaufenden Staatsanleihen besitzen, was eine Marktbeeinflussung sehr erleichtert. Das heißt, Investoren konnten sich bislang auf eine Put-Option auf langlaufende Staatsanleihen verlassen, da immer dann eingegriffen wurde, wenn die Renditen für langfristige Zinsen deutlich über 2% anstiegen und die Kapitalverluste der Banken auf Bond-Positionen erhöht hätte. Aus ökonomischer Sicht erzeugt diese Strategie jedoch ein falsches Anreizsystem. Es werden mittels der niedrigen Zinssätze Projekte finanziert und am Leben erhalten, die in einem unreglementierten Markt keine Überlebenschance hätten.

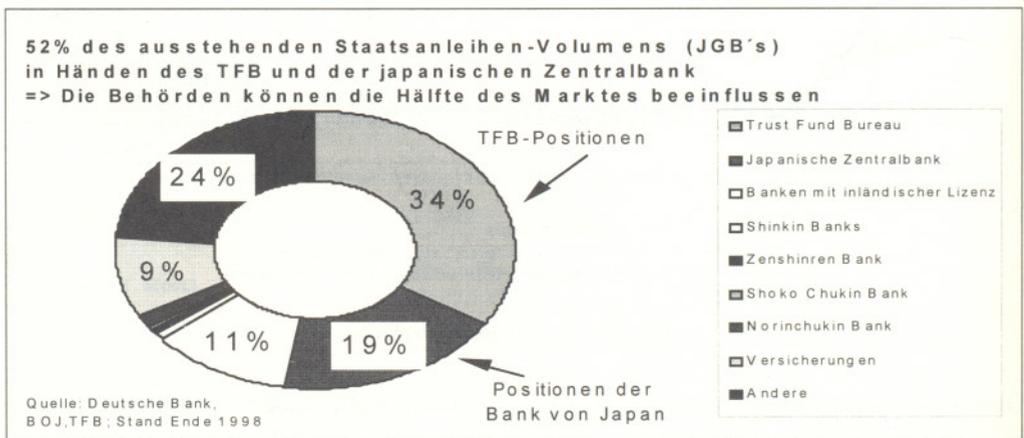


Abbildung 8: Struktur des Marktes für japanische Staatsanleihen

Ebenso ist bekannt, daß die Behörden den Aktienmarkt zeitweise massiv beeinflussen und in jüngster Zeit immer wieder an den Devisenmärkten interveniert wurde, um aus konjunkturellen Überlegungen eine rasche Aufwertung des Yen gegenüber dem US-Dollar zu verhindern. Ergänzend sei erwähnt, daß einige Virtuosität in der kurzfristigen Abänderung von Buchhaltungsregeln und Bilanzierungsrichtlinien entwickelt wurde,

wenn es darum ging, daß regelmäßig vor Ende des japanischen Fiskaljahres im März notleidende Unternehmen und Banken ihr Gesicht wahren konnten.

Dies führte zu Zielkonflikten an den Finanzmärkten. Zum Beispiel ist eine Intervention an den Devisenmärkten längerfristig nicht ohne Auswirkung auf die heimischen Zinssätze durchzuhalten. Gleichzeitig bedingt eine häufige Abänderung von regulatorischen Vorschriften wie beispielsweise von Bilanzierungsrichtlinien eine Zunahme der Rechtsunsicherheit und der asymmetrischen Information zwischen Behörden und Marktteilnehmern, die zeitweise unerwünschte Auswirkungen haben kann. Als beispielsweise im Winter 1998 verkündet wurde, die japanische Notenbank würde ihre Rinban-Operationen<sup>29</sup> einstellen, schnellte innerhalb von nur drei Tagen die Rendite der zehnjährigen Benchmark-Anleihe um besorgniserregende 0,6% nach oben.

Als weitere wirtschaftspolitische Option wird die Implementierung von Deregulierungsmaßnahmen an den Finanz-, Arbeits- und Produktemärkten erwogen. Nachdem das damit verbundene Risiko einer vorübergehend massiv steigenden Arbeitslosigkeit seitens der Politiker zurecht als sehr hoch eingestuft wird, ist zu erwarten, daß sich die Politik weiter für die Auflage von umfangreichen Fiskalprogrammen entscheiden wird und nur zaghafte Deregulierungsschritte zu erwarten sind. Damit bleibt jedoch zu erwarten, daß die Stagnation in Japan unter Umständen noch viel länger anhalten kann als derzeit erwartet wird.

## 5. Strukturanpassungsbedarf der japanischen Wirtschaft zur Jahrtausendwende

Wenn man sich vor Augen hält, wie nachhaltig die Luft aus der japanischen Blase gewichen ist, muß man fast überrascht sein, daß die Folgen für die japanische und die Weltwirtschaft nicht dramatischer ausfielen. Immerhin ist der Aktienmarkteinbruch in Japan durchaus mit dem Crash in den USA der dreißiger Jahre vergleichbar. Hier wie dort gaben die Aktienmarkt um rund 70% nach.<sup>30</sup> Allerdings ist der glimpfliche Verlauf der Krise in Japan (selbst wenn man die Asienkrise noch als indirekte Folge mit einbezieht) nicht nur auf eine expansive Geldpolitik zurückzuführen, welche die japanische Wirtschaft mit reichlich Liquidität versorgte. Auch die Fiskalpolitik trug einen erheblichen Anteil an der insgesamt ausgesprochen expansiven Wirtschaftspolitik. Stieg doch die Gesamtverschuldung der öffentlichen Hand von 59% gemessen am BIP 1991 auf 98% im Jahre 1998.

Ob Japan langfristig die Krise überwinden kann, und wie lange es dauert bis der Aktienmarkt wieder die Marken wie vor 10 Jahren erklimmt, hängt wesentlich von der Strukturanpassungsbereitschaft des japanischen Wirtschafts- und Politiksystems ab, drei maßgebliche Dilemmas zu beheben:<sup>31</sup> Die alternde Bevölkerung impliziert eine

geringere gesamtwirtschaftliche Sparquote, macht aber andererseits ein höheres Produktivitätswachstum notwendig, um die Wohlfahrtsleistungen für diese Gruppe zu finanzieren. Die Mittel für die vom politischen Sektor verlangten höheren Wohlfahrtsleistungen lassen sich nur über produktionsfaktorbelastende höhere Steuern finanzieren, was sich wiederum negativ auf das Produktivitätswachstum auswirken dürfte. Außerdem müßte der öffentliche Sektor gegen eigene Interessen und gegen die Interessen gut organisierter Gruppen Deregulierungsschritte einleiten. Anreizmechanismen, welche die Interessen von Politikern und Bürokraten mit der Gesamtwohlfahrt in Einklang bringen, sind notwendig, aber schwer durchzusetzen.

Aus wirtschaftspolitischer Sicht sind in Japan alle Register des klassischen Instrumentariums der Geldpolitik und der Fiskalpolitik gezogen worden. Die Effizienz dieser wirtschaftspolitischen Maßnahmen kann dem Resumé Charles Kindlebergers<sup>32</sup> in seiner historischen Querschnittsanalyse der Anatomie und Therapie von Financial Bubbles gegenübergestellt werden. In der Regel war in der Vergangenheit die Erfahrung dominierend, daß Liquiditätsspritzen durch einen „lender of last resort“<sup>33</sup> das Ausmaß von Finanzkrisen reduzierten und ihre Dauer verkürzten. Im „Fall Japan“ kann konstatiert werden, daß das Ausmaß der Krise mittels einer expansiven Geld- und Fiskalpolitik eingedämmt wurde. Die Krise in Form einer Phase der wirtschaftlichen Stagnation dauert jedoch bereits seit neun Jahren an, was selbst für historische Verhältnisse ungewöhnlich lange ist.

Aus den Erfahrungen Japans kann somit ein zusätzliches wirtschaftspolitisches Fazit in folgendem Sinn gezogen werden: Die „Schokoladenseite“ von Krisen sind durchaus kraftvolle Anreize für eine strukturelle Neuausrichtung des Landes. Nachdem diese Strukturen im Fall Japans jedoch bereits zu Krisenbeginn in vielen Belangen inkompatibel mit der Entwicklung der übrigen Weltwirtschaft war, muß heutzutage ein sehr langer Anpassungsprozeß in Kauf genommen werden, um relative Vorteile der Wettbewerber Japans aufzuholen. Um dies zu erreichen, muß die wirtschaftspolitische Aufmerksamkeit vermehrt den Umsetzungsorganen der Wirtschaftspolitik gewidmet sein, womit Behörden, Ministerien, das Banksystem und insbesondere das gesamte regulatorische Umfeld gemeint sind.

Ob die durch das Platzen der spekulativen Blase entstandene Strukturanpassungsdynamik ausreicht, die Paralyse des Geflechts aus Interessengruppen, Politikern und Bürokraten aufzulösen, scheint aus heutiger Sicht zumindest fraglich.<sup>34</sup> Im gebeutelten Bankensektor wird eher „Bail-Out“ als „Clear-Out“ betrieben, und in Handel, Landwirtschaft, Bau, Transport oder Kommunikation lassen tiefgreifende Deregulierungsmassnahmen immer noch auf sich warten. Offensichtlich ist der Einfluß von Interessengruppen immer noch groß genug, um die strukturverknöchernden Konzepte „avoidance, gradualism and consensus“<sup>35</sup> weiter als Maß aller Dinge in der japanischen Gesellschaft erscheinen zu lassen.<sup>36</sup>

## Anmerkungen:

- <sup>1</sup> Vgl. Ito, Takatoshi/Iwaisako, Tokuo (1995), Explaining Asset Bubbles in Japan; NBER Working Paper 5358, S.11.
- <sup>2</sup> Vgl. Malkiel, Burton G. (1996); A Random Walk down Wall Street; New York/London, S.89.
- <sup>3</sup> Zwischen 1987 und 1989 lag der japanische Leitzins, die official discount rate, bei 2,5%; zur Einschätzung der Geldpolitik vgl. Ito, Takatoshi/Iwaisako, Tokuo (1995); Explaining Asset Bubbles in Japan; NBER Working Paper 5358, S.1, 9 und Schnabl, Gunther/Starbatty, Joachim (1998), Im Strudel der japanischen Krise; in: Deutsche Bundesbank: Auszüge aus Presseartikel, 27. August 1998, Nachdruck aus: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 22. August 1998, S. 13 –16, S.13.
- <sup>4</sup> Vgl. Malkiel, Burton G. (1996); A Random Walk down Wall Street; New York/London, S.87.
- <sup>5</sup> Vgl. Malkiel, Burton G. (1996); A Random Walk down Wall Street; New York/London, S.89.
- <sup>6</sup> Vgl. Kindleberger, Charles P. (1996); Crashes: A History of Financial Crises; New York, S.13 und S.25 ff insbesondere S.38 ff für historische Beispiele von spekulativen Blasen.
- <sup>7</sup> Die folgende Phaseneinteilung orientiert sich an Kindleberger, Charles P. (1996), Crashes: A History of Financial Crises; New York, S.12ff
- <sup>8</sup> Gerade die Rolle des Finanzsystems wird von älteren Literaturstellen ganz besonders betont.
- <sup>9</sup> Vgl. z.B. Kindleberger, Charles P. (1996), Crashes: A History of Financial Crises; New York, S.13, 25.
- <sup>10</sup> Vgl. dazu Kindleberger, Charles P. (1996), Crashes: A History of Financial Crises, New York, S.20ff, der auf die Diskussion "no market is ever rational vs. all markets are always so" eingeht.
- <sup>11</sup> Vgl. z.B. Daxhammer, Rolf (1999 im Erscheinen), Informationen, Finanzmärkte und Behavioral Finance; in: Beiträge aus dem Institut für Europäische Wirtschaftsforschung am ESB Reutlingen.
- <sup>12</sup> Vgl. Goldman Sachs (1998), Japan Economics Analyst, 14. August 1998, S.2-5.
- <sup>13</sup> Vgl. Ito, Takatoshi/Iwaisako, Tokuo (1995), Explaining Asset Bubbles in Japan, NBER Working Paper 5358, S.4 ff; dazu kam noch, daß in dieser Phase Unternehmen höhere Gewinne durch Aktienmarkttransaktionen als durch normale Geschäftstätigkeit erzielen; vgl. hierzu Malkiel, Burton G. (1996); A Random Walk down Wall Street; New York/London, S.86.
- <sup>14</sup> Vgl. Ito, Takatoshi/Iwaisako, Tokuo (1995); Explaining Asset Bubbles in Japan; NBER Working Paper 5358, S.7 ff.
- <sup>15</sup> Vgl. Nishimura, K.G. (1990), The Mechanism of Land Price Determination in Japan, in: Nishimura, K.G./Miwa, Y, Japanese Stock and Land Prices, Tokio; S. 5 - 21.
- <sup>16</sup> Vgl. zur Rolle der Geldpolitik Schnabl, Gunther/Starbatty, Joachim (1998), Im Strudel der japanischen Krise; in: Deutsche Bundesbank: Auszüge aus Presseartikel, 27. August 1998, Nachdruck aus: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 22. August 1998, S. 13 –16, S.13 und Ito, Takatoshi/Iwaisako, Tokuo (1995); Explaining Asset Bubbles in Japan; NBER Working Paper 5358, S.17 ff. Für eine grundlegende Diskussion der Rolle von Sicherheiten bei der Kreditvergabe vgl. Stiglitz, Joseph E./Weiss, Alan (1981); Credit Rationing in Markets with Imperfect Information; in: American Economic Review, Vol. 71; S. 393 - 410.
- <sup>17</sup> Vgl. Schnabl, Gunther/Starbatty, Joachim (1998), Im Strudel der japanischen Krise; in: Deutsche Bundesbank: Auszüge aus Presseartikel, 27. August 1998, Nachdruck aus: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 22. August 1998; S. 13 –16, S.13.
- <sup>18</sup> Asset: Englisch für Vermögenswert, Aktivum.
- <sup>19</sup> leverage = Englisch für Hebelwirkung, Multiplikatorwirkung, d.h. Finanzierung von Vermögensanlagen mittels Krediten; deleveraging = Rückzahlung von Krediten durch Liquidierung von Assets.
- <sup>20</sup> Anteil der Aktien eines Unternehmens, die tatsächlich über die Börse erworben werden können und nicht langfristig in Form von Beteiligungs-Aktienpaketen gehalten werden.
- <sup>21</sup> Goldman Sachs Convertible Research (1999).
- <sup>22</sup> Wandelanleihe = Anleihe mit Optionscharakter: Der Investor erhält das Recht, zu wählen, ob er am Ende der Laufzeit den Anleihenbetrag zurückhalten will, oder ob er die Anleihe am Ende der Laufzeit in Aktien umwandeln möchte. Die Bedingungen der Umwandlung werden zum Emissionszeitpunkt festgelegt.
- <sup>23</sup> Vgl. Malkiel, Burton G. (1996), A Random Walk down Wall Street; New York/London, S.88.
- <sup>24</sup> Vgl. Kindleberger, Charles P. (1996), Crashes: A History of Financial Crises; New York, S.13.
- <sup>25</sup> Japan-Prämie: Die Differenz zwischen der Tokyo Interbank offered rate (= TIBOR), dem Refinanzierungssatz unter den Banken in Tokyo abzüglich der London interbank offered rate (= LIBOR). Da die Zahl der japanischen Banken im Pool der Banken, die den TIBOR offiziell fixieren höher ist als im Pool der Banken, die LIBOR in London quotieren, ist die Differenz ein guter Indikator für die Risikoprämie bei Transaktionen mit japanischen Banken.

- <sup>26</sup> Uncollateralized overnight call rate = japanisches Pendant zur Fed funds rate = Refinanzierungssatz für undgedecktes Tagesgeld, Quelle: Datastream, Bloomberg
- <sup>27</sup> Credit-Crunch = Rationierung von Krediten, bzw. geringe Liquidität der Kreditmärkte trotz großzügiger Geldversorgung.
- <sup>28</sup> Vgl. *Artus, Patrick* (1999), What kind of economic policy will solve the crisis in Japan? CDC Marchés Research paper No. 99.11 – July 3, 1999
- <sup>29</sup> Rinban-Operationen = Kauf von Staatsanleihen durch die Bank of Japan; Motiv: Ein unerwünschter Renditeanstieg soll verhindert werden.
- <sup>30</sup> Vgl. *Malkiel, Burton G.* (1996), A Random Walk down Wall Street; New York/London, S.90.
- <sup>31</sup> Vgl. *Feldman, Robert A.* (1996), The Golden Goose and the Silver Fox; in: *Salomon Brothers: Japanese Economic/Market Analysis*, 12. Juni 1996.
- <sup>32</sup> Vgl. *Kindleberger, Charles P.* (1996), Crashes: A History of Financial Crises; New York.
- <sup>33</sup> lender of last resort = Bereitstellung von Liquidität i.d.R. durch die Zentralbank im absoluten Krisenfall. Beispielsweise gab es in der Vergangenheit Situationen, in denen das Vertrauen in das Banksystem völlig zusammenbrach und nur noch die Zentralbank in der Lage war, Liquidität bereitzustellen, um das Finanzsystem am Leben zu erhalten.
- <sup>34</sup> *Olson, Mancur* (1982), „Distributional coalitions slow down a society's capacity to adopt new technologies and to reallocate resources in response to changing conditions and thereby reduce the rate of economic growth, S. 65.“
- <sup>35</sup> Vgl. *Feldman, Robert A.* (1996), The Golden Goose and the Silver Fox, in: *Salomon Brothers: Japanese Economic/Market Analysis*, 12. Juni 1996.
- <sup>36</sup> Für eine ausführliche Diskussion über den Einfluß von Interessengruppen auf wirtschaftspolitische Entscheidungen siehe: *Daxhammer, Rolf* (1995), Special Interest Groups and Economic Policy in Democratic Societies; Frankfurt a.M., S. 75 ff.