

Ist die Schweiz immun gegen das Japan-Syndrom?

von Oliver Landmann

Seit Jahren verharrt die einst als Vorbild gefeierte japanische Wirtschaft im konjunkturellen Wellental. Die Güterpreise fallen ununterbrochen, ohne dass ein Ende der Deflationsspirale in Sicht wäre. Begonnen haben die Schwierigkeiten anfangs der 90er Jahre, als eine masslos aufgeblähte spekulative Blase an den Aktien- und Immobilienmärkten platzte, wodurch zunächst das Finanzsystem und in der Folge auch die übrige Volkswirtschaft in eine tiefe Krise stürzte. Das Kernproblem war und ist, dass der Finanzsektor in gigantischem Umfang Kredite aufgetürmt hatte, deren Bedienung nur so lange gewährleistet war, wie die Marktpreise der Vermögenswerte auf ihren astronomischen Höhen verharrten oder sogar noch weiter kletterten. Sobald diese Bedingung nicht mehr erfüllt war, erwiesen sich grosse Teile der Kreditpyramide als morsch.

Seither kann der japanische Finanzsektor seine volkswirtschaftlich wichtigste Aufgabe, die Weiterleitung anlagesuchender Ersparnisse in produktive und nachfrageschaffende Verwendungen, nicht mehr erfüllen. Eine Regierung nach der anderen hat es versäumt, das in weiten Teilen dick mit den politischen Machteliten verfilzte Bankensystem mit der Stahlbürste zu durchkämmen, zu restrukturieren und von seinen Altlasten zu befreien. Auch die Geldpolitik der japanischen Zentralbank ist stumpf geworden. Zwar versucht sie, grössere Mengen belebender Liquidität in die Wirtschaft zu schleusen, aber das meiste davon erreicht die Wirtschaft gar nicht. Während die Zentralbankliquidität, übers Jahr gerechnet, zuletzt um mehr als 30% gestiegen ist, hat die eigentliche Geldmenge, also die ausserhalb des Bankensystems zirkulierende Liquidität, nur um gut 3% zugenommen. Der Rest ist bei den Banken versickert. Auch an der Zinsfront geht nichts mehr. Der nominale Geldmarktzins liegt seit geraumer Zeit praktisch bei null. Und tiefer als null geht nicht. Damit ist Realität geworden, was John Maynard Keynes, der Begründer der modernen Makroökonomik, lediglich als theoretischen Extremfall angesehen und mit dem Begriff der "Liquiditätsfalle" belegt hatte.

Szenenwechsel: Vor kurzem hat die Schweizerische Nationalbank das Zielband, innerhalb dessen sie den Geldmarktzins (den sogenannten Dreimonats-Libor) halten will, zum zweiten Mal in diesem Jahr um einen halben Prozentpunkt auf nurmehr 0,25%-1,25% gesenkt. Sehr weit von null entfernt ist sie damit nicht mehr. Anlass der neuerlichen Zinssenkung war in erster Linie der verdüsterte Konjunkturausblick. Was anfangs des Jahres befürchtet werden musste, ist nämlich eingetreten: Der damals noch von den meisten Auguren für die zweite Hälfte dieses Jahres vorhergesagte Aufschwung wurde still und leise ins nächste Jahr verlegt, wobei die Prognosen auch für 2003 bereits wieder vorsichtiger ausfallen. Die Vorgänge an den Aktienmärkten zeugen auch nicht gerade von überschäumender Zuversicht. Aber eine Krise japanischen Zuschnitts droht der Schweiz deswegen noch lange nicht. Denn der Kurszerfall an den Börsen ist für den schweizerischen Finanzsektor - ungeachtet einiger publizitätsträchtiger Schwierigkeiten - nicht systembedrohend. Und vor allem reagiert die Schweizerische Nationalbank bisher situationsgerecht und professionell.

Der Nationalbank kann für die letzten Jahre überhaupt ein gutes Zeugnis ausgestellt werden. Die Zeiten, in denen ihr Stabilitätsauftrag darunter litt, dass sie eine halbherzige Geldmengenstrategie verfolgte, die sie zudem ständig mit gewundenen Worten relativieren musste, scheinen vorbei zu sein. Vor gut zwei Jahren hat sie sich eines der weltweit modernsten Strategie-

konzepte zugelegt, das sie auch konsequent umsetzt und mit vorbildlicher Offenheit kommuniziert (www.snb.ch/d/geldpolitik). Was die Nationalbank betreibt, lässt sich, obwohl sie den Begriff selbst eher scheut, als flexible Inflationssteuerung bezeichnen: Inflationssteuerung, weil sich die Geldpolitik an einer Prognose der Inflationsrate orientiert, die regelmässig aufdatiert und veröffentlicht wird. Flexibel, weil die Strategie mittelfristig ausgerichtet ist und so kurzfristige Inflationsimpulse, wie sie unlängst von gestiegenen Erdölpreisen ausgegangen sind, nicht um jeden Preis mit der Zinskeule bekämpft. Damit behält die Nationalbank bei Zielkonflikten zwischen Konjunktur- und Preisniveaustabilisierung, die in solchen Fällen temporär auftreten können, eine gesunde Balance, ohne das mittelfristige Ziel der Preisstabilität aus den Augen zu verlieren.

Was aber, wenn die Nationalbank mit einer 'japanischen' Problemlage konfrontiert würde, d.h. einer sich verschärfenden Konjunkturschwäche entgegenwirken müsste, mit ihren Zinssenkungen aber schon das Ende der Fahnenstange erreicht hat? Dass ein solches Szenario demnächst eintritt, ist nicht wahrscheinlich. Aber völlig ausgeschlossen werden kann es angesichts der anhaltenden Unsicherheit auf den Finanz- und Devisenmärkten, der Fragilität der Weltkonjunktur und des rekordtiefen Dreimonate-Libor auch nicht gerade. Aus dem Drama, das sich vor unseren Augen in Japan abspielt, lassen sich für den Umgang mit diesem Risiko drei Lektionen gewinnen:

Erstens: Es ist falsch, nur aus der Angst heraus, das Pulver zu früh zu verschiessen, Zinssenkungen hinauszuschieben, die von der Wirtschaftslage her angezeigt sind. Prävention erfordert frühzeitiges Handeln. Zweitens: Um eine Deflationsmentalität erst gar nicht entstehen zu lassen, muss eine Zentralbank glaubhaft machen, dass sie eine Unterschreitung ihres Inflationsziels ebensowenig zu tolerieren gewillt ist wie eine Überschreitung - wobei von einer Unterschreitung nicht erst gesprochen werden sollte, wenn die Preise absolut fallen. Drittens: Wenn die Liquiditätsfalle einmal zuschnappen sollte, darf eine Zentralbank nicht zögern, anstelle des Geldmarktsatzes bedingungslos auch andere Instrumente einzusetzen. Im Falle der Schweiz liesse sich vor allem mit dem Wechselkurs eine beträchtliche Hebelwirkung erzielen.

Die Schweizerische Nationalbank hat bewiesen, dass sie den ersten Punkt beherzigt. Bei der Umsetzung des zweiten hat sie noch Spielraum. Und die Wichtigkeit des dritten Punktes wird sie hoffentlich nicht beweisen müssen.

Oliver Landmann ist ordentlicher Professor für theoretische Volkswirtschaftslehre an der Universität Freiburg i.Br. (landmann@vwl.uni-freiburg.de)