

Geldpolitik wie in den 30er Jahren: Macht Japan den ersten Schritt?

Die BoJ genießt den Ruf, in der Geldpolitik eine globale Vorreiterrolle einzunehmen. So führte sie als erste Zentralbank im Jahr 1999 die Nullzinspolitik (ZIRP) ein, welche zwei Jahre später um Quantitative Easing (QE) ergänzt wurde. Letzteres beschränkte sich damals noch auf den Ankauf von Staatsanleihen. In 2002 wurden sogar Aktien von Banken direkt erworben. Im April 2010 wurde das Ankaufprogramm erstmals auf ETFs und Japan Real Estate Investment Trusts (J-REITS) ausgedehnt.



Zur Zeit wird in Japan intensiv diskutiert, inwieweit die BoJ davor steht, als weitere ‚Pioniertat‘ eine Erhöhung der Staatsausgaben direkt zu finanzieren.

Sie würde damit die letzte geldpolitische Option auf der ‚Bernanke-Liste‘ umsetzen. Dieser hatte in 2002 in Anlehnung an eine Empfehlung von Milton Friedman vorgeschlagen, zur Überwindung von Deflation höhere Staatsausgaben oder Steuersenkungen von der Zentralbank direkt finanzieren zu lassen.
<http://www.federalreserve.gov/boardDocs/speeches/2002/20021121/default.htm>

Das Problem Japans ist im zweiten Chart deutlich sichtbar: **Seit über 20 Jahren verharrt die Inflationsrate an bzw. unter der Null-Linie.** Unterbrochen wurde diese Entwicklung jeweils nur durch Erhöhungen der Umsatzsteuer bzw. Ölpreisschocks, wobei diese Effekte temporärer Natur waren. In diesem disinflationären Umfeld blieb das Wachstum im Durchschnitt niedrig und **das Land rutschte bei wirtschaftlichen Störungen leicht in eine Rezession ab.**



Als **Ursache** für das schwache Wachstum bei anhaltender Disinflation werden sowohl eine zu restriktive Fiskalpolitik, eine nicht ausreichend aggressive Geldpolitik sowie anhaltende Strukturprobleme genannt.

Dies führte zu der politischen Agenda von PM Shinzo Abe, welcher mit „drei Pfeilen“ alle Probleme gleichzeitig adressieren wollte. Diese sog. „Abenomics“ hat aber nach gut drei Jahren keinen nachhaltigen Erfolg vorzuweisen. Während zum einen die Strukturreformen nicht wirklich überzeugen, bleibt zum anderen der Widerspruch zwischen Geld- und Fiskalpolitik ein

zentraler Kritikpunkt. Tatsache ist, dass die Regierung seit 1999 restriktiv haushaltet. Nur in Krisenjahren wie 2001 und 2009 wurde das Defizit erhöht, um das Wachstum anzukurbeln. Die Begründung hierfür ist, dass die Verschuldung des japanischen Staates zu hoch sei (2015: brutto 231%, netto 134% vom BIP).



Ein Ausweg aus den bislang erfolglosen Reflationierungsbemühungen könnte gefunden werden, indem ein **separater Nebenhaushalt z. B. für Infrastrukturinvestitionen geschaffen wird, dessen Ausgaben in Höhe von ungefähr 2% vom BIP pro Jahr durch die Ausgabe von ultralangen Bonds oder sogar Perpetuals finanziert werden. Diese könnten von der BoJ zusätzlich zum aktuellen Kaufprogramm übernommen werden.** Dieser Nebenhaushalt müsste so lange Bestand haben, bis die Inflation zielkonform dauerhaft 2% erreicht.

Dies wäre seit 70 Jahren in einer entwickelten Volkswirtschaft die erste direkte Finanzierung einer Erhöhung der Staatsausgaben durch die Zentralbank und würde ein etabliertes Tabu brechen. Damit könnte ein Nachfrageschub initiiert werden, welcher Preiserhöhungen auslöst und Inflationserwartungen erhöhen würde.

Ähnlich wie in Deutschland ist auch in Japan die allgemeine Abneigung gegen ein solches Vorgehen sehr hoch. Anfang der 30er Jahre begann die BoJ unter Finanzminister Takahashi, die Expansion des Staatshaushaltes zu finanzieren. Japan konnte so der Weltwirtschaftskrise entkommen. Als die Defizite wieder reduziert wurden, kam es im Februar 1936 zu einem Militärputsch, der zwar scheiterte, aber Takahashi wurde dabei ermordet. In den letzten Kriegsjahren sowie in den ersten Jahren nach Kriegsende finanzierte die BoJ große Teile des Haushaltes mit hyperinflationären Folgen.

Es scheint, als wäre die BoJ noch nicht bereit, die Finanzierung neuer Staatsdefizite in Gänze auf Dauer zu übernehmen. Dazu bräuchte es vermutlich eine Wirtschaftskrise, die derzeit nicht unmittelbar zu erwarten ist.

Es ist aber vorstellbar, dass die BoJ einen Versuchsballon in Kooperation mit der Regierung aufsteigen lässt. Denkbar ist, dass die Regierung einen Infrastrukturfonds limitierter Größe und Laufzeit auflegt, wofür Bonds mit üblicher Laufzeit von 10 Jahren emittiert werden. Diese werden dann von der BoJ zusätzlich zum existierenden Kaufprogramm erworben. Bereits in der BoJ-Presskonferenz am 29. Juli könnten solche Schritte angedeutet werden.

MainSky AG
Reuterweg 49
D-60323 Frankfurt am Main

Telefon: 069 - 150 49 680-0

Telefax: 069 - 150 49 680-29

E-Mail: info@mainsky.de