

Beginnt die japanische Notenbank mit ihrer lockeren Geldpolitik einen Abwertungswettlauf zulas-
ten anderer Länder?

Währungskrieg-Debatte: Derzeit überzogen, aber ...

Die Debatte über einen vermeintlichen globalen Währungskrieg ist mit der sehr expansiven Geldpolitik Japans und der USA wieder aufgeflammt. So wiederholte der brasilianische Finanzminister Mantega schon im Herbst 2012 – anlässlich des dritten Aufkaufprogramms für Staatsanleihen der US-Notenbank – seinen schon im September 2010 erhobenen Vorwurf eines globalen Währungskrieges. Jüngst hat der Schwenk des neuen japanischen Notenbankchefs Kuroda hin zu einer extrem expansiven Geldpolitik international viel Kritik auf sich gezogen – aus den USA und von der EZB ebenso wie von der russischen Notenbank. Aus Frankreich kamen im Zuge dieser Debatte bereits Forderungen nach einer aktiven Wechselkurspolitik für Europa, weil der Euro gegenüber dem Yen zuletzt stark aufwertete. In der Folge fand sich das Thema Währungskrieg auch auf der Agenda der jüngsten Tagungen der G-7- und G-20-Staaten.

Was ist von diesen Vorwürfen und Vorschlägen zu halten? Dieser Beitrag vertritt die These, dass derzeit nicht von einem echten Währungskrieg die Rede sein kann, dass es jedoch gewisse Anzeichen für eine mögliche Verschärfung der Situation gibt. Zudem könnte der Euro mittelfristig unter erheblichen Aufwertungsdruck und die EZB damit in konfliktreiches Fahrwasser geraten.

Kein Währungskrieg im eigentlichen Sinne

Zunächst einmal ist festzuhalten: Derzeit handelt es sich sicherlich nicht um einen globalen Währungskrieg im eigentlichen Sinne (vgl. Bird und Willett 2011). Denn die großen Industrienationen lassen marktbasierter flexible Wechselkurse zu und versuchen in aller Regel nicht, ihre Währungen durch Devisenmarktinterven-

tionen abzuwerten.¹ Dagegen würde man die gleichzeitige Anwendung einer Wechselkursabwertungsstrategie durch zahlreiche Länder als Währungskrieg bezeichnen. Denn im Zuge einer solchen *Beggary-Neighbour*-Politik kann ein Staat seine Handelsbilanz verbessern und so zulasten anderer Länder globale Nachfrage auf sich ziehen (Arbeitslosigkeit exportieren).²

Obwohl ein Währungskrieg unter den großen Industrieländern in diesem Sinne derzeit nicht existiert, gibt es doch indirekte Ansätze dazu. Denn bei flexiblen Wechselkursen bewirken unterschiedliche Ausrichtungen makroökonomischer Politik zwischen Ländern Wechselkursveränderungen, die durch starke Kapitalströme zu einem temporären Überschießen gebracht werden können. Unerwünschte realwirtschaftliche Allokationsverzerrungen können die Folge sein.

Vorwürfe gegenüber Japan weit überzogen

Gleichwohl kann mit Blick auf die japanische Geldpolitik derzeit nicht ernsthaft von einer *Beggary-Neighbour*-Politik, geschweige denn von einem Währungskrieg gesprochen werden. Als Indiz für die aktuellen Vorwürfe gegen Japan wird die



Jürgen Matthes*

* Jürgen Matthes ist Leiter des Kompetenzfelds Internationale Wirtschaftsordnung am Institut der deutschen Wirtschaft Köln.

¹ Dies gilt nicht für viele Schwellenländer vor allem in Asien, allen voran China. Die Debatte über einen möglichen Währungskrieg, die noch auf das Verhältnis zwischen den USA und China fokussierte, wurde vor allem in den Jahren 2010 und 2011 aktiv geführt (vgl. etwa Darvas und Pisany-Ferry 2010; ifo Schnelldienst 2010; Klein und Teng 2010; Dadush und Eidelmann 2011; Schnabl 2011).

² Mit Blick auf den Abwertungswettlauf der 1930er Jahre, der mit einem sukzessiven Verlassen des Goldstandards durch einzelne Länder einherging, verweist Eichengreen (2012) allerdings auf positive Effekte dieser unkooperativen Abwertungsstrategie. Demnach sei auf diese Weise eine Reflationspolitik möglich geworden, die als Antwort auf einen symmetrischen deflationären Schock sinnvoll gewesen sei. Eine Kooperation innerhalb des Goldstandards wäre die erstbeste Lösung gewesen, doch sei sie damals nicht zustande gekommen.

mehr als 23%ige Yen-Abwertung gegenüber dem US-Dollar und dem Euro allein seit September 2012 angeführt. Zwar ist nicht definitiv auszuschließen, dass die neue geldpolitische Strategie – trotz aller Beteuerungen des Gegenteils – auch eine Abwertung des Yen bewirken soll. Doch scheint die Politik der Bank of Japan vorwiegend von dem auf nationaler Ebene legitimen Ziel dominiert, die Deflation in Japan zu überwinden.³ Zudem hat die japanische Notenbank – anders als vereinzelt in den Jahren 2010 und 2011 – in den vergangenen Monaten offenbar nicht am Devisenmarkt interveniert, um den Yen-Kurs zu drücken.

Auch die entscheidende Frage, ob sich Japan mit der Yen-Abwertung »unfaire« Vorteile verschafft hat, ist derzeit klar mit Nein zu beantworten. Denn vor der Yen-Abwertung hatte die japanische Währung im Zuge der Finanz- und der Euro-Schuldenkrise deutlich aufgewertet – seit Ende Juni 2007 in der Spitze gegenüber dem US-Dollar um mehr als 60% und gegenüber dem Euro um weit mehr als 70% (vgl. Abb. 1. Japan hat hier offenbar für die internationalen Anleger als *safe haven* agiert (vgl. Erber 2013). Auch der reale effektive Wechselkurs auf Basis von Verbraucherpreisen ist im Zeitvergleich seit 2000 nicht besonders niedrig.

Vor allem aber wird die These, Japan betriebe eine *Beggarthy-neighbour*-Politik dadurch relativiert, dass Japans Handelsbilanz in den vergangenen beiden Jahren ein zunehmendes Defizit aufwies. Zuvor hatte Japan seit dem Jahr 2000 durchweg deutliche Exportüberschüsse im Warenhandel erwirtschaftet. Die jüngste Abwertung des Yen dürfte also dazu beitragen, die japanische Handelsbilanz wieder zu verbessern. Ein gewisser Exportüberschuss erscheint in Japan aufgrund der starken demographischen Alterung im Sinne des intertemporalen Leistungsbilanzausgleichs angebracht.

Sollte die Abwertung allerdings so weit gehen, dass erneut deutliche Überschüsse entstehen, wäre diese Entwicklung deutlich kritischer zu sehen. Das gilt ebenfalls für den Fall,

dass die japanische Notenbank nicht nur heimische, sondern auch gezielt ausländische Wertpapiere kaufen würde, wie zeitweilig in Japan offenbar diskutiert wurde. Weil sie im Zuge derartiger Geschäfte Yen am Devisenmarkt anböte, würde dies einer indirekten Wechselkursmanipulation gleichkommen und hätte das Potenzial, einen echten Währungskrieg auszulösen.

Aufwertungsdruck in Brasilien nicht außer Kontrolle

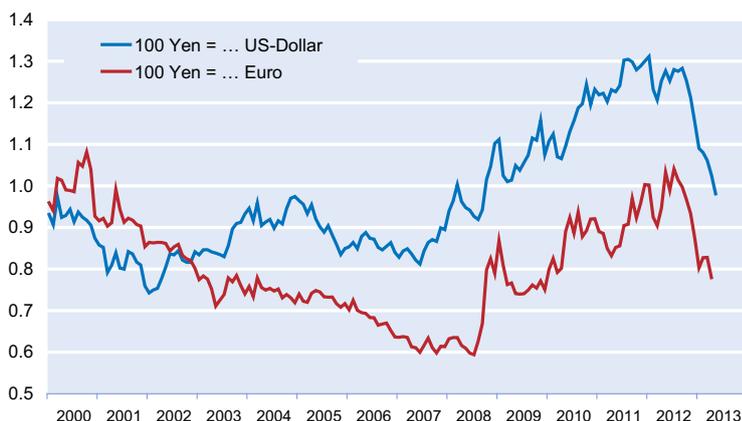
Auch die Warnung aus Brasilien vor einem Währungskrieg ist differenziert zu bewerten – und gerade am aktuellen Rand aus Sicht Brasiliens mit einem Fragezeichen zu versehen.

Auf den ersten Blick scheinen einige grundsätzliche Überlegungen und empirische Indizien dem brasilianischen Finanzminister Recht zu geben, zumindest in der längerfristigen Rückschau. So fließt in den vergangenen Jahren und auch derzeit – nicht zuletzt im Zuge von Carry Trades – sehr viel Geld in die Schwellenländer. Dort sind die Zinsen deutlich höher als in den Industrieländern, wo die kurzfristigen Notenbankzinsen nahe null liegen und Staatsanleihekäufe auch die langfristigen Zinsen sehr niedrig halten. Tatsächlich zeigen die Zahlen des Institute for International Finance, dass die privaten Kapitalströme in die Schwellenländer seit 2010 wieder nahezu auf einem historischen Höchststand von über 1 000 Mrd. US-Dollar pro Jahr sind (IIF 2013). Dahinter stehen zwar auch Fundamentaldaten wie die guten Wachstumsperspektiven der Schwellenländer. Zudem ermöglichen die Kapitalzuflüsse in den Schwellenländern mehr Investitionen. Doch trifft die große Liquidität im internationalen Finanzmarkt in den Schwellenländern auf teils recht eng begrenzte Währungs- und Finanzmärkte. So können zum einem überzogene Währungsaufwertungen resultieren und zum anderen Blasenbildungen an den nationalen Finanzmärkten, wovon zuletzt beispielsweise die Asian Development Bank mit Nachdruck gewarnt hat (ADB 2013).

Auf den zweiten Blick allerdings erscheint der Aufwertungsdruck in Brasilien nicht übermäßig gravierend. Abbildung 2 zeigt zwar, dass es in Brasilien seit 2003 bis vor der Finanzkrise zu einer erheblichen realen Aufwertung gekommen ist. Ursächlich dafür war aber sehr wahrscheinlich der steigende Handelsbilanzüberschuss, der vor al-

Abb. 1

Japanischer Wechselkurs gegenüber dem Euro und dem US-Dollar



Quelle: Bloomberg; Institut der deutschen Wirtschaft Köln.

³ Evenett (2013) verweist allerdings darauf, dass der Rückzug auf die Erklärung zu kurz greift, es ginge nur um nationale geldpolitische Ziele, die im Rahmen des Mandats der jeweiligen Zentralbanken liegen. Denn die ökonomischen Rückwirkungen auf andere Länder (Spillovers) dürften nicht ignoriert werden.

lem auf starke Exportzuwächse wegen erheblich gestiegener Rohstoffpreise zurückzuführen war. Zudem wurde bislang mit der längerfristigen Aufwertung lediglich der Handelsbilanzüberschuss verringert. Seit 2011 ist die Aufwertungstendenz darüber hinaus abgeflaut. Das gilt trotz des noch expansiveren geldpolitischen Kurses in Japan und den USA seit dem Herbst 2012 auch für den aktuellen Rand.⁴

Gleichwohl hat Brasilien der Aufwertungstendenz eine (zunehmende) Besteuerung von kurzfristigen Kapitalzuflüssen (vgl. Forbes et al. 2012) und Devisenmarktinterventionen entgegengesetzt. Darauf deutet hin, dass die Devisenreserven der brasilianischen Notenbank vor allem in Phasen der Aufwertung deutlich zunahm (vgl. Abb. 3).⁵

In der wirtschaftspolitischen Bewertung erscheint diese Strategie vertretbar, da Brasilien nachweisbar Spillovers der expansiven Geldpolitik in den Industrieländern zu spüren bekommt und die Aufwertungstendenz andernfalls möglicherweise wesentlich größer gewesen wäre.

- Die grundsätzliche Rechtfertigung gilt zunächst für die moderaten Devisenmarktinterventionen. Denn Brasilien steht auf den Gütermärkten mit China und anderen asiatischen Ländern im scharfen Wettbewerb, und diese halten Staaten ihre Währungen künstlich niedrig (was auf Ebene der G-20-Staaten offenbar letztlich hingenommen wird).
- Auch die gezielte und moderate Besteuerung von kurzfristigen Kapitalzuflüssen gilt inzwischen – selbst beim IWF(IMF 2012) – als in Grenzen akzeptabel.⁶

Problematischer ist hingegen, dass Brasilien auch eine Reihe von handelsprotektionistischen Maßnahmen ergriffen hat. So wurden auf breiter Front die Zölle erhöht, etwa auf Autos, Stahlbleche und Papier.

Dieses Überspringen von Kapital- auf Warenimporten darf sich nicht weiter verschärfen. Denn andernfalls droht ein Szenario wie in den 1930er Jahren, als kompetitive Wäh-

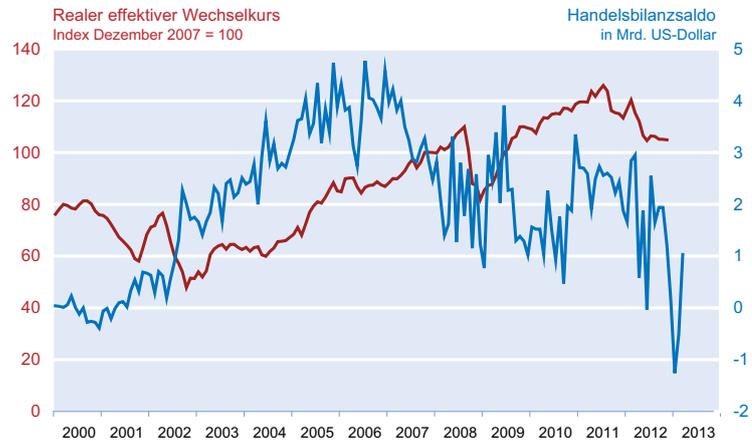
⁴ Die Daten für den realen Wechselkurs reichen zwar nur bis November 2012, doch auch beim Blick auf das Austauschverhältnis zum US-Dollar zeigt sich bis ins Frühjahr keine merkliche Aufwertungstendenz.

⁵ Insgesamt stiegen die Devisenreserven zwischen Anfang 2006 und Ende März 2013 von knapp 60 Mrd. auf über 360 Mrd. US-Dollar.

⁶ Allerdings ist zu bedenken, dass von der Kapitalimportbesteuerung wiederum Spillovers auf andere Länder ausgehen, weil Kapitalströme umgelenkt werden (vgl. Forbes et al. 2012).

Abb. 2

Brasilien: Handelsbilanz und internationale Wettbewerbsfähigkeit



Quelle: Bruegel; OECD; Institut der deutschen Wirtschaft Köln.

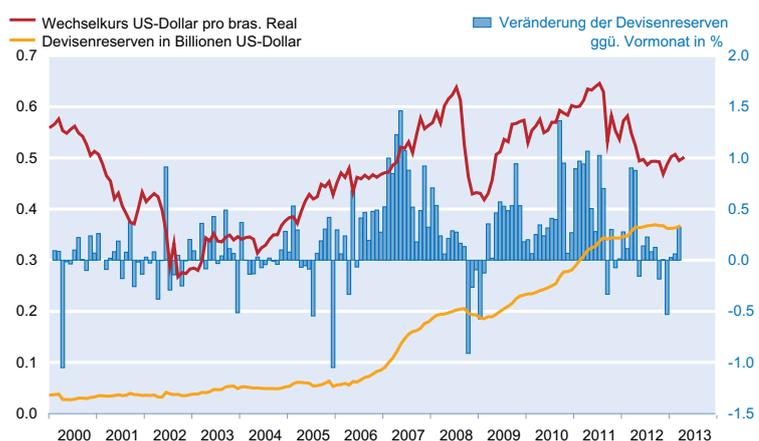
rungsabwertungen zu einem massiven Anstieg des Handelsprotektionismus führten. Dafür gibt es zwar derzeit noch keine größeren Anzeichen, dennoch erscheint der Protektionismus vor allem in den Schwellenländern zuletzt deutlich im Vormarsch – zuweilen unter dem Deckmantel der Verteidigung gegen ein überzogenes Währungskriegsszenario. Hier gilt es also, wachsam zu bleiben und die Instrumente der WTO und die Koordination auf der G-20-Ebene konsequenter als bisher zu nutzen.

Eurozone: Kurzfristige Sorgen überzogen, ...

Ähnlich kritisch ist die Forderung aus Frankreich zu sehen, die Eurozone solle angesichts des vermeintlich drohenden Währungskrieges eine aktive Wechselkurspolitik einführen. Vor allem aus zwei Gründen ist Skepsis angebracht: Erstens würden potenzielle Devisenmarktinterventionen der EZB den

Abb. 3

Indizien für Brasiliens *dirty floating*



Quelle: Bloomberg; Institut der deutschen Wirtschaft Köln.

Abb. 4
Nominaler effektiver Wechselkurs der Eurozone gegenüber wichtigen Handelspartnern



Quelle: EZB; Institut der deutschen Wirtschaft Köln.

weitgehenden Konsens zwischen den großen Industrieländern aufkündigen, den Markt die Wechselkurse bestimmen zu lassen. Wegen möglicher Vergeltungsmaßnahmen anderer Staaten könnte so die Gefahr eines echten Währungskrieges aufkommen. Zweitens ist der Euro derzeit keineswegs überbewertet, so dass aus diesem Grund Sorgen über die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Industrie der Eurozone angebracht wären.

Zwar hat der japanische Yen im Zuge der starken Zunahme des geldpolitischen Expansionskurses Japans seit dem letzten Herbst wie erwähnt mit über 20% stark abwertet. Gegenwärtig erscheint die Aufwertungstendenz für die Eurozone insgesamt jedoch nicht übermäßig. Vielmehr zeigen Daten der EZB (vgl. Abb. 4), dass es seit Mitte 2012 zwar zu einer gewissen Aufwertung des nominalen effektiven Wechselkurses der Eurozone insgesamt gekommen ist, damit aber im zeitlichen Vergleich seit Anfang 2000 bislang kein besonders hohes Niveau erreicht wurde.

Noch eindeutiger ist das Bild beim realen effektiven Wechselkurs der Eurozone (vgl. Abb. 5). Demnach hat die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Eurozone seit dem Jahr 2009 deutlich zugenommen (der reale effektive Wechselkurs ist gesunken).⁷ Die Aufwertung des Euro gegenüber dem Yen hat im vierten Quartal 2012 (jüngere Daten sind nicht verfügbar) bislang lediglich zu einer geringfügigen Gegenbewegung beigetragen. Seitdem dürfte es vermutlich zu einer weiteren leichten realen Aufwertung gekommen sein, die jedoch in Grenzen verkraftbar erscheint.

⁷ Dahinter dürften die stärkere Lohnzurückhaltung und die schwache Preissteigerung im Rahmen der Anpassungsprozesse stehen, die durch die Euro-Schuldenkrise angestoßen wurden.

Denn die Warenhandelsbilanz der Eurozone wies im Jahr 2012 erstmals seit 2004 wieder einen Überschuss in der Größenordnung von 100 Mrd. Euro auf.

... aber längerfristig möglicher Aufwertungsdruck und Gefahren für die EZB

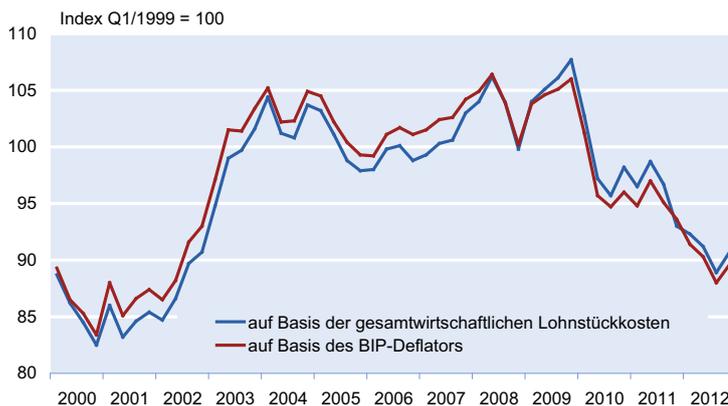
Mit Blick auf die längere Frist mag sich jedoch ein deutlicher Aufwertungsdruck für den Euro ergeben. Hauptursache dafür könnte eine neue grundsätzliche und längerfristige makroökonomische Divergenz zwischen den großen Industrieländern sein. Seit etwa 30 Jahren herrschte hier ein weitgehender Konsens in der Geldpolitik: Eine

(idealerweise unabhängige) Notenbank hat demnach das Ziel, Inflation zu bekämpfen und mit einer hohen Glaubwürdigkeit ihrer Politik die Inflationserwartungen niedrig zu halten.

Möglicherweise hat sich dieser Grundkonsens inzwischen verändert. Während die EZB hieran weiterhin festzuhalten scheint, mehrten sich die Anzeichen dafür, dass die Notenbanken der USA, Japans und des Vereinigten Königreichs toleranter gegenüber höheren Inflationsraten werden.⁸ Es

⁸ Die FED in den USA hat ungewöhnlicher Weise angekündigt, die Zinsen solange (und möglicherweise noch darüber hinaus) auf dem sehr niedrigen derzeitigen Stand zu belassen, bis die Arbeitslosenquote wieder auf unter 6,5% gesunken ist. Zudem ist derzeit das dritte Ankaufprogramm von Anleihen des Staates und anderer Institutionen aktiv, das möglicherweise noch weiter ausgedehnt wird. Die japanische Notenbank, deren Unabhängigkeit von der Regierung inzwischen angezweifelt werden kann, will mit einer massiv expansiven Geldpolitik explizit Inflation generieren, um Japan aus der Deflation herauszuführen. Die Bank of England könnte unter neuer Führung möglicherweise in naher Zukunft ein nominales BIP-Ziel annehmen.

Abb. 5
Realer effektiver Wechselkurs der Eurozone gegenüber 20 wichtigen Handelspartnern



Quelle: EZB; Institut der deutschen Wirtschaft Köln.

erscheint nicht ausgeschlossen, dass in diesen Ländern Inflation und finanzielle Repression sogar gezielt zum Abbau der hohen Staatsverschuldung eingesetzt werden sollen. Eine solche grundlegende Divergenz in der Geldpolitik, die im folgenden Szenario angenommen wird, würde vermutlich dazu führen, dass der Eurokurs mittelfristig einem nachhaltigen Aufwertungsdruck unterliegt.

Einige Argumente sprechen in diesem Szenario für ein mögliches Überschießen der Wechselkursänderung und damit zumindest zeitweise für eine merkliche reale Aufwertung, bei der die nominale Aufwertung die Inflationsunterschiede überschreitet.

- Finanzmärkte reagieren in der Regel schneller als Gütermärkte. In der Folge dominiert in der Regel die Zinsparitätentheorie vorübergehend die Kaufkraftparitätentheorie der Wechselkurse (vgl. Husted und Melvin 2009).
- Dieser Effekt kann durch oft trendorientierte chart-technische Anlagestrategien, durch Carry Trades aufgrund der Erwartung anhaltender Zinsdivergenzen oder durch ein mögliches Herdenverhalten am Devisenmarkt noch merklich verstärkt werden.⁹
- Die immense Liquidität im internationalen Finanzmarkt ermöglicht Kapitalströme, die selbst die großen Devisen- und Finanzmärkte der Eurozone erheblich beeinflussen können. Die teilweise rapiden Änderungen der Wechselkursrelationen in der jüngeren Vergangenheit – wie beispielsweise die jüngste starke Yen-Abwertung – sind ein Indiz dafür.
- Die Tendenz zu einer finanziellen Repression in den USA, Japan und dem Vereinigten Königreich könnte die Kapitalzuflüsse noch verstärken. Denn Finanzinvestoren haben bei finanzieller Repression aus Sorge vor drohenden Realwertverlusten starke Anreize, ihre Anlagen aus dem betreffenden Land abzuziehen.

Alles in allem erscheint daher die Gefahr einer zeitweisen deutlichen realen Euro-Aufwertung im geschilderten Szenario nicht unplausibel.

⁹ Menkhoff und Taylor (2007) geben in ihrem Übersichtsartikel an, dass zwischen etwa 30 und 50% der Devisenmarktakteure ihre Entscheidungen mittels technischer Analyse und nicht geleitet von Fundamentaldaten treffen. Mit Blick auf Carry Trades stellt die Deutsche Bundesbank (2004, S. 45) fest, dass sie »Wechselkurausschläge in möglicherweise unerwünschter Weise verstärken« können. Spronk et al. (2013) weisen nach, dass Carry Trades eine wichtige Rolle an den Devisenmärkten spielen und ihr Einbau im Modell die Realität besser reproduzierbar macht. Zudem stellen sie heraus, dass Wechselkursbewegungen durch das Zusammenspiel von Carry Tradern und chart-technischen Anlegern verstärkt werden können, etwa wenn trendorientierte Investoren die Wechselkursimpulse aufgreifen, die von Carry Trades ausgelöst werden. Wenn Investoren zudem vor allem das Verhalten anderer Anleger antizipieren, kann ein Herdenverhalten aufgrund sich gegenseitig verstärkender Anlagestrategien entstehen. So können Wechselkurse ebenfalls von ihren fundamental gerechtfertigten Werten weggetrieben werden. Längerfristig dürfte es zwar zu einer Bewegung zurück zu den Fundamentaldaten kommen, doch in der Zwischenzeit kann es zu problematischen realwirtschaftlichen Allokationswirkungen kommen.

Man könnte einwenden, dies sei nicht sehr problematisch, weil der Außenhandel mit dem Dollarraum auch für die Euroländer nur eine begrenzte gesamtwirtschaftliche Relevanz hat (vgl. Pisany-Ferry 2013). Zudem verbessert eine Aufwertung die Terms of Trade und verbilligt die Importe von Konsumgütern und Vorleistungen. Doch erscheint diese Relativierung in der aktuellen Lage etwas kurz gegriffen. Denn im Zuge der Euro-Schuldenkrise ist der Anteil des Handels mit dem Dollarraum merklich gestiegen und wird dies wohl auch in naher Zukunft weiter tun. Zudem befinden sich die Euroländer mit einer hohen Verschuldung von Staat und Privatwirtschaft in einer fragilen ökonomischen Lage. Da sie weiterhin Schulden abbauen müssen, sind sie in diesem Prozess des Deleveraging mehr denn je auf konjunkturelle Impulse aus dem Außenhandel angewiesen. Die tiefen Rezessionen und die hohe Arbeitslosigkeit in den Krisenstaaten, aber auch die schwächelnde Binnenkonjunktur in anderen Euroländern machen die Eurozone insgesamt deutlich verletzlich gegenüber einer möglichen deutlichen realen Aufwertung.¹⁰

Im Szenario deutlich höherer Inflationsraten in den USA, Japan und dem Vereinigten Königreich droht die Eurozone Opfer des Trilemmas der internationalen Währungspolitik zu werden (vgl. Fleming 1962; Mundell 1963). Denn wenn die EZB auf ihrer geldpolitischen Autonomie beharrt und weiterhin konsequent auf Geldwertstabilität setzt und wenn sie zudem (realistischerweise) keine Devisenmarktinterventionen und Kapitalverkehrskontrollen nutzt, würde der Euro vermutlich deutlich aufwerten und könnte dabei wie erläutert potenziell überschießen.¹¹

Ein solches Szenario hätte in mehrfacher Hinsicht hohe politische Brisanz.

- Es würde der Europäischen Zentralbank wohl noch schwerer als ohnehin schon absehbar fallen, bei wieder erstarkender Konjunktur und aufkommenden Inflationsgefahren aus der sehr expansiven Geldpolitik auszustei-gen, wenn ein solcher Schwenk zu einer deutlichen Euro-Aufwertung führen würde. Die EZB könnte dann Zielscheibe massiver Kritik werden, den beginnenden Aufschwung mit vermeintlich verfrühten Zinserhöhungen wieder abzuwürgen.

¹⁰ Auch in Deutschland dürften – wie in der jüngeren Vergangenheit geschehen – schnell warnende Stimmen laut werden, falls der Eurokurs die Schwelle von 1,50 US-Dollar deutlich überschreiten würde (ohne dass es schon zu Inflationsdivergenzen gekommen ist, in deren Zuge die USA, Japan und UK im betrachteten Szenario mittelfristig an preislicher Wettbewerbsfähigkeit verlieren dürften).

¹¹ Eine gewisse Relativierung dieses Konflikts ergibt sich dadurch, dass eine Aufwertung die Importe verbilligt und so das Potenzial hat, die Preissteigerung – und so die Notwendigkeit einer restriktiveren Geldpolitik – zu dämpfen. Doch sind gewisse Zweifel angebracht, ob niedrigere Importpreise auch an die Endverbraucher weitergegeben werden, da die Wettbewerbsintensität auf den Produktmärkten vieler Eurostaaten und vor allem der Krisenstaaten teilweise recht gering ist.

- Damit geriete die EZB möglicherweise in einen für ihr Image gefährlichen Konflikt. Falls sie es an rechtzeitiger Konsequenz mangeln ließe, könnten erhebliche Inflationsgefahren aufkommen. Das Vertrauen in die EZB und den Euro würde dann wohl gerade in Nordeuropa und in Deutschland (noch mehr) leiden. Sollte die EZB dagegen bei einem beginnenden Aufschwung frühzeitig mit einer restriktiven Geldpolitik reagieren, würde sie wohl den Unmut des Südens auf sich ziehen. Und auch im Norden dürfte die industrielle Wirtschaft alles andere als begeistert über eine dann wahrscheinliche starke Euro-Aufwertung sein.

Je mehr im betrachteten Szenario der Konflikt zwischen Inflationsbekämpfung und Aufwertungsverhinderung zutage tritt, desto eher könnten Forderungen nach Kapitalverkehrseinschränkungen und Devisenmarktinterventionen aufkommen – und desto mehr würde die Gefahr eines echten Währungskrieges entstehen.

Literatur

- ADB (2012), »Flows into Asia Bond Markets Raise Risk of Asset Price Bubbles«, Pressemitteilung, 18. März 2013, online verfügbar unter: <http://www.adb.org/news/flows-asia-bond-markets-raise-risk-asset-price-bubbles>, aufgerufen am 16. Mai 2013.
- Bird, G. und T.D. Willett (2011), »Currency Wars«, *World Economics* 12(4), 121–136.
- Deutsche Bundesbank (2005), »Wechselkurs und Zinsdifferenz: jüngere Entwicklungen seit Einführung des Euro«, *Monatsbericht*, Juli, 29–45.
- Dadush, U. und V. Eidelmann (2011), »Currency War's«, online verfügbar unter: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/7016>, 27. September.
- Darvas, Z. und J. Pisani-Ferry (2010), »The Threat of 'Currency Wars': A European Perspective«, *Bruegel Policy Contribution*, 2010/2012, 2–17.
- Eichengreen, B. (2013), »Currency War or International Policy Coordination?«, online verfügbar unter: http://www.google.de/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CDDcQFjAA&url=http%3A%2F%2Femlab.berkeley.edu%2F~eichengr%2Fcurr_war_JPM_2013.pdf&ei=PfCZUeWSJuLa4ASar4CYAQ&usq=AFQjCNHR9SCXp2Y5AKFFeUBjdp_fX9nmjQ&bvm=bv.46751780,d.bGE&cad=rja, 14. Mai.
- Erber, G. (2013), »Währungskrieg und Bretton Woods II«, *Ökonomenstimme*, online verfügbar unter: <http://www.oekonomenstimme.org/artikel/2013/02/waehrungskrieg-und-br>, 12. März 2013.
- Evenett, S. (2013), »Root Causes of Currency Wars«, *VoxEU*, online verfügbar unter: <http://www.voxeu.org/print/8997>, 18. Februar 2013.
- Fleming, M. (1962), »Domestic Financial Policies under Fixed and Floating Exchange Rates«, *IMF Staff Papers* 9, 369–379.
- Forbes, K., M. Fratzscher, T. Kostka und R. Straub (2012), »Bubble Thy Neighbor: Portfolio Effects and Externalities from Capital Controls«, NBER Working Paper No. 18052
- Husted, S. und M. Melvin (2009), *International Economics*, 8. Aufl., Prentice Hall, New Jersey.
- IIF, Institute for International Finance (2013), »Capital Flows to Emerging Market Economies«, online verfügbar unter: <http://www.iif.com/download.php?id=PAYGLZZ1+BQ>, 16. Mai 2013.
- ifo Schnelldienst (2010), »USA, China, Indien: Droht ein globaler Abwertungswettlauf?«, 63(22), 3–17.
- IMF (2012), »IMF Adopts Institutional View on Capital Flows, IMF Survey online«, online verfügbar unter: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2012/POL120312A.htm>, 16. Mai. 2013.
- Klein, M. und F. Teng (2010), »Währungskrieg: Schlagwort oder reale Bedrohung?«, Working Papers on Global Financial Markets No. 14, 2–15.
- Menkhoff, L. und M.P. Taylor (2007), »The Obstinate Passion of Foreign Exchange Professionals: Technical Analysis«, *Journal of Economic Literature* XLV, 936–972.
- Mundell, R. (1963), »Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates«, *The Canadian Journal of Economics and Political Science* 29(4), 475–485.
- Pisani-Ferry, J. (2013), »Von falschen Ängsten«, Handelsblatt, online verfügbar unter: http://www.wirtschaftspresse.biz/pshb/fr/reihbi/sfn/biz_getblob/SH/4c0703742372ad8b065c39dcd772a3/rid/1335798/db/HB/cmd/PDFHB20130220048.pdf/scode/OA63E8A0BB9C190D443238EA755E0F9076C90EE2/index.pdf, 17. Mai 2013.
- Schnabl, G. (2011), »Strukturelle Verzerrungen im Währungskrieg«, *Wirtschaftsdienst* (2), 102–106.
- Spronk, R., W.F.C. Verschoor und R.C.J. Zwinkels (2013), »Carry Trade and Foreign Exchange Puzzles«, *European Economic Review* 60(3), 17–31.



Horst Löchel*

Don't Mention the War

Zur Kontroverse um die japanische Geldpolitik

Im Januar dieses Jahres hat die japanische Zentralbank, die Bank of Japan (BoJ), auf Druck der neuen japanischen Regierung unter Ministerpräsident Shinzo Abe ihr Inflationsziel von 1 auf 2% angehoben und massive Anleihenkäufe angekündigt. Jeden Monat sollen Anleihen im Wert von etwa 13 Billionen Yen gekauft werden, um die Geldbasis von derzeit rund 140 Billionen Yen bis Jahresende 2014 zu verdoppeln.

Parallel dazu setzt die Regierung Japans erneut auf expansive Fiskalpolitik. Ungeachtet der hohen Staatsverschuldung Japans von gegenwärtigen 235% des Bruttoinlandsprodukts sind jährliche Mehrausgaben von 15 Billionen Yen geplant sowie eine Anhebung der Mehrwertsteuer von derzeit 5 auf 10% im Jahr 2015. Dieser Mix aus aggressiver Geld- und Fiskalpolitik wird mittlerweile als »Abenomics« bezeichnet.

Allerdings setzt die Regierung Abe nicht nur einseitig auf Nachfrage-, sondern auch auf Angebotspolitik. Entsprechende Maßnahmen zielen dabei unter anderem auf eine Erhöhung der Erwerbsquote, insbesondere der Frauen, ebenso wie auf die Deregulierung und Liberalisierung des Gesundheitswesens, des Energiesektors und der Infrastruktur und spiegeln sich auch in der Ankündigung einer Intensivierung der Freihandelsgespräche in Asien wider.

Insgesamt erhofft man sich von der neuen Politik, dass sie Japan aus dem Tal der Tränen herausführen wird und die langjährige schleichende Deflation begleitet von niedrigen Wachstumsraten beendet (vgl. OECD 2013). Seit dem Platzen der Immobilienblase Ende der 1980er Jahre leidet das Land fast durchgehend an Deflation, einer negativen Pro-

duktionslücke, aber auch unter dem hohen Außenwert des Yen (vgl. Nishizaki et al. 2012). So hat beispielsweise der reale effektive Wechselkurs Japans seit der Finanzkrise um 30% aufgewertet.

Abenomics wirkt

Bisher wirkt Abenomics so erfolgreich, wie im Lehrbuch beschrieben: Die steigende Geldmenge führt zu sinkenden Zinsen im Inland, die eine Kapitalflucht ins Ausland und damit einhergehend eine Abwertung des nominalen Außenwerts des Yen herbeiführen, was letztlich eine Verbesserung der Leistungsbilanz und damit des inländischen Wachstums begünstigt. Dass sich die japanische Leistungsbilanz zunächst einmal verschlechtert hat, steht dazu nicht im Widerspruch, denn es braucht Zeit, bis die Mengeneffekte steigender Exporte und sinkender Importe die Preiseffekte steigender Importpreise einer abwertenden Währung überwiegen.

Zu den Fakten: Der Außenwert des Yen hat Mitte Mai dieses Jahres den niedrigsten Stand seit vier Jahren erreicht. Seit April dieses Jahres kaufen japanische Investoren mehr ausländische Wertpapiere, als sie verkaufen. Neben den höheren Zinsen im Ausland winken bei einer weiteren Abwertung des Yen auch Währungsgewinne. Im Inland steigen die Gewinne der Exporteure genauso wie das Konsumentenvertrauen und die Einzelhandelsumsätze. Der Nikkei-Index boomt, und die Immobilienpreise ziehen erstmals seit Jahren wieder an.

Die BoJ hat auf diese Entwicklung jüngst bereits mit einer Anhebung ihrer Wachstumsprognose für das laufende Jahr auf knapp 3% reagiert. Im Jahresvergleich ist Japans Wirtschaft im ersten Quartal um 3,5% gewachsen. Ein vielversprechendes Anzeichen für einen bevorstehenden Aufschwung ist der Anstieg der Kreditvergabe, der im April mit 2,1% den höchsten Wert seit vier Jahren erreicht hat. Tatsächlich scheint Japan im Begriff zu sein, seine langwierige Deflationsphase zu überwinden und in einen Kreislauf von steigender Inflation, stärkerer Nachfrage und schließlich stärkeren Wachstums und höheren Staatseinnahmen einzutreten. Dass im Zuge dieses Prozesses auch die Nominallöhne zu steigen beginnen, kann verschmerzt werden, wenn diese nicht über den Anstieg der Inflation hinauschießen, d.h. die Reallöhne nicht steigen.

Natürlich birgt diese Politik auch Potenzial für Rückschläge. Die größten Risiken liegen dabei sicherlich in der hohen Staatsverschuldung. Es ist keine Strategie erkennbar, wie die Staatsschuldenquote mittelfristig reduziert werden soll, beispielsweise durch eine Schuldenbremse nach europäischem Vorbild oder die Verpflichtung, den prozentualen

* Prof. Dr. Horst Löchel ist Professor für Volkswirtschaftslehre an der Frankfurt School of Finance & Management und Honorarprofessor an der China Europe International Business School (CEIBS) in Shanghai.

Anstieg der Staatsverschuldung unterhalb des Anstiegs des Bruttoinlandsproduktes zu halten.

Beggar thy neighbor oder Spillover-Effekte?

Den Begriff des *currency war* prägte der brasilianische Finanzminister Guido Mantega im Herbst 2010 in seiner an die US-amerikanische Zentralbank Fed gerichtete Anschuldigung, mit der Politik des *quantitative easing* die Erholung der USA auf Kosten der aufstrebenden Volkswirtschaften voranzutreiben. Konkret beklagte er, dass die Politik des billigen Geldes zu einer Kapitalflucht in die aufstrebenden Volkswirtschaften führe, was dort die Entwicklung von Inflation und Vermögenspreisen anheize, die Wechselkurse erhöhe und so die internationale Wettbewerbsfähigkeit der betroffenen Länder vermindere.

Im Zusammenhang mit dem Politikwechsel der BoJ wurde dieser Vorwurf vom Vizepräsidenten der russischen Zentralbank, Aleksez Ulzukaev, erneuert. In den Chor der Kritiker reihte sich auch die Bundesregierung mit ihrer Mahnung ein, dass sich kein Staat durch das Instrument der Geldpolitik Exportvorteile verschaffen dürfe. Schließlich wies der neue US-amerikanische Finanzminister, Jacob Lew, auf dem jüngsten G-7-Treffen im Mai darauf hin, dass Politiken, die darauf zielen, Wechselkurse zu beeinflussen nicht mehr innerhalb der Grenzen liegen, die die internationale Gemeinschaft für angebracht hält (vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung, 11. Mai 2013). Und C. Fred Bergsten, der ehemalige Chef des renommierten Peterson Institute for International Economics spricht davon, dass »currency wars pose a clear and present danger to the world economy on a scale not seen since the breakup of the trading system that led to the Great Depression in the 1930s« (Bergsten 2013, S. 4).

Von einem Währungskrieg kann im Falle Japans für die entwickelten Volkswirtschaften allerdings nicht wirklich die Rede sein. Tatsächlich betreibt nicht nur die BoJ, sondern auch die Fed und die EZB eine seit Ausbruch der Finanzkrise eine extrem akkommodierende Geldpolitik. Möglicherweise lässt sich sogar umgekehrt argumentieren, dass Abenomics das Wachstum der Weltwirtschaft stärkt (vgl. The Economist 2013). Wenn nämlich die Realzinsen in Japan aufgrund steigender Inflationsraten sinken, hat dies einen positiven Effekt auf die inländische Nachfrage nach Konsum und Investitionen. Dies, insbesondere in Verbindung mit einer expansiven Fiskalpolitik wie in Japan gegeben, stärkt die Nachfrage nach Importen und trägt somit positiv zum Wachstum der Volkswirtschaften der Handelspartnerstaaten bei. Dass dieser Effekt überkompensiert wird durch steigende Exporte aufgrund eines sinkenden Wechselkurses, ist a priori nicht ausgemacht. Ein höheres Preisniveau im Inland verteuert Japans Exporte auf dem Weltmarkt. Der reale Wechselkurs des Yen dürfte mittelfristig eher aufwerten. Tatsäch-

lich wurden die positiven Spillover-Effekte einer aggressiven Geldpolitik für den Fall der USA frühzeitig vom Internationalen Währungsfonds (IWF) bestätigt (vgl. IWF 2011).

Zu einem gleichsam interessanten Ergebnis kommt eine jüngere Analyse von Barry Eichengreen (2013), der solche Spillover-Effekte im Zusammenhang mit der einseitigen Aufhebung des Goldstandards durch Großbritannien in den 1930er Jahren untersucht hat. Der US-Ökonom kommt zu dem Schluss, dass sich die Spillover-Effekte der Abwertungs politik Großbritanniens durchweg negativ auf jene Staaten auswirkten, die zunächst am Goldstandard festhielten, jedoch mit protektionistischen Maßnahmen auf den Vorstoß Großbritanniens reagierten. Staaten hingegen, die eine Abkehr vom Goldstandard mittrugen und von protektionistischen Maßnahmen absahen, profitierten tendenziell von der Politik Großbritanniens. Übertragen auf den Fall Japans, lautet die Botschaft daher, dass die japanische Geldpolitik keine Gefahr für die westlichen Volkswirtschaften darstellt, zumindest nicht, solange diese nicht mit einem Handelskrieg reagieren und ihre expansive Geldpolitik ebenfalls beibehalten.

Anders sind die Maßnahmen Japans zu beurteilen, betrachtet man die Situation aufstrebender Volkswirtschaften, die nicht unter schwachem Wachstum und Deflation leiden. Für sie gilt in der Tat die *Beggar-thy-neighbor*-Hypothese. Ein entfesselter Kapitalstrom aus dem Westen und Japan strömt in die aufstrebenden Volkswirtschaften im Süden und Osten dieser Welt und führt dort zu steigenden Inflationsraten, Blasenbildung bei den Vermögenspreisen und einer Aufwertung der heimischen Währung mit negativen Folgen für die internationale Wettbewerbsfähigkeit und die Leistungsbilanzen dieser Staaten. Und in der Tat sind die gegenwärtigen Kapitalverkehrskontrollen und Devisenmarktinterventionen der aufstrebenden Volkswirtschaften als das heutige Pendant zum Protektionismus der 1930er Jahre zu betrachten.

Das eigentliche Problem, das mit Abenomics einhergeht, ist jedoch ein anderes. Das grundsätzliche Risiko der japanischen Geldpolitik besteht darin, dass sich die inländischen Inflationserwartungen verselbständigen und damit die Inflationsrate weit über das Maß hinaus zu steigen beginnt, das sich die japanische Politik zum Ziel gesetzt hat und, weit aus problematischer, über einen Wert ansteigt, der für die japanische Wirtschaft angemessen ist.

Ist die BoJ noch unabhängig?

Jens Weidmann, der Präsident der Deutschen Bundesbank, hat diesen Punkt frühzeitig angesprochen. Auf dem Neujahrsempfang der Deutschen Börse sprach er von einer Politisierung der Zentralbanken und fügte hinzu: »Womög-

lich kommt die unabhängige Notenbank aus der Mode« (vgl. Süddeutsche Zeitung, 22. Januar 2013).

Der enge Zusammenhang von Zentralbankautonomie, Inflationserwartungen und Inflation ist seit langem anerkannt (vgl. Alesina und Summers 1993). In seinem neuesten World Economic Outlook zeigt der IWF nun, dass, gerechnet für den Durchschnitt der Industriestaaten, die Standard-Phillips-Kurve, die die Inflationsrate als die Summe aus Inflationserwartungen und gewichteter konjunktureller Arbeitslosigkeit bestimmt, im Zeitraum zwischen Mitte der 1970er Jahre und heute immer flacher geworden ist (vgl. IWF 2013). Für die Zeit von 1995 bis 2012 ist die Kurve praktisch horizontal. Dies bedeutet, dass die konjunkturelle Arbeitslosigkeit im positiven wie im negativen Sinne keinen Einfluss mehr auf die Inflationsrate nimmt, sondern die Inflationserwartungen dominieren.¹

Dieses Ergebnis ist vor allem deshalb interessant, weil die Inflationserwartungen wesentlich von den Zentralbanken gesteuert werden. Diesen Interpretationsansatz untermauert der IWF mit einer Fallstudie, die die Entwicklung der Inflationsraten in Deutschland und den USA im Zuge der Erdölkrise der 1970er Jahre vergleicht und zu dem Schluss kommt, dass die Bundesbank bessere Ergebnisse, d.h. niedrigere Inflationsraten erzielen konnte als die Fed, weil die Inflationserwartungen in Deutschland weitestgehend verankert blieben. Letzteres kann auf die höhere politische Unabhängigkeit der Bundesbank im Vergleich zur Fed zurückgeführt werden.

Das Resultat der IWF-Studie enthält eine gute und eine schlechte Nachricht in Bezug auf die Politik der japanischen Zentralbank. Die gute ist, dass Japan durch eine von der Zentralbank gesteuerte Erhöhung der Inflationserwartungen in der Tat die Deflationsfalle überwinden kann. Die schlechte Nachricht ist jedoch, dass die Gefahr besteht, dass sich die Inflationserwartungen verselbständigen und somit die Inflationsrate deutlich über das gewünschte Maß hinauschießt.

Die Gefahr einer Entankerung der Inflationserwartungen besteht umso mehr, je stärker Märkte und Öffentlichkeit die japanische Zentralbank als einen reinen Erfüllungsgehilfen der japanischen Regierung betrachten, wodurch das Vertrauen in die Zentralbank nachhaltig erschüttert wird. Ist dies erst einmal geschehen, kann die Inflation ungebremst steigen, denn in der Welt des Papiergelds gibt es nur ein einziges Instrument, um die Inflation in Schach zu halten: Das Vertrauen in die Fähigkeit der Zentralbank, den Geldwert stabil zu halten.

¹ Diese vom IWF favorisierte Interpretation erscheint etwas verkürzt, da Angebotsschocks nicht berücksichtigt werden. Beispielsweise ließe sich auch argumentieren, dass der Eintritt der aufstrebenden Volkswirtschaften in die Weltwirtschaft nach der großen weltpolitischen Wende 1989 die Konsumgüterpreise stark gesenkt haben.

Zusammenfassung

Die Frage »Führt Japan einen Währungskrieg?« muss mehrdimensional beantwortet werden. Aus Perspektive der entwickelten Volkswirtschaften führt Japan keinen Währungskrieg, denn auch Fed und EZB fluten im Rahmen ihrer Krisenpolitik seit Jahren die Märkte mit billigem Geld. Ein Ende dieser akkommodierenden Geldpolitik ist nicht absehbar. Auch angesichts des starken realen Wechselkurses Japans über die letzten Jahre kann von einer gezielten Abwertungs politik nicht die Rede sein. Vielmehr reagiert Japan auf die Dollarflut, die Kapital aus den USA nach Japan umgeleitet hat – mit entsprechenden Folgen für den Wechselkurs und die inländische Wirtschaft. Möglicherweise besteht sogar die Chance, dass Japans Politik zur Erholung der Weltwirtschaft beiträgt, dann nämlich, wenn – ausgelöst durch das inländische Wachstum – die Importe stärker als die Exporte steigen und Kapitalströme aus Japan zudem in den anderen Industriestaaten die Zinsen weiter senken und die Vermögenspreise steigen lassen.

Ganz anders ist die japanische Geldpolitik aus der Perspektive der aufstrebenden Volkswirtschaften zu beurteilen, die weder unter Deflation noch schwachem Wachstum leiden. Für sie folgt aus dem Kurs der japanischen Geldpolitik, dass noch mehr Kapital in ihre Länder fließt, was mit der Gefahr der Bildung von Vermögensblasen, einer Kreditschwemme, steigender Inflationsraten und steigender Wechselkurse einhergeht. Hier beschwört die japanische Zentralbank in der Tat das Risiko eines Handelskriegs in Form von protektionistischen Gegenmaßnahmen herauf, wie wir ihn in den 1930er Jahren gesehen haben.

Die größte Gefahr, die von der derzeitigen Politik der BoJ ausgeht, betrifft die Inflationsentwicklung im eigenen Land. Mangelndes Vertrauen in die Fähigkeit der eigenen Zentralbank, Preisstabilität zu gewährleisten, führt unweigerlich zu einer Entankerung der Inflationserwartungen und steigenden Inflationsraten, deren Folgen und Kosten möglicherweise die der gegenwärtigen Krise Japans bei weitem übersteigen. Dies ist das eigentliche Risiko, das von Abenomics ausgeht: Die Aufhebung der Unabhängigkeit der japanischen Zentralbank.

Literatur

Alesina, A. und L. Summers (1993), »Central Banks Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence«, *Journal of Money, Credit, and Banking* 25(2), 151–162.

Bergsten, C.F. (2013), »Currency Wars, the Economy of the United States and Reform of the International Monetary System«, Stavros Niarchos Foundation Lecture, 16. Mai, online verfügbar unter: <http://www.piie.com/publications/papers/bergsten201305.pdf>.

Eichengreen, B. (2013), »Currency War or International Coordination?«, Working Paper, University of California, online verfügbar unter: http://emlab.berkeley.edu/~eichengr/curr_war_JPM_2013.pdf.

Frankfurter Allgemeine Zeitung (2013), »Schäuble: Euro-Krise nicht mehr größtes Risiko für die Weltwirtschaft«, 11. Mai, online verfügbar unter: <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/wirtschaftspolitik/g7-treffen-in-grossbritannien-schaeuble-euro-krise-nicht-mehr-groesstes-risiko-fuer-die-weltwirtschaft-12179441.html>.

IWF (2011), *The United States Spill Over Report*, IMF Country Reports Nr. 11/203, Washington.

IWF (2013), *The Dog that didn't Bark: Has Inflation Been Muzzled or Was It just Sleeping?*, World Economic Outlook, Kap. 3, April, Washington.

Nishiyaki, K., T. Sekine und Y. Ueno (2012), »Chronic Deflation in Japan«, Bank of Japan Working Paper Series, No. 12, Tokyo.

OECD (2013), »OECD Economic Survey Japan«, Paris, online verfügbar unter: <http://www.oecd.org/eco/surveys/japan-2013.htm>.

Süddeutsche Zeitung (2013), »Gefährliches Spiel mit den Notenbanken«, 22. Januar, online verfügbar unter: <http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/politik-vs-waerungshueter-gefaehrliches-spiel-mit-den-notenbanken-1.1580578>.

The Economist (2013), »Positive-sum Currency Wars«, 14. Februar, online verfügbar unter: <http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2013/02/what-qe-means-world>.



Uwe Vollmer*

Japan steigt nicht in einen Währungskrieg ein

Am 4. April 2013 hat die Bank of Japan (BoJ) einen geldpolitischen Strategiewechsel vollzogen und beschlossen, die Basisgeldmenge innerhalb der nächsten zwei Jahre zu verdoppeln und alles zu tun, um die Inflationsrate mittelfristig auf 2% p.a. zu steigern. Dieser Beschluss nährt Befürchtungen, dass Japan künftig eine monetäre Haushaltsfinanzierung betreiben will und versucht wird, durch eine laxen Geldpolitik den Yen zu schwächen. Einige Beobachter sehen sogar die Gefahr eines Währungskriegs zwischen den wichtigen Weltwährungen, bei dem Notenbanken ihre Geldmärkte fluten, um über Abwertungen Wettbewerbsvorteile für ihre eigenen Volkswirtschaften zu generieren. Was ist davon zu halten?

Geldpolitischer Strategiewechsel

Traditionell betreibt die BoJ Geldpolitik, indem sie – anders als das Eurosystem – vor allem inländische Staatsanleihen (JGBs) auf Sekundärmärkten gegen Primärgeld ankauft. Mit diesen Offenmarktgeschäften versuchte sie bislang, den am Geldmarkt gezahlten Zinssatz für unbesicherte Interbankkredite (*overnight call rate*) zu steuern, der als geldpolitische Zwischenzielgröße fungierte und bis Ende 2012 auf einen Wert zwischen 0% und 0,1% abgesenkt worden war. Um nicht in den Verdacht einer monetären Staatsschuldenfinanzierung zu geraten, beachtete die BoJ bisher eine von ihr selbst gesetzte *banknote rule*, wonach der Bestand an langfristigen JGBs im Portfolio der BoJ den Banknotenumlauf (als wesentlicher Teil der Geldbasis) nicht übersteigen durfte. Da der Banknotenumlauf durch die Bargeldnachfrage von Haushalten und Unternehmen determiniert ist, war diese wesentliche Entstehungskomponente der Primärgeldmenge bisher durch die BoJ nicht kontrollierbar. Zudem war die Laufzeit der von der BoJ gehaltenen Staatsschuldentitel

* Prof. Dr. Uwe Vollmer leitet das Institut für Theoretische Volkswirtschaftslehre an der Universität Leipzig.

auf maximal drei Jahre begrenzt, so dass die BoJ »am langen Ende« der Zinsstrukturkurve nicht intervenieren durfte. All dies bedeutete, dass die Bank of Japan bislang über einen nur geringen geldpolitischen Handlungsspielraum verfügte.

Mit den jüngsten geldpolitischen Beschlüssen sind diese Beschränkungen (zumindest vorübergehend) entfallen, und die BoJ wird künftig die Basisgeldmenge anstelle des Zinssatzes für ungesicherte Interbankkredite als Zwischenzielgröße verwenden. Die Basisgeldmenge ist in Japan definiert als die Summe aus Bargeldumlauf und Sichteinlagen der Finanzinstitute bei der Notenbank. Es ist angekündigt, die Geldbasis in den kommenden beiden Jahren um jeweils 60 bis 70 Billionen Yen (etwa 600 Mrd. US-Dollar) auszuweiten und von 139 Billionen Yen Ende 2010 auf 270 Billionen Yen zum Ende 2014 nahezu zu verdoppeln, wobei der Großteil des Anstiegs in die Reservehaltung der Geschäftsbanken gehen wird. Dazu sollen weiterhin JGBs mit unterschiedlichen Restlaufzeiten angekauft werden, deren Bestand im Portfolio der BoJ von 89 Billionen Yen auf 190 Billionen Yen Ende 2014 ansteigen und somit mehr als verdoppelt werden soll. Das Ankaufprogramm umfasst Staatsanleihen mit allen Laufzeiten von bis zu 40 Jahren, so dass die durchschnittliche Restlaufzeit der Staatsanleihen im Bestand der Notenbank von derzeit etwas mehr als drei Jahre auf etwa sieben Jahre anwachsen wird (vgl. Bank of Japan 2013).

Erwünschte Effekte der Lockerungspolitik

Erklärtes Anliegen des jetzt vollzogenen Strategiewechsels ist es, den seit 15 Jahren anhaltenden Deflationstrend in Japan zu brechen. Die BoJ will dies über drei Kanäle erreichen. Erstens erhofft man sich einen »Guidance-Effekt« und einen Anstieg der Inflationserwartungen als Folge der Ankündigung, die quantitative Lockerung unbegrenzt und unbefristet fortzuführen, bis das Inflationsziel von 2% p.a. erreicht ist. Die steigenden Inflationserwartungen stimulieren die binnenwirtschaftliche Güternachfrage. Zweitens erwartet die BoJ einen Portfolioeffekt für Geschäftsbanken, die bei sinkenden Marktzinsen vermehrt Unternehmensdarlehen vergeben, anstatt JGBs nachzufragen, was die Kreditversorgung vor allem für kleinere und mittlere Unternehmen verbessern soll. Drittens bedingt die qualitative Lockerung einen Zinssenkungseffekt am langen Ende der Zinsstrukturkurve, das für Investitionsentscheidungen besonders bedeutsam ist.

Nicht intendiert ist eine bewusste Beeinflussung des Wechselkurses des Yens gegenüber anderen Weltwährungen. Zwar räumt die BoJ (z.B. Kuroda 2013) ein, dass der eingeleitete geldpolitische Wechsel auch Auswirkungen auf den Wechselkurs haben und durch eine Yen-Abwertung die Aus-

landsnachfrage anregen kann. Zwar sei dieser Wechselkurseffekt ein willkommener Nebeneffekt einer geldpolitischen Lockerung, die allerdings allein aus binnenwirtschaftlichen Gründen ergriffen worden sei und nur auf den Binnenwert des Yen abstelle. Es werde kein Wechselkursziel verfolgt, so dass auch kein Verstoß gegen die G-20-Beschlüsse vom März 2013 in Moskau vorliegt, wonach die Weltwährungsländer auf Wechselkursmanipulationen verzichten wollen. Es scheint, dass Japan weder als Verursacher noch als Teilnehmer an einem Weltwährungskrieg gelten möchte. Zu Recht?

Wechselkursentwicklung vom japanischen Yen

Die jüngste Wechselkursentwicklung des JPY weckt daran auf dem ersten Blick Zweifel. Dies zeigt die letzte Zeile der nachfolgenden Tabelle 1, wonach hat sich der Yen bereits seit November 2011 (also noch vor Amtsantritt der Regierung Abe) gegenüber den wichtigsten Weltwährungen (mit Ausnahme des Euros und des an ihm gekoppelten Schweizer Franken) um fast 4% abgewertet hat. Die Tabelle zeigt aber auch, dass der Yen nach Ausbruch der Subprime-Krise (und vor allem zwischen November 2007 und 2011) einem beträchtlichen Aufwertungsdruck unterlag, und der effektive Wechselkurs in diesem Zeitraum um nahezu 30% angestiegen war. Besonders stark war der Anstieg gegenüber dem Euro und dem Koreanischen Won (KRW), etwas schwächer gegenüber dem Australischen Dollar (AUD), dem chinesischen Yuan/Renminbi (CNY) und dem Schweizer Franken (SFR). Vor allem infolge dieser beträchtlichen Yen-Aufwertung sank der Leistungsbilanzüberschuss Japans, das über den Wechselkurs von der Weltfinanzkrise betroffen wurde, obwohl japanische Banken nur sehr verhalten in Subprime-Papiere investiert waren (vgl. Bebenroth und Vollmer 2012).

Zwei Ansätze erklären diese erheblichen Wechselkurschwankungen. Der erste Ansatz sieht die Yen-Aufwertung nach 2007 als Folge von Portfolioumschichtungen privater und öffentlicher Anleger, die sich nach Ausbruch der Subprime-Krise aus den Krisenländern zurückgezogen haben und trotz niedriger Zinssätze in sichere Anlagen außerhalb der USA und Europas gegangen sind; Zielländer waren vor allem die Schweiz und Japan, die schon immer als safe haven galten (vgl. z.B. Renaldo und Söderling 2010). Im Lichte dieser Erklärung ist die seit Ende 2011 einsetzende Abwertung des JPY gegenüber dem US-Dollar lediglich Ausdruck einer Kurskorrektur in Richtung zurück auf das Gleichgewicht und Folge eines Rückflusses von Kapital in die USA, wo die Finanzmarktkrise inzwischen abzuklingen beginnt. Selbst die seit 2011 nur noch moderate Aufwertung des Yen gegenüber dem EUR ist Indiz dafür, dass auch die Europäer die Staatsschuldenkrise allmählich in den Griff zu bekommen scheinen.

Tab. 1

Durchschnittliche Änderungsraten nominaler Wechselkurse ausgewählter Währungen gegenüber JPY
(in v.H.; – = Aufwertung des JPY)

Periode	USD	EUR	KRW	CNY	SFR	AUD	Effektiver Wechselkurs
Nov. 2002–Nov. 2007	– 8,6	33,7	20,4	1,9	19,0	45,9	9,0
Nov. 2007–Nov. 2012	– 27,6	– 36,9	– 38,9	– 13,8	– 13,7	– 16,1	– 26,5
Nov. 2007–Nov. 2011	– 30,2	– 35,4	– 43,5	– 18,5	– 13,5	– 21,4	– 29,3
Nov. 2011–Nov. 2012	3,8	– 2,2	8,1	5,7	– 0,2	6,8	3,9

Quelle: Shirakawa (2012).

Beggar-thy-neighbor-Effekte geldpolitischer Sondermaßnahmen

Der alternative Erklärungsansatz sieht die Wechselkursvolatilität der letzten sechs Jahre als Folge der in den USA, in Großbritannien und – mit Einschränkungen – im Euroraum seit 2007 betriebenen quantitativen Lockerung, wodurch sich die Bilanzvolumina der Notenbanken vervielfacht haben. Anlass für die geldpolitische Lockerungen in den USA und in Europa waren Funktionsstörungen auf den Interbankenmärkten und in der geldpolitischen Transmission, wodurch die Notenbanken gezwungen waren, als *lender of last resort* und als *market maker* für liquiditätssuchende Geschäftsbanken zu fungieren. Trotz der genannten Funktionsstörungen bestehen Zweifel, ob die vollzogene Lockerung den gestiegenen Liquiditätsbedarf nicht übertroffen hat: Ein wesentlicher Teil der von den Notenbanken im Zuge ihrer unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen geschaffenen Liquidität verblieb nicht auf Konten der Geschäftsbanken bei der US-Fed, der Bank of England oder des Eurosystems, sondern ist in sicheren Anlagen außerhalb der USA und Europas investiert worden. Carry Trades infolge niedriger Notenbankzinsen haben dabei eine wichtige Rolle gespielt, von denen neben Japan auch einige südamerikanische Länder, wie Brasilien, betroffen waren. Aus dieser Sicht ist die Yen-Aufwertung seit 2007 Folge der geldpolitischen Lockerung in den USA und im Euroraum, und deren Wechselkurswirkung wird jetzt teilweise durch eine ebenfalls expansive Geldpolitik in Japan korrigiert.

Die empirische Evidenz spricht eher für den zweiten Erklärungsansatz. Für die USA schätzt beispielsweise die Federal Reserve Bank of St. Louis, dass die Veränderung des effektiven Dollarkurses seit Anfang 2009 wesentlich auf die quantitative Lockerung der Fed zurückgeht; vor allem die zweite Runde der quantitativen Lockerung, bei der die Fed 2010 begann, Staatsschuldtitel im Volumen von 600 Mrd. US-Dollar anzukaufen, hatte eine signifikante Dollarabwertung zur Folge. Ähnliches gilt auch für die quantitative Lockerung der Bank of England, die zu einer Abwertung des britischen Pfunds um 4% führte (zu allen Angaben vgl. Portes 2010). Weil solche Wechselkurseffekte zu *Beggar-thy-*

neighbor-Effekten führen, sind Gegenmaßnahmen der Handelspartner zu befürchten, und es besteht die Gefahr, dass eine allein auf die heimische Wirtschaft abzielende geldpolitische Lockerung internationale Implikationen hat, auf die andere Notenbanken reagieren.

Denkbare Politikreaktionen

Drei Gruppen von Politikreaktionen sind denkbar (vgl. Darvas und Pisani-Ferry 2010): Die schärfste Reaktion ist die Wiedereinführung von Kapitalverkehrskontrollen, wie sie jüngst beispielsweise in Brasilien (aber auch von Thailand, Indonesien oder Südafrika) beschlossen wurden, wo eine Transaktionssteuer für Kapitalimporte eingeführt wurde (vgl. Pereira da Silva 2013). Die weniger scharfe Form sind Wechselkursziele und direkte Interventionen der Notenbanken an den Devisenmärkten, wie beispielsweise von Südkorea, aber auch der Schweiz praktiziert, oder die Ankündigung, im Bedarfsfall auf Devisenmärkten einzugreifen. Die mildeste Form ist, bei einem System flexibler Wechselkurse zu verbleiben, aber auf die geldpolitische Lockerung im Ausland selbst mit einer eigenen geldpolitischen Lockerung zu reagieren.

Japan geht mit seinem angekündigten Strategiewechsel allenfalls diesen letzten Weg und wählt damit eine moderate Reaktion auf die geldpolitische Lockerungen in den USA und in Europa, für die der Begriff *Währungskrieg* eher übertrieben erscheint. Anders als die anderen oben genannten Länder, hält sich Japan bislang an die internationalen Spielregeln, d.h. verzichtet auf die Einführung von Kapitalverkehrskontrollen, und verfolgt auch kein explizites Wechselkursziel. Insofern sind die eingangs genannten Befürchtungen übertrieben, die Geldpolitik der BoJ löse einen Währungskrieg zwischen den wichtigen Weltwährungen aus. Dafür spricht auch, dass die expansive Geldpolitik von einer expansiven Fiskalpolitik begleitet wird, die zu einer Aufwertungstendenz des Yen führt. Hinzu kommt, dass das von der japanischen Notenbank gewählte Inflationsziel von 2% p.a. nicht übermäßig hoch ist, sondern durchaus als mit Preisstabilität vereinbar angesehen werden kann. Auch das

Eurosystem strebt bekanntlich mittelfristig eine Inflationsrate in genau derselben Höhe an, ohne dem Vorwurf der Wechselkursmanipulation ausgesetzt zu sein. Damit scheint sich die BoJ auch nicht an einem Abwertungswettlauf zwischen den Weltwirtschaftsnationen zu beteiligen, der über Wechselkursänderungen versucht, Wettbewerbsvorteile für die heimische Wirtschaft zu generieren.

Literatur

Bank of Japan (2013), *Introduction of the 'Quantitative and Qualitative Monetary Easing'*, Tokyo, 3. April.

Bebenroth, R. und U. Vollmer (2012), »The Financial Crisis in Japan: Causes and Policy Reactions by the Bank of Japan«, *European Journal of Comparative Economics* 9, 155–181.

Darvas, Z. und J. Pisani-Ferry (2010), »The Threat of Currency Wars: A European Perspective«, European Parliament, Directorate General for International Policies, IP/A/ECON/FWC/2009_040/C1, Brussels.

Kuroda, H. (2013), »Quantitative and Qualitative Monetary Easing«, Vortrag bei einem Treffen der Yomiuri International Economic Society, Tokyo, 12. April 2013, online verfügbar unter: <http://www.bis.org/review/r130412b.pdf>.

Pereira da Silva, L. A. (2013), »From Currency Wars to Policy Peace under the G-20«, Lunch Panel Session der Conference at the Peterson Institute for International Economics (PIIE) »Currency Wars and the G-20's Goal of Strong, Sustainable, and Balanced Growth«, 2. April 2013.

Portes, R. (2010), »Currency Wars and the Emerging Market Countries«, *VoxEU*, 4. November, online verfügbar unter: <http://www.voxeu.org/article/currency-wars-and-emerging-markets>.

Renaldo, A. und P. Söderling (2010), »Safe Haven Economies«, *Review of Finance* 14, 385–407.

Shirakawa, M. (2012), »Path toward Overcoming Deflation«, Vortrag bei einem Treffen mit Geschäftsführern, Nagoya, 26. November 2012, online verfügbar unter: <http://www.bis.org/review/r121127e.pdf>.



Oliver Landmann*

Japan und der Mythos des drohenden Währungskriegs

Der Kurswechsel der japanischen Geldpolitik

Seit dem Platzen der großen Immobilien- und Börsenblase der frühen 1990er Jahre ist die japanische Wirtschaft in einer nominalen Stagnation gefangen. Ein schwaches reales Wachstum und ein leicht sinkender Trend des Preisniveaus halten sich gerade etwa die Waage. Auch ein Zinsniveau, das hart an der Nullprozentgrenze verharret, vermochte daran nichts zu ändern. Wiederholte halbherzige Versuche der fiskalpolitischen Stimulierung haben im Verbund mit dem ausbleibenden Wachstum die Staatsschuld unaufhaltsam auf über 200% des Bruttoinlandsprodukts ansteigen lassen.

Nun ist aber seit der Wahl von Ministerpräsident Shinzo Abe im Jahr 2012 Bewegung in die Dinge gekommen. Unter dem Druck der neu gewählten Regierung hat die japanische Zentralbank, die Bank of Japan, ihren bisherigen zurückhaltenden Kurs verlassen und ein explizites Inflationsziel von 2% angekündigt, das sie mit einer massiven Ausdehnung ihrer Staatsanleihenkäufe erreichen will. In weniger als zwei Jahren soll sich hierdurch die Zentralbankgeldmenge verdoppeln. Zum Vergleich: In den USA hatte die Politik der »quantitativen Lockerung« zwar eine ähnliche Dimension; sie setzte nach der Finanzkrise von 2008 aber schneller ein und erstreckte sich über einen längeren Zeitraum.

Auf den Finanzmärkten hat der angekündigte Kurswechsel Japans seine Wirkung nicht verfehlt. Sowohl Devisenmarkt als auch Aktienbörse reagierten lehrbuchmäßig mit signifikanten Kurssprüngen. Der Yen hat sich in den sechs Monaten seit Herbst 2012 gegenüber dem Euro um 30% abgeschwächt, derweil der Nikkei-Index der japanischen Aktienkurse im gleichen Zeitraum um 65% zugelegt hat. Bei-

* Prof. Dr. Oliver Landmann ist ordentlicher Professor für Volkswirtschaftslehre an der Universität Freiburg i.Br.

des ist geeignet, der japanischen Wirtschaft Auftrieb zu verleihen. Auch wenn das angestrebte Inflationsziel noch in weiter Ferne liegt, weisen diese Signale doch schon einmal in die gewünschte Richtung.

Japan auf dem währungspolitischen Kriegspfad?

International hagelte es jedoch Kritik. Der Vorwurf: Mit seiner aggressiven Abwertung des Yen löst Japan seine Probleme auf Kosten seiner Handelspartner und beschwört damit das Risiko eines Währungskriegs herauf. Diese Kritik an Japan unterschlägt zunächst einmal, dass der Yen seit der Finanzkrise von 2008 eine substanzielle Aufwertung erfahren hatte, die Japans Erholung von der schweren Rezession im Gefolge der Finanzkrise behinderte, und die durch die jüngste Abwertung erst zum Teil wieder wettgemacht wurde. Insofern korrigiert sich hier ein Höhenflug des Yen, der in den zurückliegenden Jahren nicht zuletzt dadurch gestützt worden war, dass Japan mit dem Expansionsgrad seiner Geldpolitik vorerst noch hinter den USA und Europa zurückblieb.

Hiervon unbeeindruckt argumentieren Japans Kritiker, dass eine Politik, die über den Wechselkurs der eigenen Exportindustrie künstliche Wettbewerbsvorteile im globalen Kampf um Marktanteile zu verschaffen versuche, andere Länder dazu provoziere, mit derselben Waffe zurückzuschlagen. Wenn aber mehr und mehr Länder versuchen, die eigene Währung zu drücken, führe dies am Ende in einen »Abwertungswettkampf, der nur Verlierer kennen wird«, wie es Bundesbankpräsident Weidmann (2013) auf den Punkt gebracht hat. Als abschreckendes Beispiel ist schnell die Weltwirtschaftskrise von 1930–1933 zur Hand, die in der Tat in einen Abwertungswettkampf mündete. Aus jener Ära stammt auch der Begriff der *beggar-thy-neighbor policy*. Darunter wird eine Politik verstanden, die nur darauf aus ist, Nachfrageströme zulasten der Handelspartner in Richtung der eigenen Wirtschaft umzulenken.

Aber stimmt die Diagnose? Stimmt die Parallele zur Weltwirtschaftskrise? Stimmt es, dass kompetitive Abwertungen nur Verlierer kennen? Ist Japans neue Geldpolitik eine *beggar-thy-neighbor policy*? Droht ein Währungskrieg?

Missverstandene Weltwirtschaftskrise

In der als abschreckendes Beispiel so gerne zitierten Weltwirtschaftskrise griffen die Regierungen im Ringen um ihre Anteile an den rapide schrumpfenden Märkten nicht nur zum Instrument der Abwertung, sondern sie schotteten auch ihre Märkte mit protektionistischen Handelsbarrieren gegen ausländische Konkurrenz ab und machten sich dadurch ihre Exportmärkte gegenseitig kaputt. Das

Ergebnis war ein Zusammenbruch des Welthandels. Es sollte Jahrzehnte dauern, bis die Scherben wieder gekittet waren.

Es gilt aber, aus diesem historischen Lehrstück die richtigen Schlüsse zu ziehen. Was die Weltwirtschaftskrise verschärfte, waren nicht die Abwertungen, sondern war der protektionistische Handelskrieg. Eine Abwertung lenkt Handelsströme nur um. Zölle und Importbeschränkungen dagegen vernichten Handelsströme. Die Abwertungen bedeuteten, dass sich ein Land nach dem anderen vom Goldstandard abwandte, der sich in der Zwischenkriegszeit mehr und mehr zu einer eigentlichen Deflationsmaschine entwickelt hatte. Diese Zusammenhänge sind empirisch und theoretisch gut erforscht (vgl. Eichengreen und Sachs 1985; 1986). Drei Befunde sind im aktuellen Zusammenhang von Bedeutung:

1. Je früher ein Land die Bindung ans Gold löste, desto schneller überwand es in der Folge die Krise.
2. Je länger ein Land dagegen die Fesselung seiner Geldpolitik durch den Goldstandard hinnahm, desto eher griff es stattdessen in den Giftschränk der protektionistischen Marktabschottung.
3. Je mehr Länder den Goldstandard aufgegeben hatten, desto mehr Auftrieb erfuhr die Weltwirtschaft, weil nicht nur die protektionistischen Anreize schwächer wurden, sondern auch die Spielräume für eine expansivere Geldpolitik größer wurden.

Die verbreitete Deutung der Weltwirtschaftskrise als exemplarischer Fallstudie eines zerstörerischen Währungskrieges erweist sich in der nüchternen historischen Analyse somit als Mythos. Was folgt hieraus für die Analyse der Situation heute?

Missverstandene Geldpolitik

Es gehört zu den robustesten Erkenntnissen der Geldtheorie, dass die Geldpolitik sehr schnell auf den Wechselkurs durchschlägt – und zwar auch dann, wenn sie nicht, wie derzeit etwa in der Schweiz, eine explizite Wechselkursstrategie verfolgt. Die Yen-Abwertung ist die jüngste Bestätigung dieser Erkenntnis. Die Geldpolitik entfaltet somit auch ihre Wirkungen zu einem bedeutenden Teil über die Wechselkursempfindlichkeit der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage. Es ist unvermeidlich, dass hiervon auch externe Effekte auf andere Länder ausgehen. Wechselkursbedingte Wettbewerbsvorteile eines Landes finden ihre Entsprechung in Wettbewerbsnachteilen anderer Länder. Es ist daher wenig überraschend, dass Kritik an Japan vor allem dort laut wurde, wo gewichtige Exportinteressen im Wettbewerb mit Japans Industrie stehen, wie etwa bei Japans Nachbarn in Südostasien, aber auch in Deutschland.

Ebenso klar ist, dass die wechsellkursbedingten Wettbewerbseffekte, die durch die unilaterale Expansionspolitik einer Zentralbank ausgelöst werden, andere Zentralbanken, deren Währungen im Gegenzug unter Aufwertungsdruck geraten sind, unter Druck setzen, zu reagieren. In der Tat lässt sich zeigen, dass die über die Wechselkurse laufenden negativen Spillover-Effekte eine positive Rückkoppelung – einen »Wettlauf« – sukzessiver Lockerungsschritte der Zentralbanken erzeugen (vgl. Taylor 2013). So erhöht sich der Expansionsgrad der Geldpolitik auf breiter Front.

Wenn dies »Währungskrieg« ist, warum sollten wir ihn dann fürchten? Richtig ist, dass wenn andere Zentralbanken auf die expansivere Politik Japans mit ähnlichen Maßnahmen reagieren, der Wechselkurseffekt abgeschwächt wird. Denn es sind ja nicht die monetären Impulse an sich, die den Wechselkurs treiben, sondern es ist die internationale Asymmetrie der Impulse. Hieraus folgt jedoch nicht, wie vielfach argumentiert wird, dass dann der beabsichtigte monetäre Stimulus ins Leere läuft. Denn die Geldpolitik ist kein Nullsummenspiel. Ein solches wäre sie nur dann, wenn sie ihre Wirkung ausschließlich über den Wechselkurs entfaltet. Aber dies ist nicht der Fall. Das Spektrum der Wirkungskanäle, über die die Ankündigung eines Inflationsziels und die Politik der quantitativen Lockerung auf Konjunktur und Inflationsrate durchschlagen, ist viel breiter und umfasst insbesondere auch Vermögenspreise, auf die die Binnennachfrage anspricht. Die dynamische Entwicklung des japanischen Aktienmarkts, die zeitgleich mit der Neuausrichtung der Geldpolitik eingesetzt hat, unterstreicht dies sehr deutlich.

Daher ist es auch falsch zu behaupten, der Erfolg des japanischen Experiments sei darauf angewiesen, dass andere Zentralbanken nicht auf die Operationen der Bank of Japan reagieren. Noch weniger trifft zu, dass wenn es denn zu einer Kettenreaktion monetärer Lockerungen in den großen Währungsräumen der Welt käme, dies »derselbe Typ von Reaktion wäre, den eine Zollerhöhung provoziert – mit den aus den 1930er Jahren bekannten Konsequenzen für die Weltwirtschaft« (vgl. Bini Smaghi 2013). Tatsache ist vielmehr, dass ein Abwertungswettlauf aus den oben erläuterten Gründen für die Weltwirtschaft auf dasselbe hinausliefere wie eine konzertierte monetäre Expansionspolitik, also die gegenteilige Wirkung eines Zollkriegs hätte. In dieser Hinsicht unterscheidet sich die Situation heute nicht grundsätzlich von derjenigen in der Weltwirtschaftskrise.

Wirkungen und Nebenwirkungen der monetären Medizin

Es bleibt die für Japan zentrale Frage, ob die neue geldpolitische Medizin überhaupt wirken wird, und falls ja, mit welchen Nebenwirkungen zu rechnen ist. Ein Opfer hat die ja-

panische Geldpolitik bereits mit Sicherheit gefordert: die Unabhängigkeit der Zentralbank. Weltweit haben Kritiker das brachiale Vorgehen der japanischen Regierung beklagt, die ihre Zentralbank unter faktischer Missachtung der gesetzlich garantierten Unabhängigkeit gleichsam gezwungen hat, ihren bis anhin eher vorsichtigen Kurs aufzugeben. Für Zentralbanker ist die Unabhängigkeit ein hohes Gut. Empirisch ist die Korrelation zwischen der Zentralbankunabhängigkeit und der Geldwertstabilität robust. Aber da hat Premierminister Abe die Logik möglicherweise auf seiner Seite. Denn wenn es tatsächlich eine kleine Dosis Inflation und die entsprechenden Inflationserwartungen sind, die Japans Wirtschaft benötigt, um aus ihrer Stagnation ausbrechen zu können, dann ist die Unabhängigkeit einer auf Inflationsverhinderung eingeschworenen Zentralbank vielleicht eher das Problem als die Lösung.

Kontrovers sind auch die Rückwirkungen der Expansionspolitik auf die Staatsfinanzen. Insbesondere wird befürchtet, dass sich ein Inflationsziel noch als Zeitbombe für den hoch verschuldeten japanischen Staat entpuppen könnte, wenn die Inhaber der Staatsanleihen in Erwartung inflationsbedingter Wertverluste in den Streik treten bzw. die Flucht ergreifen. Diese Kritik verkennt die Rolle und die Wirkungsweise der Geldpolitik. Die Geldpolitik kann die strukturellen Probleme des japanischen Staatshaushalts nicht lösen. Aber sie kann die Zinsen tief halten, bis das angestrebte Inflationsziel erreicht ist. Dies bedeutet, dass wenn sich die Investoren in der Zwischenzeit von Staatsanleihen abwenden, die Konsequenz nicht eine Verteuerung der Refinanzierung des Staates ist, sondern ein Preisanstieg jener Finanz- und Realaktiva (Aktien, Devisen, Immobilien), auf die der Transmissionsprozess der Geldpolitik setzt.

Wenn das Inflationsziel erreicht wird und die höhere Inflationsrate in einem langfristigen Gleichgewicht tatsächlich eins zu eins in den Nominalzinsen abgebildet ist, dann ist das Finanzierungsproblem des Staates real im schlechtesten Fall unverändert geblieben. Im besten Fall jedoch hat die Geldpolitik in der Zwischenzeit Wachstumskräfte geweckt, die für eine nachhaltige Rückführung der Staatsverschuldung nur nützlich sind.

Fazit

Ob Japans geldpolitisches Experiment gelingen wird, lässt sich heute noch nicht sagen. Dass die Maßnahmen zu schwach wirken, ist möglich. Dass sie zu stark wirken, ist möglich. Dass die Zentralbank den Zeitpunkt des Ausstiegs verpasst und übers Ziel hinausschießt, ist ebenfalls möglich. Dass die Yen-Abwertung Rückwirkungen auf andere Volkswirtschaften hat, die mit Japan vernetzt sind, ist nicht nur möglich, sondern gewiss. Wo dies der Fall ist, können die betreffenden Zentralbanken ihre Stellschrauben gege-

benenfalls neu adjustieren. Nichts hindert sie daran, ihren jeweiligen Währungsraum auf denjenigen monetären Expansions- oder Restriktionsgrad einzustellen, den sie im Lichte der makroökonomischen Lage für angemessen halten. Schwierige internationale Konflikte müssen sie hierfür nicht lösen. Das Gespenst eines drohenden Währungskriegs ist ein Mythos.

Literatur

Bini Smaghi, L. (2013), »Kuroda's Move Will Unleash Copycat Loosening«, *Financial Times*, 6. April.

Eichengreen, B. und J. Sachs (1985), »Exchange Rates and Economic Recovery in the 1930s«, *The Journal of Economic History* 45, 925–946.

Eichengreen, B. und J. Sachs (1986), »Competitive Devaluation and the Great Depression«, *Economic Letters* 22, 67–71.

Taylor, J.B. (2013), »International Monetary Coordination and the Great Deviation«, NBER Working Paper Nr. 18716, Januar.

Weidmann, J. (2013), »Krisenmanagement und Ordnungspolitik«, Walter-Eucken-Vorlesung, Freiburg, 11. Januar, online verfügbar unter: http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Reden/2013/2013_02_11_weidmann.htm.