

# Das Leben in der Zinsfalle

Die Japaner haben es vorgemacht:  
Expansive Geldpolitik, um die  
Wirtschaft anzukurbeln. Ein Erfolgs-  
rezept auch für Europa?

*Autor: Daiji Ozawa*





Japans Notenbankchef Haruhiko Kuroda in Washington D.C. am 6. Oktober 2016. Im Rahmen der Jahresstagung des IWF und der Weltbank trafen sich die Finanzminister und Notenbankgouverneure der G-20-Staaten.



Hauptgebäude der japanischen Zentralbank, Bank of Japan, in Tokio, der Hauptstadt Japans.

**F**risch im Amt rief Japans Notenbankchef Haruhiko Kuroda vor gut drei Jahren, am 4. April 2013, die Politik der sogenannten „quantitativen und qualitativen Lockerung“ (QQE) aus. Mit seiner „neuen Dimension der geldpolitischen Lockerung“ überraschte Kuroda die Finanzmärkte und stellte sich den Schwarzsehern entgegen, die Anleger jubelten.

Das Ausmaß der geldpolitischen Lockerung war enorm. Auf den ersten Blick überzeugten auch die geplanten Maßnahmen. Um ihr Inflationsziel von zwei Prozent innerhalb von rund zwei Jahren zu erreichen, stellte die Bank of Japan die Verdoppelung ihrer Ankäufe japanischer Staatsanleihen und ETFs sowie der japanischen Geldbasis in Aussicht. Zu diesem Zeitpunkt ist der Yen bereits von rund 80 auf 93 Yen gegenüber dem US-Dollar gefallen, am japanischen Aktienmarkt waren die Kurse seit Amtsantritt von Premierminister Minister Shinzo Abe und seiner Liberaldemokratischen Partei (LDP) Ende 2012 um rund 30 Prozent gestiegen. Daher gab es genug Skeptiker am Markt, die warnten, dass die Märkte die möglichen positiven Auswirkungen der Abenomics-Politik einschließlich einer mutigen Geldpolitik zum größten Teil bereits eingepreist hätten. Heute weiß man, wie falsch sie mit dieser Einschätzung lagen. Tatsächlich war dies erst der Beginn einer dreijährigen Rallye am japanischen Aktienmarkt. Befeuert wurde diese vor allem von ausländischen Investoren, die von April 2013 bis Ende 2014 120 Milliarden US-Dollar in japanische Aktien investierten, ungewöhnlich hohe Zuflüsse

für so einen kurzen Zeitraum.

Am 29. Januar 2016, fast drei Jahre nachdem Kuroda das erste Feuerwerk zündete, legte die BOJ noch einmal nach und verkündete „QQE mit Negativzins“. Diesmal fiel die Marktreaktion deutlich verhaltener aus. Der Yen reagierte mit einem kurzfristigen Rückgang von 118 auf 121 Yen gegenüber dem US-Dollar, erholte sich aber schon in der Folgewoche wieder auf 112 bis 113 Yen, gestützt durch größere Unsicherheiten über die Wachstumsaussichten in China und schwächere Rohstoffpreise. Die Anleger zeigten sich enttäuscht darüber, dass es der BOJ mit ihrer überraschenden Aktion nicht gelang, den Yen nachhaltig zu schwächen – vor allem aber verärgert darüber, dass sich die BOJ entgegen wiederholter Beteuerungen des Notenbankchefs für die Einführung von Strafzinsen entschied.

Seither sind die kritischen Stimmen noch lauter geworden, selbst unter den ausländischen Investoren, die zuvor nur Lob für die BOJ und ihren Gouverneur fanden. Nun hieß es, dass QQE offensichtlich nicht funktioniere, die BOJ intransparent sei und Kuroda die Märkte hintergehe. Das Fazit von Invesco ist deutlich einfacher: Die Verbindung von QQE und Negativzinsen funktioniert nicht. Bei gleichzeitiger Ausweitung der Geldbasis helfen Strafzinsen nicht. Ganz im Gegenteil; sie verhindern, dass das eigentliche Ziel der Geldpolitik erreicht wird, weil beide Maßnahmen nicht zueinander passen. Der konzeptionelle Ansatz mit drei Kategorien von Zinssätzen ist jedoch gut. Die Einlagen der Banken bei der Zentralbank werden der Höhe nach in drei

jeweils unterschiedliche Kategorien aufgeteilt, sodass nur auf einen Teil negative Zinsen erhoben werden.

Die Zinsen sind inzwischen so niedrig, dass weitere geringfügige Zinssenkungen die Haushalte und Unternehmen kaum zum Umdenken bewegen werden. An tiefe Zinsen haben sich die Japaner längst gewöhnt, die Kreditnachfrage wurde so bislang nicht angekurbt. Ein positiver Aspekt hingegen ist die schrittweise Verlagerung der Geldpolitik von der Ausweitung der Geldbasis zur Zinssteuerung. Damit schlägt die BOJ einen potenziell nachhaltigeren geldpolitischen Pfad ein. Am Markt wird es bald nicht mehr genug japanische Staatsanleihen geben, wenn die Notenbank weiter so kräftig ankauft wie bisher. Dennoch haben die Märkte negativ auf die plötzliche Einführung von QQE mit Negativzins und die dadurch ausgelöste Abflachung der Zinsstrukturkurve reagiert. Auch die von hauchdünnen Zinsmargen betroffenen Finanzinstitute sowie Pensionäre und Sparer haben sich zunehmend beschwert.

In die gleiche Richtung zielt die jüngste Neuerung in der japanischen Geldpolitik, die „quantitative und qualitative geldpolitische Lockerung mit Steuerung der Zinsstrukturkurve“, die am 21. September 2016 angekündigt wurde. Durch die Aufgabe des Ankaufziels und die Umstellung auf die Steuerung der Zinsstrukturkurve soll die Nachhaltigkeit der Geldpolitik gestärkt werden. Dieser Schritt ist allerdings hochkontrovers; vor allem die Frage, ob die BOJ die Anleiherenditen am langen Ende der Zinskurve überhaupt kontrollieren kann. Kuroda scheint die Kommunikation mit den Märkten in jedem Fall verbessern zu wollen. Gleichzeitig hat er, obwohl er dies vehement leugnet, inzwischen weniger Optionen für eine weitere Lockerung der Geldpolitik. Kuroda selbst sieht vier mögliche Ansätze: eine weitere Senkung der Negativzinsen, eine Ausweitung der Staatsanleihenkäufe, eine Senkung der Zinsen am langen Ende der Zinsstrukturkurve oder eine Ausweitung der ETF-Käufe. Jede einzelne dieser Maßnahmen dürfte schwierig umzusetzen sein und verspricht wenig Wirkung.

Die japanische Regierung hat noch nicht öffentlich gemacht, dass die Jahresrate des Verbraucherpreisindex ohne Lebensmittel und Energie seit September 2013 positiv ist, wenn auch das Zwei-Prozent-Ziel noch in weiter Ferne liegt.

Über die Frage, ob die Deflation Ursache oder Folge der schwachen Wirtschaftsentwicklung ist, besteht immer noch keine Einigkeit. Als Shinzo Abe und seine LDP Ende 2012 wiedergewählt wurden, kämpfte Japan bereits seit rund 15 Jahren mit Deflation und Wachstumsschwäche. Zu der Zeit wurde allge-

mein angenommen, dass die Deflation ein Grund für die schwierige wirtschaftliche Lage sei. Vor diesem Hintergrund wurden der ehemalige BOJ-Gouverneur Masaaki Shirakawa und die BOJ von der sogenannten „Reflationsfraktion“ stark dafür kritisiert, dass sie die Deflation nicht ausreichend bekämpften. Zu diesen Kritikern gehörte auch der derzeitige Vizechef der BOJ, Kikuo Iwata, einer der prominentesten Befürworter einer reflationären Politik. Allein die BOJ soll schuld an der anhaltenden Deflation in Japan sein – da es ihr unter der Führung von Shirakawa an der Entschlossenheit gefehlt hat, ein Inflationsziel von zwei Prozent zu erreichen und sich ein Ziel für eine deutliche Ausweitung der Geldbasis zu setzen.

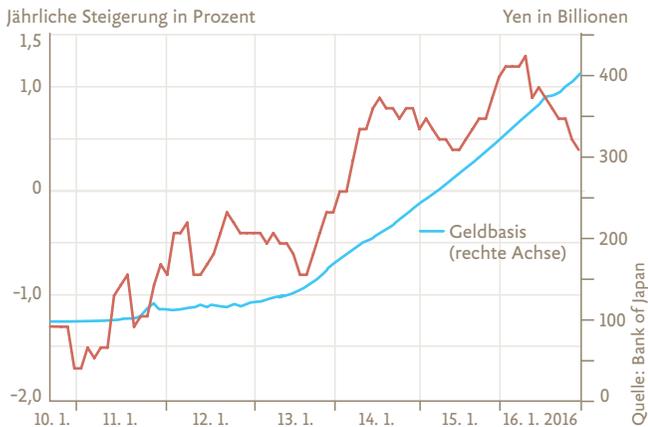
Japans derzeitiger Notenbankchef Kuroda dürfte kaum der „Reflationsfraktion“ angehören. Kuroda sagte im Februar 2016 vor dem japanischen Parlament: „Es ist nicht so, dass die Geldbasis allein die Inflation oder die Inflationserwartungen schüren wird. Wir wollen höhere Preise durch höhere Inflationserwartungen und eine geringere Lücke zwischen Angebot und Nachfrage durch QQE erreichen.“

Die von Kuroda im April 2013 eingeführte QQE-Politik ist dennoch nichts anderes als das, was die „Reflationsfraktion“ gefordert hat. Ein Grund für den Kurswechsel der Notenbank ist, dass sich die japanische Wirtschaft seit Ende 2012 auf dem Erholungspfad befand und der japanische Yen zu stark erschien. Invesco geht davon aus, dass es Kurodas Ziel war, mit einem Kurswechsel in der Geldpolitik Einfluss auf die japanischen Aktienmärkte und Währung nehmen zu können.

Wie erwartet, wertete der Yen nach der Einführung von QQE im April 2013 weiter ab. Die Aktienkurse reagierten mit heftigen Ausschlägen, die Unternehmensgewinne stiegen und der Verbraucherpreisindex begann anzuziehen. Das Zwei-Prozent-Ziel hat die japanische Teuerung allerdings nie erreicht. Stattdessen hat die BOJ ihre Inflationserwartungen in ihren Ausblicken wiederholt zurückgenommen. Dass sie ihr Preisstabilitätsziel von zwei Prozent nicht erreicht hat und die Inflationserwartungen stattdessen rückläufig gewesen sind, führt die BOJ selbst auf mehrere Faktoren zurück. Erstens den sinkenden Ölpreis, zweitens die Nachfrageschwäche nach Anhebung der Konsumsteuer im Jahr 2014 und drittens die Wachstumsverlangsamung in den Schwellenmärkten sowie die weltweite Finanzmarktvolatilität. Die größte Überraschung ist, dass trotz des engen Arbeitsmarktes und der geringen Arbeitslosenrate von drei Prozent die nominalen Löhne in Japan in den letzten Jahren nur minimal gestiegen sind und langsamer als die Verbraucherpreisinflation, da der schwächere Yen die Einfuhrpreise erhöht hat. Das wiederum hat die Kaufkraft der Kon-

NUN HEISST ES, DASS DIE  
QUANTITATIVE LOCKERUNG  
NICHT FUNKTIONIERE, DIE  
BANK OF JAPAN INTRANSPARENT  
SEI UND KURODA DIE MÄRKTE  
HINTERGEHE.

## KERNINFLATION UND GELDBASIS



sumenten geschwächt. In Japan sind Vollzeitbeschäftigte, durch Lohn, Jobsicherheit, Zusatzleistungen und den resultierenden sozialen Status, deutlich bessergestellt als Nicht-Vollzeitbeschäftigte. Der Anreiz für Vollzeitbeschäftigte ist konsequenterweise groß, der Arbeitsplatzsicherheit mehr Gewicht zu geben als Lohnerhöhungen. Solange die Konditionen für Vollzeitbeschäftigte so viel besser sind als für Nicht-Vollzeitbeschäftigte, ist mit einer nennenswerten Teuerung durch Lohnwachstum in Japan daher nicht zu rechnen. Das ist einer der Gründe, warum die Abe-Regierung derzeit an Arbeitsmarktreformen arbeitet.

Nach Einschätzung von Invesco bereitete der BOJ das trotz der deutlichen Yen-Abwertung ausbleibende reale Exportwachstum Kopfschmerzen. Anfangs führten Marktbeobachter die Exportschwäche auf den „J-Kurven-Effekt“ zurück. Die Importe werden bei einer Währungsabwertung zunächst teurer, sodass sich die Handelsbilanz kurzfristig verschlechtert. Durch die Abwertung der Währung exportiert das Land aber langfristig mehr, weil die Produkte für ausländische Abnehmer günstiger werden. Soweit die Theorie. In der Praxis ist eine nennenswerte Beschleunigung der japanischen Exporte - und damit der gesamtwirtschaftlichen Dynamik - ausgeblieben, weil die japanischen Unternehmen ihre Preise trotz der schwächeren Währung hochgehalten haben. Offensichtlich wurde ihnen klar, dass sie nicht mehr über den Preis, sondern über die Qualität konkurrieren.

Ein weiterer wichtiger Aspekt des japanischen Dilemmas ist das hoch kontroverse ETF-Ankaufprogramm der BOJ. Am 29. Juli 2016 gab die BOJ bekannt, dass sie ihre Ankäufe von ETFs auf den TOPIX, den JPX Nikkei 400, den Nikkei 225 und weitere Indizes im Rahmen ihres geldpolitischen Lockerungsprogramms um sechs Billionen Yen pro Jahr aufstocken würde. Am 20. Oktober hielt die BOJ bereits diverse japanische Aktien-ETFs im Wert von zehn Billionen Yen (100 Milliarden US-Dollar). Im Oktober hat die BOJ den Ansatz ihrer ETF-Käufe angepasst, indem sie anstelle des kursgewichteten Nikkei 225 stärker auf den kapitalisierungsgewichteten TOPIX setzt, um die Marktauswirkungen ihrer ETF-Käufe zu minimieren. Die Markteingriffe der BOJ waren dennoch nie größer. Stand Juni 2016 war der japanische GPIF

(Government Pension Investment Fund), einer der weltgrößten Pensionsfonds, mit rund 27 Billionen Yen in japanischen Aktien investiert. Sollte die BOJ das aktuelle Tempo ihrer ETF-Ankäufe fortsetzen, würde sie den GPIF schon in wenigen Jahren als größten Aktionär des Landes ablösen.

Corporate Governance steht auch in Japan weit oben auf der Agenda, und viele Investoren drängen die Unternehmen in ihren Portfolios dazu, ihre Kapitaleffizienz zu verbessern. Der GPIF ist einer der Treiber dieser Entwicklung, während sich die BOJ bislang zurückhaltend gibt und diesbezüglich wenig unternimmt. Aus der Kosten-Nutzen-Betrachtung heraus kann Invesco das umfangreiche ETF-Ankaufprogramm daher vor allem langfristig nicht gutheißen.

Die BOJ und Gouverneur Kuroda haben angesichts größter Herausforderungen Mut zu ungewöhnlichen monetären Entscheidungen gezeigt und haben es gewagt, völlig neue Wege in der Geldpolitik zu gehen. Das sollte trotz einiger unerwarteter Folgen nicht vergessen werden. Gleichzeitig bleibt es aber auch dabei, dass die BOJ inzwischen weniger Optionen für zusätzliche Lockerungsmaßnahmen hat, auf die sie vermutlich auch nur als letzten Ausweg zurückgreifen würde, zum Beispiel bei einer schlagartigen Aufwertung der japanischen Währung.

Das Team von Invesco bleibt zuversichtlich. Dank der Anstrengungen der BOJ und ihres obersten Währungshüters ist bekannt, dass die Geldpolitik allein nicht ausreicht, um die Wirtschaft aus der Krise zu manövrieren, vor allem wenn sich ein Land in der Liquiditätsfalle gefangen ist. So scheinen auch Premierminister Shinzo Abe und seine Regierung zu sehen, dass Strukturreformen und Fiskalpolitik gefragt sind, sie also das Ruder übernehmen und der Bank of Japan die Möglichkeit geben sollten, sich für eine Weile stärker im Hintergrund zu halten. So hat die Regierung auch bereits einen Gesetzesentwurf für ein beachtliches Wachstumspaket verabschiedet und arbeitet an ihrem dritten Nachtragshaushalt.

Eine weitere gute Nachricht ist, dass sich die US-Wirtschaft im Aufschwung befindet, auch wenn die Erholung noch schleppend ist, und die Fed-Vorsitzende Janet Yellen entschlossen scheint, die Geldpolitik zu normalisieren. Dadurch werden die Renditen wieder steigen. Gelingt es der Bank of Japan, die japanischen Zinsen tief zu halten, könnte ein größerer Zinsabstand zwischen den USA und Japan die japanische Währung in den kommenden Jahren etwas schwächen und so die japanische Wirtschaft insgesamt stützen. Das würde bedeuten, dass sich die BOJ getrost im Hintergrund halten könnte. Sie müsste nicht erneut in die geldpolitische Trickkiste greifen und sich massiver Kritik aussetzen. //



### DAIJI OZAWA

TOKIO 35° 41' N, 139° 41' O

Daiji Ozawa ist CIO des Japanese Equity Value Portfolios bei Invesco. Ozawa ist Chartered Financial Analyst (CFA).