

GELDPOLITIK ALS GRUNDLAGE DER WIRTSCHAFTLICHEN ENTWICKLUNG IN JAPAN¹

Martin SCHULZ

1. EINLEITUNG

Die Menge an Erklärungen des japanischen Wirtschaftserfolges nach dem Zweiten Weltkrieg hat inzwischen einen erheblichen Umfang angenommen. Den größten Anteil der nicht-japanischen (westlichen) ökonomischen Literatur² nehmen dabei die Untersuchung spezieller Managementmethoden, die Analyse der Industriepolitik sowie Erklärungsversuche ein, die sich auf (nur schwer abgrenzbare) kulturelle Faktoren stützen. Den Besonderheiten des Finanzsystems und der Geldpolitik wird kaum Beachtung geschenkt. Ihre Rolle wird zumeist auf die Sicherstellung eines stabilen Preisniveaus und die Vermeidung von groben Fehlern reduziert.

Die Ursache für die geringe Bedeutung, die den monetären Prozessen

¹ Der Artikel basiert auf einem Forschungsprojekt zur Geldpolitik Japans, das am Institut für Theorie der Wirtschaftspolitik der Freien Universität Berlin begonnen wurde. Das Forschungsprojekt wurde am Institute of Social Science der University of Tōkyō und am Deutschen Institut für Japanstudien in Tōkyō fortgeführt und wird zur Zeit am Institut für ökonomische Analyse politischer Systeme an der Freien Universität Berlin beendet. Die Vielzahl der Orte und die enorme Hilfe und Unterstützung, die ich während der ganzen Zeit erhalten habe, macht es unmöglich, sich bereits in diesem kurzen Artikel bei allen zu bedanken. Stellvertretend soll daher dem Betreuer in Japan, Professor Shibagaki, dem Direktor des Instituts für Theorie der Wirtschaftspolitik, Professor Riese, dem Direktor des Institute of Social Science, Professor Toshitani, dem Direktor des Deutschen Instituts für Japanstudien, Professor Kreiner, und dem Direktor des Instituts für Ökonomische Analyse Politischer Systeme, Professor Bolle, ein besonderer Dank ausgesprochen werden. Matthias Neumann hat das Manuskript gelesen und Franz Waldenberger hat Anregungen zum Aufbau des Artikels gegeben. Für die trotz der Hilfe und Kritik verbliebenen Fehler zeichnet selbstverständlich nur der Autor verantwortlich.

² Eine Gegenüberstellung der Arbeitsergebnisse japanischer und (vor allem) amerikanischer ökonomischer Forschung ist nicht Ziel dieses Beitrages. Arbeiten mit teilweise anders gelagerten Schwerpunkten (siehe als ein Beispiel den Survey zur Theoriegeschichte von Shibagaki (1988)) werden daher nur insoweit berücksichtigt, als sie in ihrer englischen Übersetzung zur internationalen Diskussion beigetragen haben.

in der japanischen Ökonomie beigemessen wurde, ist weniger in ihrer Wirkungslosigkeit in bezug auf die wirtschaftliche Entwicklung als vielmehr in der gütertauschwirtschaftlichen Orientierung unserer Wirtschaftstheorie zu suchen.³ Im Gegensatz zur großen öffentlichen Beachtung, die Geldpolitik und monetären Prozessen entgegengebracht wird, behandeln weite Teile der wirtschaftswissenschaftlichen Forschung die Verwendung von Geld als bloßen „Schleier“, der über den „realen“ Transaktionen des volkswirtschaftlichen Marktprozesses liegt.⁴

Die grundlegende Erkenntnis der ökonomischen Theorie des vorletzten Jahrhunderts, daß wirtschaftlichem Handeln nicht Geld, sondern Güter als Ausgangspunkt und Ziel zugrunde liegen, hat zwar bis heute ihre Gültigkeit behalten, bezweifelt wird jedoch inzwischen, daß neben vielen anderen Abstraktionen der ökonomischen Theorie auch von Geld als bloßem Schmiermittel eines Tauschprozesses, an dessen Ende ein Besitz von Gütern steht, abstrahiert werden kann (Hahn 1965 und 1982 sowie Hellwig 1993). Moderne monetäre Theorieansätze stellen daher die Interaktion von Geld- und Gütersphäre systematisch in den Mittelpunkt und versuchen die analytische Trennung der beiden Ebenen in einem integrierten Geldwirtschaftsmodell aufzuheben.

Obwohl dieses Problem der ökonomischen Theorie noch nicht gelöst ist, gibt es inzwischen jedoch Ansätze, die über die grundsätzliche Kritik von Hahn (1965 und 1982) und Tobin (1961) und den schon klassischen Portfolioansatz (Markowitz 1952, Tobin 1958 und 1965) hinausgehen. Unter den vielversprechenden Ansätzen, die hierfür in jüngster Zeit geliefert worden sind, sind vor allem die Arbeiten von Riese (1986 und 1990) und Stiglitz (Stiglitz und Weiss 1981 und 1987 bzw. Stiglitz 1988 und 1992) zu nennen. Eine Gemeinsamkeit der Ansätze ist, daß sie dem Spektrum der keynesianischen Theorien zuzurechnen sind. Sie weisen allerdings einen stark angebotsorientierten Kern auf, der auf die Auseinandersetzung mit den Theorien des Monetarismus zurückzuführen ist.

Eine Einführung in die theoretischen Implikationen dieser Ansätze würde den Rahmen dieses Artikels sprengen. Statt dessen sollen die Er-

³ So definiert Richter Geldtheorie als eine Theorie des Tausches mit Geldgebrauch (Richter 1990:VII).

⁴ Hahn beschreibt das Dilemma deutlich: „The mistake (...) consists in continuing to model a barter economy as if it functioned in exchange like a monetary one. It doesn't, and couldn't. Thus the zero exchange value of money equilibria are pseudo-constructs: they are equilibria of a system based on the implicit assumption that the process of exchange proceeds as it does when aided by the device of money. Of course, with proper modelling, we may hope to describe an economy in barter equilibrium – but it is not an equilibrium of the model in which money functions as a medium of exchange“ (Hahn 1982:20).

gebnisse einer Anwendung der Theorie direkt im Rahmen eines historischen Überblicks über die japanische Geldpolitik nach dem Zweiten Weltkrieg vorgestellt werden; zuvor jedoch noch zwei Bemerkungen zu den herrschenden Ansätzen monetärer Wirtschaftspolitik⁵ und zu dem hier verwendeten Begriff der Geldpolitik.

So notwendig die Vereinfachung der Modellannahmen auf tauschwirtschaftliche Prozesse für einzelne Untersuchungen der Gütermärkte auch sein mag, für die Untersuchung von Geldpolitik in einer Geldwirtschaft erweist sie sich als äußerst problematisch. Bleibt nämlich das Geldangebot als exogene Variable außerhalb des Modells, so wird die Politik der Zentralbank nicht explizit untersucht. Es wird idealtypisch unterstellt, daß das Geldangebot durch autonome Politikentscheidungen bestimmt wird, die Zentralbank also die völlige Kontrolle über das Geldangebot besitzt und keinen Marktzwängen unterliegt. Die Folgen einer solchen Annahme äußern sich in der Theorie des (Post-)Keynesianismus in einer Unterschätzung der Preiseffekte wirtschaftspolitischer Maßnahmen. Dies führte dazu, daß die sich auf diesen Ansatz berufende, d. h. fiskalpolitische Instrumente betonende Wirtschaftspolitik inflationäre Tendenzen stimulierte. Die den (Post-)Keynesianismus kritisierende monetaristische Theorie stellt demgegenüber die besondere Bedeutung der Geldpolitik heraus. Auf der Grundlage des neoklassischen Paradigmas der Stabilität einer privaten Marktwirtschaft ohne staatliche Eingriffe kommen monetaristische Autoren jedoch (mit unterschiedlich starker Ausprägung) zu dem Ergebnis, daß Geldpolitik gerade wegen ihrer starken (kurzfristigen) Wirksamkeit zu unterbleiben habe, um das als stabil angenommene Marktmodell nicht zu destabilisieren.

Die Besonderheit des hier gewählten Ansatzes (Schulz 1994) wird schon im Titel deutlich: Geldpolitik wird bewußt in den Mittelpunkt des volkswirtschaftlichen Allokationsprozesses gestellt und die wirtschaftliche Entwicklung Japans wird in Wechselwirkung mit den jeweiligen geldpolitischen Strategien und Veränderungen des Finanzsystems beschrieben. Geldpolitik wird hier daher in einer erweiterten Definition behandelt. Sie

⁵ Für die keynesianischen Ansätze habe ich den Begriff „(post-)keynesianisch“ gewählt, da ich den monetäre Aspekte betonenden Keynes und monetär orientierte moderne keynesianische Ansätze gesondert behandeln möchte. Die Schwierigkeiten, einzelne Autoren den jeweiligen Schulen zuzuordnen, bleiben hier daher ebenso ausgeklammert wie die geldtheoretische Klassifizierung solch divergierender theoretischer Konzepte wie der „neoklassischen Synthese“ und der Ungleichgewichtskonzeption des Postkeynesianismus innerhalb des keynesianischen Ansatzes und der Modelle adaptiver und rationaler Erwartungen sowie der monetären Wechselkurstheorie innerhalb des Monetarismus.

umfaßt nicht nur die Geldpolitik im engeren Sinne, die Zentralbankpolitik mit ihren Instrumenten der Diskont-, Offenmarkt- und Mindestreservepolitik, wie dies in einem Modell mit einem exogenen Geldangebot möglich ist. Eine Untersuchung der Geldpolitik muß vielmehr den gesamten Steuerungs- und Reaktionsmechanismus des Geld- und Kreditangebotes umfassen. Hierzu zählen die Wechselkurs- und Devisenpolitik von Zentralbank und Regierung und die angebotswirksamen Mechanismen des Finanzsystems, wie der Umfang und die Ausgestaltung der Kapital- und Kreditmärkte und insbesondere der Kreditangebotsmechanismus des Bankensystems. Hinzu kommt noch die monetär wirksame Regierungspolitik, hier insbesondere die Staatsverschuldung im In- und Ausland im Rahmen der Budgetpolitik.⁶

Wie der folgende Überblick für Japan⁷ zeigen wird, reicht die Rolle der Geldpolitik dabei bis in die nationale Ressourcenallokation und die internationalen Kapitalströme hinein. Die Zuordnung der einzelnen Phasen zu den historischen Jahrzehnten wurde nicht zuletzt aufgrund der besseren Griffbarkeit gewählt, obwohl dieses Vorgehen natürlich eine Quelle von Ungenauigkeiten und Überschneidungen birgt.

2. DIE 50ER JAHRE

Der Wiederaufbau nach dem Zweiten Weltkrieg fand vor dem Hintergrund einer die Investition begrenzenden entwicklungs- und kriegsbedingten Kapitalknappheit sowie einer natürlichen Beschränkung an Rohstoffen statt. Fast die gesamten zur industriellen Produktion notwendigen Rohstoffe und zahlreiche Schlüsseltechnologien mußten aus dem Ausland importiert werden. Die dafür notwendigen Devisen, zum ganz überwiegenden Teil US-Dollar, mußten angesichts der leeren Kriegskassen durch Kreditaufnahme im Ausland oder durch Exporte erworben werden (Itoh und Kiyono 1988).⁸

⁶ Für Japan gilt dies in besonderem Maße, da die japanische Regierung formal wie faktisch erheblichen Einfluß auf Zentralbank und Finanzsystem ausübt, siehe u. a. Eijffinger und Rixtel (1992). Für einen Vergleich der Unabhängigkeit der Bank of Japan im Vergleich zur Federal Reserve Bank der USA siehe Cargill (1989).

⁷ Für einen Vergleich zu Untersuchungen für die Bundesrepublik Deutschland siehe Riese (1990), Spahn (1990), Herr (1990 und 1990a) und Hölscher (1990).

⁸ Die Kreditaufnahme im Ausland schlägt sich in den in dieser Zeit häufigen Leistungsbilanzdefiziten nieder. In dem unten in Abb. 1 verwendeten Maßstab, der von den in jüngster Zeit erheblichen Leistungsbilanzüberschüssen dominiert wird, kommt dies nicht deutlich zum Ausdruck.

Die sich in dieser Zeit entwickelnde (post-)keynesianische Entwicklungs- und Wachstumstheorie schlug in einer solchen Situation Anschubinvestitionen durch Kapitalimporte bis zum wirtschaftlichen *take off* vor. Es sollten durch staatliche Verschuldung im Ausland, durch ausländische Direktinvestitionen und durch eine Anhebung der privaten Ersparnis durch Sparvereine u. ä. die zur wirtschaftlichen Entwicklung notwendigen Investitionen finanziert werden.⁹

Dieser Weg wurde von Japan jedoch nicht beschritten. Die Ursachen für den japanischen Sonderweg dürften dabei nur teilweise in einer gesunden Skepsis gegenüber einer Entwicklungsstrategie zu suchen sein, die später viele Entwicklungsländer in die Verschuldungskrise führte.¹⁰ Wichtig sind vor allem die besonderen Schwierigkeiten der Kreditbeschaffung bei den ehemaligen Kriegsgegnern, die grundsätzlichen Schwierigkeiten, die private Ersparnis bei einem sehr niedrigen Einkommensniveau anzuheben, und das amerikanische Diktat, den Staatshaushalt trotz aller Belastungen weitgehend ausgeglichen¹¹ zu halten (s. u. Abb. 2).

In Japan entwickelte sich auf dieser Grundlage eine Wirtschaftspolitik, in der die Geldpolitik mit einer starken außenwirtschaftlichen Orientierung eine zentrale Rolle spielte. Im Zentrum stand die zur wirtschaftlichen Entwicklung notwendige Hebung des Investitionsniveaus und die Konzentration von Ressourcen in devisenerwirtschaftende Industriebereiche. Diese Besonderheit der japanischen Geldpolitik und die hierzu entwickelten Mechanismen fanden in der (postkeynesianisch geprägten) ökonomischen Literatur eine breite Beachtung und wurden etwas irreführend unter dem Begriff „overloan“ zusammengefaßt.¹² Der Begriff und die finanz-

⁹ Zu diesem Zeitpunkt z. B. Rostow (1960). Zu einer Kritik der Entwicklungstheorien siehe Riese (1986a und 1989), Betz und Lüken-Klaßen (1989).

¹⁰ Den Hintergrund des die ausländischen Direktinvestitionen betreffenden Gesetzes über ausländische Investitionen (*Gaishi ni kansuru hōritsu*) von 1950 bildet allerdings auch schon direkt die Überlegung, daß der Import von ausländischem Kapital zwar die Kapital- und Ressourcenknappheit nach dem Krieg hätte beseitigen können, dies aber möglicherweise mit der Verdrängung der heimischen Industrie durch überlegene amerikanische Firmen hätte erkaufte werden müssen (Itoh und Kiyono 1988:161–162). Das Gesetz legt in Artikel 8 fest, daß ausländische Investitionen direkt oder indirekt der Verbesserung der Zahlungsbilanz zugute kommen sollen. Zweitens sollen sie direkt oder indirekt der Entwicklung von Schlüsselindustrien oder dem öffentlichen Nutzen dienen. Drittens werden sie abgelehnt, wenn die geplante Investition einen negativen Effekt auf die Rekonstruktion der japanischen Ökonomie haben könnte.

¹¹ Das Finanzgesetz (*Zaiseihō*) von 1947 verbietet in Artikel 5 im Prinzip die Verschuldung der Regierung bei der Bank of Japan.

¹² „Loosely speaking, the phenomenon of overloan is taken to mean the existence of loans and investments funded from sources other than deposits and equity

wirtschaftliche Literatur vermitteln dabei den etwas verschwommenen Eindruck, als wenn hier investitionswirksame Kredite von der Bank of Japan und den Großbanken (der analoge Begriff für die Kreditschöpfung der Großbanken ist „overborrowing“, Suzuki 1980:32) quasi aus dem Nichts erschaffen wurden. Eine These, die sich bis heute in Form des Arguments der niedrigen japanischen Kapitalkosten aufgrund der niedrigen Kreditzinsen hartnäckig hält (zu den Zinssätzen s. u. Abb. 3).¹³

Aus dem Blickwinkel einer monetären Theorie erscheinen solche Analysen allerdings als zu wenig theoretisch fundiert. Eine derartige wundersame Geldvermehrung würde ohne zusätzliche Bedingungen zu eskalierender Inflation führen. Da jedoch auch dies nicht der Fall war, verstiegen sich einzelne monetaristische Autoren im Gegenzug sogar zu der These, daß das Zinsniveau von der Bank of Japan zwar mit der Absicht der Investitionsförderung auf einem niedrigen Niveau festgelegt wurde, dieses Zinsniveau letztlich aber (zufällig) dem Marktzins entsprach (Kuroda 1980).

Tatsächlich basierte das Konzept der japanischen Geldpolitik jedoch auf zwei Säulen. Erstens blieb die Geldpolitik auch bei steigenden Inflationsraten jeweils bis zu dem Punkt expansiv, an dem der Devisenbilanzsaldo der Zahlungsbilanz sich mit zunehmender Geschwindigkeit verschlechterte (s. u. Abb. 4).¹⁴ In dieser Situation wurde eine kurze, aber in

capital, so that reserve assets (taken as the sum of central bank money plus second line reserve assets minus borrowed funds) are consistently negative. (...) Here I shall define overloan rather strictly as the condition when central bank money less borrowed funds is negative“ (Suzuki 1980:5). Siehe auch Rōyama (1983), Bronte (1982) und Ishii (1970).

¹³ Zur Untersuchung der Kapitalkosten im internationalen Vergleich siehe Ando und Auerbach (1988 und 1990).

¹⁴ „If one examines the record of changes in policy objectives as a guide to the ranking of objectives in these two periods, both for the timing of start of tight money and the lifting of the policy, and judges by the rate of rise of wholesale prices, the balance of payments position, and the rate of increase in GNP, it is clear that among the three objectives the balance of payments (2) had priority. The reason is that in both cases, while wholesale prices fell after the start of the tight-money policy and while economic growth slowed down, the tight money-policy itself was not relaxed until after the balance of payments had returned to surplus. Of the two major resource constraints at this time – foreign exchange and capital equipment – the more serious was foreign exchange. Therefore, there was a tendency to judge whether prices or the level of effective demand by the foreign exchange position were rising too much, since both were liable to cause a deficit. In this sense also the constraint on capital plant and equipment was ultimately foreign exchange, because imports could not be brought in to augment supply capacity without confronting the foreign exchange constraint“ (Suzuki 1980:209–210).

ihrer Wirkung starke Phase der Restriktionspolitik durchgesetzt. Damit wurde zweierlei erreicht: Investitionsmöglichkeiten konnten aufgrund der expansiven Geldpolitik wahrgenommen und ausgeweitet werden. Der gleichzeitig zunehmende Inflationsdruck wurde jeweils durch die Restriktionsphasen abgebremst, bevor ein massiver und destabilisierender Vertrauensverlust in die Währung stattfand (s. u. Abb. 5). Hier spielt in den 50er Jahren eine wichtige Rolle, daß der Lohndruck aufgrund der Nachkriegssituation und der schwachen Gewerkschaften nicht akzelerierend auf den Preisauftrieb wirkte.

Zweitens bildete neben der starken Außenwirtschaftsorientierung¹⁵ der Geldpolitik eine deutliche Kreditrationierung bei gleichzeitigen Kapitalverkehrskontrollen das Rückgrat der Wachstumspolitik. Teile der zur Verfügung stehenden Kredite konnten so auf Kosten des Konsums in Investitionskernbereiche des Inlandes geleitet werden. Instrument hierfür war wiederum die Zentralbank in Koordination mit dem Ministry of Finance. Die Zentralbankkredite wurden zu günstigen Zinsen¹⁶ bei gleichzeitiger Mengenrationierung¹⁷ an Banken mit ausgesuchter Klientel¹⁸ vergeben.

¹⁵ Itoh und Kiyono fassen die Entwicklung des handelspolitischen Teils der Außenwirtschaftspolitik, der hier nicht weiter untersucht werden soll, von den 50er, über die 60er bis in die 70er Jahre wie folgt zusammen: „For better or worse, trade policies have contributed extensively to the rapid growth achieved by Japan. Broadly speaking, these policies were initially intended to deal with the foreign exchange constraint in the immediate post-war period but gradually came to serve as instruments for the protection of indigenous industry. The formulation of these policies during the 1970s was influenced to a large extent by the measures taken by Japan in order to stem the aggravation of trade frictions with the trade partners“ (Itoh und Kiyono 1988:155–156).

¹⁶ Die veröffentlichten Daten über die Zinsniveaus dieser Kredite und die Zinsen, die die Unternehmen für diese Kredite zu zahlen hatten, sind allerdings mit Vorsicht zu behandeln. Die Großbanken hatten im Gegenzug ebenfalls unter Marktwert verzinste Staatspapiere anzunehmen und die Unternehmen mußten häufig bis zu 25% ihrer Kredite bei der Bank als Einlage belassen. Die „real“ zu zahlenden Zinsen steigen damit erheblich.

¹⁷ „Therefore, in the Japanese case, high-powered money is not supplied to any bank that is willing to acquire it through market transactions at the interest rate offered by the central bank, but it is allocated in a specific amount to a specific bank chosen by the central bank from among those wishing to obtain high-powered money. In other words, for a given level of the official discount rate there is excess demand from the commercial banks for scarce reserves, and these are controlled at the Bank of Japan's „loan window““ (Suzuki 1980:215). Zur Kreditrationierung siehe auch Suzuki (1987), Ito und Ueda (1981), Cargill und Hutchison (1988), Dotsey (1986), Yasuda (1981).

¹⁸ Es handelt sich hier um die 13 führenden Großbanken, die als „City Banks“

Bereits im Verlauf der 50er Jahre hatten sich damit die Instrumente einer Geldpolitik und eine Struktur des Finanzsystems herausgebildet, die für die japanische Geldpolitik prägend bleiben sollten.

3. DIE 60ER JAHRE

In den 60er Jahren entwickelte sich die Wirtschaftspolitik, für die Japan fast schon ein Synonym geworden ist: Investition und Akkumulation bei starker Exportorientierung.

Im Verlaufe der 60er Jahre blieb die Geldpolitik weiterhin stark expansiv¹⁹, richtete sich jetzt aber direkt an dem Ziel der Wechselkursstabilität aus. Trotz der hohen Wachstumsraten konnte der Wechselkurs zum Dollar während der gesamten Ära von Bretton Woods bei den anfänglich fixierten 360 Yen/Dollar gehalten werden. Die im Verlaufe der 60er Jahre daraus resultierende Unterbewertung des Yen wurde als eine Art globaler Protektionismus zur Exportstimulierung nicht nur hingenommen, sondern bewußt zementiert (s. u. Abb. 6). Während die Deutsche Bundesbank, die allerdings auch schon früher unter Aufwertungsdruck geraten war, zur Stabilisierung des Preisniveaus Aufwertungen in Kauf nahm,²⁰ präferierte die japanische Geldpolitik einen Preisauftrieb und den damit verbundenen relativen Druck auf die Reallöhne. Dabei wurde dem Preisdruck auf die Vorprodukte der Exportindustrie mit günstigen Krediten entgegengesteuert und die Entfaltung der zusätzlichen Konsumnachfrage nach Importgütern mit Importbarrieren blockiert. Abb. 6 zeigt die reale Aufwertung (fallende Kurve) für Konsumgüter und die reale Abwertung für Exportgüter (ansteigende Kurve).

Japan gelangte damit in dieser Zeit in die Position eines Export- und Überschußlandes bei gleichzeitig beschnittenem Binnenkonsum. Dies macht die Entwicklung der Konsumentenpreise gegenüber den Exportpreisen besonders deutlich. In den 60er Jahren nahmen die Konsumentenpreise überproportional gegenüber den Exportpreisen zu (s. u. Abb. 7) (siehe auch Iwami 1992).

Eine derartige Wirtschafts- und Geldpolitik ist natürlich weit davon entfernt, eine „optimale Allokation der volkswirtschaftlichen Ressourcen“

bezeichnet werden. Für eine kurze Beschreibung der Akteure des japanischen Finanzsystems siehe Streib und Hörstel (1992).

¹⁹ Tatsächlich kann von einer stabilitätsorientierten Geldpolitik erst ab der Mitte der 70er Jahre gesprochen werden; siehe z. B. Komiya und Suda (1991).

²⁰ Die deutsche Wirtschaftspolitik wehrte sich zuvor jedoch ebenfalls gegen die Aufwertungsoption. Siehe Emminger (1986) und Spahn (1988).

zu gewährleisten. Die Ineffizienzen dieser staatlich verzerrten Ressourcenallokation auf Kosten des Konsums und zugunsten des Investitions- und Exportbereichs wurden von der Bevölkerung durch die (relativ) hohen Preise der Konsumgüter, durch die wenig ausgebaute soziale Infrastruktur (vom Sozialversicherungssystem über die Krankenhäuser bis zur Kanalisation) und durch Externalitäten wie die starke Umweltverschmutzung bezahlt (Komiya 1975).

Erst zum Ende der 60er Jahre wurde damit begonnen, in einzelnen prosperierenden Bereichen die zur Investitionslenkung notwendigen Handels- und Kapitalverkehrskontrollen sowie die Kontrolle und Regulierung des Finanzsystems schrittweise aufzuheben (Cargill und Hutchison 1988, Suzuki 1987).

4. DIE 70ER JAHRE

Während die Bundesrepublik bereits ab Ende der 60er Jahre zu einer verstärkt stabilitätsorientierten Wirtschaftspolitik übergegangen war (dies war keineswegs während des gesamten Zeitraumes seit Anfang der 50er Jahre der Fall (Spahn 1988, Emminger 1986, Hölscher 1990)) und dem Inflationsdruck mit überfälligen Aufwertungen begegnete, blieb Japan bis zum Ende des stufenflexiblen Bretton-Woods-Systems 1973 bei seiner Strategie der Exportförderung durch Unterbewertung. Selbst noch nach dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen beharrte die japanische Geldpolitik auf ihren erprobten Verhaltensmustern und versuchte, sich zum Wohle der Exportindustrie dem wirksamen Aufwertungsdruck der flexiblen Wechselkurse entgegen zu stemmen. Das Ergebnis, die sofort nach oben schießenden Inflationsraten und großen Devisenverluste, wird heute übereinstimmend als der größte Fehler der japanischen Geldpolitik bezeichnet (zu den Inflationsraten s. u. Abb. 5).²¹

Hier wurde versucht, die alte und in bezug auf die hohen Wachstumsraten der 50er und 60er Jahre sehr erfolgreiche Geld- und Währungspolitik in die neue Zeit hinüber zu retten. Unter dem neuen Regime der flexiblen Wechselkurse waren starke Aufwertungen jedoch nur noch mit einer erheblichen und destabilisierenden Geldmengenausweitung zu verhindern. Dies wurde im Verlaufe des Jahres 1974 auch erkannt und der Übergang zu einer neuen Ära der japanischen Geldpolitik vollzogen (siehe auch die Veränderung in den Kurvenverläufen in Abb. 5) (Komiya und Suda 1991, Ito 1992).

In der Anfangsphase des Übergangs zu einer stabilitätsorientierten

²¹ Für eine Zusammenfassung siehe Komiya und Suda (1991).

Geldpolitik bildeten neben der Notwendigkeit der Inflationsbekämpfung sicherlich die sich bei einem höheren Yenkurs verbilligenden Ölimporte den Hauptanreiz. So wurde in der Übergangsphase gegen Ende 1974, vom Schrecken der hohen Inflationsraten geprägt, sogar kurzfristig ein überbewerteter Yen zu verteidigen gesucht (s. u. Abb. 1) (Komiya und Suda 1991). Im Verlauf der zweiten Hälfte der 70er Jahre bildete sich jedoch endgültig eine Geldpolitik heraus, die immer mehr der eines entwickelten Industrielandes entsprach: mit geringeren Verzerrungen der Ressourcenallokation, höheren Reallöhnen sowie freieren Kapital- und Geldmärkten als marktwirtschaftlichen Allokationsinstrumenten.

Erhalten geblieben ist jedoch eine Tendenz der japanischen Geldpolitik, die besonders im Vergleich zur Bundesrepublik auffällig ist: In Japan ließ man weiterhin eine wirtschaftliche Rezession eher auf das Preisniveau als auf die Beschäftigung durchschlagen. Die beiden Ölkrisen sind Beispiele für den unterschiedlichen Umgang mit exogenen Schocks in den beiden Ländern.

Der Übergang zur Wirtschaftsstruktur eines entwickelten Industrielandes wird durch ein weiteres geldpolitisch wirksames Element gekennzeichnet: Die Staatsverschuldung nahm zu Beginn der 70er Jahre erstmals erheblich zu (s. u. Abb. 2). Hauptkostenfaktor waren die zuvor dem hohen exportorientierten Wachstum geopfertem volkswirtschaftlichen Bereiche der sozialen Infrastruktur. Der Aufbau eines wirksamen Sozialversicherungssystems, die Reduzierung der extremen Umweltverschmutzung und Infrastrukturmaßnahmen wie der Ausbau der Kanalisationssysteme zählen hierzu.

Trug der ausgeglichene oder sogar zur nationalen Ersparnis beitragende überschüssige staatliche Haushalt im Verlauf der 60er Jahre noch zur Stützung des hohen Investitionstempos und zur hohen Durchsetzungskraft geldpolitischer Restriktionspolitiken bei, so bildete die aufgestaute staatliche Nachfrage jetzt ein wichtiges Element des hohen Inflationsdrucks zu Beginn der 70er Jahre. Gleichzeitig machte die zusätzliche Staatsverschuldung jedoch den Ausbau des vorher aufgrund der Restriktionen unbedeutenden Wertpapiermarktes notwendig. Die durch den Handel staatlicher Schuldverschreibungen vorangetriebene Entwicklung des Wertpapiermarktes eröffnete nicht nur privaten Unternehmen neue Möglichkeiten der Investitionsfinanzierung, sondern trug auch wesentlich zur Liberalisierung des Finanzsektors und des gesamten ökonomischen Systems bei.

Die Strukturanpassung und Liberalisierung in der japanischen Wirtschaftspolitik insgesamt führte zu einer Neupositionierung der Geldpolitik. Die hohen Inflationsraten der 60er Jahre waren in dem stark restringsierten Finanzsystem handhabbar. Sie waren gleichzeitig ein Ausdruck

der verzerrten Ressourcenallokation (Exportorientierung, Förderung der Investitionsnachfrage) wie auch eine Notwendigkeit bei der Aufrechterhaltung des unterbewerteten Yen im Bretton-Woods-System (Exportorientierung, Beschneidung des Binnenkonsums). Flexible Wechselkurse und die sich gleichzeitig verstärkenden gesellschaftlichen Forderungen nach höherem Konsum und einer ausgeglicheneren Ressourcenallokation machten demgegenüber eine Geldpolitik notwendig, die sich auf die Stabilisierung des Preisniveaus und des Wechselkurses konzentrierte (Abb. 5 und 6).²²

5. DIE 80ER JAHRE

Im Verlaufe der 80er Jahre wurde der Mitte der 70er Jahre in Angriff genommene Liberalisierungsprozeß schrittweise weiter vorangetrieben und durch eine Geldpolitik gestützt, die sich explizit die Stabilisierung des Preisniveaus zum Ziel setzte und inzwischen sogar, einer monetaristischen geldpolitischen Empfehlung folgend, die Geldmengensteuerung auf ihre Fahnen schrieb (Suzuki 1989, Osugi 1990, Dotsey 1986). Dies bedeutete nun keineswegs, daß die Bank of Japan tatsächlich eine monetaristische Politik der wachstumsorientierten Erhöhung und Durchsetzung eines angekündigten Geldmengenzieles verfolgte (Ito 1989a, Shigehara 1990, Ueda 1991 und 1991a). Das Geldmengenziel wurde vielmehr als Vorhersage eines *final objective* institutionalisiert. Damit war in der geldpolitischen Praxis eine wesentlich flexiblere Politik möglich, die sich weiterhin vor allem am internen und externen Preis der Währung, an Preisniveau und Wechselkurs, orientierte (Ito 1989a, Shigehara 1990).

Interessant an dieser Entwicklung ist vor allem, daß vor der Einführung der vorgeblich monetaristischen Geldmengenpolitik eine wesentlich stärker auf die Geldmenge ausgerichtete Geldpolitik betrieben wurde. Bis in die 70er Jahre hinein versuchte die Bank of Japan die Geldmenge direkt über Kreditrationierung und *window guidance* zu kontrollieren. Der Übergang zur Geldmengenpolitik ab 1978 stellt daher den Übergang zur Kon-

²² In Japan bleibt nach wie vor die währungspolitische Komponente besonders wichtig. Für die Phase ab 1971 zeigt Ueda (1991), daß die wichtigen Diskontsatzänderungen fast immer im Zusammenhang mit Aufwertungen des Yen aufgetreten sind. „The table also shows that the consideration of the behavior of the exchange rate was important for all but the first of the five cuts of the discount rate. Put simply the BOJ decreased interest rates in order to stop or slow the pace of the appreciation of the yen“ (ebd.:18).

trolle der Geldmenge unter marktwirtschaftlichen Bedingungen dar. Die Liberalisierung der Geldmärkte und der Ausbau der Kapitalmärkte beinhalteten die Notwendigkeit für die Zentralbank, sich ebenfalls marktwirtschaftlichen Prinzipien zu unterwerfen und von einer (direkten) Kontrolle der Mengen und Preise zu einer gesamtwirtschaftlichen Beobachtung der Geldmenge, der Inflationsrate und des Wechselkurses überzugehen und diese durch marktwirtschaftliche Transaktionen, wie Offenmarktgeschäfte, zu sichern.²³

Bis in die Mitte der 80er Jahre waren die binnenwirtschaftlichen Strukturanpassungen zumindest des formellen Rahmens des japanischen Finanzsystems weitgehend vollzogen. Auch international war Japan inzwischen zu einem der führenden Industrie- und Gläubigerländer aufgestiegen, das immer stärker in den internationalen Kapitalverkehr integriert wurde. Die japanische Wirtschaftspolitik war dadurch zunehmend den Einflüssen der kurz- und langfristigen Kapitalbewegungen ausgesetzt und hatte auf die Anforderungen an ein führendes Industrieland im Weltwirtschaftssystem zu reagieren. In bezug auf die Geldpolitik waren dies vor allem Forderungen nach internationaler Kooperation bei der Währungspolitik und nach der Aufgabe der Unterbewertungsposition, die sich nach wie vor im hohen japanischen Leistungsbilanzüberschuß manifestierte.²⁴

Forderungen nach einem Abbau der Unterbewertungsposition hatten die Entwicklungsländer, die als Gegenstück zu den Überschüssen der Industrieländer große Leistungsbilanzdefizite hielten und inzwischen in

²³ Rückfälle in alte Verhaltensmuster seitens des Ministry of Finance gibt es allerdings bis heute, wie die Lösungskonzepte für die Krise Anfang der 90er verdeutlichen: „With their balance sheets severely impaired, once-aggressive Japanese bankers are in no mood to expand and are making only risk-free loans. That has strained the nerves of regulators at the powerful Ministry of Finance. They want to revitalize commercial loan activity, satisfy the needs of cash-starved companies and help uplift the anemic economy. To get loan-shy bankers back into business, the ministry last week chose to exercise one of its favorite tools: *gyoseishido*, or administrative guidance. In an unprecedented move, the ministry issued a directive pressing Japan's commercial banks to meet loan demand from somewhat risky but needy borrowers, especially small and midsize companies, and to slash lending rates applied to them. The so-called *tsutatsu* directive doesn't have any legal backing, but it's virtually mandatory. The ministry's intent is to maximize the effects of the Bank of Japan's Feb. 4 cut in the official discount rate to 2.5 %, a move designed to put the slumping economy onto a sustained recovery track“ (*Nikkei Weekly*, 15.2. 1993).

²⁴ Tatsächlich versuchte sich die Bank of Japan durch die 70er und 80er Jahre hindurch gegen Aufwertungen des Yen zu wehren (*leaning against the wind*); siehe Quirk (1977), Hutchison (1984 und 1988) und Ito (1989).

eine Verschuldungskrise geraten waren, schon seit langem erhoben, ohne sich damit allerdings durchsetzen zu können (Dornbusch 1985, Dornbusch und Reynoso 1989, Niehans 1986, Sachs 1985 und 1987). Bis zur Mitte der 80er Jahre hatten jedoch auch die USA, die in der ersten Hälfte der 80er mit ihrem hohen Zinsniveau und einem großen staatlichen Defizit Japan die hohen Leistungsbilanzüberschüsse erst ermöglichten, einen riesigen Schuldenberg aufgetürmt (Abb. 8). Der Druck der USA, die Leistungsbilanzüberschüsse abzubauen, leitete eine weitere Zäsur der japanischen Geldpolitik ein.

Eine Schlüsselstellung nimmt hier das Plaza-Agreement von 1985 ein. Auf Betreiben der USA wurde eine koordinierte Aufwertung des Yen beschlossen und auch durchgesetzt (Ito 1987 und 1989). Japan hatte sich ab 1986 den starken Kapitalzuflüssen zu beugen und Aufwertungen hinzunehmen, die seine jetzt offeneren Finanzmärkte ermöglichten und die die internationale Rolle als eine der wirtschaftlich führenden Nationen nach sich zog (Abb. 6).

Dabei kam es zu starken Anpassungsreaktionen, die gesamtwirtschaftlich das Vermögensportfolio veränderten (*bubble economy*) und bis in die Bankbilanzen und die Strukturen der umsatzorientierten Wirtschaftsstrategien der Unternehmen²⁵ (*pricing to the market*) hineinreichten.

6. DIE 90ER JAHRE

Der Beginn der 90er Jahre ist durch eine Anpassungskrise gekennzeichnet, die über das wirtschaftliche System hinausweist und mittlerweile sogar zu umfassenden Umstrukturierungen des politischen Systems führt. Die Anpassung der japanischen Geldwirtschaft an ihre neue Rolle als marktwirtschaftliches Allokationsinstrument von internationaler Bedeutung wird dabei besonders in der Rolle der Banken deutlich. Stiegen sie mit

²⁵ Die umsatzorientierte Strategie der Unternehmen, die Ito noch wie folgt beschreibt, gerät mit der Fortsetzung der Aufwertungen des Yen ab 1992 in eine tiefe Krise. „In the second half of the 80es, a large exchange rate adjustment occurred. Current account adjustment was slow to follow the exchange rate adjustment. One of the reasons behind this slow adjustment, in addition to the usual J-Curve effect, was a less-than-full pass-through, the exchange rate changes did not pass through to domestic retail prices, because firms decided to hold on to market shares built up with sunk costs. The effect was often associated with pricing-to-market strategy in which firms priced manufactured goods differently in domestic and foreign markets. Japanese firms appeared to display pricing-to-market behaviour“ (Ito 1992:308). Zum *pricing to the market* siehe auch Osugi (1990).

der Aufwertung des Yen und den umfassenden Auslandsinvestitionen zu den größten Bankhäusern der Welt auf, so weisen sie jedoch, wie die Unternehmen, noch viele Strukturen und Verhaltensmuster aus der Phase der Unterbewertung und rigorosen Wachstumspolitik auf. Die nach wie vor auf Umsatz ausgerichtete Kreditvergabe der großen Bankhäuser führte unter einem aufgewerteten Yen und mit liberalisierten Kapitalmärkten zu umfassenden Käufen im Ausland, im Grundstücksmarkt des expandierenden Finanzzentrums Tōkyō und im inländischen Kapitalmarkt (zu letzterem s. u. Abb. 9).

Wie bereits zu Beginn der 70er Jahre, als sich die Bank of Japan gezwungen sah, sich an das liberalere Weltwährungssystem anzupassen, produzierte auch die neuerliche Umstellung des Finanzsystems eine Anpassungskrise. Aufgrund der gewachsenen Bedeutung der privaten geldwirtschaftlichen Institutionen (vor allem Banken und Wertpapierhäuser) im liberalisierten Finanzsystem traf die Anpassungslast diesmal allerdings nicht die Bank of Japan direkt, sondern die privaten Finanzintermediäre.

Schon das Ende der 80er Jahre hatte starke Aufwertungen bei gleichzeitiger Kreditexpansion mit sich gebracht, die zu einer Überhitzung der Finanzmärkte und vielen schlechten Krediten in den Bankbilanzen führten. Der Anfang der 90er brachte jetzt noch eine zusätzliche Anforderung an den Yen als internationale Anlagewährung mit sich. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich in Basel forderte die Erhöhung des Eigenkapitals der Banken ein, um die Kreditsicherheit für internationale Anleger zu erhöhen. Für das japanische Finanzsystem bedeutete dies nicht nur eine Erhöhung der Kosten. Es geriet damit in das Dilemma, die schlechten Kredite der Anpassungsphase abschreiben zu müssen, um die Anpassung zu vollziehen, dies aber nicht tun zu können, ohne die eigenen (Bilanz-)Grundlagen auszuhöhlen.

Der gegenwärtige Stand ist, daß die Banken unter Führung der Großbanken und mit Unterstützung des Ministry of Finance der Forderung durch die Gründung einer Gesellschaft zur Liquidation der schlechten Kredite nachkamen, in der schlechte, vor allem auf Hypotheken basierende Kredite zwischengelagert werden. Für die Banken ist dies hilfreich, da sie nach Bedarf und Finanzlage schlechte Kredite durch Verkauf an die Gesellschaft teilweise abschreiben können. Sie können dadurch jeweils im Umfang ihrer Gewinne kompensierende Verluste geltend machen und ihre Verluste teilweise durch Steuerersparnisse ausgleichen.

Diese Auffanggesellschaft dokumentiert dabei zweierlei: Erstens, daß dem liberalisierten Finanzsystem entsprechend versucht wird, mit dem Problem privatwirtschaftlich umzugehen. Zweitens, daß dies bisher nur sehr unvollständig möglich ist, da die kleineren Banken bereits jetzt, ein halbes Jahr nach dem Start des Abschreibungssystems, nach Regierungs-

hilfen rufen und es nach wie vor sehr wahrscheinlich ist, daß das Ministry of Finance die Gesellschaft aus Steuergeldern stützen muß.

Das japanische Finanzsystem befindet sich damit nach der vollzogenen technischen Liberalisierung in einer Phase der Anpassung an die neuen Strukturen, die bis in die zweite Hälfte der 90er Jahre hineinreichen wird. Besonders erschwert wird dieser Prozeß durch die sich verstärkende Binnenorientierung der USA, die sich zur Zeit in bilateralem politischen Druck, in einer globalen Abwertung, in der Ausweitung der Industriepolitik über den militärischen Komplex hinaus und durch Versuche mit selektivem Protektionismus ausdrückt. Auch die wirtschaftlichen Schwierigkeiten in Deutschland als Folge der Wiedervereinigung, die bis zu einer Blockierung des EWS reichen, erhöhen den Druck auf das japanische Finanzsystem, sich innerhalb kurzer Zeit auf die Rolle des Yen als internationale Anlagewährung umzustellen.

7. SCHLUSS

Die Geld- und Währungspolitik Japans der letzten Jahrzehnte ist keineswegs von einer einheitlichen wirtschaftspolitischen Strategie geprägt. Wie der kurze Überblick zeigte, beeinflusste sie nicht nur die wirtschaftliche Entwicklung, sie hatte sich umgekehrt auch ständig den sich verändernden Marktbedingungen anzupassen. In den 50er und 60er Jahren führten die hochgesteckten wirtschaftspolitischen Entwicklungsziele mit der Notwendigkeit des Ressourcen- und Kapitalimports bei gleichzeitiger binnenwie außenwirtschaftlicher Kreditbeschränkung zu einer Geldpolitik, in der das Wachstumsziel nicht durch ein defizitäres Budget, sondern durch eine expansive Geldpolitik verfolgt wurde, die ihre Beschränkung im negativen Devisenbilanzsaldo der Zahlungsbilanz fand. Ihre besondere Wirksamkeit erhielt diese Wirtschaftspolitik außenwirtschaftlich durch die Flankierung mit Kapitalverkehrskontrollen und die Existenz eines fixen Wechselkurssystems, die eine reale Unterbewertung des Yen ermöglichten. Binnenwirtschaftlich verhinderten dabei Instrumente der Kreditrationierung und konsequent durchgesetzter Restriktionsphasen akzelerierende Inflationsraten. Das Binnen- und Außenwirtschaft verbindende Element dieser Wirtschaftspolitik (bzw. Geld- und Währungspolitik) stellte daher die außenwirtschaftliche Orientierung der binnenwirtschaftlichen Geldpolitik, d. h. die Ausrichtung am Devisenbilanzsaldo der Zahlungsbilanz und die Kreditrationierung unter Bevorteilung des Exportsektors dar.

Nach einem fehlgeschlagenen Versuch der japanischen Geld- und Währungspolitik, diese in den 50er und 60er Jahren wirksame Wirtschaftspo-

litik auf die veränderten Bedingungen der 70er Jahre zu übertragen, fand nicht nur eine Veränderung der Politik statt, das gesamte Finanzsystem wurde schrittweise den neuen Marktbedingungen angepaßt. Das Ziel, breitere Bevölkerungsschichten an dem durch die hohen Wachstumsraten der letzten beiden Jahrzehnte möglich gewordenen Wohlstand teilhaben zu lassen, erforderte nicht nur größere Reallohnsteigerungen als zuvor, sondern auch verstärkte staatliche Infrastrukturmaßnahmen in weiten Bereichen (z. B. im Sozialsystem und Umweltschutz) sowie einen Abbau der Kreditrationierung zugunsten einer ausgeglicheneren Ressourcenallokation. Den Auslöser für den System- bzw. Politikwechsel bildete jedoch der Übergang zu flexiblen Wechselkursen. Flexible Wechselkurse reagieren wesentlich schneller auf internationale Inflationsdifferenziale und Leistungsbilanzentwicklungen und erschweren den Versuch, eine Unterbewertungsposition aufrechtzuerhalten. Die damit einhergehende Entwicklung der internationalen Finanzmärkte und die internationale Einbindung der Wirtschaft Japans untergraben dabei gleichzeitig den Versuch, Kapitalströme durch Kapitalverkehrskontrollen zu lenken und binnenwirtschaftliche wie internationale Zinsdifferenziale aufrechtzuerhalten.

Einen günstigen (bzw. verzögernden) Einfluß auf den Wechsel in der japanischen Wirtschaftspolitik ab Mitte der 70er Jahre hin zu mehr Stabilitätsorientierung bildete die US-Wirtschaftspolitik, die durch ihr anwachsendes Leistungsbilanzdefizit eine teilweise Perpetuierung der exportorientierten Wachstumspolitik, jetzt unterstützt durch gleichzeitige Kapitalexporten, ermöglichte. Ab der zweiten Hälfte der 80er Jahre hatte sich die japanische Wirtschaftspolitik jedoch zunehmend und in schnellen Schritten den Marktbedingungen eines führenden Industrielandes anzupassen. Diese Marktbedingungen manifestierten sich zunächst in starken Aufwertungen und massiven Kapitalzuflüssen, was eine zusätzliche Expansion der japanischen Kapitalmärkte bedingte, und führten zu einem starken (nachholenden) Schub auf dem Binnenmarkt, der in Japan *bubble economy* getauft wurde. Als Folge müssen sich ab dem Anfang der 90er Jahre, im Gefolge stabilitätsorientierter Geldpolitik und liberalisierter Finanzmärkte, nun auch die Großbanken und Unternehmen auf eine Situation einstellen, in der Expansion nicht mehr durch die umsatzorientierten Strategien zu erreichen ist, wie sie noch in der Phase der staatlich gestützten Unterbewertung und verzerrten Ressourcenallokation möglich waren.

Statt der historischen Lehren, die sicherlich aus einer Betrachtung der japanischen Geld- und Währungspolitik auch für die Entwicklungspolitik zu ziehen sind, soll hier jedoch noch einmal der theoretische Ausgangspunkt hervorgehoben werden: Das Beispiel der erfolgreichen japanischen Wirtschaftspolitik deckt sich nicht mit den Interpretationsmustern tauschwirtschaftlich orientierter Theorien der Wirtschaftspolitik, die, wie die

(post-)keynesianische Theorie, Wachstums- und Stabilisierungserfolge auf das Konto staatlicher Industrie- und Fiskalpolitik buchen wollen. Es deckt sich aber ebensowenig mit den (vorgeblich) monetären Theorien des Monetarismus, die aufgrund der Annahme eines tauschwirtschaftlich stabilen Marktmodells einer neutralen und regelgebundenen Geldpolitik unabhängig von den jeweiligen Marktbedingungen das Wort reden müssen. Erforderlich für das Verständnis monetärer Wirtschaftsprozesse ist vielmehr die Weiterentwicklung von Ansätzen, die den Wirtschaftsprozess als eine Allokation unter Verwendung von Geld und mit Hilfe von geldwirtschaftlichen Instrumenten untersuchen, die in den Marktprozeß integriert sind und daher das Allokationsergebnis ebenso beeinflussen, wie ihre Wirkungsweise von den Marktbedingungen bestimmt wird.

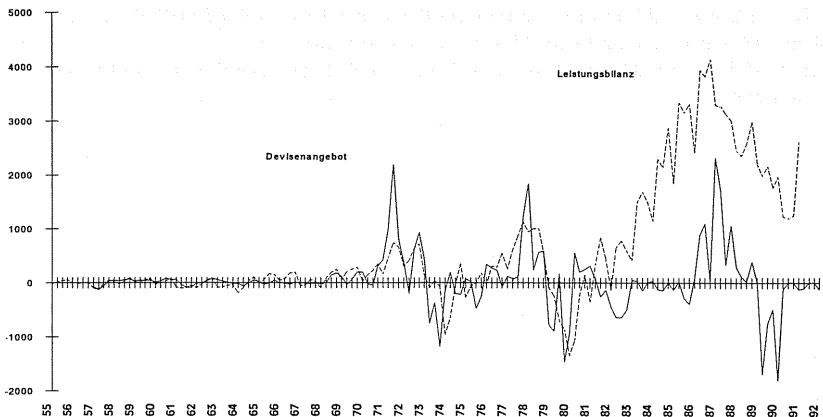


Abb. 1: Leistungsbilanz und Devisenangebot (Milliarden Yen)

Anm.: Vierteljahresdaten addiert auf der Basis von addierten Monatsdaten, kein Saisonausgleich. Leistungsbilanzdaten basieren auf dem System for National Accounts.

Quelle: Nikkei NEEDS Database Tape. Annual Report on National Accounts, Economic Planning Agency, Tōkyō, Japan. Economic Statistics Monthly; Bank of Japan, Tōkyō, Japan.

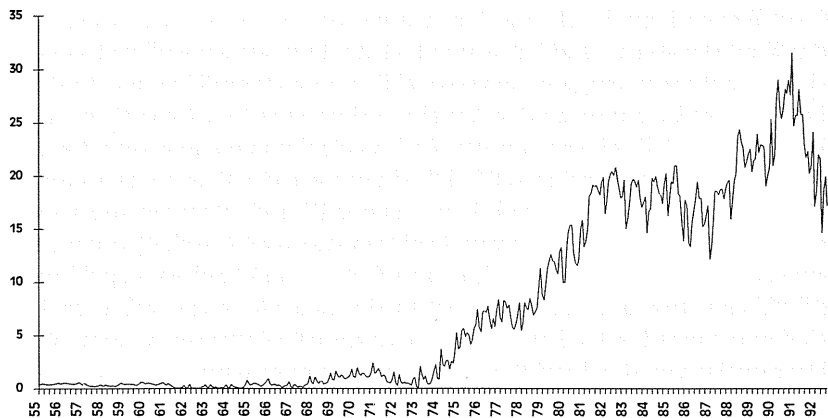


Abb. 2: Staatsschuldverschreibungen im Besitz der Bank of Japan (Billionen Yen)

Anm.: Monatsdaten, Ende des Monats, kein Saisonausgleich.

Quelle: Nikkei NEEDS Database Tape. Economic Statistics Monthly; Bank of Japan, Tōkyō, Japan.

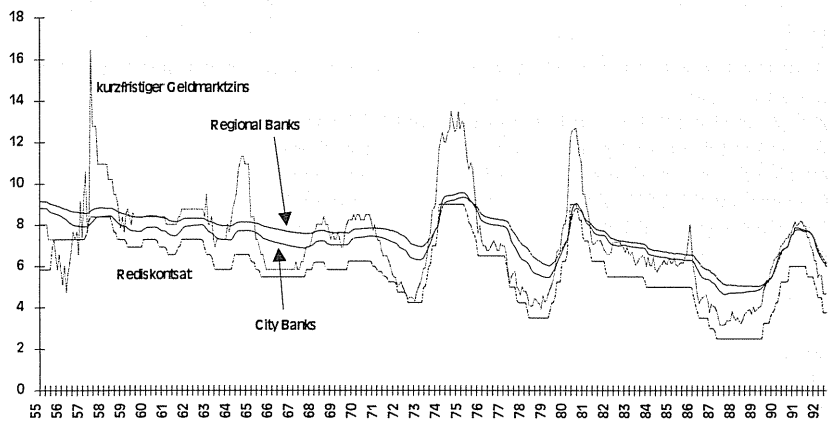


Abb. 3: Zinssätze (%)

Anm.: Monatsdaten, Durchschnitte, kein Saisonausgleich.

Quelle: Nikkei NEEDS Database Tape. Economic Statistics Monthly; Bank of Japan, Tōkyō, Japan.

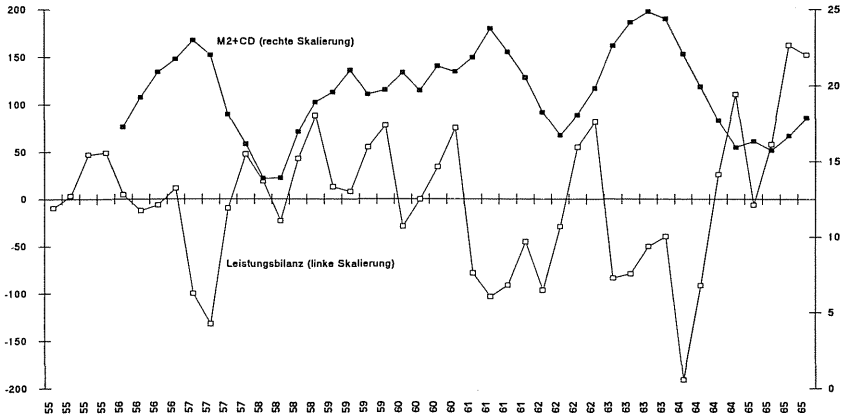


Abb. 4: Leistungsbilanz (Milliarden Yen) und Wachstum der Geldmenge (M2+CD) (%)

Anm.: Wachstumsrate für ein Quartal im Vergleich zum gleichen Quartal des Vorjahres. Geldmenge (M2+CD): Berechnet als Vierteljahresdurchschnitt auf der Grundlage von Monatsdaten, Ende des Monats, kein Saisonausgleich. Leistungsbilanzdaten basieren auf dem System for National Accounts.

Quelle: Nikkei NEEDS Database Tape. Economic Statistics Monthly; Bank of Japan, Tōkyō, Japan. Ann. Rep. on Nat. Acc.; Economic Planning Agency, Tōkyō, Japan.

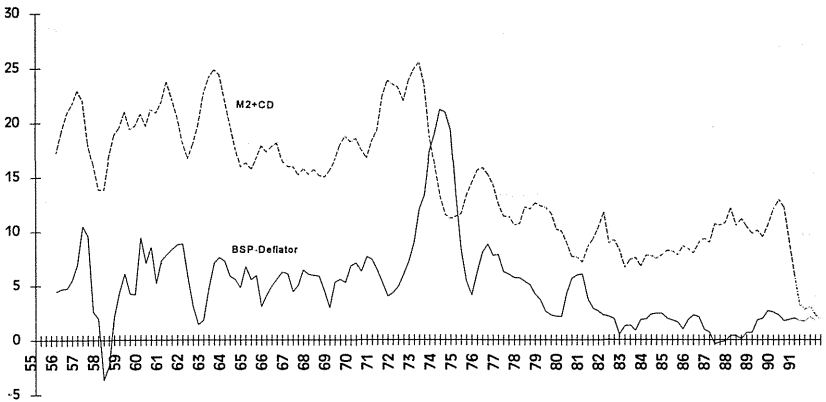


Abb. 5: Wachstum der Geldmenge (M2+CD) und Inflation (BSP-Deflator) (%)

Anm.: Wachstumsraten für ein Quartal im Vergleich zum gleichen Quartal des Vorjahres. Geldmenge (M2+CD): Berechnet als Vierteljahresdurchschnitt auf der Grundlage von Monatsdaten, Ende des Monats, kein Saisonausgleich. BSP-Deflator: Berechnet als Vierteljahresdurchschnitt auf der Grundlage von Monatsdaten, Durchschnitt, kein Saisonausgleich, basiert auf dem System for National Accounts.

Quelle: Nikkei NEEDS Database Tape. Economic Statistics Monthly; Bank of Japan, Tōkyō, Japan. Ann. Rep. on Nat. Acc.; Economic Planning Agency, Tōkyō, Japan.

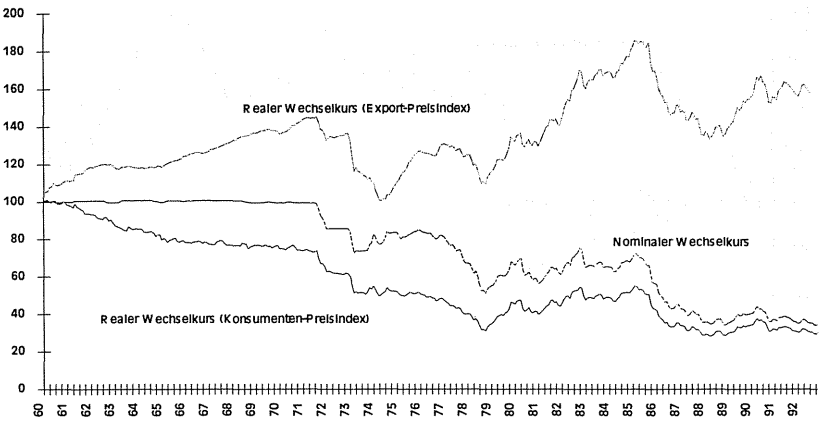


Abb. 6: Nominale und reale Wechselkurse für Konsumenten- und Export-Preisindizes Yen/USD (1960 = 100)

Anm.: Ein Ansteigen der Kurven bedeutet eine Abwertung des Yen zum Dollar. Monatsdaten, Durchschnitte, kein Saisonausgleich. Berechnungen von der Basis 1985 = 100 auf die Basis 1960 = 100. Die realen Wechselkurse beziehen sich jeweils auf den Konsumenten-Preisindex (CPI) der USA im Verhältnis zum CPI, bzw. Export-Preisindex (EPI) Japans. US: CPI, alle Güter. Japan: CPI, alle Güter Tōkyō; EPI, alle Güter.
Quelle: IFS CD-ROM. Nikkei NEEDS Database Tape. Price Index Monthly; Bank of Japan, Tōkyō, Japan. Main Economic Indicators, OECD, Paris, France.

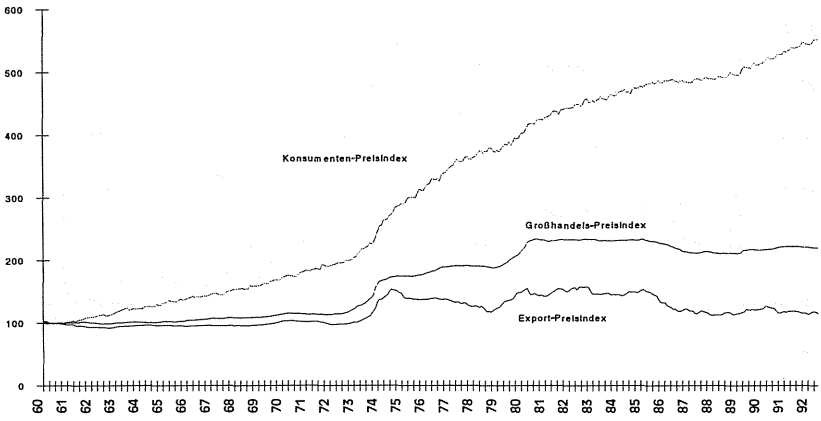


Abb. 7: Preisentwicklung, Export-, Konsumenten- und Großhandels-Preisindex (1960 = 100)

Anm.: Monatsdaten, Durchschnitte, kein Saisonausgleich. Berechnungen von der Basis 1985 = 100 auf die Basis 1960 = 100. Konsumenten-Preisindex (CPI), alle Güter Tōkyō; Export-Preisindex (EPI), alle Güter; Großhandels-Preisindex (WPI), alle Güter.
Quelle: Nikkei NEEDS Database Tape. Price Index Monthly; Bank of Japan, Tōkyō, Japan.

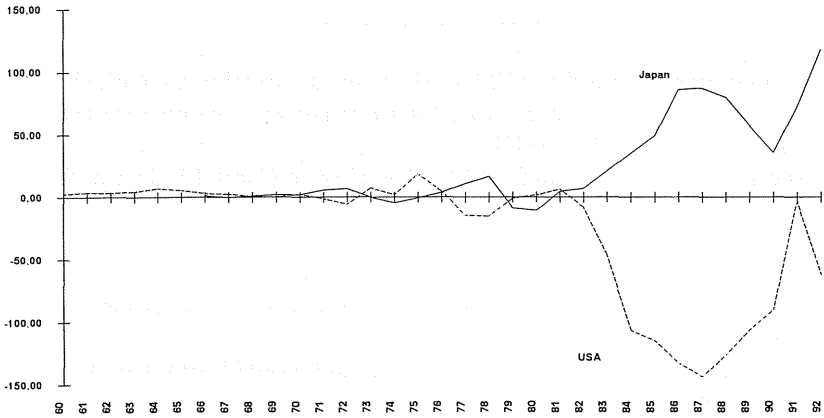


Abb. 8: Leistungsbilanzentwicklung in Japan und den USA (Milliarden USD)

Quelle: IFS CD-ROM. OECD, Main Economic Indicators, Paris, France.

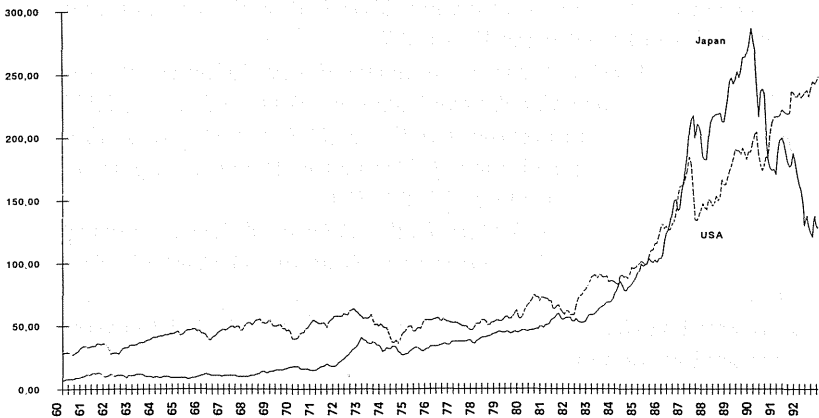


Abb. 9: Aktienpreisentwicklung in Japan und den USA (1985 = 100)

Anm.: Monatsdaten. 1985 = 100. USA: Share – Industries. Japan: Share – All Issues.

Quelle: IFS CD-ROM. OECD, Main Economic Indicators, Paris, France.

LITERATURVERZEICHNIS

- Ando A. und A. Auerbach (1988): The Cost of Capital in the United States and Japan: A Comparison. In: *Journal of Japanese and International Economies* (Tōkyō) 2,2:134–158.
- Ando A. und A. Auerbach (1990): The Cost of Capital in Japan: Recent Evidence and Further Results. In: *Journal of Japanese and International Economies* (Tōkyō) 4,4:323–350.
- Betz, Karl und Mathilde Lüken-Klaßen (1989): Weltmarkt und Abhängigkeit. In: Riese, Hajo und Heinz-Peter Spahn (Hg.): *Internationale Geldwirtschaft*. Regensburg: Transfer Verlag.
- Bronte, Stephen (1982): *Japanese Finance: Markets and Institutions*. London: Euromoney Publications.
- Cargill, Thomas F. und Michael M. Hutchison (1988): The Response of the Bank of Japan to Macroeconomic and Financial Change. In: Cheng, Hang-Sheng (Hg.): *Monetary Policy in Pacific Basin Countries*. Boston: Kluwer Academic Publishers, 227–246.
- Cargill, Thomas F. (1989): *Central Bank Independence and Regulatory Responsibilities: The Bank of Japan and the Federal Reserve*. Salmon Brother Center for the Study of Financial Institutions (Monograph Series in Finance and Economics; 89/2).
- Dornbusch, Rudiger (1985): Policy and Performance Links between LDC Debtors and Industrial Nations. In: *Brookings Papers on Economic Activity* (Washington, D. C.) 2:303–368.
- Dornbusch, Rudiger und Alejandro Reynoso (1989): *Financial Factors in Economic Development*. Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research (NBER Working Paper; 2889).
- Dotsey, Michael (1986): Japanese Monetary Policy. A Comparative Analysis. In: *Bank of Japan Monetary and Economic Studies* (Tōkyō) 4,2:105–127.
- Eijffinger, Sylvester und Adrian van Rixtel (1992): The Japanese Financial System and Monetary Policy: A Descriptive Review. In: *Japan and the World Economy* (Amsterdam) 4,4:291–310.
- Emminger, Otmär (1986): *D-Mark, Dollar, Währungskrisen. Erinnerungen eines ehemaligen Bundesbankpräsidenten*. Stuttgart: Deutsche Verlags-Anstalt.
- Hahn, Frank (1965): On Some Problems of Proving the Existence of Equilibrium in a Monetary Economy. In: F. Hahn und F. P. R. Brechling (Hg.): *The Theory of Interest Rates*. London: Macmillan.
- Hahn, Frank (1982): *Money and Inflation*. Oxford: Blackwell.
- Hellwig, Martin F. (1993): The Challenge of Monetary Theory. In: *European Economic Review* (Amsterdam) 37,2–3:215–242.
- Herr, Hansjörg (1990): Der bundesdeutsche und der japanische Merkan-

- tilimus. In: Heinz-Peter Spahn (Hg.): *Wirtschaftspolitische Strategien. Probleme ökonomischer Stabilität und Entwicklung*. Regensburg: Transfer Verlag.
- Herr, Hansjörg (1990a): Die Instabilität der Weltwirtschaft in den 70er und 80er Jahren – Oder: Kann sich die Welt die Bundesrepublik Deutschland leisten? In: Hajo Riese und Heinz-Peter Spahn (Hg.): *Geldpolitik und ökonomische Entwicklung – Ein Symposium*. Regensburg: Transfer Verlag, 95–108.
- Hölscher, Jens (1990): Krisenmanagement und Wirtschaftswunder – Die Überwindung der Zahlungsbilanzkrise 1950/51. In: Hajo Riese und Heinz-Peter Spahn (Hg.): *Geldpolitik und ökonomische Entwicklung – Ein Symposium*. Regensburg: Transfer Verlag, 33–43.
- Hutchison, Michael M. (1984): Official Japanese Intervention in Foreign Exchange Markets. Leaning Against the Wind? In: *Economic Letters* (Amsterdam) 15:115–120.
- Hutchison, Michael M. (1988): Monetary Control with an Exchange Rate Objective: The Bank of Japan, 1973–86. In: *Journal of International Money and Finance* (Guildford) 7, September:261–271.
- Ishii, Takaichiro (1970): „Overloan“ of Commercial Banks in Japan. In: Jiro Yao (Hg.): *Monetary Factors in Japanese Economic Growth*. Kobe: Kobe University, 119–128.
- Ito, Takatoshi (1987): The Intradaily Exchange Rate Dynamics and Monetary Policies after the Group of Five Agreement. In: *Journal of the Japanese and International Economies* (Tōkyō) 1:275–298.
- Ito, Takatoshi (1989): Was there a Target Zone? In: Japan Center for International Finance (Hg.): *Monetary Reforms: Introducing the Target Zone*. Tōkyō: Japan Center for International Finance, 27–40.
- Ito, Takatoshi (1989a): *Is the Bank of Japan a Closet Monetarist? Monetary Targeting in Japan, 1978–1988*. Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research (NBER Working Paper; 2874).
- Ito, Takatoshi (1992): *The Japanese Economy*. Cambridge (Mass.): MIT Press.
- Ito, Takatoshi und Kazuo Ueda (1981): Tests of the Equilibrium Hypothesis in Disequilibrium Econometrics: An International Comparison of Credit Rationing in Business Loans. In: *International Economic Review* (Amsterdam) 22:691–708.
- Itoh, Motoshige und Kazuharu Kiyono (1988): Foreign Trade and Direct Investment. In: Ryūtarō Komiya, Masahiro Okuno und Kotaro Suzumura (Hg.): *Industrial Policy in Japan*. Tōkyō: Academic Press Japan, 155–181.
- Iwami, Toru (1992): *Japan's Experience under the Bretton Woods System: Capital Controls and Fixed Exchange Rate*. Tōkyō: University of Tokyo (Research Institute for the Japanese Economy Discussion Paper; 92-F-2).

- Komiya Ryūtarō (1975): Planning in Japan. In: Morris Bornstein (Hg.): *Economic Planning: East and West*. Cambridge (Mass.): Ballinger, 189–227.
- Komiya, Ryūtarō und Miyako Suda (1991): *Japan's Foreign Exchange Policy 1971–1982*. North Sydney: Allen & Unwin.
- Kuroda, Iwao (1980): *Mechanism of Bank-Loan Rates Determination in Japan: Re-Examination of the Traditional Theory and a New View*. Tōkyō: Bank of Japan (Discussion Paper Series; 3).
- Markowitz, Harry M. (1952): Portfolio Selection. In: *Journal of Finance* (New York) 7,1:77–91.
- Mueller, Dennis C. (1992): The Corporation and the Economist. In: *International Journal of Industrial Organisation* (Amsterdam) 10,2:147–169.
- Niehans, Jürg (1986): Internationale Kredite mit undurchsetzbaren Forderungen. In: A. Gutowski (Hg.): *Die internationale Schuldenkrise*. Berlin: Duncker und Humblot (Schriften des Vereins für Socialpolitik NF; 155), 151–179.
- Osugi K. (1990): *Japan's Experience of Financial Deregulation since 1984 in an International Perspective*. Basle: Bank of International Settlements, Monetary and Economic Department.
- Quirk, Peter J. (1977): Exchange Rate Policy in Japan: Leaning against the Wind. In: *International Monetary Fund Staff Papers* (Washington, DC) November:642–664.
- Richter, R. (1990): *Geldtheorie*. Berlin: Springer Verlag.
- Riese, Hajo (1986): *Theorie der Inflation*. Tübingen: J. C. B. Mohr.
- Riese, Hajo (1986a): Entwicklungsstrategie und ökonomische Theorie – Anmerkungen zu einem vernachlässigten Thema. In: *Ökonomie und Gesellschaft. Jahrbuch* (Frankfurt a. M.) 4:157–196.
- Riese, Hajo (1989): *Schuldenkrise und ökonomische Theorie*. Regensburg: Transfer Verlag, 187–216.
- Riese, Hajo (1990): Das Forschungsprojekt „Geldpolitik als Grundlage der ökonomischen Entwicklung der Bundesrepublik Deutschland“. In: Hajo Riese und Hans-Peter Spahn (Hg.): *Geldpolitik und ökonomische Entwicklung – Ein Symposium*. Regensburg: Transfer Verlag, 2–17.
- Rostow, Walter W. (1960): *Stages of Economic Development. A non-Communist Manifesto*. Cambridge (Mass.): MIT Press.
- Rōyama, Shōichi (1983): The Japanese Financial System: Past, Present and Future. In: *Japanese Economic Studies* (New York) 12,2:3–32.
- Sachs, Jeffrey D. (1985): External Debt and Macroeconomic Performance in Latin America and East Asia. In: *Brooking Papers on Economic Activity* (Washington, D. C.), 523–564.
- Sachs, Jeffrey D. (1987): *Trade and Exchange Rate Policies in Growth-Oriented*

- Adjustment Programs*. Cambridge (Mass.): National Bureau of Economic Research.
- Schulz, Martin (1994): *Eine monetäre Interpretation japanischer Geldpolitik*. Berlin: FU-Berlin (FSA-print; 1/94).
- Shibagaki, Kazuo (1988): Studies in Japanese Capitalism: A Survey with Emphasis on the Contributions of the Marx-Uno School. In: Institute of Social Science (Hg.): *The Advanced Industrial Societies in Disarray: What are the Available Choices?* Tōkyō: University of Tokyo, Institute of Social Science (Occasional Papers; 3).
- Shigehara, Kumiharu (1990): Some Reflections on Monetary Policy Issues in Japan. In: *Bank of Japan. Monetary and Economic Studies* (Tōkyō) 8,2:1–7.
- Spahn, Heinz-Peter (1988): *Bundesbank und Wirtschaftskrise – Geldpolitik, gesamtwirtschaftliche Finanzierung und Vermögensakkumulation der Unternehmen 1970–1987*. Regensburg: Transfer Verlag.
- Spahn, Heinz-Peter (1990): Währungssicherung und außenwirtschaftliches Gleichgewicht – Prinzipien der „Geschäftspolitik“ der Bundesbank und volkswirtschaftliche Aufgaben der Geldpolitik. In: Hajo Riese und Heinz-Peter Spahn (Hg.): *Geldpolitik und ökonomische Entwicklung – Ein Symposium*. Regensburg: Transfer Verlag, 45–60.
- Stiglitz, Joseph E. (1988): Money, Credit and Business Fluctuations. In: *Economic Record* (Melbourne), 307–322.
- Stiglitz, Joseph E. (1992): Capital Markets and Economic Fluctuations in Capitalist Economies. In: *European Economic Review* (Amsterdam) 36:296–306.
- Stiglitz, Joseph E. und A. Weiss (1981): Credit Rationing in Markets with Imperfect Information, Part I. *American Economic Review* (New York) 71:393–410.
- Stiglitz, Joseph E. und A. Weiss (1987): *Macroeconomic Equilibrium and Credit Rationing*. Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research (NBER Working Paper; 2164).
- Streib, Folker und Martin Hörstel (1992): Globale Finanzmacht Japan. In: Hans Jürgen Tkocz u. a. (Hg.): *Japan Perspektiven: Wirtschaft, Gesellschaft, Markt*. Frankfurt a. M.: Frankfurter Allgemeine Zeitung Informationsdienste (Japan Brief; 9.92).
- Suzuki, Yoshio (1980): *Money and Banking in Contemporary Japan. The Theoretical Setting and its Application*. New Haven and London: Yale University.
- Suzuki, Yoshio (1987): *The Japanese Financial System*. Oxford: Calrendon.
- Suzuki, Yoshio (1989): *Japan's Economic Performance and International Role*. Tōkyō: University of Tokyo.

- Tobin, James (1958): Liquidity Preference as Behavior Towards Risk. In: *Review of Economic Studies* (London) 25:65–68.
- Tobin, James (1961): Money, Capital, and other Sources of Value. *American Economic Review* (New York) 51:26–37.
- Tobin, James (1965): The Theory of Portfolio Selection. In: Frank H. Hahn und F. P. R. Brechling (Hg.): *The Theory of Interest Rates. Proceedings of a Conference held by the International Economic Association*. London: Macmillan, 23–56.
- Ueda, Kazuo (1991): *Japanese Monetary Policy During 1970–1990: Rules or Discretion*. Tōkyō: University of Tokyo (Discussion Paper; 91–F–13).
- Ueda, Kazuo (1991a): *A Comparative Perspective on Japanese Monetary Policy: The Short-Run Monetary Control and the Transmission Mechanism*. Tōkyō: University of Tokyo (Discussion Paper; 91–F–14).
- Yasuda, Tadashi (1981): *A Theoretical Interpretation of the Window Guidance: A Game Theoretic Interpretation*. Tōkyō: Bank of Japan (Discussion Paper Series; 4).