

Japans Geld- und Fiskalpolitik im Spiegel der Corona-Pandemie

Die Corona-Pandemie bringt weltweit die Wirtschaft zum Erliegen. Auch die japanische Wirtschaft hat sich seit der Krise stark abgeschwächt. Regierung und Notenbank haben deshalb riesige Konjunktur- und Hilfsprogramme gestartet – nicht ohne Nebenwirkungen.

Von Markus Heckel

Durch die nötigen Maßnahmen zur Eindämmung der Corona-Pandemie leiden Volkswirtschaften weltweit unter Rekordeinbrüchen – und Japan ist hier keine Ausnahme. Die Corona-Krise kennzeichnet dabei eine besondere Komplexität: Im Gegensatz zur Finanzkrise von 2008 ist die jetzige Krise von einem simultanen Angebots- und Nachfrageschock geprägt. Dadurch wird es für die handelnden Akteure schwierig, geeignete wirtschaftspolitische Lösungen zu finden, um die Wirtschaft wieder möglichst schnell auf einen Wachstumspfad zu führen.

Großzügige Fiskalpolitik

Was fiskalpolitische Maßnahmen angeht, so steckt die japanische Regierung in einer nahezu ausweglosen Situation. Eine schon seit Jahrzehnten bestehende hohe Staatsverschuldung machte es notwendig, dass die Verbrauchssteuer im Oktober 2019 von 8 auf 10 Prozent angehoben werden musste. Dies wirkte sich negativ auf den Konsum aus und belastete die japanische Wirtschaft schon vor der Pandemie.

Auf den Ausbruch des Coronavirus reagierte die japanische Regierung zunächst mit der Ausrufung eines ersten Notstandes im Frühjahr sowie mit zahlreichen Hilfsprogrammen: Sie verabschiedete zwei Konjunkturpakete mit einem Gesamtvolumen von 234 Billionen Yen, umgerechnet 1,85 Billionen Euro. Dies entspricht der enorm hohen Summe von mehr als 40 Prozent des Bruttoinlandsproduktes (BIP). Japan hat damit die bis dahin größten Hilfsprogramme der Welt aufgelegt. Im Dezember 2020 folgte sogar noch ein drittes Konjunkturpaket in einer Größenordnung von rund 74 Billionen Yen (586 Milliarden Euro). Es ist das erste Programm des seit September 2020 amtierenden Ministerpräsidenten Yoshihide Suga. Einige Experten interpretierten es als Reaktion auf dessen nach Vor-

schusslorbeeren rapide sinkenden Umfragewerte. Das Hauptaugenmerk lag auf der Sicherung von Beschäftigung und der Verlängerung von Subventionen zur Unterstützung des Binnentourismus („Go To Travel“). Japan schaut bei den Programmen aber auch in die Zukunft: So sollen auch umweltfreundliche und digitale Technologien gefördert werden. Im Januar erfolgte die Ausrufung eines zweiten Corona-Notstandes, dieses Mal nicht landesweit, sondern für die Hauptstadtregion und größere Städte. Vor allem der Gastronomiesektor wurde davon schwer getroffen.

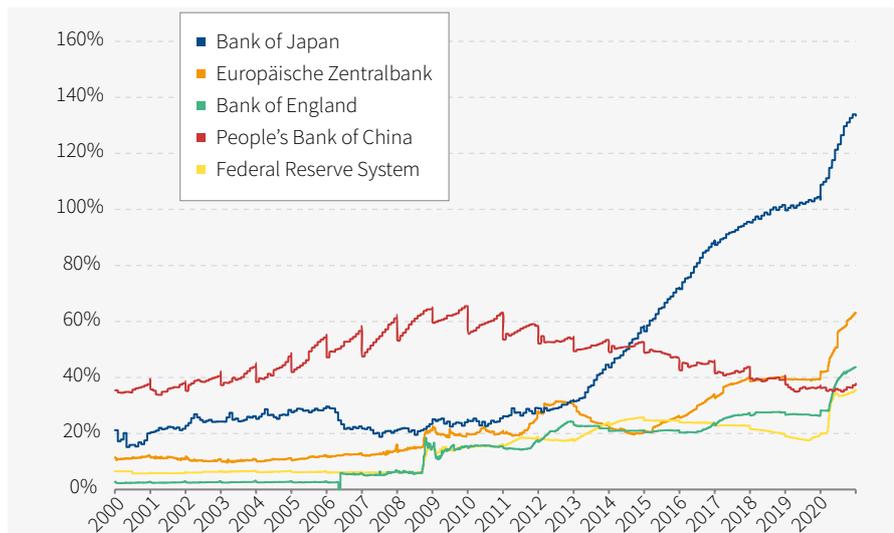
Durch diese Rekordprogramme, die den Staatshaushalt stark belasten und die durch Schulden finanziert werden, hat die japanische Regierung das Ziel, einen Überschuss im Staatshaushalt zu erreichen, auf das Fiskaljahr 2029 verschoben. Aber auch diese „Korrektur“ geht von einer zu optimistischen wirtschaftlichen Entwicklung aus. So kann dieses Ziel unter anderem nur dann erreicht werden, sollte die japanische Wirtschaft um mindestens 3 Prozent jährlich wachsen.

Ultralockere Geldpolitik

Die Bank of Japan (BoJ) führte im Januar 2016 eine Negativzins-Politik ein und hält bis heute ihre kurzfristigen Zinsen bei minus 0,1 Prozent. Der langfristige Zinssatz – der Zinssatz für Staatsanleihen mit einer Laufzeit von 10 Jahren – bewegt sich um den Null-Prozent-Bereich. Seit der Corona-Pandemie hat die BoJ ihre extrem lockerere Geldpolitik fortgeführt und ihre Anleihekäufe noch weiter ausgebaut. Staatsanleihen können theoretisch in einem unbegrenzten Ausmaß gekauft werden. Dazu gibt es seit Mai 2020 ein Spezialkreditprogramm mit einem Gesamtvolumen von 110 Billionen Yen (871 Milliarden Euro). Damit sollen vor allem kleine und mittlere Unternehmen unterstützt werden. Die Hilfsprogramme für Unterneh-

Bilanzsummen ausgewählter Zentralbanken

(in Prozent des Bruttoinlandsproduktes)



Quellen: Internationaler Währungsfonds und genannte Zentralbanken

men wurden auf der geldpolitischen Sitzung der BoJ im Dezember 2020 um weitere sechs Monate bis September 2021 verlängert. Die Zentralbank stellt somit genügend Liquidität zur Verfügung: Geschäftsbanken können sich fast zum Nulltarif Geld leihen und somit sind Kredite für Investitionen der Unternehmen und der privaten Verbraucher sehr günstig.

Der Umfang der Maßnahmen der BoJ lässt sich deutlich anhand der Wortwahl der Bank ablesen: Im Juli 2020 beurteilte sie den Zustand der Wirtschaft als „extrem ernst“ – gewissermaßen eine nachträgliche Rechtfertigung ihrer ultralockeren Geldpolitik. Für das Fiskaljahr 2020 erwartet die Zentralbank, dass die Wirtschaftsleistung um 5,6 Prozent schrumpft.

Kritik an der japanischen Geldpolitik wird oft geäußert. Für die einen gehen die Maßnahmen nicht weit genug, für die anderen werden die negativen Nebeneffekte ultralockerer Geldpolitik nicht genügend berücksichtigt. Eine unmittelbare Folge ist eine stark aufgeblähte Bilanzsumme der BoJ (siehe Abbildung oben) auf einen Wert von knapp 710 Billionen Yen (5,6 Billionen Euro). Dies entspricht mehr als 130 Prozent der japanischen Wirtschaftsleistung. Dieses Niveau ist weitaus höher als der Wert anderer vergleichbarer Zentralbanken.

Die aufgeblähte Bilanzsumme der BoJ gibt durchaus Anlass zur Sorge. Es wird ein großes Problem für Japans Noten-

banker sein, in der Zukunft den richtigen Zeitpunkt für einen Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik zu finden. Die Bilanzentwicklung der BoJ seit Mitte der 2010er Jahre lässt aber immer mehr Experten daran zweifeln, ob ein Ausstieg überhaupt noch möglich sein wird.

Sollten Zentralbanken weltweit nach der Pandemie wieder anfangen, die Zinsen zu erhöhen, könnte die BoJ in der Klemme stecken. In ihrer Bilanz befinden sich viele Staatsanleihen, die sie zu sehr geringen Zinssätzen gekauft hat. Wenn die Bank die Zinsen anhebt, steigen die Kosten, die die BoJ den Banken für ihre Einlagen zahlen muss. Dann kann es passieren, dass selbst eine Zentralbank Verluste macht. Die Folge wäre, dass der Staat für die Verluste aufkommen müsste, sollte die Zentralbank keine ausreichenden Rücklagen haben. Mit ihrer Geldpolitik geht die BoJ daher ein hohes Risiko ein – die Zukunft wird zeigen, ob sich diese Risikobereitschaft auszahlt.

Dekaden der Deflation

Der Konsumentenpreisindex ohne schwankende Lebensmittelpreise lag für das Jahr 2020 um 0,2 Prozent niedriger als im Vorjahr. Es ist zu erwarten, dass die Verbraucherpreise auch Anfang 2021 weiter sinken werden. Die ist einerseits darauf zurückzuführen, dass von einem Rückgang der Bonuszahlungen ausgegangen werden kann, was einen negativen Einfluss auf den Konsum hat.

Die Inflation in Japan befindet sich aber

andererseits schon seit Mitte der 1990er Jahre auf einem geringen Niveau. Um diesem Trend entgegenzuwirken, verfolgt die BoJ seit 2013 ein Inflationsziel von 2 Prozent. Doch auch mit einer ultralockeren Geldpolitik hat es die Bank bisher nicht geschafft, dieses Ziel auch nur annähernd zu erreichen. Regierung und Zentralbank arbeiten dabei gemeinsam gegen die Deflationserscheinungen in der japanischen Wirtschaft.

Koordination von Geld- und Fiskalpolitik

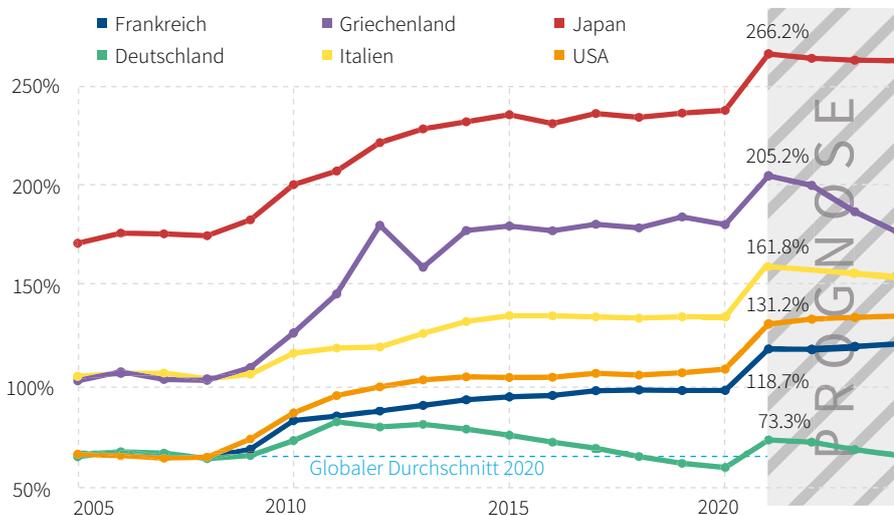
Im Mai 2020 gaben Finanzminister Taro Aso und Zentralbankchef Haruhiko Kuroda eine gemeinsame Erklärung ab. Sie sagten, dass sie alles Nötige unternehmen würden, um der japanischen Wirtschaft in der Krise wieder Schwung zu verleihen. Auf den ersten Blick mag eine solche Erklärung ungewöhnlich erscheinen, da die BoJ seit 1998 den Status einer unabhängigen Zentralbank innehat.

Aber schon Anfang der 2000er Jahre setzte eine Koordination von Geld- und Fiskalpolitik ein, als die Zentralbank im Rahmen der „quantitativen Lockerungspolitik“ anfang, in einem großen Ausmaß japanische Staatsanleihen zu kaufen. Sie versprach sich davon Strukturereformen der damaligen Regierung unter Junichiro Koizumi.

Auch unter dem neuen Ministerpräsidenten Yoshihide Suga wird an einer Kooperation mit Notenbankchef Kuroda nahtlos angeknüpft und der Mix aus ultralockerer Geldpolitik und Konjunkturprogrammen fortgeführt. Eine derart koordinierte Geld- und Fiskalpolitik könnte eine beruhigende Auswirkung auf die Märkte haben – als eine Form von Stabilisierungspolitik. Auf der anderen Seite gibt es aber nicht nur Vorteile dieser Verflechtung. Kritiker sprechen von einer fiskalischen Dominanz der japanischen Geldpolitik, in der die Geldpolitik die Solvenz des Staates sicherstellt: Die Zentralbank ist keine eigenständig agierende Institution mehr, sondern eine ausführende Instanz der Fiskalpolitik. Indirekt werden die Konjunkturprogramme der Regierung durch frisches Geld der BoJ finanziert. ▶

Staatsverschuldung in ausgewählten Ländern

(in Prozent des Bruttoinlandsproduktes)



Quelle: Internationaler Währungsfonds

Schuldenproblematik

Japans Staatsverschuldung hatte sich schon seit einigen Jahren auf dem hohen Wert von über 230 Prozent der Wirtschaftsleistung bewegt. Doch der Ausbruch der Corona-Pandemie und die massiven Konjunktur- und Rettungsmaßnahmen der Regierung haben die Verschuldung nun auf mehr als 266 Prozent des Bruttoinlandsproduktes getrieben (Abbildung oben). Die japanische Verschuldung ist weitaus höher als in Europa und ungefähr doppelt so hoch wie in den USA. Selbst Griechenland, das von der Eurokrise besonders hart getroffen wurde, hat einen geringeren Verschuldungsgrad als Japan. Der Einfluss der Corona-Pandemie ist dabei in den ausgewählten Ländern eindeutig zu erkennen: Alle haben ihre Staatsausgaben im vergangenen Jahr stark erhöht.

Die wirtschaftliche Krise macht Hilfsprogramme zwar notwendig. Dennoch sollte man auch die langfristigen Entwicklungen nicht außer Acht lassen. Man wird nach der Pandemie in Japan diskutieren müssen, wie man mit der Verschuldung in der Zukunft umgehen sollte.

Um die Schulden zu finanzieren, stellt die Regierung Staatsanleihen aus. Dabei ist die BoJ der größte Käufer und somit Kreditgeber dieser Schulden.

Das japanische Finanzministerium berichtete, dass mit 497 Billionen Yen (3,9 Billionen Euro) zum September 2020 fast die Hälfte aller Staatsanleihen von der BoJ gehalten wurden. Dabei hat der Umstand, wenn die Schulden hauptsächlich im Inland gehalten werden, auch Vorteile. Inlandsschulden sind in der Regel sicherer als Auslandsschulden und Japan ist dadurch unabhängig von ausländischen Kreditgebern. Hohe Auslandsschulden eines Landes gefährden das Vertrauen von internationalen Investoren. Sollte zusätzlich noch die Sparquote eines Landes – wie in Japan – hoch sein, kann dadurch die Verschuldung im Inland finanziert werden. Allerdings kann eine hohe Staatsverschuldung eine neue Finanzkrise verursachen.

Risiken und Nebenwirkungen

Ultralockere Geldpolitik von Zentralbanken hat riskante und schädliche Nebeneffekte, was mittlerweile auch Notenbanker vermehrt einräumen.

Als größte negative Auswirkung wird oft die verminderte Profitabilität von Banken genannt. Weiterhin haben die milliarden schweren Kreditprogramme der Zentralbanken Verteilungseffekte. Während sich das Niveau von Löhnen und Gehältern in Japan in den vergangenen drei Jahrzehnten kaum verändert hat, wiesen Aktien- und Immobilienkurse auch über die Krisen hinweg einen steigenden Trend auf. So erreichte der japanische Nikkei-Index im Februar 2021 trotz der Corona-Pandemie ein 30-Jahres-Hoch von über 30.000 Yen (Stand Februar 2021). Daran haben auch die massiven Programme der BoJ, wie der Ankauf von Exchange Traded Funds (ETF), einen erheblichen Anteil. So hat die Zentralbank die Kaufsumme von ETF während der Krise auf jährlich maximal 12 Billionen Yen (95 Milliarden Euro) erweitert.

Ultralockere Geldpolitik kann falsche Anreize für den privaten und öffentlichen Sektor setzen, was zu einem verantwortungslosen Verhalten der Akteure führen kann. In der Ökonomie nennt man dieses Phänomen „moralisches Risiko“ („moral hazard“). Negative oder Nullzinsen unterstützen sogenannte Zombie-Unternehmen. Die Wirtschaft verliert an Innovationskraft, da Unternehmen am Leben gehalten werden, die in einem „normalen“ Wirtschaftsumfeld nicht überleben würden.

Im März 2021 plant die BoJ die Bekanntgabe von Ergebnissen einer Überprüfung ihrer Politik mit Hinweisen, wie die zukünftige Geldpolitik effektiver und nachhaltiger gestaltet werden kann. Eventuell kann man geldpolitische Neuerungen erwarten. Zumindest äußern einige Mitglieder im Geldpolitikgremium den Wunsch nach einer flexibleren Handhabung der Steuerung der Zinsstrukturkurve und dem Ankauf von ETF. ■



Dr. Markus Heckel

ist seit 2018 Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Deutschen Institut für Japanstudien in Tokio. Seine Forschungsschwerpunkte liegen auf den Themen der Wirtschaft Japans, Makroökonomie und Geldpolitik.

✉ heckel@dijtokyo.org