



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 verharrt, 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.