

# Der Fluch von Tokio

In Japan zeigt sich, was lockere Geldpolitik anrichten kann. Von den Maßnahmen der Notenbank profitieren vor allem Alte und Reiche **VON FELIX LILL**

Wenn die Bank of Japan monatlich ihre Marschroute verkündet, stockt vielen Beobachtern regelmäßig der Atem. Lange war keine Zentralbank so waghalsig. Von Frühjahr 2013 an kaufte sie japanische Staatsanleihen in einem zuvor ungekannten Ausmaß, ein Jahr später weitete sie das Programm noch aus. Seit 2015 besorgt sie sich auch börsen gehandelte Fondspapiere. Und Anfang 2016 führte sie Negativzinsen ein. Zentralbank-Gouverneur Haruhiko Kuroda bleibt hart: Damit die angestrebte Inflationsrate von zwei Prozent erreicht werde, sei er bereit, alles zu tun.

Seit Jahren sehnen sich außer Japan noch viele andere wohlhabende Länder nach den Wirtschaftswachstumsraten zurück, die es bis 2008 gab, als die Finanzkrise begann. Dafür haben auch die Europäische Zentralbank, die Bank of England und die amerikanische Federal Reserve längst ihre Geldpolitik gelockert. Leitzinsen an der Nulllinie und darunter sollten die Kreditaufnahme für Unternehmen einfacher machen und so neue Investitionen fördern. Da sich aber dieses Mittel mittlerweile abgenutzt hat, müssen Zentralbanker die Märkte mit etwas Neuem überraschen. Das Vorbild in dieser Ära geldpolitischer Innovationen ist Japan. Die Folgen der Expeditionen aus Fernost? Werden gerade erst erforscht.

Zentralbanker betonen gerne, dass sie mit ihren Maßnahmen bloß kurzfristige Impulse für die Märkte geben: Lassen sie etwa mehr Geld drucken, steigt die Inflation, und der Zins sinkt. Einfluss auf Einkommensungleichheit gebe es keinen. So heißt es. Ohnehin haben die meisten Zentralbanken nur den Auftrag, für ein stabiles Preisniveau zu sorgen. Für alle anderen Probleme, wie die Verteilung der Einkommen, sind Regierungen verantwortlich.

Nur stellt sich nach Jahren geldpolitischer Experimente die Frage: Sind diverse Zentralbanken gerade dabei, ihre Mandate zu überschreiten? Jüngste Forschungsergebnisse sprechen jedenfalls dafür. So können sich die neuen Instrumente der lockeren Geldpolitik sehr wohl auf die Einkommensungleichheit auswirken. Auch Technokraten ohne demokratisches Mandat, Notenbanker also, entscheiden demnach darüber, wer reicher wird und wer nicht.

Ein Papier der Ökonomen Ayako Saiki und Jon Frost von der Niederländischen Zentralbank bestätigt das. 2014 schrieben sie im Journal *Applied Economics* über Japan: »Wo traditionelle Geldpolitik für ineffektiv erklärt wird und unkonventionelle Mittel angewandt werden, steigen Wertpapierpreise überproportional im Vergleich zu Fundamentalwerten wie Löhne und Beschäftigung. Höhere Wertpapierpreise begünstigen vor allem Haushalte mit hohem Einkommen, da diese einen größeren Anteil ihrer Ersparnisse in Wertpapieren halten, sodass ihre Kapitaleinkommen stärker steigen.«

So nahm im von Saiki und Frost untersuchten Zeitraum zwischen 2008 und 2013 nicht nur der Unterschied zwischen den höchsten und niedrigsten Einkommen in Japan zu. Auch Aktionäre profitierten besonders stark. Über die von Frühjahr 2013 an noch deutlich gelockerte Geldpolitik Japans schreiben die Forscher, dass sich der Effekt hier weiter verstärken dürfte. Schließlich legte der Tokioter Aktienindex Nikkei 225 seitdem um 40 Prozent zu, das Lohnniveau im Ganzen aber ist nicht gestiegen.

Sophia Latsos, wissenschaftliche Mitarbeiterin an der Universität Leipzig, beobachtet noch einen weiteren Mechanismus, der den Unterschied zwischen Arm und Reich vergrößert. Am Deutschen Institut für Japanstudien in Tokio forscht sie derzeit zum Fall Japan. »Da die Zentralbank dem Finanzsektor das Geld schon seit Jahren praktisch ohne Aufpreis verleiht, werden viele eigentlich unproduktive Unternehmen am Leben erhalten«, sagt sie. »Der Bankensektor unterscheidet bei der Verlängerung von Krediten nicht mehr zwischen wettbewerbsfähigen und eigentlich bankrotten Betrieben. Da die Geldpolitik auch die Gewinne der Banken drückt, halten sich diese mit der Kreditvergabe an Klein- und Mittelunternehmen zurück.«

Das habe einen direkten Einfluss auf die Einkommensungleichheit. Während sich große Unternehmen selbst am Kapitalmarkt finanzieren können, kommen kleinere ohne einen guten Kontakt zu einer Bank kaum aus. »Löhne werden aber in der Regel nur erhöht, wenn ein Unternehmen durch Investitionen produktiver geworden ist«, so Latsos. Das wiederum gelingt unter den aktuellen Umständen, wenn überhaupt, eher finanzstarken Konzernen. Schmale Reallohnzuwächse waren zuletzt bloß in der ohnehin besser bezahlenden Exportindustrie zu vernehmen.

Das sich Wissenschaftler derzeit so sehr auf Japan achten, hat mit der Datenlage zu tun. Als in Japan 1990 eine Spekulationsblase platzte, endete ein jahrzehntelanges Wirtschaftswunder abrupt. Eine »verlorene Dekade« ohne Wachstum folgte, woraufhin die Zentralbank 1999 einen Wiederbelebungsversuch startete und den Leitzins erstmals auf null senkte. Nachdem auch dies nicht half und die Nachfrage im Land stattdessen derart schwach wurde, dass das Preisniveau fiel, begann die japanische Notenbank von 2003 an mit dem Kauf von Staatsanleihen.

Was zunächst ein kurzfristiges Mittel sein sollte, hat sich zumindest in Japan als etwas Langfristiges herausgestellt. Da viele Notenbanken der Welt die Politik der japanischen Zentralbank später nachahmten, dienen diese Erfahrungen durchaus als Blick in die Zukunft anderer Länder. Ein Jahr nach Beginn der Bankenkrise starteten von 2009 an die Bank of England, die amerikanische Federal Reserve und später auch die Europäische Zentralbank mit Staatsanleihekäufen und anderen unkonventionellen Maßnahmen. Und selbst die japanische Notenbank hat mit dem Antritt von Shinzo Abe als Premierminister, der im Frühjahr 2013 seinen Vertrauten Haruhiko Kuroda als Zentralbankchef einsetzte, ihre Bilanzgröße noch einmal mehr als verdoppelt.

In all diesen Wirtschaftsräumen gilt außerdem: Ältere Personen haben häufiger feste Jobs als junge. Lohnkürzungen oder ausbleibende Steigerungen dürften daher vor allem jüngere Menschen betreffen, eine zunehmende Ungleichheit manifestiert sich so auch zwischen den Generationen, was die Finanzierung der Pensionssysteme in alternden Gesellschaften erschwert. »Es ist möglich, dass sich die Sparportfolios in den USA, Großbritannien und vielen Ländern der Eurozone noch kräftiger auf die Einkommen auswirken, da dort ein höherer Sparanteil in Aktien und Anleihen gehalten wird«, schreiben Saiki und Frost.

In Japan scheint es noch lange nicht vorbei zu sein. Auch dreieinhalb Jahre nachdem Premier Abe die Notenbank dazu drängte, sich ähnlich wie die Europäische Zentralbank einem Inflationsziel von zwei Prozent zu verschreiben, schwankt das Preisniveau unbeirrt um den Nullpunkt. Das für die Zielerreichung angepeilte Jahr 2017 dürfte verpasst werden.

So wird die Zentralbank weiter Staatsanleihen kaufen, in börsen gehandelte Fonds investieren und den Bankensektor mit billigem Geld versorgen. Dem Wirtschaftswachstum kann dies zwar zuträglich sein, wie diverse Studien zeigen. In einem Land aber, in dem die durchschnittliche private Sparquote in den vergangenen 20 Jahren von rund zehn auf unter zwei Prozent gesunken ist und in dem mittlerweile 40 Prozent der Arbeitsbevölkerung ohne Festanstellung ihr Geld verdienen, wird eine weitere Zunahme der Ungleichheit schmerzen. Das lässt auch für Europas Zukunft nichts Gutes hoffen.



Süßwaren als Luxus in einem Tokioter Edelkaufhaus