

Abkehr von ultralockerer Geldpolitik nicht in Sicht

Nach seinem deutlichen Wahlsieg im Oktober muss Japans Premierminister Shinzo Abe selbst eine wichtige Wahl treffen – die des nächsten Notenbankchefs. Die Amtszeit des amtierenden Präsidenten der Bank of Japan, Haruhiko Kuroda, endet im kommenden März. Unter Kuroda wurde der Ankauf von Staatsanleihen und Bonds massiv ausgeweitet. Nun stellt sich die Frage, wie es mit der Geldpolitik in Japan weitergeht. Gleichzeitig muss Abe die Vorhaben seiner neuen Amtszeit umsetzen. Dazu gehören, die Umsatzsteuer anzuheben und höhere Löhne für Japans Beschäftigte durchzusetzen.

Shinzo Abe erzielte am 22. Oktober einen beachtlichen Sieg: Er verteidigte nicht nur die Zweidrittelmehrheit seiner Regierungskoalition im politisch tonangebenden Unterhaus, sondern versetzte zudem mit den vorgezogenen Neuwahlen der sich neu formierenden Opposition einen heftigen Schlag. Nun kann Abe voraussichtlich bis 2021 durchregieren – zumindest wenn er im September 2018 zum Vorsitzenden der Liberaldemokratischen Partei wiedergewählt wird. Damit würde Abe zu Japans am längsten amtierenden Premierminister der Nachkriegszeit avancieren.

Einige Ziele seiner neuen Amtszeit hat Abe bereits formuliert. Dazu gehört der Plan, die Umsatzsteuer ab Oktober 2019 weiter von 8 auf 10 % zu erhöhen. Das Vorhaben ist politisch umstritten, denn die vorherige Steueranhebung im April 2014 löste eine Rezession aus. Statt wie ursprünglich geplant die erwarteten 5 Bio. JPY (38 Mrd. EUR) an Mehreinnahmen zum Schuldenabbau zu nutzen, will Abe nun die Hälfte des Geldes für Soziales ausgeben und unter anderem eine kostenfreie Kinderbetreuung für Drei- bis Fünfjährige finanzieren. Zudem erwägt die Regierung Subventionen für Unternehmen, die die Gehälter ihrer Angestellten anheben. Abe selbst warb öffentlich für das Ziel, die Löhne um 3 % zu erhöhen.

Das seit langem anvisierte Ziel eines ausgeglichenen Staatshaushalts wurde derweil erneut verschoben. Zuletzt hatte die Regierung die schwarze Null für das Fiskaljahr 2020 angestrebt. Seit dieses Vorhaben gekippt wurde, gibt es gar kein Zieldatum mehr. Stattdessen verfolgt Abe offensiv seinen Plan, die Wirtschaft durch öffentliche Ausgaben und eine lockere Geldpolitik weiter anzukurbeln. Wie die Geldpolitik in den nächsten Jahren konkret aussehen wird, entscheidet sich Anfang 2018, wenn Abe einen neuen Notenbankchef nominieren muss. Im März endet die Amtszeit von Haruhiko Kuroda.

Derzeit gehen viele Beobachter davon aus, dass der seit 2013 amtierende Kuroda den Posten erneut erhalten wird. Mehrfach hatte er die Märkte mit aggressiven Lockerungsschritten überrascht. Gleich nach seiner

Einsetzung weitete er die Wertpapierkäufe durch die Bank von Japan (BoJ) massiv aus. Anfang 2016 führte Kuroda dann Negativzinsen für Einlagen von Geschäftsbanken bei der Zentralbank ein, keine neun Monate später erweiterte er die Geldpolitik um die Kontrolle der Rendite zehnjähriger Staatsanleihen, die er bei 0 % verankerte.

Zwar hat Kuroda es geschafft, die anhaltende Deflation im Land zu durchbrechen. Doch von den angepeilten 2 % Inflation pro Jahr ist Kuroda weit entfernt. Zuletzt stiegen die Verbraucherpreise im September um 0,7 %. Da auch Abe das 2%-Ziel propagiert hat, könnte es ihm als politische Schwäche ausgelegt werden, wenn er Kurodas Vertrag verlängert. Gegen eine Wiederwahl Kurodas spricht auch, dass seit mehr als 50 Jahren kein japanischer Notenbankpräsident eine zweite Amtszeit angetreten hat.

Sollte sich Abe für einen neuen Notenbankchef entscheiden, muss das nicht unbedingt bedeuten, dass die geldpolitischen Zügel angezogen werden. Der Premier weiß, dass der von ihm geplante erneute Anstieg der Umsatzsteuer Japans Konjunktur einen schweren Rückschlag versetzen könnte. Solange die Staatsverschuldung bei rund 240 % des Bruttoinlandsprodukts verharrt, ist der Regierungschef auf Niedrigzinsen und Wirtschaftsexpansion angewiesen – und auf einen Notenbankchef, der seine Fiskalpolitik mitträgt.

Diese Aufgabe zumindest hat Kuroda bisher erfüllt. Um sein 2%-Ziel zu erreichen, steigerte er die Staatsanleihenkäufe auf jährlich 80 Bio. JPY (650 Mrd. EUR). Aktuell kauft die Notenbank Exchange-Traded Funds (ETFs) und Real-Estate-Investment-Trusts (REITs) im Umfang von 6 Bio. JPY bzw. 90 Mrd. JPY pro Jahr. Inzwischen hält die BoJ gut 40 % aller Staatsanleihen, dazu rund drei Viertel aller in Japan notierten ETFs und rund 4 % der börsengehandelten REITs.

Unabhängig davon, wer die Notenbank künftig führt, stellt sich die Frage, wie es mit diesen Wertpapierkäufen weitergehen soll. In den vergangenen vier Jahren reduzierten Japans Banken ihre Portfolios an japani-

29. November 2017

schen Staatsanleihen um rund 40 %. Ein weiterer Abbau ist unwahrscheinlich, schon weil die Finanzhäuser Staatsanleihen als Sicherheiten benötigen. Auch Pensionsfonds und Versicherungen haben bereits in ihren Portfolios umgeschichtet und ihre Bestände an japanischen Staatsanleihen reduziert. Wegen des sinkenden Bestandes wird die Notenbank ihre Staatsanleihekäufe über kurz oder lang verringern müssen.

Bei den ETF-Käufen liegt die Sache anders. Verglichen mit den japanischen Aktienmärkten, ist der Markt für börsengehandelte Fonds klein. Weitere Zukäufe durch die Notenbank ließen sich durch die Neuauflage von ETFs ermöglichen. Doch schon jetzt ist der Einfluss, den die Bank von Japan über ihre ETF-Käufe ausübt, beachtlich. Von November 2012 bis September 2017 pumpte sie mehr Geld in den ETF-Markt, als ausländische Investoren netto an den japanischen Aktienmärkten investierten, wie die Wirtschaftszeitung Nikkei Shimbun berichtete. Indirekt hält die Notenbank bereits jetzt mehr als 10 % aller Aktien von rund zwei Dutzend Großunternehmen.

Dabei stützt die Notenbank mit ihren Käufen die Stimmung am Markt – indem sie bevorzugt in Schwächephasen auf den Plan tritt und so Kursauschläge nach unten abfedert. Würde die BoJ ihre ETF-Käufe zurückfahren oder gar einstellen, hätte das ohne Zweifel Einfluss auf die Volatilität. Im REIT-Segment wirken sich die Notenbank-Interventionen ebenfalls aus. Anfang 2016 kam es hier zu deutlichen Kurszuwächsen, die

Beobachter mit den Käufen der BoJ in Zusammenhang brachten. Seither befindet sich der Markt allerdings in einer Korrekturphase: Die im weltweiten Vergleich hohen Bewertungen japanischer REITs schrecken viele Investoren ab.

Auf die Immobilienpreise in Tokio hat die Notenbank einen deutlicheren Einfluss – wenn auch indirekt über ihre Negativzinspolitik. Grundstücke im Einkaufsviertel Ginza verteuerten sich in den vergangenen vier Jahren um rund 50 %. Sie kosten inzwischen wieder mehr als zur Zeit der Preisblase Ende der 1980er-Jahre. Aus Sorge vor einem Rückschlag haben inländische REITs ihre Zukäufe zuletzt deutlich zurückgefahren. Dagegen engagieren sich ausländische Investoren weiterhin sehr intensiv – angelockt von den niedrigen Kreditzinsen, dem billigen japanischen Yen und den im internationalen Vergleich immer noch hohen Renditechancen.

Immerhin sind die Fundamentaldaten positiv: Seit sieben Quartalen wächst Japans Wirtschaft ununterbrochen, die Gewinne der börsennotierten Unternehmen sprudeln. Für das bis Ende März laufende Geschäftsjahr dürften sie erneut Rekordergebnisse ausweisen. Ein vorzeitiges Ende dieses Aufschwungs wird Abe nicht riskieren wollen, zumal er im September 2018 seine Wiederwahl als Parteichef bestehen muss. Selbst wenn sich der Premier im nächsten Frühjahr für einen neuen Notenbankchef entscheiden sollte – derzeit scheint wenig wahrscheinlich, dass dies die ultralockere Geldpolitik durch die BoJ durchschlagend verändern wird.

Metzler Asset Management

Metzler Asset Management GmbH
Untermainanlage 1
60329 Frankfurt am Main
Telefon (0 69) 21 04 - 5 32
Telefax (0 69) 21 04 - 13 50
asset_management@metzler.com
www.metzler.com

Rechtliche Hinweise

Diese Unterlage der Metzler Asset Management GmbH (nachfolgend zusammen mit den verbundenen Unternehmen im Sinne von §§ 15 ff. AktG „Metzler“ genannt) enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Metzler übernimmt jedoch keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Metzler behält sich unangekündigte Änderungen der in dieser Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Vorhersagen, Schätzungen und Prognosen vor und unterliegt keiner Verpflichtung, diese Unterlage zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise zu informieren, falls sich eine dieser Aussagen verändert hat oder unrichtig, unvollständig oder irreführend wird.

Ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler darf/dürfen diese Unterlage, davon gefertigte Kopien oder Teile davon nicht verändert, kopiert, vervielfältigt oder verteilt werden. Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklärt sich der Empfänger mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.

Ihr Ansprechpartner

Gerhard Wiesheu
Mitglied des Partnerkreises
B. Metzler seel. Sohn & Co. Holding AG
Telefon (0 69) 21 04 - 11 25
GWiesheu@metzler.com