

DEVISENWOCHEN

Blankoscheck für Abe und Kuroda

Von Jörg Rohmann *)

Börsen-Zeitung, 2.6.2015

Der Dollar ist gegenüber dem Yen auf den höchsten Stand seit Dezember 2002 gestiegen und hat viele Marktteilnehmer überrascht. Als Erklärung werden markttechnische Gründe genannt. Tatsächlich verbirgt sich dahinter die Aussicht auf neue geldpolitische Maßnahmen der japanischen Notenbank. Nach zweieinhalb Jahren Abenomics – ein Mix aus fiskal- und geldpolitischen Maßnahmen sowie Struktur-

Dollar in Yen



© Börsen-Zeitung Quelle: Thomson Reuters

reformen – fällt die Zwischenbilanz gemischt aus. Der Exportsektor konnte von der Yen-Abwertung deutlich profitieren. Sein Anteil ist von 29% am Bruttoinlandsprodukt auf 33% gestiegen. Auch die Gesamtwirtschaft ist nach der Wachstumsdelle durch die letztjährige Mehrwertsteuererhöhung wieder auf Kurs. Im ersten Quartal stieg die Wirtschaftsleistung um 2,4% Prozent im Jahresvergleich, und die Arbeitslosenquote hat mit 3,3% im April den niedrigsten Stand seit 1997 erreicht. Dennoch wird das wichtigste Ziel der Abenomics bisher verfehlt: eine nachhaltige Inflationsrate von 2%. Die Transformation der Wirtschaftserholung von export- zu konsumgetriebenem Wachstum bleibt hinter den Erwartungen zurück. Der angestrebte positive Nachfragezyklus, der durch die staatlich-geldpolitische Expansion das Lohnwachstum und letztendlich die Verbrauchernachfrage stimulieren soll, ist schwach ausgeprägt. Zwar stiegen im April die Haushaltseinkommen um 2% gegenüber dem Vorjahr, aber die Konsumenten geben trotzdem nicht mehr aus. Im April sanken sogar die Haushaltsausgaben im Vergleich zum Vorjahresmonat um 1,3%, gegenüber März um 5,5%.

Trotz Vollbeschäftigung ist seit März 2014 kein Wachstum bei den Haushaltsausgaben auszumachen. Der japanische Mittelstand ist durch die Mehrwertsteuererhöhung und teils drastische Importpreiszunahmen der vergangenen Jahre eben nicht ausgabefreudiger geworden, da die Löhne bisher nicht im gleichen Maße mitgezogen sind. Dementsprechend bewegt sich die von der Bank of Japan (BoJ) bevorzugte Inflationsmessgröße – die Kerninflation ohne Lebensmittelpreise – bei der jüngsten Veröffentlichung bei 0,3%. Der Ölpreisverfall seit Mitte 2014 trägt aufgrund des hohen Importbedarfs bei Energierohstoffen Japans ebenfalls zu dieser Entwicklung bei. In der Folge musste die japanische Zentralbank das Erreichen des Inflationsziels auf September 2016 verschieben.

Steigende Löhne in Japan

Dennoch zeigt man sich optimistisch, das Vorhaben im neuen Zeitrahmen zu realisieren. Als Begründung werden die Lohnzuwächse als zentraler Faktor für ein künftig höheres Preisniveau angeführt. Und tatsächlich stiegen die Löhne in 2014 um 2,2%. Goldman Sachs geht in diesem Jahr von etwa 2,5% Wachstum aus. Diese Annahme ist realistisch. Die japanischen Unternehmen haben in der abgelaufenen Quartalsaison die höchsten Profite seit dem Jahr 2006 eingefahren und werden aller Voraussicht nach die Arbeitnehmer partizipieren lassen.

Jedoch ist es nach den Erfahrungen der vergangenen Jahre äußerst zweifelhaft, ob dies ausreichen wird, das Konsumentenverhalten derart stark zu verändern, um 2% Inflation herbeizuführen. Vielmehr müssten Strukturreformen im Arbeits- und Finanzmarkt sowie Agrarsektor vorgenommen werden, die aber nur langsam vorankommen. Fiskalpolitisch bestehen kaum noch Möglichkeiten, da insbesondere ausländische Investoren und Partnerländer Druck ausüben, die Staatsfinanzen zu konsolidieren. Von daher dürfte die Geldpolitik mal wieder in die Bresche springen.

Freibrief des IWF

Unerwartet deutlich hat der Interna-

tionale Währungsfonds (IWF) kürzlich die Abwärtsrisiken für die japanische Wirtschaft hervorgehoben und die Einschätzung der Abenomics als zu optimistisch kritisiert.

Euro in Yen



© Börsen-Zeitung Quelle: Thomson Reuters

Vielmehr sollen die Abenomics in allen drei Bereichen vehement fortgesetzt und die Geldpolitik noch expansiver gestaltet werden. Offiziell zielt sich die BoJ neue geldpolitische Maßnahmen zu beschließen, aber inoffiziell dürfte man die Unterstützung des IWF sehr wohlwollend aufgenommen haben. De facto handelt es sich um einen Blankoscheck von höchster Instanz. Im weltweiten Verteilungskampf hat man uneingeschränkte Handlungsfreiheit erlangt. Der Markt geht davon aus, dass die BoJ auch entsprechend agieren wird. Der Yen ist nämlich nicht nur gegenüber dem Dollar, sondern auch gegenüber fast allen anderen Währungen zuletzt unter Druck geraten. Kurzfristig ist noch mit keinen Maßnahmen zu rechnen, da man das Risiko einer unkontrollierten Yen-Abwertung vermeiden will, aber der Inflationsbericht der BoJ im Oktober dürfte wie auch 2014 im Fokus stehen.

Dabei sollte nicht unterschätzt werden, dass persönliche Interessen eine wichtige Rolle spielen. Die politischen Schicksale von Premierminister Shinzo Abe und BoJ-Präsident Haruhiko Kuroda sind mit Erfolg und Misserfolg der Abenomics verbunden. Mit einer langsamen und risikobehafteten Transformation von export- zu konsumgetriebenem Wachstum werden die Akteure nicht scheuen, die geldpolitische Karte erneut zu spielen. Für den Yen bedeutet dies perspektivisch weiteres Abwertungspotenzial.

Schaut man auf die andere Seite des Pazifiks, so bereitet die US-Notenbank den Markt auf einen Zinsschritt in diesem Jahr vor. Zwar ha-

ben sich die US-Wirtschaftsdaten abgeschwächt und das BIP ging im ersten Quartal um 0,7% zurück, aber die Fed ist nahe an ihren geldpolitischen Zielen, die aus Vollbeschäftigung und einer Inflationsrate von 2% bestehen. Die Arbeitslosenquote liegt mit 5,4% kurz vor Erreichen der Vollbeschäftigungszone zwi-

schen 5 und 5,2%. Darüber hinaus bewegt sich die von der US-Notenbank bevorzugte Inflationsmessgröße – die Kerninflation – bei aktuell 1,35%.

Mit einer Bodenbildung bei den Rohstoffen und einem enger werdenden US-Arbeitsmarkt dürfte sich langsam Inflationsdruck bilden. Vor

diesem Hintergrund ist ein erster Zinsschritt der Fed einzuplanen. Der US-Dollar dürfte dieses Szenario mit Zugewinnen reflektieren.

.....
Jörg Rohmann ist Finanzmarktanalyst in Frankfurt.