

# Ein Bewertungsansatz der Geldpolitik der Bank of Japan unter Kuroda: Ist mit Ueda eine Normalisierung der Geldpolitik zu erwarten?

*Markus Heckel*

**An assessment of the Bank of Japan's monetary policy under Kuroda – Can we expect a normalization of monetary policy with the new central bank leader Ueda?**

*This article argues that the Bank of Japan's unconventional monetary policy under Kuroda Haruhiko had initially some success. The continuation and expansion of quantitative easing starting in the Shirakawa period had positive effects on inflation, GDP, government bond prices, and stock prices. These positive effects disappeared with the introduction of the negative interest rate policy and the yield curve control in 2016. The 2 percent inflation target set in 2013 proved to be a burden too high for the BOJ. But political reasons play a role here, which this article cannot assess conclusively.*

*Since April 2023, the Bank of Japan (BOJ) has a new governor in Ueda Kazuo. Ueda, a former professor at Tokyo University, has also gained experience in the BOJ and the Ministry of Finance in the past. Unlike his predecessor Kuroda, Ueda is considered largely apolitical and rather balanced regarding monetary policy. However, given the current state of the Japanese economy, it is unlikely that monetary policy will normalize in the near future. The BOJ and Ueda repeat that inflation must be »sustainable and stable« before interest rates can be raised stressing the important role of higher wages. There are indications that wage increases in the shunto negotiations could be above average in 2024. If wage hikes prove to be a long-term trend, and if inflation rises sustainably to levels of 2 percent and higher, the BOJ will also follow suit with interest rate hikes.*

## 1 Einführung<sup>1</sup>

Seit April 2023 hat die Bank of Japan (BOJ) mit Kazuo Ueda, ein ehemaliger Wirtschaftsprofessor der Universität Tōkyō, einen neuen Mann an der Spitze. Nach vielen Jahren der Negativzinsen und massiven Geldschwemme lautet die entscheidende Frage, ob die BOJ jetzt »endlich« ihre Zinsen erhöhen wird. Dieser Artikel argumentiert, dass hier Geduld gefragt ist. Im Gegensatz zu der hohen Inflation in Europa und den USA lag die Kerninflation in Japan im Jahr 2022 bei nur knapp über 2 Prozent – die Prognosen für die kommenden Jahre gehen sogar von noch niedrigeren Werten aus, d. h. die Voraussetzungen für Zinsanhebungen in diesem und nächsten Jahr sind eher als ungünstig zu bewerten. Weiterhin wird erläutert, inwiefern sich das Geldpolitikgremium unter Ueda verändert hat und welche Geldpolitikwechsel zu erwarten sind. Dieser Artikel argumentiert, dass die Geldpolitik kurzfristig unverändert bleiben wird, dass man langfristig in Abhängigkeit der wirtschaftlichen Entwicklung jedoch nach graduellen Anpassungen eine Normalisierung erwarten kann.

Dieser Aufsatz beinhaltet einen Überblick sowie eine kurze Bewertung der Geldpolitik von Uedas Vorgänger Haruhiko Kuroda. Hier ist die Frage, was für Maßnahmen Zentralbanken zu Zeiten einer »effektiven Untergrenze« (*effective lower bound*, ELB) der Zinsen eigentlich ergreifen können. Des Weiteren ist die Frage zu beachten, welche Nebeneffekte negative Zinsen haben. Dieser Aufsatz bezieht auch die Geldpolitik anderer Zentralbanken wie der amerikanischen (US Fed) sowie der Europäischen Zentralbank (EZB) mit ein.

## 2 Die Geldpolitik unter Kuroda

### 2.1 Geldpolitik unter ELB

Kuroda übernahm die BOJ im Jahr 2013, zu einem Zeitpunkt, an dem die Zinsen schon lange bei 0 Prozent lagen. Hier ist anzumerken, dass die Nullzinspolitik und später die seit 2016 eingeführte negative Zinspolitik besondere Herausforderungen für eine Zentralbank bedeuten, da Zinsen als geldpolitisches Instrumentarium weitestgehend ausfallen. Nicht nur die BOJ, sondern auch viele weitere Zentralbanken waren mit dem Problem einer ELB der Zinsen konfrontiert. ELB ist der Punkt, an dem weitere Senkungen der Zinsen keine Effekte mehr auf die Gesamtnachfrage

<sup>1</sup> Eine Kurzversion dieses Artikels erschien in der Zeitschrift *Japanmarkt* (Heckel 2023).

und das Wachstum haben oder sogar negative Auswirkungen, z. B. im Finanzsektor, auftreten können. Die ELB entwickelte sich von einer theoretischen Kuriosität zur Normalität bis hin zu einem der bestimmendsten Merkmale modernen Zentralbankwesens. ELB hat sich zu einer der größten Herausforderungen für Zentralbanken entwickelt und so mussten sie neue Strategien und Konzepte entwickeln. Da Zinsen nicht weiter gesenkt werden können, steigt die Bedeutung von Offenmarktoperationen, um Geschäftsbanken mit Liquidität zu versorgen. ELB kann mit wirtschaftlichen Risiken verbunden sein, da die Wirksamkeit der Geldpolitik eingeschränkt ist (Ikeda et al. 2022). Inflationserwartungen können verringert werden, was den Zentralbanken die Kontrolle über die Inflation erschwert (Hills et al. 2019). Weiterhin kann eine ELB rezessive Auswirkungen auf die Wirtschaft haben (Jacquinet et al. 2022).

## 2.2 Negativzinspolitik

Die ELB liegt normalerweise bei null oder etwas höher als null. Dennoch haben einige Zentralbanken negative Zinsen eingeführt. Negativzinspolitik wurde ein besonderes Thema, als die EZB im Juni 2014 die Einlagefazilität (*deposit facility*) erstmalig in den negativen Bereich manövrierte. Weitere Zentralbanken in Europa folgten, die Dänische Nationalbank<sup>2</sup>, die Schwedische Riksbank sowie die Schweizerische Nationalbank. Die BOJ lenkte ab 2016 die Zinsen in den negativen Bereich, der aber mit einem Level von minus 0,1 Prozent auf bestimmte von Geschäftsbanken hinterlegte Reserven unter dem Niveau der Zentralbanken in Europa blieb (Heckel 2019). In Kapitel 4.2 bespricht dieser Artikel einige potenzielle Nebeneffekte dieser Politik.

## 2.3 Ein Bewertungsansatz von Kurodas Geldpolitik

Insgesamt wird die Geldpolitik von Kuroda, der seit 2013 Chef der BOJ war, sehr kontrovers diskutiert. Zum einen agierte die BOJ unter Kuroda überaus einfallreich und hat viele neue Instrumente ausprobiert. Dazu zählen die 2013 eingeführte quantitative und qualitative Lockerungspolitik (Quantitative and Qualitative Easing, QQE), massive Stimulierungsmaßnahmen mit vielen Ankaufprogrammen – manchmal auch als »Bazooka« bezeichnet, die im Januar 2016 eingeführte Negativ-

<sup>2</sup> Hier ist anzumerken, dass die Dänische Nationalbank die Zinsen schon einmal im Jahr 2012 für einen kurzen Zeitraum in den negativen Bereich senkte.

zinspolitik sowie die ab September 2016 geltende Kontrolle der 10-jährigen japanischen Staatsanleihen (Yield Curve Control, YCC). Auf der anderen Seite gab gerade diese aggressive Geldpolitik immer wieder Anlass zur Kritik.

Was aber vor allem in Erinnerung bleibt, ist, dass es die BOJ nicht geschafft hat, die 2 Prozent Inflation zu erreichen – ein Ziel, das die Kuroda-BOJ so vehement verfolgte. In Kurodas erstem Policy Board Meeting im April 2013 hat das Geldpolitikgremium das Ziel formuliert, 2 Prozent Inflation zum frühestmöglichen Termin – aber innerhalb der ersten zwei Jahre – zu generieren (BOJ 04.04.2013). Dieser Plan musste aber wegen Misserfolgs immer wieder aufgeschoben werden.<sup>3</sup>

Im Bereich der Zentralbankkommunikation agierte die BOJ unter Kuroda und seinem Vizegouverneur Kikuo Iwata überaus vehement und selbstbewusst in ihren Aussagen. Mehrmals versuchte Kuroda die berühmte »whatever it takes«-Rede von Mario Draghi<sup>4</sup> zu kopieren. So erklärte er z. B. 2019, dass die BOJ bereit ist, alle möglichen Maßnahmen zu ergreifen, um die Deflationserscheinungen in der japanischen Wirtschaft zu überwinden (Moss 12.06.2019) – nur blieb im Gegensatz zum ehemaligen EZB-Präsidenten der Erfolg aus. Man könnte versucht sein zu argumentieren, dass die Bemühungen der BOJ nicht ausgereicht haben und einfach die Geldschwemme der quantitativen Lockerungspolitik hätte erhöht werden müssen. Wahrscheinlicher ist jedoch, dass in der gegenwärtigen Situation Japans Geldpolitik wenig bewirken kann. So hat sich zwar die monetäre Basis stark erhöht, was aber wenig Auswirkungen auf die Inflation hatte. Das heißt, dass das Geld nicht in der realen Wirtschaft landete, denn anstatt Investitionen und Konsum anzukurbeln, haben Banken das Geld vielmehr bei der Zentralbank »geparkt«, wo es seinen Nutzen für die reale Wirtschaft verliert (Heckel und Waldenberger 2023).

Das Problem war, dass die Märkte der BOJ nicht geglaubt haben. Die Ziele der BOJ waren unglaubwürdig und unrealistisch. In der japanischen Gesellschaft hat sich ein gewisser »deflationary mindset« etabliert, den die BOJ mit einer aggressiven Geldpolitik und Kommunikation vergeblich zu überwinden versuchte. Im Endeffekt scheiterte die BOJ mit dem 2-Prozent-Inflationsziel, was aber weniger an der falschen Geldpolitik lag, sondern vielmehr an der zu ehrgeizigen Zielvorstellung.

<sup>3</sup> Nach Waldenberger (2022) stieg der Konsumentenpreisindex zwischen 2012 und 2020 nur um 0,8 Prozent.

<sup>4</sup> In der »Eurokrise« stiegen die langfristigen Zinsen in Krisenländern wie Spanien, Portugal und vor allem Griechenland. Um einen drohenden Bankrott und damit einen drohenden Grexit zu vermeiden, sagte Draghi in seinem berühmten Vortrag in London, dass die EZB »zu wirklich allem bereit sei, um den Euro zu retten« (Draghi 26.07.2012). Die Märkte glaubten Draghi und die Zinsen in Griechenland und anderen Krisenländern begannen zu sinken. Diese Rede gilt als prägnantes Beispiel einer erfolgreichen Zentralbankkommunikation.

Eine Anpassung bzw. etwas flexiblere Gestaltung der geldpolitischen Ziele hätten geholfen, die Glaubwürdigkeit der Bank zu erhöhen.

Zum Ende von Kurodas Amtszeit fiel die BOJ dadurch auf, dass sie entgegen den Erwartungen der Finanzmärkte agierte. Die Märkte glaubten, dass aufgrund der starken Zinsanpassungen der US Fed und der EZB auch die BOJ die Zinsen anheben würde (Katz 21.12.2022). Die BOJ sah sich gezwungen, auf den Marktdruck zu reagieren und hob im Dezember 2022 die Bandbreite der YCC von 0,25 auf 0,5 Prozent, um kurzfristige Schwankungen auszugleichen. Aber es ging nicht um eine Zinssteigerung oder eine restriktivere Geldpolitik – das Ziel, die 10-jährigen Staatsanleihen bei 0 Prozent zu belassen, bestand weiterhin. Die BOJ entschied sich, die Flexibilität der Kontrolle der langfristigen Zinsen zu erhöhen. De facto wurden noch mehr Staatsanleihen gekauft, um den Zinssatz der 10-jährigen JGB möglichst bei nahe 0 Prozent zu belassen.<sup>5</sup> Es ist nicht optimal, wenn sich eine Zentralbank gegen die Märkte stellt bzw. sich gezwungen fühlt zu handeln. Hier spielt Zentralbankkommunikation eine große Rolle, um solche Situationen zu vermeiden bzw. negative Effekte zu minimieren.

Obwohl die Geldpolitik unter Kuroda aufgrund der vielen verschiedenen Maßnahmen als sehr komplex erscheint, zeigen Heckel und Nishimura (2022), dass dies nicht der Fall war. Vielmehr zeigt eine Analyse auf Basis von Offenmarktoperationen, dass die Phase von Kurodas Vorgänger Masaaki Shirakawa, der von 2008 bis 2013 als Gouverneur agierte und dessen Zeit sowohl von der globalen Finanzkrise 2007 bis 2009 als auch von der Dreifachkatastrophe in Fukushima geprägt war, in Bezug auf Geldpolitik weitaus komplexer war. Es erscheint auch, dass Kuroda – zumindest im Fall der Negativzinspolitik – sehr stark auf Überraschungseffekte gesetzt hat, da diese Änderungen nicht oder nur unzureichend angekündigt wurden.

Eine Analyse zur Effizienz der Geldpolitik kommt zu dem Ergebnis, dass die oben genannte Nullzinspolitik und YCC keine nennenswerten Effekte auf Wirtschaftswachstum, Inflation und Aktienpreise hatten (Heckel et al. 2022). Diese Ergebnisse stimmen mit Harada und Okimoto (2021) überein, die zeigten, dass die Exchange Traded Funds (ETF) Ankäufe der BOJ (ein Teil der unkonventionellen Geldpolitik (*unconventional monetary policy*, UMP)) nach der Einführung der YCC einen viel schwächeren Einfluss auf die Aktienkurse hatten. Ito (2021) argumentiert ebenso, dass positive Effekte nur von kurzer Dauer waren. Diese Ergebnisse finden insofern eine gewisse Unterstützung in der Theorie der säkularen Stagnation, als

<sup>5</sup> Dennoch konnte die BOJ Marktverzerrungen nicht vermeiden, da die Staatsanleihen mit einer 8- und 9-jährigen Laufzeit zeitweise über die der 10-jährigen stiegen, da die BOJ hauptsächlich 10-jährige Staatsanleihen kauft.

dass die Negativzinspolitik bei der Ankurbelung der Produktion als ineffizient angesehen werden (Di Bucchianico 2021; Summers 2015).

Im Gegensatz dazu finden sich positive Effekte der expansiven Geldpolitik während des Zeitraums von 2008 bis 2016. Diese Zeit wurde von zwei Gouverneuren geprägt: Shirakawa (2008–2013) und Kuroda (2013–2016). Die QQE mit den massiven Ankaufprogrammen hatte eine positive Wirkung sowohl auf das reale Wirtschaftswachstum und Inflation als auch auf die Aktienpreise (Heckel et al. 2022).

## 2.4 Kurodas Vermächtnis

Wie oben beschrieben ist die Normalisierung der Geldpolitik in Japan unter den gegebenen Umständen eine Herkules-Aufgabe. Es mag als wünschenswert erscheinen, möglichst schnell aus der Negativzinspolitik auszusteigen und das Zinsniveau zu normalisieren. Das Problem hierbei ist, dass eine zu schnelle Normalisierung negative Effekte auf die Wirtschaft haben kann. Daraus resultiert die Frage, warum sich Inflation in Japan so schwer generieren lässt. Selbst inmitten des jüngsten weltweiten Anstiegs der Inflation ist der Inflationsdruck in Japan vergleichsweise gering geblieben. Gründe für die niedrige Inflation lassen sich auf zwei Hauptfaktoren zurückführen: eine schrumpfende und alternde Bevölkerung sowie ein Arbeitsmarktumfeld, in dem Arbeitnehmer eine vergleichsweise schwache Verhandlungsposition haben (Heckel und Waldenberger 2023).

Auch wenn die Inflation in Japan seit 2022 gestiegen ist, sind es doch vor allem äußere Faktoren wie schwankende Energie- und Nahrungsmittelpreise (Katz 06.09.2022). Das richtige Timing für einen Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik zu finden, verlangt eine herausragende Einschätzung der Wirtschaftsentwicklung, viel Fingerspitzengefühl und sehr gute Kommunikationsfähigkeiten der Zentralbank.

## 3 Der neue Zentralbankchef Kazuo Ueda

### 3.1 Auf der Suche nach einem Nachfolger

Nach über zehn Jahren – die längste Amtszeit aller bisherigen Gouverneure der BOJ – endete im April dieses Jahres die Dienstzeit von Kuroda. Kurz bevor die Amtszeit auslief, wurden in den Medien viele potenzielle Nachfolger gehandelt. Als Favorit galt Masayoshi Amamiya, der vorherige Vize-Gouverneur. In gewisser Weise wäre

Amamiya ein Gouverneur gewesen, welcher die bisherige Geldpolitik von Kuroda weitergeführt hätte und unter dem eine schnelle Normalisierung unwahrscheinlich gewesen wäre. Weitere Kandidaten wie Hiroshi Nakasō und Hirohide Yamaguchi waren ebenfalls ehemalige stellvertretende Gouverneure der BOJ (*TJN* 06.02.2023). Die endgültige Entscheidung gegen Amamiya und für Ueda war für viele BOJ-Watcher eine Überraschung (*TJT* 11.02.2023).

Über Gründe, warum sich andere Kandidaten gegen Ueda nicht durchgesetzt haben, kann nur spekuliert werden. In Fachkreisen wird jedoch gemunkelt, dass im Gegensatz zur z. B. EZB oder US Fed die Spitzenposition der BOJ nicht besonders populär unter den geeigneten Kandidaten ist. Es kann daher nicht ausgeschlossen werden, dass andere Kandidaten zuvor abgesagt haben. Das Auswahlverfahren schien geheim gehalten worden zu sein (»Nachrichtensperre«) und nur der engste Kreis von Vertrauten des Ministerpräsidenten Fumio Kishida wusste über die endgültige Entscheidung Bescheid (*FT* 12.02.2023). Kishidas Entscheidung hin zu Ueda kann als Wunsch interpretiert werden, das »Erbe« der Abenomics abzulegen und somit mittelfristig eine Normalisierung der Geldpolitik anzustreben.

### 3.2 Der neue Zentralbankchef

Kazuo Ueda ist seit der Nachkriegszeit der erste Professor, der bis an die Topposition der BOJ aufgestiegen ist. Damit wird die Tradition der sich abwechselnden Gouverneure aus der BOJ und dem Finanzministerium (Ministry of Finance, MOF) durchbrochen, die sich selbst nach Revision des Zentralbankgesetzes 1998 nicht vollständig hat auflösen können.

Ueda erlangte seinen Doktorgrad in Wirtschaftswissenschaften am Massachusetts Institute of Technology. Als sein Betreuer agierte der ehemalige stellvertretende Vorsitzende der US Fed Stanley Fischer, der das Zentralbankwesen und die Zentralbanksysteme in den USA und international entscheidend mitgeprägt hat. Seine internationale Tragweite vertiefte Fischer, indem er sowohl Ben Bernanke (Chef der US Fed von 2006 bis 2014) als auch Mario Draghi (Präsident der EZB von 2011 bis 2019) beratend zur Seite stand. Interessant wird sein, ob Ueda von Fischer diese international ausgeprägte Sichtweise vererbt bekommen hat. Zusätzlich ist noch anzumerken, dass Ueda, obwohl nur kurz, zwischen 1985 und 1987 als Senior Economist am Institute of Fiscal and Monetary Policy des MOFs tätig war – dies ist interessant im Sinne der historischen Rivalität zwischen der BOJ und dem MOF. Auf der anderen Seite macht ihn das zu einer neutralen Person, die alle Aspekte Wissenschaft, Bürokratie und Politik miteinander vereint.

Obwohl Ueda somit kein »Insider« der BOJ ist, ist er kein kompletter Neueinsteiger. Er agierte von 1998 bis 2005 als Mitglied im Geldpolitikgremium der BOJ – d. h. seine Dienstzeit wurde 2000 verlängert und er war länger im Board als die normale Zeit von fünf Jahren, was ungewöhnlich ist und für seine wichtige Rolle im Board spricht. Bemerkenswert ist, dass er im August 2000 zusammen mit Nobuyuki Nakahara gegen die Auflösung der Nullzinspolitik stimmte und sich somit gegen den damaligen Gouverneur Masaru Hayami stellte. Er sah die Zinsanhebung als zu verfrüht an. Da die Auflösung später oft als politischer Fehler der BOJ eingestuft wurde, bewies Ueda schon damals ein gewisses Maß an Unabhängigkeit sowie eine richtige Einschätzung von Wirtschaftsentwicklungen. Ueda gilt als überaus vorsichtig und als jemand, der sich allein auf Fakten und Daten verlässt. Er ist führender Wegbereiter und Unterstützer des »Forward Guidance«, eine Politikmaßnahme der Zentralbank, die Informationen über die zukünftige Geldpolitik direkt kommuniziert. Ihr Zweck ist es, die Zinserwartungen zu beeinflussen (Hayakawa 2023).

Ueda gehört keinem der geldpolitischen Lager an, in denen man die Protagonisten etwas simplifiziert zwischen »Tauben« (exzessive Geldpolitik) oder »Falken« (restriktive Geldpolitik) unterscheidet. Er gehört auch nicht zu den sogenannten »Reflationisten«, die eine Ausweitung der unkonventionellen Geldpolitik fordern. Ebenso wenig wird Ueda einen schnellstmöglichen Ausstieg aus QQE anstreben. Vielmehr wird er auf Basis der wirtschaftlichen Entwicklung den geeigneten Moment abwarten, die Geldpolitik zu normalisieren. In Anlehnung an Christine Lagarde, Präsidentin der EZB, bezeichnet man ihn gelegentlich als »weise Eule« (Loo and Naidu 2023).

### 3.3 Die Vize-Gouverneure Uchida und Himino

Komplementiert wird die BOJ-Führung mit den zwei stellvertretenden Gouverneuren Shinichi Uchida und Ryōzō Himino. Uchida hat seine gesamte Karriere bei der BOJ verbracht und hatte vor seiner Nominierung im März 2023 die Position als Executive Director inne. Er war viele Jahre im »Monetary Affairs Department« tätig, die für die Ausarbeitung der Geldpolitik zuständig ist, und gilt zusammen mit Amamiya als einer der führenden Architekten der geldpolitischen Lockerungsprogramme einerseits und die Negativzinspolitik und YCC andererseits (Otsuka 10.04.2022). Im Gegensatz zu Uchida hat Himino seine Karriere hauptsächlich im MOF verbracht. Er ist ein erfahrener Finanzregulierer und leitete zuletzt die Financial Services Agency (FSA). Himino agierte zusätzlich als Generalsekretär des Bas-

ler Ausschusses für Bankenaufsicht und ist Mitglied des Financial Stability Board der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ). Während Uchida hauptsächlich für Geldpolitik und Preisstabilität zuständig ist, ist die Finanzstabilität Himinos Expertise (Reuters 24.02.2023).

### 3.4 Politische Ausrichtung der Bank of Japan

Es gibt einen großen Wandel in der Zusammensetzung des Geldpolitikgremiums. Mit Kuroda und seinem Stellvertreter Amamiya war die Ausrichtung der BOJ sehr politisch, was auch mit engen Kontakten zur Politik einherging. Geldpolitik war einer der »Pfeile«, wenn nicht gar der wichtigste »Pfeil« der Abenomics.<sup>6</sup> Im Gegensatz zu Kuroda und Amamiya wird Ueda keine enge Verbindung zu den Abenomics des ehemaligen Ministerpräsidenten Shinzō Abe nachgesagt. Deputy Amamiya war auch sehr stark in der Ausgestaltung der Negativzinspolitik und YCC involviert (Baba et al. 17.11.2022). Mit Ueda, Uchida und Himino ist die aktuelle 3-er-Führungsrunde der BOJ als unpolitisch einzuschätzen und gilt als sehr ausgewogen. Diese Begebenheit wird es für die Bank einfacher machen, die Geldpolitik zu normalisieren.

## 4 Die Geldpolitik der »neuen« Bank of Japan

### 4.1 Wann steigen die Zinsen?

Im Gegensatz zu Kuroda sind bei Ueda plötzliche geldpolitische Entscheidungen oder Überraschungen wie Negativzinspolitik oder YCC unwahrscheinlich. Vielmehr sollte davon ausgegangen werden, dass Ueda eine verbesserte Zentralbankkommunikation mit den Märkten, der Öffentlichkeit und den Medien anstreben wird und damit die Märkte auf einen zukünftigen Ausstieg aus der exzessiven Geldpolitik inklusive Zinsanstiegen ausreichend vorbereitet.

Ueda äußerte sich in der Vergangenheit auch kritisch in Bezug auf die Effektivität von quantitativer Lockerungspolitik und gegenüber einer Geldpolitik, die Anleiherenditen stark reguliert (Hayakawa 2023). Viele Analysten prognostizierten daher nach Uedas Ernennung, dass die BOJ die umstrittene YCC möglichst schnell

<sup>6</sup> Siehe z. B. den Beitrag von Waldenberger (2022) für einen Überblick der Wirtschaft unter »Abenomics«.

beenden wird. Nach den ersten sechs Monaten im Amt gibt es bisher nur wenige Hinweise auf einen schnellen Politikwechsel. Zumindest hält er aber durch eine flexiblere Handhabung der YCC die Hoffnung auf eine künftige Überarbeitung oder völlige Auflösung dieser Politik aufrecht. Im Juli hat die BOJ nämlich ihre Politik zur Steuerung der Renditekurve flexibler gestaltet und die Obergrenze für die langfristigen Zinssätze abgeschwächt. Die Rendite 10-jähriger Staatsanleihen darf weiterhin um 0,5 Prozentpunkte nach oben und unten um das 0-Prozent-Ziel fluktuieren. Neu ist, dass es sich jetzt um »Referenzen« und nicht mehr um »starre Grenzen« handelt. Die BOJ erklärte, dass sie nun einen Anstieg der 10-jährigen JGB auf bis zu 1 Prozent toleriert (BOJ 28.07.2023b). In der Tat befand sich die Rendite der 10-jährigen Staatsanleihen im Oktober 2023 bei über 0,8 Prozent. Diese neue Flexibilität deutet darauf hin, dass die BOJ nach Wegen sucht, sukzessive aus der YCC auszusteigen.

Ueda warnt davor, die Zinssätze voreilig anzuheben, nur weil die Inflation kurzfristig über 2 Prozent liegt. Diese vorsichtige Haltung hat sich bis heute nicht geändert. Ueda und seine Kollegen im Geldpolitikgremium der BOJ wiederholen, dass sich die gegenwärtige Inflation von mehr als 2 Prozent in Japan nur mit vorübergehenden Faktoren, wie stark schwankenden Energie- und Nahrungsmittelpreisen, begründen lässt. Es würde vielmehr der Wirtschaft schaden, falls die Zinsen verfrüht erhöht würden. Gleichzeitig gibt Ueda aber zu bedenken, dass eine zu lange Phase von Niedrigzinspolitik mit potentiellen Nebeneffekten verbunden sein könne (Ueda 25.09.2023).

Die Prognosen aus dem Outlook for Economic Activity and Prices (*Outlook Report*) der BOJ vom Juli 2023 über das Bruttoinlandsprodukt (BIP) und die Inflation deuten nicht darauf hin, dass in Kürze Zinserhöhungen zu erwarten sind, da schon ab dem kommenden Jahr eine Inflation von unter 2 Prozent prognostiziert wird (2,5 Prozent für das Geschäftsjahr 2023; 1,9 Prozent für das Geschäftsjahr 2024 und 1,6 Prozent für das Geschäftsjahr 2025). Die Aussichten für die reale BIP-Wachstumsrate fallen mit Werten von nur wenig mehr als 1 Prozent und sinkenden Tendenzen auch nicht viel optimistischer aus (1,3 Prozent für das Geschäftsjahr 2023; 1,2 Prozent für das Geschäftsjahr 2024 und 1,0 Prozent für das Geschäftsjahr 2025) (BOJ 2023). Wichtig ist jedoch anzumerken, dass das wirtschaftliche Wachstum des Landes über seinem Potenzial liegt, da die derzeitige Potenzialwachstumsrate Japans zwischen 0 und 0,5 Prozent geschätzt wird (Tamura 30.08.2023).

Die BOJ betont in den Geldpolitiksitzungen und Reden ihrer Ratsmitglieder immer wieder, dass die Inflation nachhaltig und stabil sein müsse, bevor die Zinsen angehoben werden können. Das Ziel einer nachhaltigen Inflation ist im September

2023 noch nicht erreicht (BOJ 22.09.2023). Wie die Daten oben zeigen, ist es schwer vorstellbar, dass Ueda von dieser Sichtweise abweichen wird, besonders solange »extrem große Unsicherheiten« in den Wirtschafts- und Inflationsentwicklungen bestehen. Damit ein Zustand einer nachhaltigen und stabilen Inflation eintritt, müssen Unternehmen die Löhne substanziell anheben. Die Beteiligung der Regierung an den *shuntō*-Verhandlungen (die jährlich im Frühjahr stattfindenden Tarifverhandlungen zwischen Arbeitgebern und Gewerkschaften) ist Teil der Politik des »neuen Kapitalismus« von Kishida. Der öffentliche sowie der private Sektor sollen eine »*social attitude*« für Lohnerhöhungen kultivieren – eine besondere Stellung kommt hierbei der Erhöhung des Mindestlohns zu (JILPT 2022).

Was die Lohnentwicklungen angeht, gibt es durchaus optimistische Stimmen im Geldpolitikgremium. So äußert sich Takata (06.09.2023) in einem Vortrag in Yamaguchi am 6. September folgendermaßen:

My own view on the current situation of Japan's economy is that we are finally beginning to see the green shoots of progress toward achieving the two percent price stability target. It is possible that Japan has reached an inflection point, where there might be a shift in the deeply-entrenched norm that wages and prices do not rise. Looking ahead, the point at issue will be realizing a virtuous cycle of improvements in corporate profits and continued wage hikes in response to price increases.

Er argumentiert, dass es in der letzten Zeit einen »big push« in der Preis- und Lohngestaltung der Unternehmen gegeben hat, sodass die »Deflationsspirale« überwunden werden könnte. Dieser »big push« beinhaltet zwei wesentliche Tendenzen. Im ersten Schritt werden die durch höhere Rohstoffpreise gestiegenen Kosten der Unternehmen auf die Warenpreise übertragen. Im zweiten Schritt folgen dann die Tarifverhandlungen. In den Lohnverhandlungen vom April 2023 wurde ein Lohnanstieg von 3,6 Prozent erreicht – der höchste Wert seit Beginn der 1990er-Jahre (Takata 06.09.2023). Es gibt daher Tendenzen, dass sich die traditionell geringe Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer in Japan (Heckel und Waldenberger 2023) verbessert. Sollten die Löhne durch erhöhten Lohndruck dauerhaft auf ein höheres Niveau steigen und die erhöhten Kosten der Unternehmen auf Waren- und Dienstleistungspreise umgewälzt werden und dadurch Inflation generiert werden können, wären auch höhere Zinsen in Japan denkbar. Die Bank (BOJ 28.07.2023a) betont die Wichtigkeit von Lohnsteigerungen als »Schlüsselfaktor« und untermauert ihre Bemühungen, diese mit der Weiterführung von lockerer Geldpolitik zu unterstützen.

Der Tankan Report der BOJ vom Juni 2023 (Short-Term Economic Survey of Enterprises in Japan) unterstützt diese Argumentation und zeigt, dass der Diffusi-

onsindex (DI) für die Erzeugerpreise seit neun aufeinanderfolgenden Quartalen positiv ist. Dies deutet auf die anhaltenden Bemühungen der Unternehmen hin, höhere Kosten auf die Verkaufspreise umzulegen (Nakamura 31.08.2023). Diese Entwicklungen müssen jedoch längerfristig ausfallen, bevor Zinsanstiege als nachhaltig eingestuft werden können. Es gibt aber bereits positive Tendenzen. Die BOJ berichtet, dass eine beträchtliche Anzahl von Firmen höhere Löhne für das Fiskaljahr 2024 in Betracht ziehen oder teilweise sogar schon beschlossen haben (BOJ 28.07.2023a; Nakamura 31.08.2023).

## 4.2 Warum sollten Zentralbanken negative Zinsen auflösen?

Um zu verstehen, warum die Debatte nach einer Normalisierung – einschließlich der Beendigung der negativen bzw. Nullzinspolitik – der Geldpolitik so prominent in den Medien geführt wird, müssen die Auswirkungen dieser Politik analysiert werden. Ein Argument ist, dass negative Zinsen starke Nebeneffekte haben. Sie können unerwünschte Verteilungseffekte – von arm zu reich – haben. David Miles, ehemaliges Mitglied im Geldpolitikgremium der Bank of England, merkt an, dass jegliche Geldpolitik Verteilungseffekte hat (Miles 01.03.2012) – bei negativen Zinsen sind diese jedoch deutlich erhöht. Hinzu kommt, dass sich Bankprofite verringern können und Banken dann ein erhöhtes Risiko eingehen müssen, um Profite zu sichern.<sup>7</sup> Zuletzt macht es in einem negativen Zinsumfeld weniger Sinn zu sparen, da der Geldwert abnimmt – ganz im Gegenteil, es ist sogar ökonomisch rational, sich zu verschulden.

Sollten negative Zinsen zu hoch ausfallen, droht ein »Banken-Run« und die Wirtschaft könnte zusammenbrechen. Insgesamt kann man festhalten, dass für einen kurzen Zeitraum negative Zinsen ein durchaus denkbares Instrumentarium sind – aber tendenziell ungeeignet für einen langen Zeitraum. In Japan sind es seit Januar 2016 nun knapp acht Jahre mit einer negativen Rate für den kurzfristigen Zins, was zeigt, wie schwierig es ist, aus diesem Umfeld wieder auszusteigen.<sup>8</sup>

Hinzu kommt noch, dass sich mit der *Abenomics* Geldpolitik und Fiskalpolitik in Japan gefährlich vermischt haben. Langfristig könnte so eine Situation zu einer fiskalischen Dominanz (die Fiskalpolitik bestimmt die Geldpolitik) führen. In der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur der 1970er- bis 1990er-Jahre war die Forderung nach einer unabhängigen Zentralbank ein essenzieller Bestandteil

<sup>7</sup> Siehe u. a. die Diskussionen in Eisenschmidt und Smets (2019) und Eggertsson et al. (2019).

<sup>8</sup> Die Negativzinspolitik der EZB dauerte von Juni 2014 bis Juli 2022.

erfolgreicher Wirtschaftspolitik, da so ein besseres Inflationsergebnis zu erwarten sei.<sup>9</sup> In der neueren Zeit und vor allem seit dem vermehrten Auftreten von Krisen wie z. B. der Covid-19-Pandemie, die schnelle Reaktionen aus der Politik verlangen, beginnt dieses Prinzip der unabhängigen Zentralbanken zu bröckeln. Vor allem Akteure in der Politik scheinen von ihnen stärker abhängige Zentralbanken zu präferieren, und im Ergebnis vermischen sich Geldpolitik und Fiskalpolitik immer mehr. Japan ist dabei ein besonderer Fall, wo die BOJ einen sehr hohen Anteil der Staatsschulden finanziert (Rövekamp 2022) und 52 Prozent der Staatsanleihen hält (MOF 2023).

### 4.3 Zinsentwicklungen im europäischen und amerikanischen Raum

Aufgrund der hohen Inflationsentwicklungen sowohl in Europa als auch in Amerika haben sowohl die europäische als auch die amerikanische Notenbank die Zinsen seit dem letzten Jahr stark erhöht. Die EZB hat in zehn aufeinanderfolgenden Schritten seit Juli 2022 den Leitzins von 0 auf 4,5 Prozent angehoben. Trotz dieser drastischen Zinserhöhungen bleibt die Inflation auf einem hohen Niveau. In Europa lag die Inflationsrate (Harmonisierter Verbraucherpreisindex, HVPI) im August bei 5,2 Prozent (Eurostat 2023). Damit ist die Inflation im Vergleich zum letzten Jahr rückläufig, was sich aber vor allem durch gefallene Energiepreise begründen lässt. Die Inflation ist aber immer noch weit höher als das anvisierte Inflationsziel von 2 Prozent. Ähnlich sieht die Situation in Nordamerika aus. Die amerikanische Zentralbank hat den Leitzins auf eine Spanne von 5,25 bis 5,5 Prozent angehoben (Stand September 2023). Die Kerninflation YoY lag im August 2023 auf einem Niveau von 4,4 Prozent.<sup>10</sup> Diese Entwicklungen in Europa und den USA üben Druck auf die BOJ aus. Der momentane Rückgang der japanischen Währung lässt sich u. a. mit den Zinsunterschieden zwischen den Regionen begründen – die Korrelation zwischen den Zinsunterschieden und dem Yen-Dollar-Wechselkurs betrug 97 Prozent zwischen Juli 2021 und Januar 2023 (Katz 21.01.2023). Durch den schwachen Yen werden Importe für Japan immer teurer, was z. B. durch gestiegene Nahrungsmittelpreise negative Auswirkungen auf die Wirtschaft hat.

<sup>9</sup> Siehe u. a. die Diskussionen in Alesina (1988), Barro und Gordon (1983), Kydland und Prescott (1977), Rogoff (1985) und Waller und Walsh (1996).

<sup>10</sup> Die Daten sind einsehbar unter <https://fred.stlouisfed.org/>

## 5 Fazit

Dieser Artikel hat gezeigt, dass die unkonventionelle Geldpolitik der BOJ unter Kuroda (und Shirakawa) anfänglich Erfolge aufwies. Die erfolgreiche Weiterführung und Erweiterung der quantitativen Lockerungspolitik aus der Shirakawa-BOJ-Zeit hatte positive Effekte auf Inflation, BIP und Aktienpreise. Diese positiven Effekte verschwanden ab 2016 mit der Einführung der Negativzinspolitik und der YCC. Das hartnäckige Beibehalten des 2-Prozent-Inflationsziels erwies sich dabei als nicht sehr hilfreich. Aber hier spielen politische Gründe eine Rolle, die dieser Artikel nicht abschließend bewerten kann. Mit Ueda hat die BOJ seit April 2023 einen neuen Zentralbankchef, der hauptsächlich als Professor tätig war, aber in der Vergangenheit auch Erfahrungen in der BOJ und dem MOF gesammelt hat. Er gilt im Gegensatz zu seinem Vorgänger Kuroda als weitestgehend unpolitisch und scheint somit politischen Druck absorbieren zu können, sollte seine Geldpolitik in der Zukunft von den Wünschen und Zielen der Politik abweichen. Aufgrund der gegenwärtigen Situation der japanischen Wirtschaft, ist es aber unwahrscheinlich, dass sich die Geldpolitik in naher Zukunft wesentlich ändern wird, auch wenn es 2023 mehrere Anpassung zu mehr Flexibilität der YCC gegeben hat. Die BOJ spricht davon, dass die Inflation »nachhaltig und stabil« sein muss, bevor die Zinsen angehoben werden können. Dennoch gibt es Hinweise, dass die Lohnerhöhungen in den *shuntō*-Verhandlungen auch im kommenden Jahr überdurchschnittlich ausfallen könnten. Sollte sich dies als ein langfristiger Trend erweisen und sollte die Inflation nachhaltig auf ein Niveau von 2 Prozent und höher steigen, wird die BOJ ebenfalls mit Zinsanstiegen nachziehen.

## Literatur

- Alesina, Alberto (1988), »Macroeconomics and Politics«, in: Stanley Fischer (Hg.), *NBER Macroeconomics*, Cambridge: MIT Press, S. 17–52.
- Baba, Naohiko, Ota Tomohiro und Yuriko Tanaka (17.11.2022), *Japan Economics Analyst – 2023 Outlook: Focus on Wage Growth and BOJ Leadership Change*, Goldman Sachs: Economics Research, <https://www.goldmansachs.com/intelligence/pages/gs-research/japan-economics-outlook-2023-focus-on-wage-growth-and-boj-leadership-change/report.pdf> (10.10.2023).
- Barro, Robert J. und David B. Gordon (1983), »Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy«, in: *Journal of Monetary Economics*, 12 (1): 101–121.
- BOJ (Bank of Japan) (04.04.2013), *Statements on Monetary Policy*, Bank of Japan, [https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/state\\_2013/index.htm](https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/state_2013/index.htm) (10.10.2023).

- BOJ (Bank of Japan) (2023), *Outlook for Economic Activity and Prices, Juli 2023*, <https://www.boj.or.jp/en/mopo/outlook/index.htm> (10.10.2023).
- BOJ (Bank of Japan) (28.07.2023a), *Summary of Opinions at the Monetary Policy Meeting on July 27 and 28, 2023*, [https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr\\_2023/k230728a.pdf](https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr_2023/k230728a.pdf) (10.10.2023).
- BOJ (Bank of Japan) (28.07.2023b), *Statements on Monetary Policy*, [https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/state\\_2023/index.htm](https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/state_2023/index.htm) (10.10.2023).
- BOJ (Bank of Japan) (22.09.2023), *Statements on Monetary Policy*, [https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr\\_2023/k230922a.pdf](https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr_2023/k230922a.pdf) (10.10.2023).
- Di Bucchianico, Stefano (2021) »Negative Interest Rate Policy to Fight Secular Stagnation: Unfeasible, Ineffective, Irrelevant, or Inadequate?«, in: *Review of Political Economy* 33 (4): 687–710.
- Draghi, Mario (26.07.2012), *Verbatim of the Remarks Made by Mario Draghi at the Global Investment Conference in London*, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html> (10.10.2023).
- Eggertsson, Gauti B., Ragnar E. Juelsrud, Lawrence H. Summers und Ella Getz Wold (2019), *Negative Nominal Interest Rates and the Bank Lending Channel*, NBER Working Paper, No. 25416, [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w25416/w25416.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w25416/w25416.pdf) (10.10.2023).
- Eisenschmidt, Jens und Frank Smets (2019), »Negative Interest Rates: Lessons from the Euro Area«, in: *Series on Central Banking Analysis and Economic Policies*, 26: 14–42.
- Eurostat (2023), *Inflation in the Euro Area*, [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Inflation\\_in\\_the\\_euro\\_area#Euro\\_area\\_annual\\_inflation\\_rate\\_and\\_its\\_main\\_components](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Inflation_in_the_euro_area#Euro_area_annual_inflation_rate_and_its_main_components) (10.10.2023).
- FT (*Financial Times*) (12.02.2023), »Dark Horse: Kazuo Ueda Upsets Expectations for Next Bank of Japan Governor«, <https://www.ft.com/content/f2131796-f441-47e0-b1d0-c52d60064090> (10.10.2023).
- Harada, Kimie und Tatsuyoshi Okimoto (2021), »The BOJ's ETF Purchases and Its Effects on Nikkei 225 Stocks«, in: *International Review of Financial Analysis*, 77: 101826.
- Hayakawa, Hideo (2023), »Whither Ueda's Bank of Japan« The Tokyo Foundation for Policy Research. <https://www.tokyofoundation.org/research/detail.php?id=937> (10.10.2023).
- Heckel, Markus (2019), »Negative Interest Rate Policy by the Bank of Japan from the Perspective of Monetary Policy in Europe«, in: Axel Berkofsky, Christopher W. Hughes, Paul Midford und Marie Söderberg (Hg.), *The EU–Japan Partnership in the Shadow of China: The Crisis of Liberalism*, London: Routledge, S. 150–168.
- Heckel, Markus (2023), »Neuer Notenbankchef Ueda: Was von der »weisen Eule« zu erwarten ist«, in: *Japanmarkt*, 2/2023: 24–25, <https://japan.ahk.de/infothek/japanmarkt> (10.10.2023).

- Heckel, Markus und Kiyohiko G. Nishimura (2022), »Unconventional Monetary Policy through Open Market Operations: A Principal Component Analysis«, in: *Asian Economic Papers*, 21 (1): 1–28.
- Heckel, Markus und Franz Waldenberger (2023), »Why Has There Been No Inflation in Japan?«, in: Frank Rövekamp, Moritz Bälz, Hanns Günther Hilpert, Wook Sohn (Hg.), *Inflation and Deflation in East Asia*, Cham: Springer Nature, S. 103–122.
- Heckel, Markus, Tomoo Inoue, Kiyohiko Nishimura und Tatsuyoshi Okimoto (2022), *Assessing Unconventional Monetary Policy in Japan Using Market Operation-based Monetary Policy Indices*, RIETI Discussion Paper Series, No. 22-E-103, <https://www.rieti.go.jp/jp/publications/dp/22e103.pdf> (10.10.2023).
- Hills, Timothy S., Taisuke Nakata und Sebastian Schmidt (2019), »Effective Lower Bound Risk«, in: *European Economic Review*, 120: 103321.
- Ikeda, Daisuke, Shangshang Li, Sophocles Mavroeidis, und Francesco Zanetti (2022), *Testing the Effectiveness of Unconventional Monetary Policy in Japan and the United States*, CAMA Working Paper, No. 68/2022, [https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN\\_ID4265455\\_code1532085.pdf?abstractid=4265455&mirid=1](https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID4265455_code1532085.pdf?abstractid=4265455&mirid=1) (10.10.2023).
- Ito, Takatoshi (2021), »An Assessment of Abenomics: Evolution and Achievements«, in: *Asian Economic Policy Review*, 16 (2): 190–219.
- Jaquinot, Pascal, Matija Lozej und Massimiliano Pisani (2022), »Macroeconomic Effects of Tariffs Shocks: The Role of the Effective Lower Bound and the Labour Market«, in: *Journal of International Money and Finance*, 120: 102528.
- JILPT (Japan Institute for Labour Policy and Training) (2022), »The Kishida Administration's Near-term Policy Line Focuses on ›Investment in People‹: Hammering out Measures to Promote Wage Increases and Require Gender Wage Gap Disclosure«, in: *Japan Labor Issues*, 6 (39): 2–7.
- Katz, Richard (06.09.2022), »Inflation: Japan Stands Alone, Part I«, <https://richardkatz.substack.com/p/inflation-japan-stands-alone-part> (10.10.2023).
- Katz, Richard (21.12.2022), *The Market vs. The Bank of Japan*, <https://richardkatz.substack.com/p/the-market-vs-the-bank-of-japan> (10.10.2023).
- Katz, Richard (21.01.2023), *Reading Kuroda's Mind*, <https://richardkatz.substack.com/p/reading-kurodas-mind-no-charts> (10.10.2023).
- Kydland, Finn E. und Edward C. Prescott (1977), »Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans«, in: *Journal of Political Economy*, 85 (3): 473–491.
- Miles, David (01.03.2012), *Asset Prices, Saving and the Wider Effects of Monetary Policy*, Bank of England, <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2012/asset-prices-saving-and-the-wider-effects-of-monetary-policy.pdf> (10.10.2023).
- MOF (Ministry of Finance) (2023), *Debt Management Report 2023*, [https://www.mof.go.jp/english/policy/jgbs/publication/debt\\_management\\_report/index.htm](https://www.mof.go.jp/english/policy/jgbs/publication/debt_management_report/index.htm) (10.10.2023).

- Moss, Daniel (12.06.2019), »The Three Most Famous Words in Central Banking«, in: *Bloomberg*, <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2019-06-12/kuroda-s-attempt-at-draghi-s-whatever-it-takes-fell-flat> (10.10.2023).
- Nakamura, Toyooki (31.08.2023), *Economic Activity, Prices, and Monetary Policy in Japan*, [https://www.boj.or.jp/en/about/press/koen\\_2023/ko230906a.htm](https://www.boj.or.jp/en/about/press/koen_2023/ko230906a.htm) (10.10.2023).
- Otsuka, Setsuo (10.04.2022), »Shinichi Uchida, the Man behind Japan's Unorthodox Monetary Policy«, in: *Nikkei Asia*, <https://asia.nikkei.com/Economy/Shinichi-Uchida-the-man-behind-Japan-s-unorthodox-monetary-policy> (10.10.2023).
- Reuters (24.02.2023), »QUOTES-Comments from BOJ Deputy Governor Nominees at Parliamentary Hearing«, <https://jp.reuters.com/article/japan-economy-boj/quotes-comments-from-boj-deputy-governor-nominees-at-parliamentary-hearing-idINL4N3541AI> (10.10.2023).
- Rövekamp, Frank (2022), »Gerüstet für die »Zeitenwende«? Japans Wirtschaft im Schatten globaler Krisen«, in: David Chiavacci und Iris Wieczorek (Hg.), *Japan 2022: Politik, Wirtschaft und Gesellschaft*, München: Iudicium, S. 220–232.
- Rogoff, Kenneth (1985), »The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target«, in: *The Quarterly Journal of Economics*, 100 (4): 1169–1189.
- Summers, Lawrence H. (2015), »Demand Side Secular Stagnation«, in: *American Economic Review*, 105 (5): 60–65.
- Takata, Hajime (06.09.2023), *Economic Activity, Prices, and Monetary Policy in Japan*, [https://www.boj.or.jp/en/about/press/koen\\_2023/ko230911a.htm](https://www.boj.or.jp/en/about/press/koen_2023/ko230911a.htm) (10.10.2023).
- Tamura, Naoki (30.08.2023), *Economic Activity, Prices, and Monetary Policy in Japan*, [https://www.boj.or.jp/en/about/press/koen\\_2023/ko230905a.htm](https://www.boj.or.jp/en/about/press/koen_2023/ko230905a.htm) (10.10.2023).
- TJN (*The Japan News*) (06.02.2023), »Who Are Candidates to Become Next BOJ Governor?«, <https://japannews.yomiuri.co.jp/news-services/reuters/20230206-89162/> (10.10.2023).
- TJT (*The Japan Times*) (11.02.2023), »Kishida's Pick for New BOJ Chief a Calculated Surprise«, <https://www.japantimes.co.jp/news/2023/02/11/national/politics-diplomacy/kazu-ueda-boj-fumio-kishida/> (10.10.2023).
- Ueda, Kazuo (25.09.2023), *Japan's Economy and Monetary Policy*, Bank of Japan. [https://www.boj.or.jp/en/about/press/koen\\_2023/ko230925a.htm](https://www.boj.or.jp/en/about/press/koen_2023/ko230925a.htm) (10.10.2023).
- Waldenberger, Franz (2022), »Die japanische Wirtschaft unter »Abenomics«« in: David Chiavacci und Iris Wieczorek (Hg.), *Japan 2022: Politik, Wirtschaft und Gesellschaft*, München: Iudicium, S. 102–110.
- Waller, Christopher J. und Carl E. Walsh (1996), »Central-bank Independence, Economic Behavior, and Optimal Term Lengths«, in: *The American Economic Review*, 86 (5): 1139–1153.