

Hilpert, Hanns Günther

**Research Report**

Japan nach zwei Jahren "Abenomics": Geldpolitische Illusionen, Reformen ohne Mut. Der Wirtschaftskurs von Premier Abe hat seine Ziele bislang verfehlt

SWP-Aktuell, No. 24/2015

**Provided in Cooperation with:**

Stiftung Wissenschaft und Politik (SWP), German Institute for International and Security Affairs, Berlin

*Suggested Citation:* Hilpert, Hanns Günther (2015) : Japan nach zwei Jahren "Abenomics": Geldpolitische Illusionen, Reformen ohne Mut. Der Wirtschaftskurs von Premier Abe hat seine Ziele bislang verfehlt, SWP-Aktuell, No. 24/2015, Stiftung Wissenschaft und Politik (SWP), Berlin

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/255270>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

## Japan nach zwei Jahren »Abenomics«

Geldpolitische Illusionen, Reformen ohne Mut: Der Wirtschaftskurs von Premier Abe hat seine Ziele bislang verfehlt

Hanns Günther Hilpert

Als Shinzo Abe im Dezember 2012 japanischer Ministerpräsident wurde, weckte er hohe wirtschaftspolitische Erwartungen. Er versprach eine radikale Wende in der Geldpolitik, eine langfristige fiskalische Konsolidierung und Strukturreformen zur ökonomischen Belebung. Zwei Jahre später fällt die Zwischenbilanz der »Abenomics« ernüchternd aus. Trotz beispielloser geldpolitischer Expansion und kräftiger fiskalischer Stimulierung ließen sich Deflation und Wachstumsschwäche in Japan nicht überwinden. Und obwohl die Verbrauchssteuer erhöht wurde, ist der Staatshaushalt von nachhaltiger Konsolidierung weit entfernt. Die bahnbrechenden Reformen, die Wachstum anregen sollten, ist Abe dem Land bisher ebenso schuldig geblieben. Warum konnten die gesetzten Ziele nicht erreicht werden? Welche Optionen bleiben der japanischen Konjunktur- und Wirtschaftspolitik noch – angesichts einer hohen, weiter wachsenden Staatsverschuldung und der fortschreitenden Alterung der Gesellschaft?

Japans Wirtschaft hat sich nie wirklich vom Bubble-Schock der frühen 1990er Jahre erholt. Damals war eine bis heute beispiellose Spekulationsblase bei Vermögenswerten wie Grundstücken und Aktien geplatzt. Es folgten eine hohe Verschuldung von Privathaushalten und Unternehmen, eine lähmende Bankenkrise und das dauerhafte Absinken des japanischen Potentialwachstums von vormals 4 auf 1 Prozent. Nur fortlaufende fiskalische Mehrausgaben für zuweilen absurde Bauprojekte konnten verhindern, dass Japan in eine Depression abglitt. Dadurch stieg die Staatsverschuldung nach Berechnungen des Internationalen Währungsfonds auf inzwischen 245 Prozent

des Bruttoinlandsprodukts (BIP). Andererseits konnte die Bank of Japan, die Zentralbank des Landes, selbst mit stark expansiver Geldpolitik eine milde Deflation nicht abwenden. Zugleich fielen immer mehr Menschen in prekäre Beschäftigungsverhältnisse; die Ungleichheit in der Einkommens- und Vermögensverteilung des Landes nahm stetig zu.

Während der politisch-gesellschaftliche Konsens zerfiel, der Japans traditionelle Wachstumskoalition aus Politik, Administration und Wirtschaft geprägt hatte, verlegten sich die etablierten Interessengruppen darauf, die eigenen Besitzstände zu verteidigen. Bislang ausgeblieben ist der

Prozess einer kreativen Zerstörung, wie er für einen positiven Wandel nötig wäre – etwa durch Aufbrechen von Kartellen und oligopolistischen Marktstrukturen oder durch Veränderungen in der Corporate Governance japanischer Unternehmen. Auch der temporäre Machtwechsel, der 2009 die Demokratische Partei (DPJ) für drei Jahre an die Regierung brachte, konnte die Hoffnungen auf wegweisende Reformen, Strukturwandel und wirtschaftlichen Aufschwung nicht erfüllen.

### **»Drei Pfeile« für Japans wirtschaftliche Erneuerung**

Mit dem Versprechen professioneller Regierungsführung und nachhaltiger wirtschaftlicher Besserung gelang Shinzo Abe, der bereits 2006/2007 für ein Jahr Ministerpräsident gewesen war, ein erdrutschartiger Wahlsieg bei den Unterhauswahlen von Dezember 2012. Damit kehrte die Liberaldemokratische Partei (LDP), die von 1955 bis 2009 das Land fast ununterbrochen regiert hatte, an die Macht zurück. Abe kündigte an, die Deflation mit einer aggressiven Geldpolitik zu bekämpfen, die Konjunktur mittels expansiver Fiskalpolitik zu stimulieren und Investitionsblockaden durch strukturelle Reformen zu überwinden. Für seine Konjunktur- und Wachstumspolitik verwendete er die in Japan historisch bekannte »Drei-Pfeile-Metapher«. Damit vermittelte er eine klare Botschaft: Die Durchschlagskraft einer in sich abgestimmten Geld-, Fiskal- und Strukturpolitik wird das Land wirtschaftlich erneuern und wieder erstarren lassen. Japan, die weltweit drittgrößte Volkswirtschaft, die im internationalen Vergleich beim Export an fünfter, bei Auslandsinvestitionen an siebter und bei Patentanmeldungen an zweiter Stelle rangiert, sollte wieder eine »first-tier nation« werden.

Allerdings war von Anfang an sichtbar, dass sich die drei Pfeile in Größe und Bedeutung stark voneinander unterscheiden. Strukturpolitische Reformen waren vorerst nur als Ankündigungen zu erkennen, und

die fiskalische Expansion begünstigte in konventioneller Weise vor allem die heimische Bauwirtschaft. Dagegen kam die Neuausrichtung der Geldpolitik einer institutionellen und monetären Revolution gleich. Zwar ist die Unabhängigkeit der für Geldpolitik zuständigen Bank of Japan gesetzlich verankert. Dennoch konnte Abe die Widerstände gegen einen monetären Kurswechsel rasch überwinden – durch politischen Druck und die turnusmäßige Neuernennung des Gouverneurs und zweier Mitglieder des geldpolitischen Lenkungsrates (Policy Board) der Bank.

Der personell veränderte Lenkungsrat unter dem neuen Gouverneur Haruhiko Kuroda kündigte im April 2013 an, durch eine quantitative und qualitative Geldmengen-Expansion (QQME) innerhalb von zwei Jahren eine Inflationsrate von 2 Prozent zu erreichen. Die neue geldpolitische Zielgröße, die Geldbasis, sollte von 138 Billionen Yen (Jahresende 2012) auf 270 Billionen Yen (Jahresende 2014) verdoppelt werden, unabhängig von der Zinsentwicklung. Verdoppeln sollte sich damit auch der damals schon beispiellos hohe Anteil der Geldbasis am BIP – auf nunmehr fast 60 Prozent. International waren noch bis 2007 Geldbasis-BIP-Relationen von 5 bis 10 Prozent üblich. Dies zeigt, dass die japanische Zentralbank mit einer solchen Expansion geldpolitisches Neuland betrat. Umgesetzt wurde (und wird) die Geldmengen-Ausweitung durch den Kauf japanischer Staatsanleihen, einschließlich längerfristiger Papiere von sechs bis acht Jahren, um damit auch qualitativ Einfluss auf den langfristigen Kapitalmarktzins zu nehmen.

Mit dieser neuen Politik verfolgt die Bank of Japan das Ziel, die langfristigen Zinsen nach unten zu drücken, die Entwicklung der realen Vermögenswerte positiv und den Außenwert des Yen negativ zu beeinflussen. Auf diese Weise will sie die gesamtwirtschaftliche Nachfrage stärken und die Deflationserwartungen der Wirtschaftssubjekte brechen. Am Ende der Wirkungskette sollen höhere Preise, höhere Löhne, mehr Investitionen und mehr An-

schaffungen langlebiger Konsumgüter stehen. Die gesamtwirtschaftliche Nachfrageglücke wäre geschlossen.

### **Eine gemischte Zwischenbilanz**

**Gesamtwirtschaftliche Entwicklung:** Nach nunmehr zwei Jahren Wirtschaftspolitik im Zeichen der Abenomics ist eine nachhaltige Erholung der japanischen Ökonomie nicht in Sicht. Dabei hatten Geld- und Fiskalpolitik zunächst einen glänzenden Start. Die Ankündigung der geldpolitischen Wende durch Zentralbank-Chef Kuroda verfehlte ihre Wirkung nicht, zumal Regierung und Parlament auch zwei Nachtragshaushalte verabschiedeten. Schon bald stiegen die Aktienkurse, verbesserten sich die Geschäftserwartungen, fielen die Anleiherenditen – und der Yen erreichte immer neue Tiefstände. Dank kräftiger Steigerungsraten bei Konsum, Wohnungsbau und öffentlichen Investitionen nahm das BIP 2013 real um 1,6 Prozent zu. Die positive Konjunktur-entwicklung fand ihren Höhepunkt im ersten Quartal 2014. Konsumenten zogen damals den Kauf langlebiger Konsumgüter vor, weil eine Erhöhung der Verbrauchssteuer von 5 auf 8 Prozent bevorstand. Folge war, dass die Wirtschaft real um 2,4 Prozent gegenüber dem Vorquartal wuchs. Nach der Steuererhöhung zum 1. April 2014 aber stürzten privater Konsum und Konjunktur regelrecht ab. Für die beiden Folgequartale fiel die Wirtschaft ins Minus, Japan befand sich vorübergehend wieder in der Rezession. Übers Gesamtjahr 2014 gerechnet, konnte das BIP ausweislich vorläufiger statistischer Angaben des Cabinet Office real gerade einmal den Stand des Vorjahrs halten (+0,0 Prozent).

#### **Preisentwicklung und Geldpolitik:**

Noch vollkommen offen ist, ob der deflationäre Preistrend gebrochen werden kann. Zwar befindet sich im Zuge der Geldmengen-Expansion die am Verbraucherpreisindex (CPI) gemessene Inflationsrate wieder im positiven Bereich; im April 2014 stieg sie auf den Spitzenwert von 2,1 Prozent. Weil anschließend die Inflationsrate aber wieder

fiel und damit auch die Glaubwürdigkeit der Bank of Japan litt, sah sich Gouverneur Kuroda genötigt, das expansive Geldmengen-Wachstum nochmals zu verstärken. Am 31. Oktober 2014 kündigte er an, bis Ende 2015 den Anteil der Geldbasis am BIP auf 70 bis 75 Prozent auszubauen. Zu diesem Zweck versprach die Zentralbank, das jährliche Kaufvolumen für langläufige japanische Staatsanleihen von 50 auf 80 Billionen Yen zu erhöhen sowie Immobilien- und Aktienmarkt unmittelbar oder mittelbar zu stützen. Wie im Frühjahr 2013 schlug die expansive Geldpolitik unmittelbar auf die Finanzmärkte durch: Die Renditen fielen auf nahezu null Prozent, die Aktienkurse stiegen wieder an, und der Yen verlor weiter an Wert. Bei sinkenden Ölpreisen rutschte die Inflationsrate aber wieder in den negativen Bereich – mit einem Wert von -0,4 Prozent im Dezember 2014. Die Realwirtschaft zeigte sich dieses Mal uneindrückt, da es an fiskalischen Impulsen zunächst fehlte. Für eine Erholung des Konsums mangelt es den privaten Haushalten schlicht an Kaufkraft. Abermals sanken 2014 die Reallöhne. Japans Nominallöhne sind, bei wieder leicht anziehender Inflation, über das Gesamtjahr gerechnet gar nicht oder nur sehr mäßig gestiegen. Außerdem hat der Yen abgewertet, und die Zins-Spareinkommen sind gesunken. Unter diesen Voraussetzungen ist vorerst nicht damit zu rechnen, dass der Konsum wieder anziehen wird.

#### **Beschäftigung und Arbeitsmarkt:**

Japans absolute Zahl an Beschäftigten ist 2014 auf einen neuen Höchststand gestiegen. Die Arbeitslosigkeit fiel im Dezember auf 3,4 Prozent. Kehrseite dieser positiven Entwicklung auf dem Arbeitsmarkt ist der bereits seit mehr als 20 Jahren zu beobachtende Rückgang der regulären Beschäftigung. Derzeit befinden sich 21 Prozent der Männer und 55 Prozent der Frauen in mehr oder minder prekären Beschäftigungsverhältnissen. Sie erhalten im Vergleich zu regulär Beschäftigten eine deutlich geringere Entlohnung, genießen keinen Kündigungsschutz und sind sozial schlechter ab-

gesichert. Die Zunahme irregulärer Beschäftigung ist mitverantwortlich für die sinkenden Reallöhne und Japans schleppende Produktivitätsentwicklung. Betriebliche Investitionen in Aus- und Weiterbildung unterbleiben, wenn die langfristige Mitarbeit nicht gesichert ist. Bei Kosten- und Wettbewerbsproblemen ersetzen Unternehmen reguläre durch irreguläre Beschäftigung, anstatt in produktivitätssteigernde Maßnahmen zu investieren.

#### **Staatshaushalt und Fiskalpolitik:**

Während im Jahr 2013 über Nachtrags Haushalte finanzierte Mehrausgaben die lahmende Konjunktur stimulierten, schlug 2014 die Finanzpolitik einen Konsolidierungskurs ein. Die bereits erwähnte Erhöhung der Verbrauchssteuer hatte zur Folge, dass die Konjunktur abstürzte. Wegen Steuer-Mindereinnahmen lag dann 2014 das staatliche Haushaltsdefizit mit 7,1 Prozent – bezogen auf das BIP – noch ähnlich hoch wie 2013 (8,3 Prozent). Die Brutto-staatsverschuldung stieg auf den Spitzenwert von 245 Prozent des BIP (netto 138 Prozent). Inzwischen befindet sich die Fiskalpolitik wieder auf Expansionskurs.

**Außenhandel:** Japans Handelsbilanz war 2014 wie schon im Vorjahr kräftig im Minus; das Defizit lag bei 108 Milliarden US-Dollar. Dagegen verzeichnet die Leistungsbilanz aufgrund hoher Vermögenseinnahmen aus dem Ausland mit geschätzten 45 Milliarden US-Dollar noch einen Überschuss. Aus Japans vormals legendär hohem strukturellen Handelsbilanzüberschuss ist ein strukturelles Handelsbilanzdefizit geworden. Drei Faktoren sind dafür verantwortlich. Erstens hat die Industrie aus Kosten- und Absatzgründen inzwischen über 20 Prozent ihrer Produktion ins Ausland verlagert. Zweitens wurden die Atomkraftwerke, die Japan nach der Katastrophe von Fukushima heruntergefahren hat, durch importierte fossile Energieträger ersetzt. Und drittens stoßen viele Exportprodukte auf unerwartete Absatzprobleme. Daher stimuliert eine Yen-Abwertung die Exporte Japans mittlerweile in weit geringerem Maße als zu früheren Zeiten. Zwar

hatte die 36-prozentige Abwertung des Yen gegenüber dem US-Dollar (von Anfang 2013 bis Ende 2014) ein beträchtliches Exportplus zur Folge, aber auch die Importe sind kräftig angestiegen. Netto gingen vom Export keine positiven Impulse aus.

**Strukturreformen:** Die Abe-Regierung hat eine Reihe von Reformmaßnahmen in die Wege geleitet, ohne dass bisher spektakuläre Durchbrüche erkennbar wären, die dem Wirtschaftswachstum einen Schub verleihen oder das Potentialwachstum dauerhaft anheben könnten. Vielmehr bewegt sich der Reformprozess in der Kontinuität vergangener Jahre – zögerlich und schrittweise passen sich Japans Politik und Wirtschaft den gesellschaftlichen Umbrüchen und den wettbewerblichen Herausforderungen der Globalisierung an. Positiv zu verzeichnen ist, dass Abes Strukturpolitik die richtigen Akzente setzt, etwa bei der Förderung von Frauen im Berufsleben, der Stärkung von Aktionären im Verhältnis zu Aktiengesellschaften und institutionellen Investoren oder durch den Fokus auf investitionsfördernder Liberalisierung und Deregulierung, beispielsweise in Landwirtschaft und Energiesektor. Zu den bisher eingeleiteten Maßnahmen zählen die Liberalisierung des Landerwerbs, die es erleichtern soll, größere, rentablere Agrarflächen zu bilden; der Ausbau von Kinderkrippen und Horten; die Schaffung von sechs Sonderwirtschaftszonen, in denen ein liberaleres Arbeits- und Baurecht gilt; die Förderung von Exporten und Auslandsinvestitionen; Erarbeitung eines Corporate-Governance-Kodex sowie – nach britischem Vorbild – die Einführung individueller Sparkonten als neue Säule der Rentenversicherung.

#### **Wirtschaftsreformen als Katalysator einer konservativ-nationalen Politik**

So durchwachsen die bisherige ökonomische Erfolgsbilanz der Abenomics auch sein mag – politisch sind sie ein Erfolg. Gleich zu Beginn seiner Amtszeit weckte Abe große Euphorie, indem er die eingängige Drei-Pfeile-Metapher nutzte und wirt-

schaftspolitische Entschlossenheit signalisierte. Die Hoffnung auf ein Ende der Stagnation schien berechtigt. Bis heute halten die Befürworter der Abenomics die wirtschaftspolitische Meinungsführerschaft. In Japans Medien und Öffentlichkeit gilt die Abe-Regierung als ökonomisch kompetent, was – ähnlich wie in Deutschland – der entscheidende Parameter für einen generellen politischen Zuspruch ist. Ministerpräsident Abe ist das Kunststück gelungen, bis in die Gegenwart bei Umfragen Zustimmungsraten von über 40 Prozent zu erreichen. Nachdem er für den 18. Dezember 2014 überraschend Neuwahlen zum Unterhaus angesetzt hatte, gelang es der Opposition nicht, Abes Diktum von der »Alternativlosigkeit« seiner Wirtschaftspolitik etwas entgegenzusetzen. Die Regierungskoalition aus LDP und Komeito konnte so ihre Zweidrittelmehrheit im Parlament verteidigen.

Blickt man aber genauer auf die Initiativen und Handlungen, in die Abe politisches Kapital investiert, so zeigt sich, dass sein vorrangiges Ziel nicht die Gesundung der japanischen Wirtschaft ist und schon gar nicht die Durchsetzung von Strukturreformen. Vielmehr scheint die Wirtschaftspolitik für den Ministerpräsidenten eher Mittel zum Zweck zu sein. Primär geht es Abe darum, sicherheitspolitische Handlungsfähigkeit im Sinne eines »proaktiven Pazifismus« zu gewinnen, ein nationalistisches Geschichtsbild zu etablieren und auch die Bildungspolitik stärker patriotisch auszurichten. Die Wirtschaftspolitik hat dabei gewissermaßen die Funktion eines Katalysators. Wie schon in der Regierungszeit von Premier Junichiro Koizumi (2001–2006) dient auch unter Abe das Reform-Narrativ in erster Linie als Instrument, um eine konservativ-nationale Agenda zu verwirklichen.

Die Wiederwahl verdankt Abe allerdings nicht einer allgemeinen Zustimmung zu seinen politischen Zielen. Vielmehr haben Japans Wähler den Ministerpräsidenten mit dem Mandat ausgestattet, seine Wirtschaftspolitik fortzusetzen und insbesondere wachstumsfördernde Reformen auf den

Weg zu bringen. Was die Zukunftsfähigkeit des Landes angeht, müsste das Pflichtenheft der Regierung natürlich noch weiter gefasst sein. Zu den dringendsten Aufgaben zählt, die schleichende Erosion heimischer Wettbewerbsfähigkeit und Standortqualität zu stoppen, den demographischen Wandel zu bewältigen und einen Staatsbankrott abzuwenden. Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage nach den Chancen und Risiken von Abes Geld-, Fiskal- und Strukturpolitik – den drei Pfeilen der Abenomics-Strategie.

### **Geldpolitik: Die Transmission stockt, die Risiken nehmen zu**

Schon jetzt kann als gesichert gelten, dass Zentralbank-Chef Kuroda sein Versprechen einer Inflationsrate von 2 Prozent im Jahr 2015 nicht halten kann. Auch ist die von ihm theoretisch prognostizierte Wirkungskette, an deren Ende höhere Ausgaben von Unternehmen und Haushalten stehen sollten, so nicht eingetreten, zumindest noch nicht. Dabei sind die Abenomics wohl nicht an der vorschnell durchgeführten Verbrauchssteuer-Erhöhung gescheitert, sondern sehr viel grundsätzlicher auf Ebene der geldpolitischen Transmission.

Erstens finanzieren sich Unternehmen in Japan nicht mit Anleihen wie in der angelsächsischen Welt, sondern über Bankkredite, wie es auch in der Eurozone der Fall ist. Die Kreditausleihungen der Banken haben in Japan trotz der ultraniedrigen Zinsen aber kaum zugenommen. Zweitens haben sich, wie erwähnt, Realeinkommen und Kaufkraft rückläufig entwickelt, vor allem weil die Löhne nicht den gestiegenen Preisen angepasst wurden. Und drittens haben die japanischen Exporte weit weniger stark zugenommen, als nach der starken Yen-Abwertung zu erwarten gewesen wäre.

Darüber hinaus ist grundsätzlich zu fragen, ob die milde Deflation überhaupt die entscheidende Ursache für Japans langjährige Wachstumsschwäche und anhaltende Stagnation ist – oder nicht eher ein Symptom derselben. Der monistischen

monetären Sicht ließe sich entgegenhalten, dass das mangelnde Vertrauen der Investoren in Japans Wirtschaftsentwicklung vor allem strukturelle Ursachen hat und dass die Zurückhaltung heimischer Konsumenten ganz wesentlich auch durch den Übergang in eine alternde Gesellschaft bedingt ist. Geldpolitik eignet sich aber wenig dazu, strukturelle Engpässe zu überwinden oder demographische Probleme zu lösen.

Andererseits ist aus Theorie und Empirie nicht unbekannt, dass eine expansive Geldpolitik lange und variable Wirkungsverzögerungen haben kann. Insofern ist das letzte Wort über die Abenomics noch nicht gesprochen; die weitere Entwicklung von Preisen und gesamtwirtschaftlichen Ausgaben bleibt abzuwarten. Aber auch wenn vorläufig noch offen ist, wie wirksam die extreme Geldmengen-Expansion letztlich ist, dürfen auf keinen Fall die Risiken aus dem Blick geraten.

Erstens könnte infolge steigender Preise und Nominalzinsen sehr schnell ein Teufelskreis entstehen, in dem sich die Renditen für Staatsanleihen und die budgetären Zinsbelastungen gegenseitig hochschaukeln – Japan geriete in eine Staatsschuldenkrise. Zweitens könnte es angesichts der enorm aufgeblähten Geldbasis schwierig werden, die Inflation niedrig zu halten. Bekanntermaßen ist die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes eine schwer zu kontrollierende Größe. Das Szenario ist nicht auszuschließen, dass eine galoppierende Inflation und ein international abstürzender Yen für eine harte Landung sorgen werden.

Drittens gehen von der expansiven Geldpolitik im globalen Rahmen negative externe Effekte aus. Die Yen-Abwertung verschlechtert die preisliche Wettbewerbsfähigkeit von Japans Handelspartnern und droht gemeinsam mit dem ebenfalls schwächelnden Euro einen internationalen Abwertungswettlauf auszulösen. Der Yen-Carry-Trade, das heißt die Finanzierung von Investitionen im Ausland mit billigem japanischem Geld, droht weltweit zu spekulativen Blasen beizutragen. Und viertens

könnte die Reputation der Bank of Japan langfristig Schaden nehmen, wenn sie selbst zur Quelle finanzieller Instabilität wird. Es steht zu befürchten, dass Abes Geldpolitik außer monetären Illusionen vor allem neue, schwer beherrschbare Risiken generiert.

### **Fiskalpolitik: Stop-and-go bei drohender Staatsinsolvenz**

Japans Fiskalpolitik ist seit zwei Dekaden durch das Dilemma bestimmt, dass eine fortlaufende keynesianische Nachfrage-Stimulierung nötig ist, zugleich aber eine haushälterische Konsolidierung geboten wäre. Dieses Dilemma spitzt sich nun zu.

Einerseits hat Japan seine gesamtwirtschaftliche Nachfrageschwäche noch nicht überwunden. Daher sind immer wieder fiskalische Stimulierungsmaßnahmen erforderlich, um die Konjunktur zu stabilisieren. Das kurz vor Jahresende 2014 verabschiedete Konjunkturpaket, das einen Umfang von 3,5 Billionen Yen (ca. 24 Milliarden Euro) hat, ist nur die jüngste Station einer seit mehreren Jahren zu beobachtenden Stop-and-go-Politik. Für die laufende Legislaturperiode ist zu erwarten, dass die Regierungskoalition – wie seit langem diskutiert – den Spitzensatz der Körperschaftsteuer (derzeit 35,6 bis 39,5 Prozent) senkt, um Wettbewerbsfähigkeit und Investitionskraft der heimischen Unternehmen zu stärken.

Andererseits zwingt die exorbitant hohe Staatsverschuldung die Regierung auf einen Konsolidierungskurs. Japans Finanzen drohen außer Kontrolle zu geraten. Seit dem Fiskaljahr 2010 liegt das Haushaltsdefizit zwischen 7 und 10 Prozent des BIP. Die Gesamtverschuldung des Staates ist auf brutto 245 Prozent angestiegen – das entspricht inzwischen fast dem Nettovermögen aller privaten Haushalte des Landes. Um die Schulden zu tilgen, wären nach heutiger Rechnung die Steuereinnahmen von mindestens acht Jahren nötig. Bislang ist die Defizitfinanzierung durch inländische Anleger zwar noch unproblematisch.

Japans Staatsverschuldung ist zu über 90 Prozent eine auf Yen lautende Inlandsverschuldung. Doch es lässt sich absehen, dass sich dies ändern wird. Seit 2013 bilden die privaten Haushalte keine Ersparnisse mehr; ihre Sparquote ist negativ. Der einst hohe strukturelle Leistungsbilanzüberschuss schmilzt ab. Bald dürfte der Staat auf ausländische Investoren angewiesen sein, um seine Haushaltsdefizite, Zins- und Tilgungsausgaben zu finanzieren.

Die Antwort der Abenomics auf Japans fiskalpolitisches Dilemma ist das Versprechen höheren Wirtschaftswachstums. In einem günstigeren konjunkturellen Umfeld, so die Botschaft, ließen sich nicht nur mehr Steuereinnahmen erzielen, sondern auch höhere Steuersätze und niedrigere Ausgaben politisch einfacher durchsetzen. Dieses Versprechen ist gleichsam eine Wette auf die Zukunft. Es muss gelingen, Konjunktur und Staatsfinanzen zu stabilisieren, bevor die Risikoaufschläge für japanische Staatsanleihen in nicht mehr tragfähige Höhen gestiegen sind.

In dieser Konstellation ist die Geldpolitik mit ihren massiven Ankäufen japanischer Staatsanleihen zum willfähigen Gehilfen der Fiskalpolitik geworden. Die Finanzierung der ausufernden Staatsausgaben erfolgt inzwischen mehrheitlich über den Anleihemarkt, während der Anteil der Steuereinnahmen auf unter 50 Prozent gefallen ist. Faktisch betreibt die Bank of Japan Schuldenfinanzierung aus der Notenpresse. Ihre monatlichen Anleihekäufe am offenen Markt belaufen sich nach eigenen Angaben derzeit auf 8 bis 12 Billionen Yen (ca. 60 bis 80 Milliarden Euro). Medienberichten zufolge nimmt die Zentralbank etwa 70 Prozent der Primäremissionen auf. Derweil reduzieren japanische Pensionskassen ihre Engagements auf den Rentenmärkten und leiten Investitionen in den Aktienmarkt und ins Ausland. Marktanalysten schätzen, dass die Bank of Japan, sollte sich der laufende Trend fortsetzen, zwischen 2017 und 2020 rund 50 Prozent der gesamten japanischen Staatsanleihen halten wird. Es ist gut vorstellbar, dass die Zentralbank zu

einem bestimmten Zeitpunkt ihr Anleihevermögen mit einem Federstrich abschreibt und auf diese Weise die Staatsschulden drastisch reduziert.

Das Engagement der Bank of Japan auf den Rentenmärkten des Landes hat dramatische Nebeneffekte und Risiken. Die alles dominierende Nachfrage der Zentralbank hat die Renditen auf immer neue Tiefstände getrieben, zuletzt auf 0,02 Prozent für zweijährige, 0,05 Prozent für fünfjährige und 0,33 Prozent für zehnjährige Staatsanleihen. In Japan steht Anleihekaptial praktisch kostenlos zur Verfügung. Damit ist die allokativer Steuerungsfunktion des Kapitalzinses außer Kraft gesetzt. Eine quasi unbegrenzte kostenlose Liquidität nährt spekulative Blasen in Japan und weltweit.

Unklar ist weiterhin die Exit-Strategie. Wird der Bank of Japan ein geordneter Ausstieg aus ihrer expansiven Offenmarktpolitik gelingen? Oder wird der Ausstieg ungeordnet sein? Letzteres droht etwa dann, wenn internationale Hedgefonds damit beginnen, durch Leerverkäufe auf steigende Anleiherenditen zu spekulieren – an Börsenplätzen, die nicht vom japanischen Finanzministerium kontrolliert werden können.

Zugleich nehmen die gewaltigen Aufkäufe japanischer Staatsanleihen die Finanzpolitik nicht aus der Pflicht, das verbleibende Zeitfenster für eine realwirtschaftliche Konsolidierung zu nutzen. Sicher ist, dass sich das Ziel nicht einhalten lässt, bis zum Fiskaljahr 2020 einen ausgeglichenen Primärhaushalt (also ohne Ausgaben für Zinsen und Tilgung) zu erreichen. Nicht nur, dass momentan konjunkturell bedingte Mindereinnahmen zu verkraften sind – überdies wurde die zweite Stufe der Verbrauchssteuer-Anhebung auf April 2017 verschoben. Japans Finanzpolitik wird sich kurzfristig weitere Steuereinnahmen erschließen müssen, und sei es bloß, um die geplante Senkung der Körperschaftssteuer gegenzufinanzieren.

Darüber hinaus ist mittel- bis langfristig ein struktureller Umbau des japanischen

Steuersystems wohl unumgänglich. Denn der Staatshaushalt wird nicht nur steigende Ausgaben für Zinsen und Tilgung zu bewältigen haben, sondern auch höhere Kosten im staatlichen Gesundheitssystem, die anfallen, um die Versorgung der alternden Bevölkerung zu gewährleisten. Schon heute sind 25 Prozent der Bevölkerung älter als 65 Jahre. Bis 2035 wird dieser Anteil auf 33 Prozent steigen. Um die künftigen Belastungen zu bewältigen, wird es nötig sein, die Verbrauchssteuer auf europäisches Durchschnittsniveau anzuheben und die Bemessungsgrundlage der Einkommensteuer kräftig zu verbreitern. Beides sind Maßnahmen, die aus heutiger Sicht als politisch nicht durchsetzbar erscheinen.

### **Strukturpolitik ohne Mut**

Die Strukturpolitik ist für eine Revitalisierung von Japans Wirtschaft im Grunde die entscheidende Komponente. Während Geld- und Fiskalpolitik bestenfalls die gesamtwirtschaftliche Nachfrageschwäche ausgleichen können, ist ein höheres Potentialwachstum nur über angebotsseitige Maßnahmen erreichbar. Für ein nachhaltig stärkeres Wirtschaftswachstum mit größeren Produktivitätsfortschritten bedarf es daher entsprechender Strukturreformen. Ministerpräsident Abe hat versprochen, in seiner dritten Amtszeit die Vorschläge zu Gesetzgebung und Administration zu realisieren, die der neugeschaffene Rat für Wettbewerbsfähigkeit der Industrie erarbeitet hat. Insbesondere ist geplant, die Erwerbschancen für Frauen schrittweise zu verbessern, den Agrarimport im Rahmen handelspolitischer Vereinbarungen mit den USA und der EU zu öffnen, die Beschäftigung ausländischer Fachkräfte in Japan zu erleichtern und den Strommarkt zu liberalisieren. Hinzu kommen punktuelle Maßnahmen in Landwirtschaft und Gesundheitssektor, außerdem solche zur Förderung von Innovation, Tourismus sowie kleiner und mittlerer Unternehmen.

Diese Reformschritte weisen zwar in die richtige Richtung, bleiben aber weit hinter

dem zurück, was für ein höheres Produktivitätswachstum notwendig wäre. Für eine wirtschaftliche Erneuerung bräuchte Japan ein uniformes Arbeitsrecht, das die Dualität zwischen regulärem und prekärem Arbeitsmarkt überwindet, ein aktionärsfreundlicheres Unternehmensrecht, das mehr Restrukturierungen und Neugründungen zulässt, sowie ein Aufbrechen der Insiderstrukturen in den Binnenbranchen des Landes. Letzteres erfordert einen wirksamen Schutz gegen unfairen Wettbewerb, eine breite Öffnung für den Importwettbewerb und eine Kartellbehörde, die exekutive Vollmachten hat – sowie den Willen, diese auch einzusetzen. In der Landwirtschaft und im Gesundheitssektor sind nicht nur punktuelle, sondern grundlegende Reformen vonnöten. Und damit sich die demographischen Herausforderungen einer alternden Gesellschaft bewältigen lassen, müsste die Frauen- und Familienförderung nach europäischem Vorbild erheblich ausgebaut werden. Notwendig wäre außerdem, das Einwanderungsrecht zu liberalisieren und aktiv Fachkräfte anzuwerben.

Um all diese Maßnahmen durchzusetzen, müsste die Abe-Regierung gesellschaftliche Tabus brechen und Widerstände von Bürokratie sowie Interessengruppen aus Politik und Wirtschaft überwinden. Ein solch offensives Vorgehen ist angesichts von Abes konservativer Haltung und seiner anders gelagerten Prioritäten eher unwahrscheinlich. Zwar verfügt die Regierung über ein entsprechendes Reformmandat und die erforderlichen Mehrheiten im Parlament. Doch zu befürchten steht, dass das Zeitfenster zur Abwendung einer Finanz- und Staatskrise, das heute noch weit offen ist, nicht genutzt werden wird.

© Stiftung Wissenschaft und Politik, 2015  
Alle Rechte vorbehalten

Das Aktuell gibt ausschließlich die persönliche Auffassung des Autors wieder

**SWP**  
Stiftung Wissenschaft und Politik  
Deutsches Institut für Internationale Politik und Sicherheit

Ludwigkirchplatz 3-4  
10719 Berlin  
Telefon +49 30 880 07-0  
Fax +49 30 880 07-100  
www.swp-berlin.org  
swp@swp-berlin.org

ISSN 1611-6364