

Fokus

Volkswirtschaft

Nr. 77, 1. Dezember 2014

Japan ist (noch) nicht gescheitert

Autoren:

Petra Ott-Laubach, Telefon 069 7431-3453,

Stephanie Schoenwald, Telefon 069 7431-6446, research@kfw.de

Die Nachrichten, die uns aktuell über Japans Wirtschaft erreichen, klingen dramatisch: Nach dem zweiten Rückgang des japanischen Bruttoinlandsprodukts in Folge befindet sich das Land in einer Rezession. Der 2012 mit großen Plänen zur Revitalisierung der japanischen Wirtschaft angetretene Ministerpräsident Abe kündigt daraufhin nicht nur die Verschiebung der für nächstes Jahr geplanten Mehrwertsteueranhebung an, sondern initiiert die Auflösung des Parlaments und vorzeitige Neuwahlen. Angesichts der Ereignisse stellt sich die Frage, ob Abe mit seiner Wirtschaftspolitik („Abenomics“) gescheitert ist. Wir meinen, dass es noch zu früh ist, um dieses Urteil zu fällen. Und: Die japanische Wirtschaft ist keineswegs am Ende, obwohl die krisenhafte Berichterstattung dies suggerieren mag.

Um die weiteren Perspektiven für die japanische Wirtschaft und die Erfolgsaussichten von Abenomics bewerten zu können, ist es sinnvoll, zunächst den Kern der wirtschaftlichen Probleme Japans herauszuarbeiten. Vergleicht man

Japan mit den übrigen G7-Staaten so wird deutlich, dass sich die ökonomische Performance der drittgrößten Volkswirtschaft der Welt auf wichtigen Feldern nicht verstecken muss. Trotz persistenter Deflation, internationaler Finanzkrise und Tsunami-Katastrophe ist das japanische Bruttoinlandsprodukt pro Kopf in den vergangenen 10 Jahren um gut 10 % gewachsen – und damit nur unwesentlich schwächer als in den USA und Großbritannien. Die Arbeitslosenquote war 2013 die niedrigste unter den großen Volkswirtschaften und ist zusätzlich im Trend rückläufig. Somit gelingt es in Japan gut, die Teilhabe möglichst vieler Personen am Arbeitsleben zu sichern.

Problem Nummer eins ist die Staatsverschuldung

Die Dringlichkeit, der japanischen Volkswirtschaft mit dem massiven Einsatz wirtschaftspolitischer Mittel neuen Schwung zu verleihen, liegt demnach woanders: mit über 240 % des BIP erreicht die japanische Bruttostaatsverschuldung extrem hohe Werte. Betrachtet man die Nettostaatsverschuldung stellt sich die Lage zwar etwas freundli-

cher dar (134 % des BIP), dennoch besteht langfristig die Gefahr, dass die Schuldentragfähigkeit infrage gestellt wird. Trotz der extrem niedrigen Zinsen wächst der Schuldenberg aufgrund der seit der Asienkrise dauerhaft überhöhten Haushaltsdefizite durch immer wieder neue Konjunkturpakete Jahr für Jahr an. Ein weiterer, jedoch politisch motivierter Grund für Abenomics mag in der Besorgnis liegen, durch ein zu schwaches Wirtschaftswachstum international und insbesondere gegenüber China an Einfluss zu verlieren.

Abenomics: Ziele und Instrumente

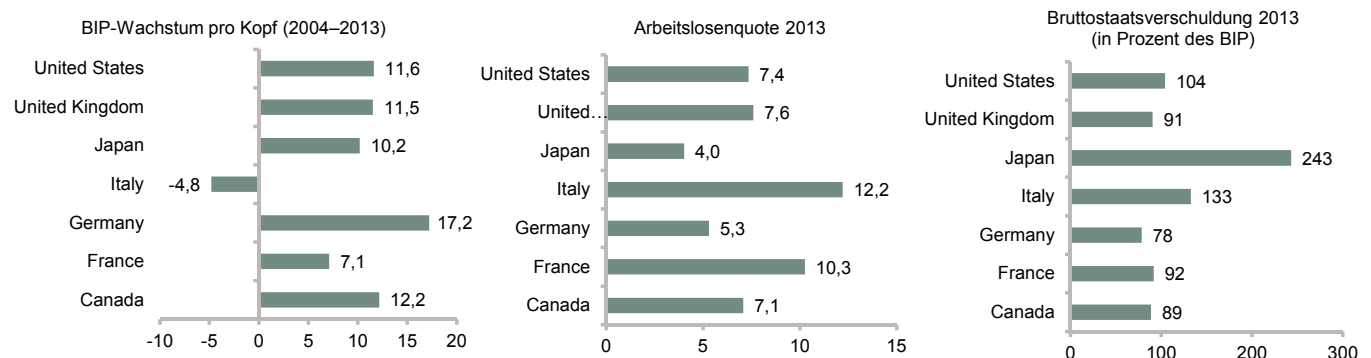
Vor diesem Hintergrund ist der Zielkanon von Abenomics zu verstehen:

(1) Japan soll die Deflation hinter sich lassen. Die Bank of Japan (BoJ) strebt noch innerhalb des Fiskaljahres 2015 eine Inflationsrate von 2 % an.

(2) Das reale Bruttoinlandsprodukt soll stärker wachsen und zwar mit durchschnittlich 2 % von 2013–2022. Dies wäre erheblich mehr als in den vergangenen 10 Jahren, in denen das BIP gerade mal um 0,6 % pro Jahr wuchs (2004–2013).

(3) Bis 2020 soll die Bruttostaatsschuldenquote stabilisiert werden. Dies beinhaltet eine Halbierung des primären Budgetdefizits auf rd. 3,5 % des BIP im Fiskaljahr 2015 und ein ausgeglichenes primäres Budget 2020.

Grafik 1: Ökonomische Kennziffern im Vergleich



Quelle: IWF

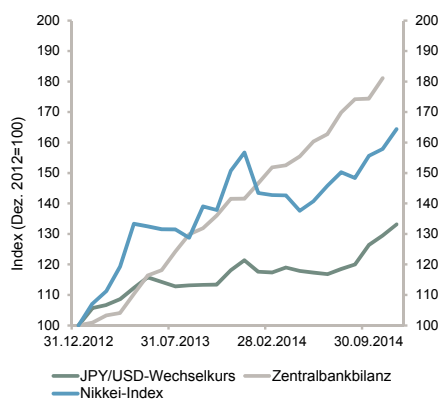
Obwohl das Inflations- und Wachstumsziel unbestritten aus sich selbst heraus von Wert sind, liegt im japanischen Fall ihre weitere Bedeutung darin, dass ihre Erfüllung entscheidend die Haushaltskonsolidierung erleichtert. So reduziert eine steigende Inflationsrate zum einen direkt den realen Wert der bestehenden Staatsschulden. Höheres reales Wachstum führt zu einer niedrigeren Staatsschuldenquote und macht die Rückführung des Haushaltsdefizits weniger schmerzhaft. Wichtig ist auch der Beitrag, den das Ende der Deflation zur Belebung des realen Wachstums leisten kann. In einem Umfeld steigender Preise ist die Akkumulation nominaler Vermögenswerte weniger und Verschuldung vermehrt attraktiv, was sich positiv auf die Investitions- und Konsumnachfrage auswirken sollte. Außerdem wird der Strukturwandel erleichtert, weil sich die relativen Preise unbehindert von der Abwärtsrigidität anpassen können.

Um die Ziele zu erreichen, will Abenomics vom gesamten wirtschaftspolitischen Instrumentenkasten Gebrauch machen. Neben einer extrem lockeren Geldpolitik, zunächst stimulierender und dann konsolidierender Haushaltspolitik, sollen Deregulierung und Strukturreformen das Wachstum beschleunigen.

**Was wurde bislang erreicht?
Was nicht?**

Das Schwergewicht von Abenomics lag bislang auf einem starken monetären Impuls. Über eine deutliche Ausweitung der Wertpapierankäufe stieg die Bilanzsumme der Bank of Japan seit Dezem-

Grafik 2: Zentralbankbilanz und Finanzmarktindikatoren

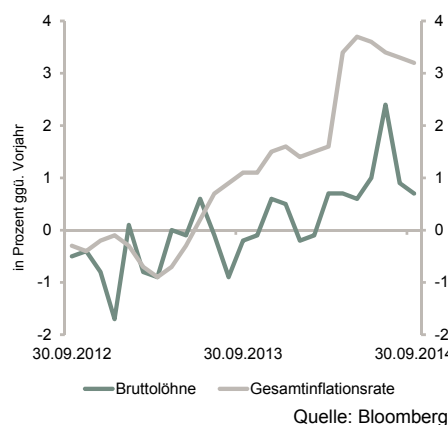


Quelle: Bloomberg, Feri

ber 2012 um mehr als 80 % (zum Vergleich im gleichen Zeitraum: EZB-Bilanz: -30 %). Dies hatte deutliche positive Rückwirkungen auf die Aktienmärkte (+64 % seit Dezember 2012) und den Yen (+33 %). Von der Yen-Abwertung gingen bislang begrenzte Impulse auf das reale Exportwachstum aus. Hierbei ist auch zu berücksichtigen, dass der Export für Japan eine geringere volkswirtschaftliche Bedeutung hat als etwa für Deutschland (Exportanteil am jeweiligen BIP im Jahr 2013: Japan: 16 %, Deutschland: 46 %).

Mit Blick auf die Deflationsbekämpfung fällt die Bilanz von „Abenomics“ zwiespältig aus. Dank währungsbedingter Importverteuerung und Mehrwertsteuererhöhung liegt die ausgewiesene Inflationsrate aktuell zwar bei 3,2 %, der unterliegende Preistrend hinkt aber mit derzeit etwa 1¼ % deutlich hinter dem angestrebten Inflationsziel von dauerhaft 2 % her. Um die Inflationsrate auf einem höheren Niveau zu etablieren, muss eine sich selbst tragende Konjunkturerholung einhergehend mit einer höheren Lohndynamik in Gang kommen. Daran hapert es bislang noch.

Grafik 3: Löhne und Inflation



Quelle: Bloomberg

Die Fiskalpolitik ist nach einem temporären expansiven Impuls in der ersten Phase von Abenomics im laufenden Jahr auf einen restriktiveren Kurs eingeschwenkt. Die Erhöhung der Mehrwertsteuer im April (von 5 auf 8 %) war mit Blick auf die Staatsverschuldung gerechtfertigt (2014: Reduktion der Defizitquote um rd. 1 % des BIP) vom Timing her aber verfrüht, da der Schub in der Inflationsrate nach oben aufgrund der zu geringen Lohndynamik nicht aufgefan-

gen werden konnte. Als Folge davon ist Japan in eine technische Rezession gerutscht und wird auch im Gesamtjahr nur ein geringes positives Wachstum von rd. 0,3 % erreichen können. 2015 dürfte das japanische Wirtschaftswachstum allerdings wieder etwas anziehen.

Was muss Japan jetzt tun?

Um Japan mittelfristig auf einen höheren Wachstumskurs zu bringen und höhere Inflationsraten zu erreichen, bedarf es mehr. Vor allem auf dem Gebiet der Strukturreformen hat sich bislang noch zu wenig getan. Ansatzpunkte für Strukturreformen sehen wir insbesondere auf folgenden Gebieten:

(1) Für höhere Lohndynamik sorgen:

Obwohl die Arbeitslosenquote seit Beginn von Abenomics deutlich gesunken ist (aktuell: 3,6 %), fehlt es noch an Lohndynamik, die Reallöhne fallen (s. Grafik 3). Für die schwache Lohndynamik gibt es verschiedene Gründe u. a. der geringe gewerkschaftliche Organisationsgrad, eine auf Konsens ausgerichtete Kultur und ein hoher Anteil Teilzeit- und befristet Beschäftigter mit geringerer sozialer Absicherung und deutlich schlechterer Bezahlung als die Festangestellten.

Die Löhne sind ein nachlaufender Indikator; mit Blick auf die Knappheitssituation am Arbeitsmarkt ist zu erwarten, dass diese zukünftig noch stärker anziehen. Auch angesichts der ordentlichen Produktivitätszuwächse und der auskömmlichen Gewinnsituation vieler Unternehmen bestehen Spielräume für Lohnanhebungen. Gegebenenfalls muss die Regierung mit entsprechendem Druck auf die Unternehmen nachhelfen. Denn nur wenn die Löhne stärker anziehen, kann die angestrebte Inflationsbeschleunigung gelingen.

(2) Auf die demografische Entwicklung reagieren:

Die japanische Arbeitsbevölkerung schrumpft jährlich um etwa 1 %, was das langfristige Wachstumspotenzial Japans begrenzt; das inländische Arbeitsangebot muss deshalb durch Reduktion der Teil- und Zeitarbeiterquote und bessere Ausbildung besser genutzt werden. Positiv ist, dass die Erwerbsquote der Frauen bereits ansteigt, durch entsprechende steuerliche Rahmenbe-

dingungen (Beseitigung der steuerlichen Nachteile für verheiratete Frauen, die Vollzeit arbeiten möchten) kann dies noch verbessert werden, zudem muss sich Japan zumindest für einen begrenzten Zuzug ausländischer Arbeitskräfte öffnen.

(3) Effizienzpotenziale in abgeschotteten Wirtschaftssektoren heben: Die niedrige Produktivität in einigen binnenwirtschaftlichen Sektoren könnte durch Deregulierungsmaßnahmen adressiert werden, entsprechende Pläne gibt es bereits.

(4) Hohe Kassenbestände der Unternehmen nutzen: Die exportorientierten japanischen Großunternehmen sitzen auf hohen Cashreserven. Soweit diese nicht investiv genutzt werden, könnte ein Teil der Mittel über eine Steuer auf einbehaltene Gewinne abgeschöpft werden oder über höhere Ausschüttungen wieder in den Wirtschaftskreislauf zurückgeführt werden. Sinnvoll wäre es jedoch, die Investitionstätigkeit der nicht-finanziellen Unternehmen zu beleben. Denn im Zeitraum von 2009–2011 fielen diese hinter die Abschreibungen zurück und waren somit nicht hoch genug, um den wertmäßigen Erhalt des Kapitalstocks zu sichern.

(5) Kapitaleffizienz der Unternehmen stärken: Die Kapitaleffizienz vieler Unternehmen lässt zu wünschen übrig, hier soll u. a. auch der „Government Pension Investment Fund (GPIF)“ über entsprechende Beteiligungen an Unternehmen Druck ausüben, um die Innovationskraft zu stärken und die Rentabilität zu erhöhen.

(6) Internationalisierung vorantreiben: Das transpazifische Freihandelsabkommen (TPP) könnte ein wichtiger Katalysator sein, um die japanische Wirtschaft stärker für den internationalen Wettbewerb zu öffnen und verkrustete Strukturen in einigen binnenwirtschaftlichen Sektoren aufzubrechen, allerdings gibt es erhebliche politische Widerstände.

Zwischenfazit

Die konsequente Umsetzung von Strukturereformen würde helfen, mittelfristig das Wachstumspotenzial der japanischen Volkswirtschaft zu erhöhen. Wunderdinge darf man aber nicht erwarten. Allein aufgrund der demografischen Entwicklung ist das von der japanischen Regierung angestrebte Wachstumsziel von 2 % unrealistisch. Die Spielräume für eine Steigerung der Produktivitätsfortschritte sind begrenzt, bereits jetzt weist Japan hier im internationalen Vergleich ordentliche Werte auf: Der Anstieg der „Multi Factor Productivity“ lag gemäß OECD-Zahlen im Durchschnitt der Jahre 1995–2012 in Japan bei 0,7 % und damit auf annähernd dem gleichen Niveau wie in Deutschland (+0,8 % im gleichen Zeitraum).

Auch der Befund des IWF zum Potenzialwachstum fällt ernüchternd aus: Er sieht lediglich Steigerungspotenzial von aktuell 0,5 auf 1 %.¹ Um die öffentliche Verschuldungsquote mittelfristig auf einem tragfähigen Niveau zu halten, ist es deshalb neben einer maßvollen fiskalischen Konsolidierung von herausragender Bedeutung, dass Japan sein Inflationsziel erreicht.

Weitere wirtschaftspolitische Schritte

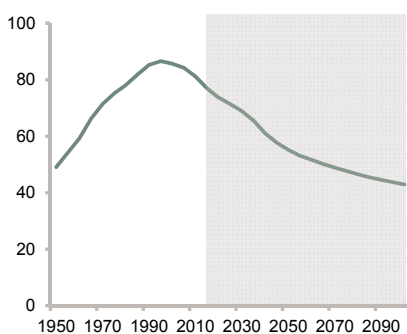
Hierbei fällt der Geldpolitik eine Schlüsselrolle zu. Die BoJ ist entschlossen, die zur Erreichung dieses Ziel notwendigen Maßnahmen zu ergreifen. Der monetäre Impuls wird weiter erhöht; die BoJ wird nun Wertpapierankäufe in einer Größenordnung von 80 Bill. Yen vornehmen (zuletzt 60–70 Bill. Yen), dies bedeutet, dass nun praktisch alle neu emittierten Staatsanleihen von der BoJ aufgekauft werden.

In der Fiskalpolitik geht Japan unter dem Eindruck des jüngsten Wachstumseinbruchs zunächst einen Schritt zurück. Die für Oktober 2015 terminierte weitere Mehrwertsteuererhöhung wird auf das Frühjahr 2017 verschoben. Ein weiteres fiskalpolitisches Stimulierungspaket ist im Gespräch (diskutierte Größenordnung 3 bis 4 Bill. Yen). Mit Blick auf die Lage der öffentlichen Haushalte sind dies schlechte Nachrichten. Mittelfristig wird Japan um eine maßvolle Straffung der Fiskalpolitik nicht herumkommen. Sie sollte aber erst erfolgen, wenn die Konjunktur auf stabilerem Fundament steht. Das Timing bleibt eine große Herausforderung. Insgesamt mangelt es nach wie vor an einer klaren Strategie für den mittelfristigen Konsolidierungskurs.

Japan bleibt noch Zeit, aber nicht unbegrenzt

Japan hat noch ausreichend Zeit, um die Deflation hinter sich zu lassen und die Staatsverschuldung in den Griff zu bekommen. Denn bislang zweifeln die Finanzmärkte nicht an der Bonität des japanischen Staates. Im Gegenteil: Die japanischen Anleiherenditen bewegen sich auf historisch niedrigem Niveau (Laufzeit

Grafik 4: Erwerbsbevölkerung Japan (15–64 Jahre, in Mill.)



Quelle: U.N.

Grafik 5: Zinsen und Staatsanleihebestände der BoJ



Quelle: Datastream

Grafik 6: Leistungsbilanzsaldo



Quelle: Datastream

10 Jahre: 0,46 %).

Das liegt zum einen an den massiven Anleihekäufen der Zentralbank, die mittlerweile mehr als 21 % der Staatsanleihen auf der Bilanz hat. Zum anderen refinanziert sich der japanische Staat aufgrund des hohen Sparkapitals der japanischen Haushalte und einer starken Präferenz für nationale Anlagen zu über 90 % im Inland.

Es ist absehbar, dass der Druck zur fiskalischen Konsolidierung zunehmen wird. Problematisch wird es, sobald Japan Kapitalimporte aus dem Ausland benötigt. Dazu tragen zwei Entwicklungen bei. Erstens verschlechtert sich die Leistungsbilanz Japans seit Jahren und

droht anhaltend ins Defizit zu rutschen. Zweitens wächst das Sparvermögen der japanischen Haushalte aufgrund der Alterung der Bevölkerung langsamer als die Staatsverschuldung. Schätzungen² kommen zu dem Ergebnis, dass in etwa 10 Jahren das heimische Finanzvermögen nicht mehr ausreichen wird, um die Staatsverschuldung zu absorbieren. Schlussendlich sollte man nicht vergessen, dass die BoJ ihre Anleihekäufe an die Bedingung nachhaltiger Staatsfinanzen geknüpft hat.

Vor diesem Hintergrund wird deutlich, dass der fehlende Druck von den Finanzmärkten auch Nachteile hat. Trotz überwältigender politischer Mehrheit der

Regierungspartei kommen entscheidende Reformen nicht voran. Es ist zu hoffen, dass die Neuwahlen die Regierung mit einem starken Mandat ausstatten, den begonnenen Weg zu Ende zu führen. Denn je mehr Zeit verstreicht, umso geringer werden die Handlungsmöglichkeiten und umso schmerzhafter der Anpassungsprozess. ■

¹ IWF (2014), Japan: Article IV Consultation – Staff Report, IMF Country Report No. 14/236.

² Lam, Raphael W. und Kiichi Tokuoka (2011), Assessing the Risks to the Japanese Government Bond (JGB) Market, IMF Working Paper No. 11/292.