

KfW-Research.

Nr. 12, April 2004

MakroScope.

Japan: Auf Erholungskurs

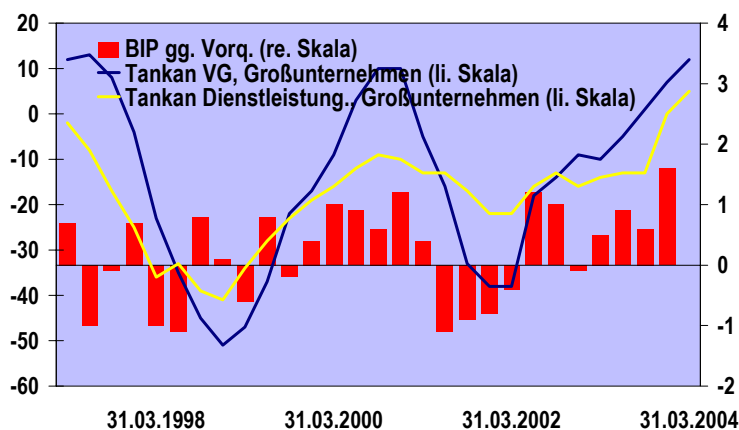
Japan: Auf Erholungskurs

Nach einer mehr als ein Jahrzehnt währenden Wirtschaftskrise mehrten sich zuletzt die Hinweise darauf, dass sich der Dauerpatient Japan auf dem Weg der Besserung befindet. Nachfolgend wird anhand der aktuellen Wirtschaftsdaten näher beleuchtet, ob die positiven Konjunktursignale tatsächlich als Vorboten einer nachhaltigen Erholung zu werten sind. Dabei zeigen sich Parallelen zur Situation Deutschlands, denn auch in Japan stellt die schwache Dynamik der Binnennachfrage das größte Hindernis auf dem Weg zu einem sich selbst tragenden Aufschwung dar, und es besteht aufgrund der demographischen Entwicklung und der prekären Finanzlage der öffentlichen Haushalte ein hoher struktureller Reformbedarf. Ein spezifisch japanisches Problem ist hingegen die Sanierung des Bankensektors. Trotz einiger positiver Entwicklungen ist es von einer endgültigen Lösung noch weit entfernt.

- **Konjunktur: Export- und Investitionsgüternachfrage treiben das Wachstum**

Japan konnte in den letzten Monaten mit überraschend positiven Konjunkturdaten aufwarten. So lag die **reale** BIP-Expansionsrate im 4.Q. 2003 mit annualisiert 6,4% höher als in den USA. Auch im Gesamtjahr 2003 wurde nach der vorläufigen Schätzung ein deutlicher realer BIP-Zuwachs in Höhe von 2,7% erreicht. Angetrieben wurde das Wachstum dabei nicht allein von der Exportnachfrage (+10% gegenüber 2002) sondern auch von den privaten Anlageinvestitionen (+9,7% gegenüber Vorjahr), während die privaten Konsumausgaben nur unterdurchschnittlich zunahm. Bei der Interpretation der Daten ist allerdings zu berücksichtigen, dass ein Großteil des ausgewiesenen **realen** BIP-Wachstums dem gesamtwirtschaftlichen Preiserückgang (BIP-Deflator: -2,6%) geschuldet ist. In nominaler Rechnung betrug der Zuwachs lediglich 0,1%.

Dennoch ist unstrittig, dass sich Japan vor allem dank der weltwirtschaftlichen Aufhellung im konjunkturellen Aufwind befindet. Dabei profitierte die japanische Wirtschaft besonders von der starken Nachfrage Chinas und der anderen asiatischen Länder. 46% der japanischen Exporte entfielen im Jahr 2003 auf den asiatischen Raum. Allein die Verkäufe



nach China nahmen um rd. ein Drittel zu (Anteil an den Gesamtexporten: 12%). Zwar bleibt die

USA mit rd. 25% der wichtigste japanische Exportmarkt, im Jahr 2003 sanken die Exporte in die USA aber auf Yen-Basis gerechnet um mehr als 9%.

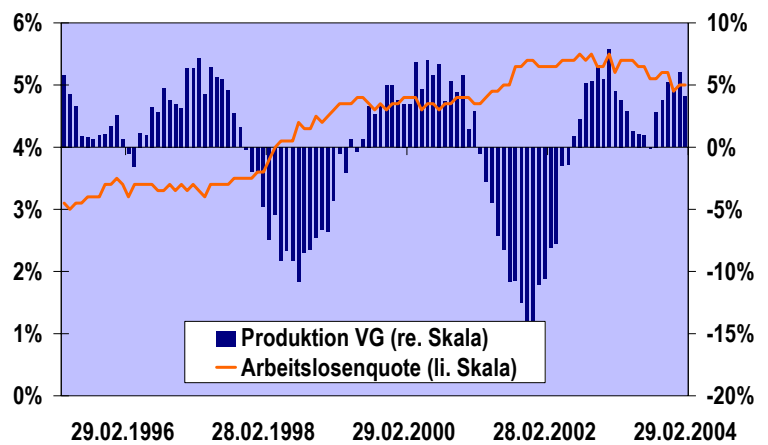
Nutznieser dieser starken externen Wachstumsimpulse war vor allem das verarbeitende Gewerbe, das im Gesamtjahr 2003 mit einer deutlichen Produktionssteigerung (+3,2%) und einer starken Zunahme der Auftragseingänge (u.a. Maschinenbauorders: +15,5%) aufwarten konnte.

- **Weitere Stimmungsverbesserung bei Großunternehmen, aber auch im Mittelstand**

Damit einhergehend hat sich auch das Geschäftsklima deutlich verbessert. Gemäß den Ergebnissen der jüngsten Tankan-Umfrage stieg das Stimmungsbarometer bei den Großunternehmen des verarbeitenden Gewerbes auf den höchsten Stand seit mehr als 6 Jahren und bei den Großunternehmen des Dienstleistungsbereichs sogar auf ein Zwölfjahreshoch. Die starke Stimmungsaufhellung bei den Großunternehmen dürfte auch darin begründet liegen, dass sie dank erfolgreicher Restrukturierungsbemühungen bestens für den internationalen Wettbewerb gerüstet sind und damit in besonderem Maße von der weltwirtschaftlichen Konjunkturerholung profitiert haben. Es sind vor allem auch die Großunternehmen die für die deutliche Zunahme der Investitionsausgaben verantwortlich zeichnen.

Aber auch bei den kleinen und mittleren Unternehmen hat sich der Optimismus zuletzt verstärkt,

was als Zeichen dafür gewertet werden kann, dass die Konjunkturerholung nun auch stärker die Binnenwirtschaft erfasst. Dies untermauern auch die in den letzten Monaten verbesserten Konsumklimaindikatoren. So hat sich die Rückbildung der Arbeitslosenquote auf zuletzt 5% (noch im Januar des Vorjahres hatte sie den Nachkriegshöchststand von 5,5% ver-



zeichnet) positiv auf das Konsumklima und die Ausgabenbereitschaft der privaten Haushalte ausgewirkt, so dass die Einzelhandelsumsätze im Februar im 2. Monat hintereinander angestiegen sind (+1,7% gegenüber Vormonat, +0,9% gegenüber Vorjahr).

Mit einer erheblichen Verstärkung der Konsumdynamik ist in den nächsten Monaten allerdings nicht zu rechnen. Dies würde einen deutlich stärkeren Beschäftigungsaufbau und stärkere Lohnzuwächse voraussetzen, was aber mit Blick auf die noch bestehenden Kapazitäts- und damit auch Personalüberhänge in Teilbereichen der Wirtschaft nicht zu erwarten ist. Zudem sind aufgrund der demographischen Entwicklungen und der prekären Finanzlage in den öffentlichen Haushalten auch in Japan weitreichende Strukturreformen in den Sozialversicherungs-

systemen mittelfristig unerlässlich. Dies dürfte einem vorsichtigen Ausgabengebahren der privaten Haushalte Vorschub leisten.

Auch wenn sich im laufenden Jahr eine Fortsetzung der Konjunkturerholung abzeichnet (derzeitige Consensus-Prognose für 2004: reales BIP +2,8%), ist Japan somit noch nicht über dem Berg. Denn trotz der jüngsten Investitionszuwächse ist die Dynamik der Binnennachfrage noch nicht ausreichend, um die Abhängigkeit von externen Wachstumsimpulsen entscheidend zu reduzieren. Ähnlich wie in Deutschland bestehen deshalb auch in Japan weiterhin Risiken, dass der Übergang zu einem sich selbst tragenden Aufschwung nicht gelingen könnte.

- **Verbesserte Lage im Bankensektor**

Die Situation im Bankensektor hat sich verbessert. So profitierten die japanischen Banken nicht nur von der Konjunkturerholung und der damit einhergehenden deutlichen Aufwärtsbewegung am Aktienmarkt, sondern sie haben unter dem erhöhten Druck der Bankenaufsichtsbehörde FSA auch die Wertberichtigung notleidender Kredite forciert. Dennoch kann von einer völligen Bereinigung der Bankbilanzen noch nicht die Rede sein (gemäß dem letzten Bericht der FSA lag das Volumen der „non-performing loans“ Ende März 2003 bei 35,3 Billionen Yen oder rd. 7% des BIP). Dies findet seinen Niederschlag in einer weiterhin restriktiven Kreditvergabepraxis und daraus folgend einem bereits im sechsten Jahr rückläufigen Kreditbestand.

Die Zurückhaltung im Kreditgeschäft führte in den letzten Jahren dazu, dass die japanischen Finanzinstitute verstärkt Mittelanlagen an den in- und ausländischen Finanzmärkten getätigt haben. Ihre Erträge hängen somit in stärkerem Maße als in der Vergangenheit von der weiteren Kapitalmarktentwicklung ab.

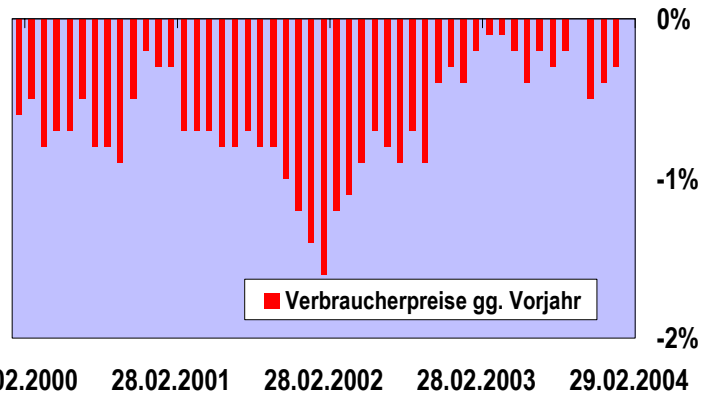
Vor allem japanische Regierungsanleihen übten dank einer BIZ-Risikogewichtung von null trotz ihrer geringen Verzinsung einen großen Anreiz aus. Ende des ersten Halbjahres 2003 hielten die japanischen Banken ein Bondportfolio von rd. 87 Bill. Yen (rd. 12% der Bilanzsumme). Dies ist im derzeitigen Niedrigzinsumfeld unproblematisch. Sollten aber die Kapitalmarktzinsen etwa aufgrund wieder anziehender Preissteigerungsraten ansteigen, würden sich für die mit extrem niedrigen Koupous ausgestatteten Staatsanleihen ein erheblicher bilanzieller Abschreibungsbedarf ergeben. Dies verdeutlicht, dass die positive Entwicklung im japanischen Bankensektor nach wie vor auf fragilem Fundament steht.

- **Deflationäre Tendenzen setzen sich weiter fort**

Die Deflation bleibt weiterhin eines der größten wirtschaftspolitischen Probleme Japans. In 2003 setzte sich nicht nur der Abwärtstrend bei den Konsumentenpreisen (-0,3%) sondern auch bei

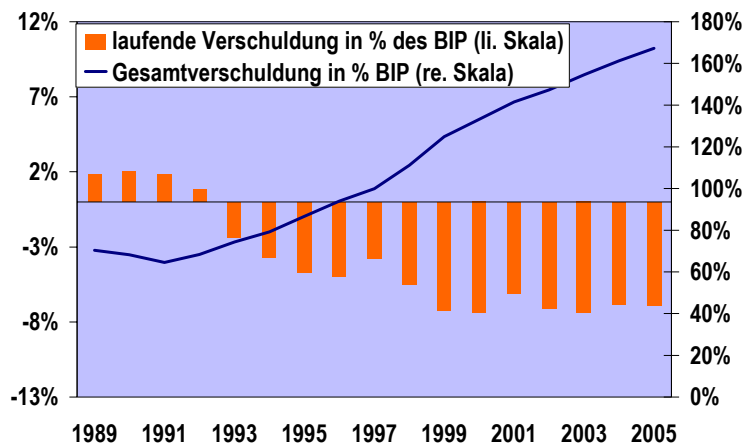
den Großhandelspreisen (-1,3%, Veränderungsraten jeweils gegenüber Vorjahr) fort. Es war der fünfte respektive sechste jährliche Rückgang in Folge.

Zwar hat sich die deflationäre Tendenz zuletzt verlangsamt, und die Konsumentenpreise haben im Februar im Vorjahresvergleich stagniert. Dies war aber z. T. temporären Faktoren wie höheren Preisen für Lebensmittel geschuldet und kann somit nicht als Indiz für eine baldige Beendigung der Deflation gewertet werden. So gehen von der Importseite währungsbedingt weiterhin preisdämpfende Effekte aus und auch das binnenwirtschaftliche, durch Angebotsüberhänge geprägte Umfeld spricht gegen eine schnelle und nachhaltige Rückkehr zu positiven Preisveränderungsraten. Die OECD prognostiziert für das laufende Kalenderjahr einen weiteren leichten Rückgang der Konsumentenpreise von 0,2% gegenüber Vorjahr.



Weiterhin prekäre Lage der öffentlichen Haushalte

Der Budgetentwurf für das gerade begonnene Fiskaljahr 2004 untermauert, dass die japanische Fiskalpolitik einen etwas restriktiveren Kurs eingeschlagen hat. Das Ausgabenvolumen im Zentralhaushalt soll gemäß den Regierungsplanungen annähernd auf dem Niveau der Vorperiode stagnieren. Die Abkehr von der bisherigen nachfrageseitigen staatlichen Konjunkturstützung kommt vor allem in der weiteren Kürzung der öffentlichen Ausgabenprogramme zum Ausdruck. Vor den mit Blick auf die demographischen Trends notwendigen deutlichen Einschnitten



in den Sozialversicherungshaushalten ist die Regierung aber zunächst noch zurückgeschreckt (die Regierung will dem Parlament demnächst einen Vorschlag zur Rentenreform unterbreiten).

Insgesamt bleibt die Haushaltssituation somit kritisch, denn trotz des von der OECD erwarteten Rückgangs des gesamtstaatlichen Budgetfehlbetrags auf 6,8% im Kalenderjahr 2004, wird Japan auch weiterhin die höchste Defizitquote aller G7-Länder aufweisen. Entsprechend wird sich

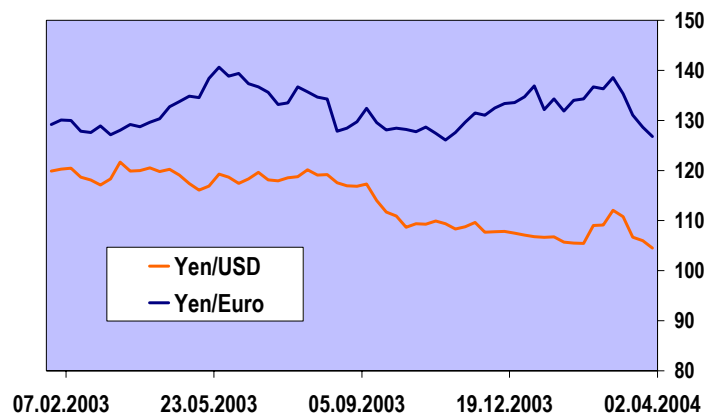
auch der Anstieg der Staatsverschuldung fortsetzen und gemäß OECD-Schätzung im laufenden Kalenderjahr 161% des BIP erreichen.

Ungeachtet der hohen Verschuldungsquoten hat die Ratingagentur S&P zuletzt das Rating Japans leicht angehoben. Die Einstufung der Bonität bleibt mit AA- zwar unverändert, der Ausblick wurde aber von „negativ“ auf „stabil“ heraufgesetzt. Begründet wurde dieser Schritt mit der optimistischeren Einschätzung der japanischen Wachstumsperspektiven und den Fortschritten bei der Reduktion von Problemkrediten im Bankensektor.

- **Trotz Interventionen tendiert der Yen deutlich fester**

Der Yen-Wechselkurs hat sich in den vergangenen Monaten gegenüber dem US-Dollar weiter befestigt. Zum Aufwertungsdruck trugen umfangreiche ausländische Kapitalzuflüsse in den japanischen Aktienmarkt aber auch die Repatriierung von Asseterträgen durch japanische Unternehmen und Investoren zum Ende des Geschäftsjahres bei. Zuletzt pendelte der Yen/USD-Wechselkurs um die Marke von 104, was einer Aufwertung von rd. 12% innerhalb der letzten zwölf Monate entspricht.

Die G7-Länder haben auf ihrem Treffen im letzten Herbst ein vor allem an die Adresse Japans und Chinas gerichtetes Bekenntnis zu einer stärkeren Flexibilisierung der Wechselkurse abgegeben. Japan hat diesen Aussagen zunächst keine Taten folgen lassen, sondern in den vergangenen Monaten weiter massiv an den Devisenmärkten interveniert, um



einer noch stärkeren Aufwertung des Yen entgegenzuwirken. Ziel ist es dabei nicht, ein bestimmtes Wechselkursniveau zu verteidigen, sondern zu starke und schnelle Wechselkursveränderungen, die die Planungssicherheit der japanischen Unternehmen gefährden könnten, abzumildern. Allein im Zeitraum Jan./Feb. erreichten die Interventionen der BOJ eine Größenordnung von mehr als 90 Mrd. USD. Mit dem dadurch finanzierten Ankauf von amerikanischen Staatstiteln trug Japan dazu bei, die US-Kapitalmarktrenditen niedrig zu halten.

In den letzten Wochen hat die BOJ ihre Yen-Verkäufe gedrosselt, was zusammen mit den positiven Konjunkturdaten die Spekulationen auf eine baldige Beendigung der Interventionspolitik genährt hat. Diese Spekulationen erscheinen jedoch überzogen, da die negativen Auswirkungen einer deutlichen Yen-Aufwertung auf Preise und Wachstum gegen eine völlige Abkehr von

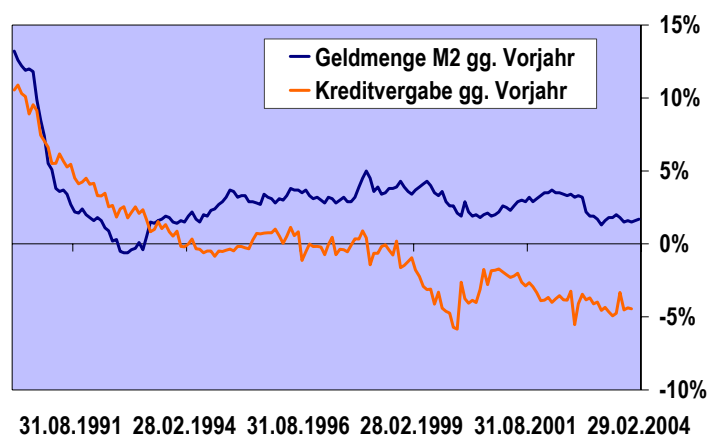
dem bisherigen währungspolitischen Kurs sprechen. Dies dürfte für die BOJ erst dann ein Thema sein, wenn die Binnennachfrage sich noch weiter gefestigt hat und die Konjunkturbelebung somit nicht mehr primär exportgetrieben ist. Dabei wird die Notenbank jedoch sehr behutsam vorgehen, um eine zu drastische Dollarabwertung und damit einhergehende Gefahren für die japanische Konjunktur zu vermeiden.

- **BOJ hält an Nullzinspolitik fest**

Das traditionelle geldpolitische Instrumentarium ist in Japan weitgehend ausgereizt. Die Leitzinsen liegen schon seit längerem nahe 0% und die BOJ verfolgt eine „quantitativ“ orientierte Politik, d.h. als geldpolitische Zielvariable fungieren nicht mehr die Zinssätze für ungesichertes Tagesgeld sondern die Reserven der Geschäftsbanken (die Zielgröße wurde im laufenden Jahr weiter angehoben und liegt nun bei 30 - 35 Billionen Yen, was rd. einem Viertel der Bilanzsumme der BOJ entspricht). Um die Liquidität und Funktionsfähigkeit des Finanzsystems zu erhöhen, greift die BOJ auch zu unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen wie dem Ankauf von Staatsanleihen, von Aktien und notleidenden Krediten aus Bankportfolios und von ABS-Papieren, die mit Mittelstandskrediten unterlegt sind. Letzteres soll die Bereitschaft zur Kreditvergabe an kleine und mittlere Unternehmen zu stärken.

Die BOJ hat angekündigt, dass sie ihren extrem expansiven geldpolitischen Kurs solange beibehalten wird, bis die Deflationsphase in Japan beendet ist. Dieses Ziel sieht sie dann als erreicht an, wenn sich der Anstieg der Konsumentenpreise auf einem Niveau von 0 oder darüber **dauerhaft** stabilisiert.

Der Vorgabe eines expliziten Inflationsziels, wie vor allem von politischen Entscheidungsträgern und einigen ausländischen Ökonomen schon mehrfach eingefordert, hat sich die BOJ bislang erfolgreich widersetzt und stattdessen immer wieder auf die großen strukturellen Probleme im Bankensektor hingewiesen, die den Wirkungsgrad geldpolitischer Maßnahmen begrenzen. Dies verdeutlicht die Entwicklung der Geldmengen- und Kreditaggregate.



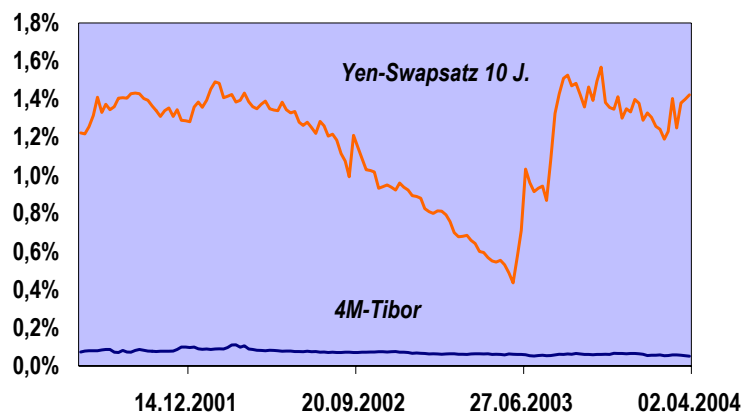
So war die Kreditvergabe zu Beginn des neuen Jahres weiter rückläufig (Feb.: -4,4% gg. Vorjahr), und auch die Geldmenge (M2+CDs) nahm im Vorjahresvergleich nur langsam zu (Feb.: +1,7%).

- **Begrenzter Anstieg der Kapitalmarktzinsen**

Nachdem die Kapitalmarktzinsen ähnlich wie in den USA und Euroland im Juni letzten Jahres historische Tiefstände erreicht hatten (10j. Swapsätze 0,43%), kam es im Zuge der weltwirtschaftlichen Konjunkturaufhellung auch in Japan zu einem ausgeprägten Zinsanstieg. In der Spitze erreichten die 10j. Swapsätze dabei 1,67% (Anfang September). Danach kam es zu einer Marktberuhigung, so dass sich die Renditen nun bereits seit Herbst in einem Band von 1,20% bis 1,60% bewegen.

Die anhaltenden Deflationstendenzen, die Fortsetzung der Nullzinspolitik sowie die mangels alternativer Anlagemöglichkeiten anhaltend hohen Mittelzuflüsse aus dem Bankensektor wirken weiterhin zinsdämpfend und dürften damit die von der Konjunkturerholung ausgehenden Zinsanstiegstendenzen weitgehend kompensieren.

Per Saldo dürften die Renditen der 10j. Swapsätze in den kommenden Monaten allenfalls begrenzt nach oben tendieren.



- **Fazit**

Unsere Analyse hat verdeutlicht, dass die Besserung der japanischen Wirtschaftslage nicht allein auf zyklischen Faktoren beruht, sondern dass auch bei der Lösung der strukturellen Probleme Fortschritte erzielt wurden. Vor allem die börsennotierten Großunternehmen haben ihre Hausaufgaben in den letzten Jahren gemacht und durch Kapazitäts- und Bilanzbereinigungen ihre Unternehmensstrukturen für den internationalen Wettbewerb fit gemacht. Diese Strukturbereinigung steht in anderen Wirtschaftsbereichen noch bevor. Auch der Bankensektor ist trotz einer deutlichen Verbesserung von einer völligen Gesundung noch weit entfernt und kann somit seine monetären Transmissionsaufgaben noch nicht hinreichend erfüllen.

Bei den anderen großen wirtschaftlichen Problemen Japans, der Deflation und der desolaten Lage der öffentlichen Haushalte, ist eine baldige Lösung ebenfalls nicht in Sicht. Die Notwendigkeit, die öffentlichen Finanzen u.a. durch deutliche Einschnitte in den Sozialversicherungshaushalten mittelfristig zu sanieren, steht latent im Raum. Dies leistet zusammen mit der deflationären Entwicklung einem vorsichtigen Ausgabengebahren der privaten Haushalte Vorschub und hat zur Folge, dass Japan zunächst weiter in starkem Maße auf externe Wachstumsimpulse angewiesen bleibt.

Alles in allem sind die gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen zur Überwindung der Wirtschaftskrise somit zwar erheblich besser als in den vergangenen Jahren. Noch ist ein selbsttragender Aufschwung aber nicht erreicht.

Abgeschlossen: 02.04.2004

Ansprechpartnerin: Petra Ott-Laubach (069) 7431 - 3453