

Erwartungsbildung unter Unsicherheit: Der blinde Fleck von Abenomics

Tim Tiefenbach

Raising Expectations under Uncertainty: The Blind Spot in Abenomics

This paper first summarizes the development of the Japanese economy under the fourth year of Abenomics. It shows that GDP growth is still sluggish and inflation is still far from the Bank of Japan's (BoJ) 2% target. The paper then presents major policy changes that have occurred over the last year: the Trans-Pacific Partnership agreement (TPP), the delay of the consumption tax hike, a fourth fiscal stimulus package, and the BoJ's negative interest rate policy (NIRP). The analysis shows that Abenomics is mainly relying on monetary measures, since structural reforms are only progressing slowly and the high amount of government debt limits the room for fiscal stimulus. However, even after applying a negative interest rate policy, the effects on the inflation rate have still failed to materialize. The latter part of the paper explores why fiscal and monetary measures have failed to jump-start the Japanese economy so far. The neglect of uncertainty is presented as one major reason. Finally, the paper concludes by evaluating the likelihood of different scenarios for the further monetary strategy of the BoJ – which seems to be the only viable policy option left.

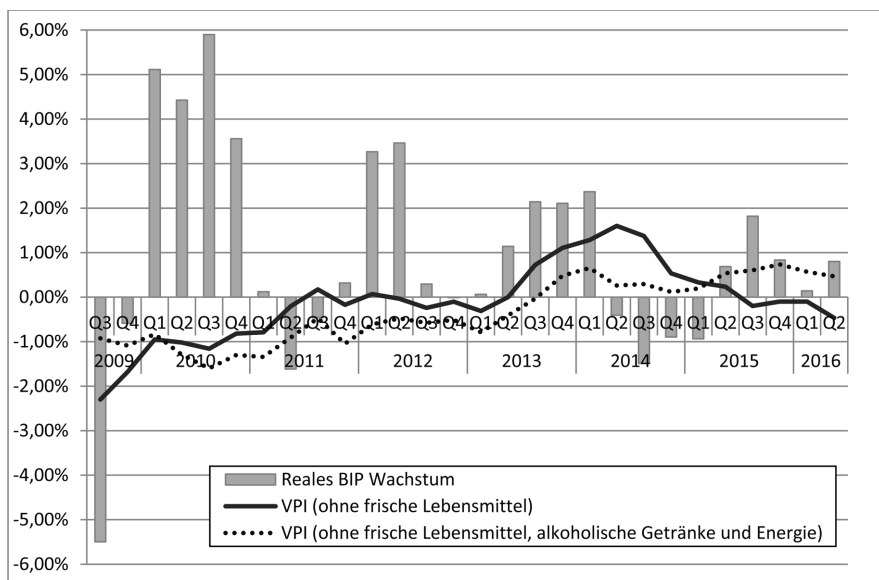
1. Einleitung: Die Entwicklung der japanischen Wirtschaft im letzten Jahr

Das als Abenomics bekannte Programm zur Wiederbelebung der japanischen Wirtschaft befindet sich bereits im vierten Jahr seit seiner Einführung. Signifikante positive Effekte blieben bisher jedoch aus. Der vorliegende Artikel gibt einen kurzen Überblick über die allgemeine Entwicklung der japanischen Wirtschaft im letzten Jahr (Abschnitt 1). In den folgenden Abschnitten werden dann die wichtigsten Po-

litikmaßnahmen erörtert, die in den letzten Quartalen erfolgt sind. Dazu zählen das transpazifische Partnerschaftsabkommen (TPP) (Abschnitt 2), die Verschiebung der Mehrwertsteuererhöhung und das vierte Fiskalpaket (Abschnitt 3) sowie die neueingeführte Politik der Negativzinsen (Abschnitt 4). Im Anschluss daran wird analysiert, warum die bisherigen Politikmaßnahmen noch nicht die gewünschten Effekte hervorgebracht haben. Als ein Hauptgrund hierfür wird die Vernachlässigung der Erwartungsbildung unter Unsicherheit angeführt (Abschnitt 5). Da weitere grundlegende Reformen nicht zu erwarten sind und der fiskalpolitische Spielraum ausgereizt ist, schließt der Artikel mit einer Bewertung möglicher Szenarien der zukünftigen Geldpolitik der Bank of Japan (BOJ) (Abschnitt 6).

Die durchwachsene Entwicklung der japanischen Wirtschaft hat sich in den letzten Quartalen weiter fortgesetzt. Abbildung 1 zeigt das japanische Wirtschaftswachstum

ABBILDUNG 1: Reales Bruttoinlandsprodukt (saisonbereinigt) von 2009 bis 2016 und Inflationsrate gemessen am Verbraucherpreisindex (VPI).



Anmerkung: Alle drei Messgrößen sind auf Quartalsbasis im Vergleich zum gleichen Quartal des Vorjahres dargestellt. Der Verbraucherpreisindex auf Quartalsbasis wurde als Durchschnitt der jeweiligen Monate berechnet. Zudem wurde der VPI um die zweiprozentige Mehrwertsteuererhöhung im Zeitraum Q2 2014 bis Q1 2015 bereinigt.

Quelle: Eigene Darstellung. Daten: Cabinet Office, Economic and Social Research Institute & Statistics Bureau, Ministry of Internal Affairs and Communications.

gemessen am realen saisonbereinigten Bruttoinlandsprodukt (BIP) auf Quartalsbasis zusammen mit der Inflationsrate gemessen am Verbraucherpreisindex (VPI) ohne frische Lebensmittel drei Jahre vor und nach dem Start von Abenomics. Wie sich erkennen lässt, ist die japanische Wirtschaft immer noch nicht auf dem anvisierten Wachstumspfad von 2 % Realwachstum angekommen. Die Erholung im dritten Quartal 2015 (+1,82 %) von der kurzzeitigen Rezession des Vorjahrs war von kurzer Natur und die darauf folgenden Quartale zeigen, dass die japanische Wirtschaft langfristig nicht über ein durchschnittliches Wachstum von 0,5 % bis 0,8 % hinauskommt. Ein ähnliches Bild zeichnet sich für die Entwicklung der Inflationsrate ab. Auch hier wurde das anvisierte Ziel von 2 % nicht erreicht. Nach einem kurzzeitigen Anstieg der Inflation zwischen Q4 2013 und Q3 2014 auf über 1 % kehrten die deflationären Tendenzen in 2015 zurück. Seit März 2016 ist die Inflationsrate zudem erneut ins Negative gefallen, was alle bisher erfolgten monetären Maßnahmen und den Verlass auf Geldpolitik als wirtschaftspolitische Krisenlösungen fraglich erscheinen lässt.

Das Kabinetbüro bezeichnet ein Szenario mit weniger als 1 % realem BIP-Wachstum und einer Nahe-Null-Inflation als »Referenzfall« (*baseline case*), das es dem Szenario einer Wiederbelebung der japanischen Wirtschaft (BIP-Wachstum und Inflation jeweils über 2 %) durch Abenomics gegenüberstellt (CAO 2016). Dementsprechend lässt sich folgern, dass die unter Abenomics verfolgten Maßnahmen selbst nach regierungseigenen Kriterien als gescheitert gelten müssten. Die BOJ argumentiert jedoch, dass sich die Erreichung des Inflationsziels aufgrund der weltweit gefallenen Energiepreise verzögert (BOJ 03.02.2016). Anzeichen dafür, dass das Inflationsziel von 2 % bald erreicht wird, sei der um Energiepreise bereinigte Verbraucherpreisindex (siehe Abbildung 2), der seit Q2 2015 bei ungefähr 0,5 % liegt. Betrachtet man diesen Index jedoch genauer, zeigt sich, dass dieser seit 2014 nur einen marginalen Aufwärtstrend zeigt. Auf Basis dieses Trends würde ein Inflationsniveau von 2 % ohne Berücksichtigung der Energiepreise erst Anfang 2028 erreicht werden.

2. Strukturreformen: Transpazifisches Freihandelsabkommen (TPP)

Nach fünfjährigen Verhandlungen kamen die beteiligten Regierungsvertreter Anfang Oktober 2015 in Atlanta zu einer Einigung bezüglich des transpazifischen Freihandelsabkommens TPP (FAZ 05.10.2015). Anfang Februar 2016 wurde dieses schließlich von allen zwölf teilnehmenden Staaten auf einem Treffen in Wellington unterzeichnet.

Das TPP weist das höchste Niveau an Handelsliberalisierung auf, zu dem sich Japan in Handelsgesprächen bisher verpflichtet hat (Solís 10.03.2016). Dementspre-

chend hoch sind Erwartungen bezüglich der Effekte auf das Wirtschaftswachstum. Diese lassen sich allerdings nur schwer zu beziffern. Schätzungen zufolge liegen die Effekte für Japan zwischen 0,5 % (Petri et al. 2011) und 3 % (IMF 2016; World Bank 2016) – wobei die Schätzungen am unteren Ende realistischer zu sein scheinen. Befürworter hoffen insbesondere, Interessengruppen und Lobbyverbände durch das Abkommen zu schwächen und so den Weg für weitere Reformen ebnen zu können (Koike 30.10.2015).

Allerdings finden sich auch kritische Stimmen, die die positiven Wirtschaftseffekte des Abkommens in Frage stellen (Krugman 26.04.2015; Stiglitz und Hersh 02.10.2015). So beinhaltet das Abkommen nicht nur Maßnahmen zum Abbau von Handelshemmnissen, sondern auch Vereinbarungen zu geistigem Eigentum und Investorenschutz, die wiederum in erster Linie der Wirtschaftslobby nützen. Diese negativen Effekte werden jedoch bei Modellrechnungen der zu erwartenden Effekte meist außer Acht gelassen. Daher zeigt sich erst nach Inkrafttreten des Abkommens, wie hoch die positiven Effekte auf die japanische Wirtschaft tatsächlich ausfallen. Aber auch hier ist es fraglich, wann dies passieren wird. Obwohl das Abkommen bereits unterzeichnet ist, muss es von den einzelnen Mitgliedsstaaten noch ratifiziert werden. In Japan wurden bereits im März entsprechende Gesetzesvorschläge auf den Weg gebracht, allerdings hat sich ihre Diskussion im Parlament aufgrund des Erdbebens in Kumamoto verzögert (NHK 30.06.2016). Im Juli haben hochrangige Wirtschaftsvertreter in einem Schreiben Premierminister Abe darum gebeten, die Ratifizierung des TPP-Abkommens bereits im September in einer außerordentlichen Parlamentssitzung zu diskutieren (JT 13.07.2016). Ziel dieser Aktion ist es, durch die vorzeitige Ratifizierung Japans Druck auf die anderen Mitgliedsstaaten auszuüben, das Abkommen ebenfalls zu ratifizieren. Insbesondere aufgrund der anstehenden Präsidentschaftswahl in den USA, bei der sich beide Kandidaten gegen TPP ausgesprochen haben, besteht die Befürchtung, dass der Ratifizierungsprozess ins Stocken gerät. Insgesamt bleibt festzuhalten, dass weder die Effekte noch der Zeitpunkt des Inkrafttretens von TPP momentan abzuschätzen sind.

3. Fiskalpolitik: Erneute Verschiebung der Mehrwertsteuererhöhung und viertes Fiskalpaket

Nachdem 2015 das erste Jahr unter Abenomics war, in dem kein Fiskalpaket auf den Weg gebracht wurde, hat die Regierung in 2016 gleich zwei expansive Fiskalmaßnahmen ergriffen. Zum einen hat Abe Anfang Juni angekündigt, die für April 2017 geplante Mehrwertsteuererhöhung von acht auf zehn Prozent

erneut auszusetzen (Welter 04.06.2016). Dies war vorherzusehen und überraschend zugleich. Die schlechte Konjunkturentwicklung in Japan und die schwierige weltwirtschaftliche Lage (siehe hierzu Abschnitt 4) legten diesen Schritt eigentlich nahe. Problematisch war jedoch, dass Abe die Mehrwertsteuererhöhung bereits im Frühjahr 2015 einmal ausgesetzt hatte. Seinerzeit ließ er diesen Schritt durch Neuwahlen Ende 2014 legitimieren und beteuerte daraufhin, dass die Erhöhung zum nächsten Zeitpunkt kein zweites Mal ausgesetzt würde. Um seiner Ankündigung mehr Glaubwürdigkeit zu verleihen, hat Abe sogar den Artikel, der die Aussetzung der Mehrwertsteuererhöhung aufgrund einer schlechten Wirtschaftsentwicklung erlaubt, aus dem Gesetzestext gestrichen (*BJ* 06.04.2016). Wenig später räumte er jedoch ein, dass im Falle einer Naturkatastrophe oder einer Krise ähnlich des Lehman-Schocks die Erhöhung eventuell erneut ausgesetzt werden könnte (*Reuters* 27.02.2015). Letztendlich war es genau dieser Vergleich der gegenwärtigen Weltwirtschaft mit der Zeit des Lehman-Schocks, den Abe bemühte, als er Ende Mai die zweite Aussetzung der Mehrwertsteuererhöhung auf dem G7-Gipfel bereits andeutete (Reynolds und Takahashi 26.05.2016). Ironischerweise folgte schließlich die weltwirtschaftliche Entwicklung (wenigstens in ihrer Tendenz) der überzeichneten Prophezeiung Abes, als Großbritannien Ende Juni überraschend für den Brexit stimmte. Dies nahm Abe zum Anlass, um einen Monat später das mit 28,1 Billion Yen (ca. 240 Milliarden Euro) bisher größte Fiskalpaket in der Geschichte von Abenomics anzukündigen (Takahashi und Reynolds 02.08.2016).

Insgesamt sind diese Fiskalmaßnahmen gemischt zu bewerten. Einerseits ist die Fiskalpolitik in diesem Jahr wesentlich konsistenter als bisher, da ausschließlich expansive Maßnahmen ergriffen wurden.¹ Zudem scheint eine Aussetzung der Mehrwertsteuererhöhung weitestgehend alternativlos, da der private Konsum immer noch durch die erste Erhöhung gedämpft ist (Welter 04.06.2016). Allerdings ist die Mehrwertsteuererhöhung nicht komplett abgesagt, sondern nur vorübergehend verschoben worden. Zudem sind die voraussichtlichen Effekte des vierten Fiskalpakets wesentlich kleiner, als es die angekündigte Summe vermuten lässt (*JMA* 02.08.2016).² Hieran zeigt sich, dass unter der enormen Last an

¹ In der Anfangsphase von Abenomics wurden die expansiven Fiskalpakete mit restriktiven Maßnahmen, wie der Mehrwertsteuererhöhung, konterkariert.

² In dem Betrag von 28,1 Billionen Yen sind alle geförderten öffentlichen und privaten Projekte über einen mehrjährigen Zeitraum enthalten sind. Davon 13,5 Billionen Yen Regierungsmaßnahmen, wobei hierzu auch zinsgünstige Darlehen (sog. *soft loans*) zählen. Zieht man diese ab, bleibt eine Summe von 7,5 Billionen Yen tatsächlich neuer Ausgaben der Regierung, die als sog. *clear water* oder *mamizu* bezeichnet werden. Und von diesen Ausgaben erfolgen lediglich 5 Billionen Yen im Fiskaljahr 2016 und tragen somit hier zu einem Anstieg des BIP bei.

Staatsschulden nicht viel Spielraum für umfassende expansive Fiskalmaßnahmen bleibt. Japan ist zwar vornehmlich im Inland verschuldet und steht somit nicht unter dem Druck ausländischer Investoren, allerdings wird von Seiten der internationalen Staatengemeinschaft (insbesondere durch OECD und IMF) politischer Druck für eine zügige Reduzierung der Schuldenlast ausgeübt (Tiefenbach 2015). Ursprünglich hatte Japan angekündigt, eine (positive) Primärdefizitquote von Null im Fiskaljahr 2020 zu erreichen, allerdings kann dieses Ziel durch die eingeleiteten Fiskalmaßnahmen nicht eingehalten werden. Laut Hochrechnungen des Kabinettsbüros wird eine positive Primärdefizitquote selbst in dem optimistischen Fall einer Wiederbelebung der japanischen Wirtschaft (siehe Abschnitt 1) erst ab Fiskaljahr 2023 erreicht werden (CAO 2016).

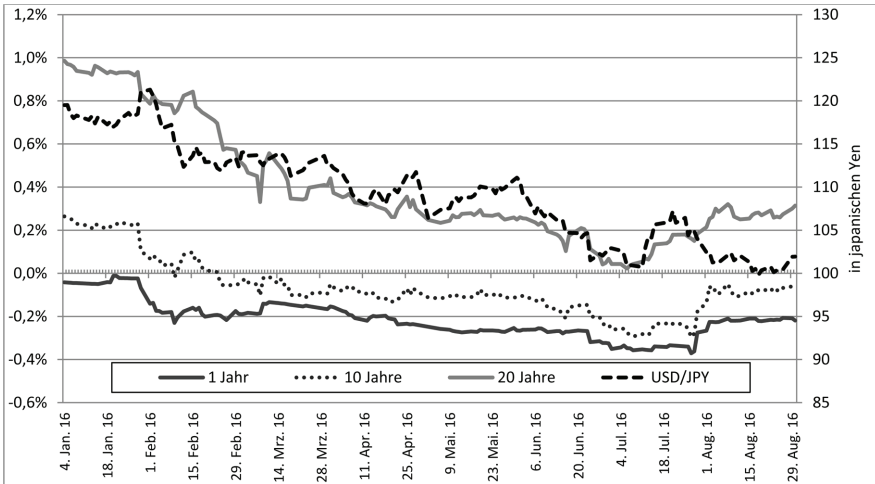
Als Fazit lässt sich festhalten, dass der Spielraum für weitere expansive Fiskalmaßnahmen stark begrenzt ist. Zusammen mit den nur schleppend vorankommenden Strukturreformen bleibt somit mittelfristig scheinbar nur die Geldpolitik als Hoffnungsträger der japanischen Wirtschaft.

4. Geldpolitik: Die Negativzinspolitik der BOJ

Obwohl die BOJ seit 2013 ihre geldpolitischen Maßnahmen stetig ausgeweitet hat, waren Marktbeobachter relativ überrascht, als am 29. Januar 2016 verkündet wurde, dass die bisherigen Maßnahmen des QQE-Programms (*quantitative and qualitative easing*) um eine negative Zinspolitik erweitert werden (FT 29.01.2016). Zu dieser Überraschung hat Haruhiko Kuroda, der Gouverneur der BOJ, maßgeblich beigetragen, da er eine Woche zuvor im Budgetausschuss des Oberhauses mitteilte, nicht konkret über eine Negativzinspolitik nachzudenken (Reuters 21.01.2016). Als Grund für diesen überraschenden Gesinnungswechsel nannte Kuroda die fallenden Ölpreise sowie die steigende Volatilität in den globalen Finanzmärkten (BOJ 03.02.2016). Die Negativzinspolitik wurde mit dem Ziel eingeführt, die sich positiv entwickelnden Inflationserwartungen zu verstärken, und sich so gegen die neuauftretenden deflationären Tendenzen zu behaupten (BOJ 03.02.2016). Im Vergleich zu den Negativzinssätzen anderer Zentralbanken (EZB: -0,4 %, Schweden: -0,75 %; Schweiz: -0,6 %) ist die von der BOJ eingeführte Rate relativ gering (-0,1 %) und trifft zudem nur auf einen Teil der Bankeinlagen zu (momentan ca. 10 % aller Reserven).

Der Negativzins soll (i) die kurzfristigen Zinssätze weiter herunterdrücken und (ii) die Inflationserwartungen anheben (BOJ 03.02.2016). Während die Zinssätze von Staatsanleihen über die komplette Zinskurve weiterzurückgingen (siehe

ABBILDUNG 2: Entwicklung der Zinsstrukturkurve japanischer Staatsanleihen in 2016 (links) sowie der US-Dollar-Wechselkurs in japanischen Yen (rechts)



Quelle: Eigene Darstellung. Daten: BOJ & Ministry of Finance.

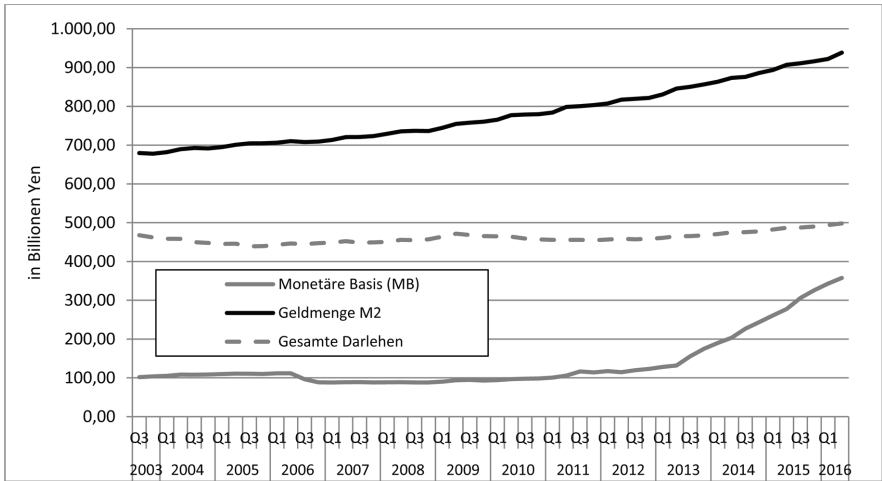
Abbildung 2), blieb der erwartete Effekt auf die Inflationsrate bislang aus (siehe Abbildung 1). Auch der Wechselkurs des Yen gegenüber dem US-Dollar zeigt nach der Zinssenkung keine aufwertende Tendenz³, die eigentlich gemäß fundamentaler Marktprinzipien zu erwarten gewesen wäre (siehe Abbildung 3).⁴ Hierbei stellt sich die Frage, welche Kräfte diesen Marktgesetzen entgegenstehen.

Die Gründe hierfür liegen einerseits darin, dass die Entscheidung der BOJ relativ kurzfristig erfolgte, ohne dass hierbei die Weltwirtschaftslage und ihre makroökonomischen Interaktionen ausreichend berücksichtigt wurden. Die Negativzinspolitik sollte ursprünglich den deflationären Tendenzen der sinkenden Ölpreise entgegenwirken. Letztere hingegen waren jedoch mitverantwortlich für massive Kursverluste europäischer Banken (Egan 10.02.2016). Im Januar kam es in China zudem zu massiven Kursverlusten an der Börse sowie zu Abwärtskurskorrekturen des Yuan, was erneut Ängste einer abkühlenden Weltwirtschaft schürte (Bloomberg

³ Direkt im Anschluss an die Ankündigung der BOJ verzeichnete der Yen eine kurzzeitige Aufwertung, die jedoch nur ca. eine Woche lang anhielt.

⁴ Normalerweise sollten Währungen bei sinkenden Zinsen abwerten, da erwartet wird, dass Investoren ihr Geld abziehen und in höher verzinsten Währungen anlegen. Dies wäre ein schnell wirkender Transmissionskanal, der durch steigende Importpreise für Inflation sorgt und durch steigende Exporte gleichzeitig die Wirtschaft ankurbelt.

ABBILDUNG 3: Monetäre Basis, Geldmenge M2 und Darlehen der Banken in Japan seit 2003



Quelle: Eigene Darstellung, Daten: BOJ.

07.01.2016). Zudem war in diesem Zusammenhang ebenfalls zweifelhaft, inwieweit das amerikanische Wirtschaftswachstum die Zinssatzanhebungen der US-Notenbank (*Fed*) mittragen würde, was gleichzeitig zu Zweifeln an der Stärke des Dollars führte (*CT* 10.02.2016). Zu diesen weltweiten Turbulenzen trug die BOJ zusätzlich bei, indem sie mit der Ankündigung ihrer Negativzinspolitik ein weiteres Element der Unsicherheit einführte und so die bereits existierende Volatilität in den Finanzmärkten verstärkte (*Barnato* 09.02.2016).

Zusammengenommen führten diese globalen Unsicherheiten trotz der Negativzinspolitik zu einer erhöhten Nachfrage nach Yen, da (i) dieser bei Investoren immer noch als sicherer Hafen gilt, (ii) viele japanische Investoren ihre Gelder zurückführten und (iii) Yen-finanzierte *Carry Trades* im großen Stil aufgelöst wurden (*Shaffer* 11.02.2016). Schließlich heizte dieser unerwartete Kursanstieg des Yen Spekulationen an, dass die Geldpolitik der BOJ trotz der Negativzinspolitik wirkungslos gegen die herrschenden Marktkräfte ist, und der Yenpreis langfristig noch stärker anziehen wird (*Rohner* 15.02.2016). Dieses Szenario trat letztendlich auch ein. In den Monaten nach Februar setzt sich der Aufwärtstrend des Yen fort (*Abbildung 2* zeigt den Yenpreis von einem Dollar und stellt dementsprechend einen Abwärtstrend dar). Das Brexit-Votum Ende Juni festigte diesen Trend zusätzlich. Darauf folgte im Juli eine kurze Abwärtsphase, die von

dem Gerücht der Einführung von sog. *Helikoptergeld* beflügelt wurde (Kihara 15.07.2016). Hierbei handelt es sich um eine geldpolitische Maßnahme, bei der die BOJ direkt Geld in die Realwirtschaft einspeist (z. B. durch die Ausgabe eines gewissen Betrags an alle Bürger). Als sich jedoch Ende Juli herausstellte, dass die BOJ ihre Geldpolitik nur marginal ausweitet und nicht zu extremeren Maßnahmen wie Helikoptergeld greift, fiel der Kurs auf sein bisheriges Jahrestief bei ca. 100 JPY zu einem USD (FUW 29.07.2016).

Insgesamt zeigt sich an dieser Entwicklung, dass die bisherigen geldpolitischen Maßnahmen der BOJ trotz Negativzinspolitik nicht die gewünschte Wirkung gezeigt haben. Dies zum Anlass nehmend, hat die BOJ eine umfassende Bewertung ihrer bisherigen Politikmaßnahmen angekündigt, die sie bei ihrem Treffen im September der Öffentlichkeit vorstellen wird. Im folgenden Abschnitt soll untersucht werden, welche Ursachen den Erfolg der geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen verhindern.

5. Halbe Maßnahmen und das Problem der Unsicherheit

BOJ Gouverneur Kuroda verfolgt mit seiner als QQE bekannten Geldpolitik das Ziel, die Inflationsrate auf 2 % anzuheben. Die grundlegende Strategie der BOJ ist es, durch (i) ein klares Inflationsziel, (ii) eine massive Ausweitung der Geldmenge sowie (iii) Anreize, das Geld nicht zu sparen (Null- und Negativzins), Inflationserwartungen zu schaffen, die schließlich zu vorzeitigen Investitionen und Konsum und somit zu tatsächlicher Inflation und Wirtschaftswachstum führen.⁵ Die theoretischen Grundlagen dieser Politik hat Krugman bereits 1998 im Rahmen eines ökonomischen Modells ausgearbeitet.⁶

Krugman (1998: 141) bezeichnet die Situation Japans (fälschlicherweise⁷) als Liquiditätsfalle, die er als Zustand definiert, in dem herkömmliche geldpolitische Maßnahmen nicht mehr wirken, da der Zins bereits nahe Null ist und somit eine Ausdehnung der monetären Basis (das ist das Angebot an Geld, das die Zentralbank der Gesamtwirtschaft inklusive des Finanzsektors bereitstellt) keinen Effekt auf die Realwirtschaft hat. Interessant hierbei ist, dass diese Beschrei-

⁵ Die Darstellung bei Kuroda ist leicht unterschiedlich formuliert, da er die Transmissionskanäle der Geldpolitik herausstellt. Im Prinzip lässt sich die Strategie der BOJ jedoch so zusammenfassen (BOJ 28.06.2015).

⁶ Kuroda (BOJ 07.06.2014) verweist explizit auf die theoretischen Ausführungen von Krugman (1998), bemerkt jedoch, dass die BOJ seine Theorie nicht eins zu eins umgesetzt hat.

⁷ Siehe Pilkington (23.07.2014).

bung immer noch auf Japan zuzutreffen scheint, und das obwohl die BOJ bereits seit mehr als drei Jahren *außergewöhnliche* geldpolitische Maßnahmen ergriffen hat.

Abbildung 3 zeigt die Höhe der monetären Basis, der Geldmenge M2 (zirkulierendes Bargeld und Einlagen; es handelt sich hierbei um die Geldmenge, die der Finanzsektor der Gesamtwirtschaft bereitstellt), sowie der gesamten Bankdarlehen an Nichtbanken (sog. *lending posture*) seit 2003. Hierbei zeigt sich, dass sich der rapide Anstieg der monetären Basis unter Abenomics nur sehr schwach auf die Geldmenge M2 auswirkt. Der Grund hierfür liegt unter anderem in der Kreditvergabe der Banken. So ist die Höhe der gesamten Darlehen der Banken an die Realwirtschaft (Nichtbanken) seit der expansiven Geldpolitik unter Abenomics nur marginal angestiegen. Dies wiederum ist auf eine mangelnde Nachfrage nach Krediten durch Unternehmen und Konsumenten zurückzuführen (FMW 18.06.2014). Es ist daher nicht verwunderlich, dass bei ausbleibendem Konsum und Investitionen die Inflationsrate nicht steigt.

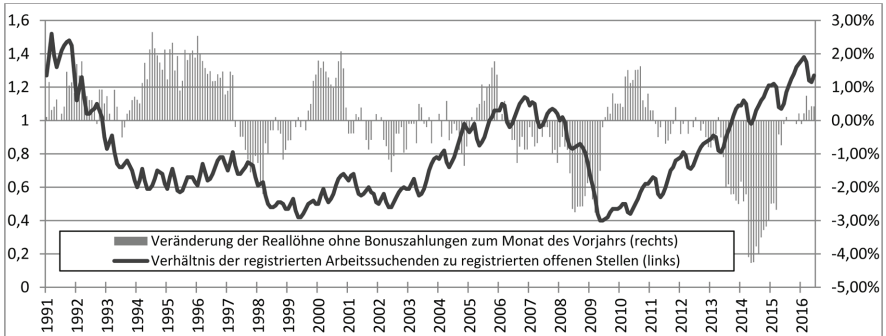
Aus diesem Grund empfiehlt Krugman (1998), eine expansive Geldpolitik durch stimulierende Fiskalmaßnahmen zu unterstützen. Hiergegen lässt sich einwenden, dass Japan im Zeitraum von 2013 bis 2016 bereits vier Fiskalpakete auf den Weg gebracht hat, ohne dass es zu einer signifikanten Besserung der Situation gekommen ist. Krugman (1998) nennt jedoch zwei Bedingungen dafür, dass Fiskalmaßnahmen die gewünschte Wirkung erzeugen. Einerseits müssen sie in einer Größe erfolgen, die die Wirtschaft *nachhaltig* stimuliert. Die bisherigen Fiskalpakete unter Abenomics in den letzten vier Jahren liegen umgerechnet jedoch nur bei ca. 1 % des BIP pro Jahr, zudem hat die Mehrwertsteuererhöhung diese Effekte zum Großteil konterkariert (Krugman 15.08.2016). Neben der reinen Größe der Fiskalpakete ist es andererseits auch wichtig, dass Fiskalmaßnahmen kontinuierlich erfolgen, so dass die Wirtschaftssubjekte dementsprechende Erwartungen aufbauen können. Dies ist jedoch bei der bisherigen Politik nur schwer möglich. Die Fiskalpakete erfolgten meist reaktiv auf schlechte Wirtschaftsdaten oder andere externe Ereignisse (wie z. B. das Erdbeben in Kumamoto und das Brexit-Votum). Gleiches gilt ebenfalls für die Mehrwertsteuererhöhung, die nun zum zweiten Mal verschoben wurde. Das Aussetzen einer restriktiven Fiskalmaßnahme ist prinzipiell ein positiver Stimulus für die Wirtschaft, allerdings waren die Wirtschaftssubjekte lange Zeit in dem Glauben, dass es tatsächlich zu einer Erhöhung kommt. Nun müssen sie davon ausgehen, dass die Erhöhung im Oktober 2019 stattfindet. Damit lassen sich nur schwer nachhaltige Erwartungen in eine positive Entwicklung der japanischen Wirtschaft setzen, insbesondere aus Sicht von langfristigen Investoren.

Dass die Erwartungsbildung der Wirtschaftssubjekte bislang nicht gebührend berücksichtigt wurde, ist erstaunlich, da Abenomics darauf zielt, *in erster Linie* Vertrauen in die japanische Wirtschaft zu generieren. Noch überraschender ist jedoch, dass auch die geldpolitische Strategie, die maßgeblich auf die Generierung von *Inflationserwartungen* zielt, die generelle Erwartungsbildung nicht beachtet. Die Einführung der Negativzinspolitik erfolgte nicht nur plötzlich und unerwartet, sie ist zudem mit dysfunktionalen Effekten verbunden. Erstens ist es für Sparer nicht absehbar, ob sie in Zukunft nicht auch negative Zinsen zahlen müssen. Zweitens können Niedrig- und Negativzinsen auch in die entgegengesetzte Richtung wirken und Sparen begünstigen, da die Anleger auf ungewisse Zeit keine Renditen auf ihre Rücklagen erhalten. D. h., wer für das Alter einen bestimmten Betrag zurücklegen will, muss unter Null- und Negativzinsen nun mehr sparen. Das Problem einer Geldpolitik, die auf nicht herkömmlichen Maßnahmen beruht, ist, dass niemand genau vorhersagen kann, wie, wann und ob sich diese Maßnahmen auf die Realwirtschaft auswirken. Ebenfalls unklar ist die sog. Exit-Strategie, d. h., wie eine solche Politik, wenn sie denn einmal erfolgreich war, langfristig wieder zum Normalzustand zurückgeführt werden kann (BOJ 07.06.2014).

Insgesamt führt diese Mischung aus einer experimentellen Geldpolitik sowie einer Stop-und-Go-Fiskalpolitik zu einem erhöhten Maß an Unsicherheit. Dies wird zudem dadurch begünstigt, dass die zukünftige Entwicklung der japanischen Wirtschaft zu einem hohen Grad von den politischen Entscheidungsträgern abhängig ist.

Ein weiteres Element der Unsicherheit ist die schleppende Reallohnentwicklung. Obwohl die Aktien japanischer Unternehmen unter Abenomics Rekordgewinne erzielt haben, hat gleichzeitig auf dem Arbeitsmarkt ein massiver Rückgang der Reallöhne stattgefunden. Dieser Rückgang kann zwar zum Teil durch die Mehrwertsteuererhöhung erklärt werden, allerdings waren die Löhne bereits vor April 2014 rückläufig und auch die Höhe überstieg stellenweise die Steuererhöhung von 3 %. Experten verweisen bereits seit längerem auf das Verhältnis von registrierten Arbeitssuchenden zu registrierten offenen Stellen, das sich von 0,4 in 2009 auf ca. 1,3 in 2016 stetig verbessert hat, was auf ein Anziehen des Arbeitsmarktes hindeutet. Aufgrund dieser Entwicklung schließen sie darauf, dass die Reallöhne in den nächsten Jahren signifikant ansteigen werden (Van der Putten 21.11.2014). Schaut man sich jedoch die Daten im Vergleich über die Zeit an (Abbildung 4), zeigt sich, dass die Reallohnentwicklung im Allgemeinen nur sehr lose mit dem Verhältnis von Arbeitssuchenden zu offenen Stellen korreliert ist. Und obwohl Letzteres auf einem zwanzigjährigen Rekordniveau liegt, ist ein

ABBILDUNG 4: *Entwicklung der Reallöhne und des Verhältnis Arbeitssuchender zu offenen Stellen*



Quelle: Eigene Darstellung. Daten: e-Stat Portal Site of Official Statistics of Japan (Monthly Labour Survey & Ippan Shokugyō Shōkai Jōkyō).

signifikanter Anstieg der Reallöhne noch nicht sichtbar. Aus diesem Grund schlagen die IMF-Ökonomen Everaert and Ganelli (13.03.2016) vor, Lohnerhöhungen zum vierten Pfeil von Abenomics zu machen. Schließlich unterminiert die Lohnpolitik der japanischen Unternehmen die Bestrebungen der BOJ, das Inflationsniveau auf 2 % zu bringen, denn ohne die Aussicht auf mehr Geld werden die Haushalte nur schwer mehr konsumieren (Harding und Inagaki 16.03.2016).

Hier schließt sich schließlich der Kreis zu den Maßnahmen der Fiskal- und Geldpolitik: Solange die Unternehmensprofite von nicht vorhersehbaren Entscheidungen der Regierung und der BOJ abhängen, werden die Unternehmen versuchen, neue Positionen mit irregulären Beschäftigten zu füllen und irreversible Lohnerhöhungen so weit wie möglich zu verhindern. Dementsprechend lassen sich die bisher ergriffenen fiskal- und geldpolitischen Maßnahmen als »halbe Maßnahmen« bezeichnen. Sie sollen die Wirtschaft ankurbeln, induzieren dabei gleichzeitig jedoch ein hohes Maß an Unsicherheit in das System und erschweren somit die Erwartungsbildung der Wirtschaftssubjekte. Es ist daher nicht verwunderlich, dass Abenomics bislang nicht die gewünschten Effekte hervorbringt.

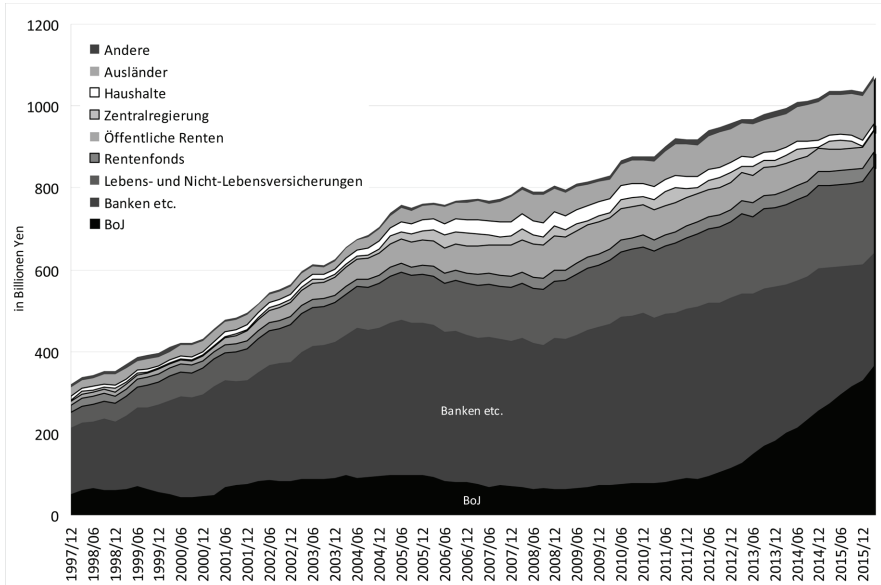
6. Abes letzter Zug: Kurodanomics

Der abschließenden Teil dieses Artikels verzichtet darauf, zu erörtern, welche Maßnahmen ergriffen werden müssten, um eine bessere Erwartungsbildung der Wirtschaftssubjekte zu gewährleisten. Bessere geld- und fiskalpolitische Maßnahmen ergeben sich direkt aus der oben aufgezeigten Analyse. Wichtig ist, dass die Maßnahmen nicht willkürlich und reaktiv erfolgen, sondern gut kommuniziert und kontinuierlich eingesetzt werden. Weiterhin ermöglichen strukturelle Reformen (insbesondere des Arbeitsmarkts) nicht nur eine zukunftsgerichtete positive Erwartungsbildung, sondern sie tragen darüber hinaus auch zu einer Anhebung des potentiellen Wirtschaftswachstums bei. Während theoretisch gesehen eine Vielzahl von Lösungsstrategien existiert, ist das eigentliche Problem die politische Praxis. Dass Wirtschaftsreformen bei Abe nicht die höchste Priorität genießen, wurde bereits an anderer Stelle argumentiert (Tiefenbach 2015). Dementsprechend ist davon auszugehen, dass die Fortschritte bei den institutionellen Reformen auch weiterhin nur schwer vorankommen. Zudem ist der Spielraum für zusätzliche Fiskalmaßnahmen weitestgehend ausgereizt. Aus dieser Sicht gesehen, bleibt einzig und allein die Geldpolitik der BOJ, um die Probleme der japanischen Wirtschaft zu lösen. Somit lässt sich die letzte Phase von Abenomics auch als *Kurodanomics* bezeichnen.

Um den nächsten Zug der BOJ ranken sich viele Gerüchte, die sich auf eine oder mehrere der folgenden Entwicklungen stützen: (i) die ausbleibende Wirkung bisheriger geldpolitischer Maßnahmen, (ii) die scheinbar nicht aufzuhaltende Staatsverschuldung sowie (iii) der rasante Anstieg an Staatsanleihen im Besitz der BOJ. Letzterer ist in Abbildung 5 dargestellt. Deutlich sichtbar ist der Anstieg an Staatsanleihen im Besitz der BOJ seit dem Start von Abenomics. Ende März 2016 hielt die BOJ 364,4 Billionen Yen an Staatsanleihen (inklusive *treasury bills*), was ca. 68 % des BIP entspricht. Interessant ist, dass die BOJ nicht nur neue Staatsanleihen erwirbt, sondern auch die sich im Umlauf befindlichen Staatsanleihen aufkauft. Somit kommt es zu einer zunehmenden Umverteilung der Staatsschulden von privaten und öffentlichen Gläubigern zur BOJ. Am deutlichsten sichtbar ist diese Umverteilung im Bankenbereich: Hielten Banken Ende 2012 ca. 43 % aller Staatsanleihen, so waren es Ende März 2016 nur noch 25 %.

Auf Basis dieser Entwicklung sind die folgenden vier Szenarien vorstellbar:

ABBILDUNG 5: Höhe und Eigentümerstruktur japanischer Staatsanleihen und Treasury Bills über die Zeit



Quelle: Eigene Darstellung. Daten: BOJ (Flows of Funds).

(i) *Das Ende von QE*

Einige Autoren gehen davon aus, dass die BOJ ihre expansive Geldpolitik in den nächsten Jahren beenden wird (Takehara 2016; JMA 16.09.2016). Gründe hierfür sehen sie einerseits darin, dass das Limit an möglichen Zukäufen von Staatsanleihen bald erreicht ist.⁸ Andererseits führt eine QE-Politik auf unbegrenzte Zeit zu mangelnder Glaubwürdigkeit, was wiederum zu einem Anstieg der langfristigen Zinsen führen kann, wodurch das eigentliche Politikziel (Inflation durch Niedrigzinsen) verfehlt würde. Schließlich sind aus diesen oder anderen Gründen steigende Zinsen problematisch, da sie die Bilanz der BOJ ins Negative rutschen lassen, wodurch sie langfristig bankrottgehen würde.

⁸ Ein Szenario, in dem die BOJ 100 % aller Anleihen hält, ist äußerst unrealistisch, wenn man bedenkt, dass aus Gründen des Bilanzstrukturmanagements nicht alle Inhaber ihre Anleihen verkaufen werden.

(ii) *Direkter und verdeckter Schuldenerlass*

Der steigende Anteil an Staatsanleihen, der durch die BOJ gehalten wird, gibt zudem Anlass zu Spekulationen, dass es langfristig zu einem Schuldenschnitt kommen wird, bei dem die BOJ auf ihre Forderungen gegenüber der japanischen Regierung verzichtet (Kaiser 20.08.2016). Ein Szenario mit weniger drastischen Auswirkungen wäre ein verdeckter Schuldenschnitt, bei dem die durchschnittliche Laufzeit der Schulden kontinuierlich verlängert wird, bis hin zu einem Zeitpunkt, an dem die Regierung schließlich sog. Null-Kupon-Anleihen (*perpetual bonds*) ohne Laufzeitbegrenzung ausgibt (Fujioka und Ujikane 14.07.2016).

(iii) *Umstellung des Geldsystems*

Alternativ zu einem Szenario des Schuldenerlasses durch die BOJ ist theoretisch eine Umstellung des Geldsystems von Giral- auf Vollgeld denkbar (Mayer 13.08.2016). Hierbei müsste man die Banken ihrer Geldschöpfungsfunktion (d. h. der Möglichkeit, Giralgeld zu schaffen) berauben und sie verpflichten, Kredite vollständig (d. h. zu 100 %) mit Zentralbankgeld zu hinterlegen. Die BOJ könnte dementsprechend Staatsanleihen als Deckungsstock zulassen und somit die Netto-Staatsschuld um über die Hälfte senken, ohne dass es dabei zu einem Schuldenschnitt im herkömmlichen Sinne käme. Eine ähnliche, jedoch komplexere Variante eines zweistufigen Reservesystems wird von Iwamura (2016) vorgeschlagen.

(iv) *Helikoptergeld*

Während ein Schuldenschnitt oder die Umstellung des Geldsystems Lösungen für Japans Schuldenproblem darstellen, würde damit nicht das Problem des ausbleibenden Effekts der geldpolitischen Maßnahmen und der damit zusammenhängenden schleppenden wirtschaftlichen Entwicklung gelöst werden. Bereits unter Abschnitt 4 wurde erläutert, wie Spekulationen über die Einführung von Helikoptergeld im Juli zu einer kurzfristigen Abwertung des Yen führten. Auch wenn diese Gerüchte vorerst dementiert wurden, halten Experten eine Einführung in den nächsten 12–18 Monaten immer noch für wahrscheinlich (McNeely 13.09.2016).

Wie sind die oben skizzierten Szenarien zu bewerten? Aufgrund der schlechten Wirtschaftsdaten und ausbleibenden Inflation scheint ein Ende der expansiven Geldpolitik äußerst unwahrscheinlich, insbesondere wenn man bedenkt, wie schwer die Zinserhöhungen in den USA, trotz besserer Wirtschaftsdaten, vorankommen. Allerdings sind die oben benannten Grenzen der Bilanzausweitung durchaus real. Die kurzfristig beschlossene Einführung von Negativzinsen (an-

statt einer weiteren Bilanzausweitung) kann bereits als Maßnahme verstanden werden, die die Fortführung der expansiven Geldpolitik gewährleisten soll (Otsuka 10.03.2016). Da die Grenzen des Aufkaufprogramms bereits in Sicht sind, wird für das kommende Treffen Ende September erwartet, dass die BOJ die Negativzinsen erhöht und somit zum Kern ihrer expansiven Geldpolitik macht (NAR 14.09.2016). Der Vorstellung, dass eine negative Bilanz langfristig zum Bankrott der BOJ führt, ist entgegenzuhalten, dass die BOJ durch ihre Fähigkeit, Geld zu drucken, niemals zahlungsunfähig werden kann. Allerdings würde eine negative Bilanz langfristig die Glaubwürdigkeit der BOJ unterminieren.

Ebenso unwahrscheinlich wie ein Ende von QQE scheint ein direkter Schuldenschnitt zu sein. Hierbei sind die Auswirkungen auf Haushalte sowie Finanzmärkte und die internationale Gemeinschaft schwer vorherzusehen. Zudem kann das gleiche Ergebnis mit einem schleichenden Schuldenschnitt erzielt werden. Hierbei käme es zur stetigen Laufzeitausweitung der Staatsanleihen. Pläne, weniger kurzfristige und mehr langfristige Anleihen auszugeben, hatte das Finanzministerium bereits 2014 geäußert (MOF 2014). Weiterhin wird ebenfalls die Einführung von Staatsanleihen mit 50-jähriger Laufzeit geprüft – der Schritt zu noch längeren oder sogar ewigen Anleihen scheint daher nicht mehr weit (Nakamichi 27.07.2016). Gegen eine schleichende Verewigung der Staatsschulden spricht jedoch, dass die BOJ plant, die Zinssätze für Staatsanleihen mit einer Laufzeit länger als 25 Jahre durch verminderte Ankäufe anzuheben (NAR 14.09.2016). Würde die BOJ eine schleichende Verewigung der Staatsschulden unterstützen, müsste sie jedoch ein Interesse daran haben, die vom Finanzministerium geplante Erhöhung der durchschnittlichen Laufzeit mit niedrigeren Zinsen zu unterstützen. Von den Folgen her gestaltet sich eine schleichende Verewigung der Schulden theoretisch betrachtet relativ unproblematisch, da es nicht zu einem rasanten Anstieg an Inflation kommen kann (das Geld der aufgenommenen Schulden ist bereits im Umlauf). Eine Abwertung des Yen wäre jedoch eine sehr wahrscheinliche Folge. Dies würde der Exportindustrie sowie dem langfristigen Inflationsziel zugutekommen. Fraglich ist dabei, wie groß der Druck internationaler Organisationen (IMF, OECD) auf die japanische Regierung wäre, wenn die Pläne der Verewigung der Schulden bekannt würden.

Auch eine Umstellung des Geldsystems erscheint bisher nur eine rein theoretische Lösung zu sein, die mit einer nur sehr geringen Wahrscheinlichkeit umgesetzt wird. Widerstand gegen eine solche Umstellung geht vermutlich von der Bankenlobby aus, da die Banken ihrer Geldschöpfungsfunktion beraubt werden würden. Betrachtet man die bisherigen Reformen und Reformversuche von Abe, dann scheint es eher unwahrscheinlich, dass er sich den Interessen der Bankenlobby ent-

schieden entgegensetzt. Gegen die Umstellung des Geldsystems spricht auch die Negativzinspolitik der BOJ. Schließlich bietet diese den Banken Anreize, exzessive Zentralbankeinlagen zu minimieren. Für eine reibungslose Umstellung des Geldsystems wären jedoch Anreize für eine schrittweise Erhöhung der Zentralbankeinlagen förderlich.

Das Szenario, der Ausgabe von Helikoptergeld durch die BOJ, hängt stark von dessen Definition ab. Versteht man darunter die Ausgabe von Geld durch die BOJ (i) direkt an die Haushalte oder (ii) an die Regierung zur direkten Finanzierung von Fiskalprojekten, dann wird in diesem Zusammenhang oft auf die drohende Gefahr der Hyperinflation verwiesen, die mit einer solchen Politik einhergehen kann (ZH 27.07.2016). Allerdings kommt es hierbei stark auf den Umfang der monetären Maßnahmen an. Im kontrollierten Rahmen kann es nicht zu einer Hyperinflation kommen. Allerdings muss die BOJ den Drahtseilakt meistern, die Glaubwürdigkeit des Geldsystems zu erhalten und gleichzeitig glaubhaft zu vermitteln, dass sie drastische Mittel ergreifen wird, um das Inflationsziel von 2 % zu erreichen (auch hier kann sie Glaubwürdigkeit verlieren, wenn sie dieses Ziel langfristig nicht erreicht oder sogar aufgibt) (Krugman 1998). Bedenkt man, dass die Aufkäufe von Staatsanleihen nur begrenzt möglich sind, und dass die Negativzinspolitik die japanischen Banken bereits jetzt schon belastet, dann scheint Helikoptergeld die nächste logische Maßnahme, um die Märkte davon zu überzeugen, dass die BOJ nichts unversucht lässt, um ihr Inflationsziel von 2 % zu erreichen. Es würde zu den bisherigen Maßnahmen passen, wenn Helikoptergeld, ähnlich wie die Einführung von Negativzinsen, nur in sehr geringem Umfang eingesetzt wird, um die Reaktion der Märkte zu testen und vorzufühlen, wie schnell Inflation tatsächlich unter solcher extremen Maßnahme ansteigt. Fraglich bleibt jedoch, wie eine spontane Geldausschüttung der BOJ die langfristige Erwartungsbildung der Wirtschaftssubjekte beeinflussen kann. Ohne Reformen wird selbst eine durch die BOJ finanzierte Fiskalpolitik die Wirtschaftslage in Japan nicht nachhaltig ändern können.

Literatur

- Barnato, Katy (09.02.2016), »Who's to blame for the market turmoil?«, in: *CNBC*, <http://www.cnbc.com/2016/02/09/whos-to-blame-for-the-market-turmoil.html> [06.09.2016].
- BJ (Business Journal)* (06.04.2016), »Mokuzen ni semaru Shōhi Saizōzei, keikikōtaiki to kasanaru ›Saiaku no Jitai‹ no kenen mo« [The imminent VAT increase overlaps with the coming recession period: fears of a worst case scenario], http://biz-journal.jp/2016/04/post_14567.html [06.09.2016].

- Bloomberg* (07.01.2016), »Chinese Stocks Halted as Yuan's Slump Sends Markets into Turmoil«, <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-01-07/china-markets-in-turmoil-as-weak-yuan-fixing-sparks-stock-tumble> [06.09.2016].
- BOJ (Bank of Japan) (07.06.2014), *The Practice and Theory of Unconventional Monetary Policy*, https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2014/data/ko140608a1.pdf [09.09.2016].
- BOJ (Bank of Japan) (28.06.2015), *How Unconventional Monetary Policy Stimulates Demand: Theory and Practice*, https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2015/data/ko150629a.pdf [09.09.2016].
- BOJ (Bank of Japan) (03.02.2016), *Introduction of Quantitative and Qualitative Monetary Easing with a Negative Interest Rate*, https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2016/data/ko160203a1.pdf [06.09.2016].
- CAO (Cabinet Office) (2016), *Chūchōki no Keizai Zaisei ni kan suru Shisan* [Medium- and Long-term Calculations of Economics and Fiscal Performance], <http://www5.cao.go.jp/keizai3/econome/h28chuuchouki7.pdf> [05.09.2016].
- CT (Chicago Tribune)* (10.02.2016), »Yellen: Persistent Economic Weakness Could Slow Rate Hikes«, <http://www.chicagotribune.com/business/ct-janet-yellen-fed-rate-hike-20160210-story.html> [06.09.2016].
- Egan, Matt (10.02.2016), »Why Investors Are Freaking Out over European Banks (again)«, in: *CNN* <http://money.cnn.com/2016/02/10/investing/european-banks-oil-prices-deutsche-bank/> [06.09.2016].
- Everaert, Luc und Giovanni Ganelli (13.03.2016), »Japan: Time to Load a Fourth Arrow – Wage Increases«, in: *IMF direct*, <https://blog-imfdirect.imf.org/2016/03/13/japan-time-to-load-a-fourth-arrow-wage-increases/> [09.09.2016].
- FAZ (Frankfurter Allgemeine Zeitung)* (05.10.2015), »Pazifik-Staaten einigen sich auf Freihandel«, <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/ttip-und-freihandel/einigung-auf-freihandelsabkommen-tpp-mit-usa-japan-und-co-13840100.html> [05.09.2016].
- FMW (Finanzmarktwelt)* (18.06.2014), »Japan: Größter Halter seiner eigenen Schulden«, <http://finanzmarktwelt.de/japan-groesster-halter-seiner-eigenen-schulden-2908/> [09.09.2016].
- FT (Financial Times)* (29.01.2016), »Japan Joins Negative Rates Club«, <http://www.ft.com/cms/s/2/23ff8798-c63c-11e5-b3b1-7b2481276e45.html?siteedition=intl#axzz4JROKSA5j> [06.09.2016].
- Fujioka, Toru und Keiko Ujikane (14.07.2016), »Bernanke Floated Japan Perpetual Debt Idea to Abe Aide Honda«, in: *Bloomberg Markets*, <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-07-14/bernanke-floated-japan-perpetual-bonds-idea-to-abe-adviser-honda> [06.09.2016].

- FUW (*Finanz und Wirtschaft*) (29.07.2016), »Bank of Japan verwirrt die Börse«, <http://www.fuw.ch/article/bank-of-japan-enttaeuscht-die-boerse/> [06.09.2016].
- Harding, Robin und Kana Inagaki (16.03.2016), »Weak Japan Wage Demands Deal Blow to Abenomics«, in: *Financial Times*, <https://www.ft.com/content/0895c4ee-eb3b-11e5-888e-2eadd5fbc4a4> [09.09.2016].
- IMF (International Monetary Fund) (2016), *Japan*, IMF Country Report 16/267, Washington: IMF.
- JMA (*Japan Macro Advisors*) (02.08.2016), »There Is no 28 Trillion-yen Stimulus«, <https://www.japanmacroadvisors.com/reports/view/breaking-news/there-is-no-28-trillionyen-stimulus> [06.09.2016].
- JMA (*Japan Macro Advisors*) (16.09.2016), »BoJ Tapped to Taper«, <https://www.japanmacroadvisors.com/reports/view/breaking-news/boj-tapped-to-taper> [16.09.2016].
- JT (*Japan Times*) (13.07.2016), »Japan Business Chieftains Urge Abe to Push for Early TPP Ratification«, http://www.japantimes.co.jp/news/2016/07/13/business/japan-business-chieftains-urge-abe-push-early-tpp-ratification/#.V80DbUdPJ_l [05.09.2016].
- Iwamura, Mitsuru (2016), *Junbi Yokin Kaisō Gatafuri to Nichigin Hoyū Kokusai no Eikyūka ni tsuite* [Regarding a layered interested-bearing reserve system and the perpetuation of government bonds held by the Bank of Japan], <http://bit.ly/2d15QjJ> [06.09.2016].
- Kaiser, Tobias (20.8.2016), »Das wäre der größte Schuldenschnitt aller Zeiten«, in: *Welt*, <https://www.welt.de/wirtschaft/article157748155/Das-waere-der-groesste-Schuldenschnitt-aller-Zeiten.html> [06.09.2016].
- Kihara, Leika (15.07.2016), »Japan May Be on Route for a ›Soft‹ Form of Helicopter Money«, in: *Reuters*, <http://www.reuters.com/article/us-japan-economy-helicopter-idUSKCN0ZV16H> [06.09.2016].
- Koike, Yuriko (30.10.2015), »Japan's TPP Transformation«, in: *Project Syndicate: The World's Opinion Page*, <https://www.project-syndicate.org/commentary/tpp-help-japanese-economic-reforms-by-yuriko-koike-2015-10?barrier=true> [05.09.2016].
- Krugman, Paul R. (1998), »It's Back: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap«, in: *Brookings Papers on Economic Activity*, 2: 137–205, https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/07/1998b_bpea_krugman_dominquez_rogoff.pdf [09.09.2016].
- Krugman, Paul (26.04.2015), »This Is Not A Trade Agreement«, in: *New York Times*, http://krugman.blogs.nytimes.com/2015/04/26/this-is-not-a-trade-agreement/?_r=0 [05.09.2016].
- Krugman, Paul (15.08.2016), »Abenomics and the Single Arrow«, in: *New York Times*, http://krugman.blogs.nytimes.com/2016/08/15/abenomics-and-the-single-arrow/?_r=0 [09.09.2016].

- Mayer, Thomas (13.08.2016), »Japans verrückte Geldpolitik«, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/mayers-weltwirtschaft/mayers-weltwirtschaft-japans-verrueckte-geldpolitik-14386147.html> [05.09.2016].
- McNeely, Allison (13.09.2016), »TD's Cooper Says Japan Helicopter Money Possible on Slow Growth«, in: *Bloomberg Markets*, www.bloomberg.com/news/articles/2016-09-12/td-s-cooper-says-japan-helicopter-money-possible-on-slow-growth [13.09.2016].
- MOF (Ministry of Finance) (2014), »Wrap-up of Discussion at Advisory Council on Government Debt Management«, in: *Japanese Government Bonds: Monthly Newsletter of the Ministry of Finance*, www.mof.go.jp/english/jgbs/publication/newsletter/jgb2014_06e.pdf, p. 1–2 [05.09.2016].
- Nakamichi, Takashi (27.07.2016), »Nihonseifu 50-nensai no Hakkō o Kentō: Kankei Suji« [Japanese Government discusses the issuance of 50 years government bonds according to insiders], in: *Wall Street Journal Online*, <http://jp.wsj.com/articles/SB12093909455220993593604582214152294137864> [05.09.2016].
- NAR (*Nikkei Asian Review*) (14.09.2016), »BOJ to explore delving deeper into negative rates«, <http://asia.nikkei.com/Politics-Economy/Economy/BOJ-to-explore-delving-deeper-into-negative-rates> [14.09.2016].
- NHK (*Nippon Hōsō Kyōkai*) (30.06.2016), »Kyōtei no Hakkō ni muketa Kakkoku no Ugoki ha« [Development in the nations where the agreement is taking effect], <http://www3.nhk.or.jp/news/imasaratpp/article15.html> [05.09.2016].
- Otsuka, Setsuo (10.03.2016), »The Bank of Japan and Abenomics: The struggle has just begun«, in: *Brookings Up Front*, <http://www.brookings.edu/blog/up-front/2016/03/10/the-bank-of-japan-and-abenomics-the-struggle-has-just-begun/> [05.09.2016].
- Petri, Peter A., Michael G. Plummer und Fan Zhai (2011): »The Trans-Pacific Partnership and Asia-Pacific Integration: A Quantitative Assessment«, in: *East-West Center Working Papers Economics Series* 119, Washington: East-West Center.
- Pilkington, Philip (23.07.2014), »Paul Krugman Does Not Understand the Liquidity Trap«, <https://fixingtheeconomists.wordpress.com/2014/07/23/paul-krugman-does-not-understand-the-liquidity-trap/> [09.09.2016].
- Reuters (27.02.2015), »Rimanshokku no yō na Koto areba, Zōzei Saienki mo Giron: Abe Shinzō« [Abe Shinzō: »If there Is another Crisis like the Lehman Shock, another Postponement of the Tx Hike Will Be up for Discussion«], <http://jp.reuters.com/article/idJPL4N0W11BX20150227> [06.09.2016].
- Reuters (21.01.2016), »Mainasu Kinri Saiyō sezu Beikoku Keizai ha Kaifuku: Kuroda Nichigin Sōsai« [Governor of the Bank of Japan Kuroda: »The U. S. Economy Is about to Recover without the Introduction of Negative Interest Rates«], <http://jp.reuters.com/article/kuroda-upperhouse-idJPKCN0UZ0AL> [06.09.2016].

- Reynolds, Isabel und Maiko Takahashi (26.05.2016), »Abe Invokes Lehman Crisis Comparisons at G-7 Economic Talks«, in: *Bloomberg*, <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-05-26/abe-warns-g-7-leaders-of-risk-of-lehman-scale-economic-crisis> [06.09.2016].
- Rohner, Peter (15.02.2016), »Die unheimliche Aufwertung des Yens«, in: *Finanz und Wirtschaft*, <http://www.fuw.ch/article/die-unheimliche-aufwertung-des-yen/> [06.09.2016].
- Shaffer, Leslie (11.02.2016), »Yen Jumps against Dollar as Carry Trade Wanes, despite BOJ's Negative Rates Policy«, in: *CNBC*, <http://www.cnbc.com/2016/02/11/yen-jumps-against-dollar-as-carry-trade-wanes-despite-bojs-negative-rates-policy.html> [06.09.2016].
- Solís, Mireya (10.03.2016), »The High Stakes of TPP Ratification: Implications for Asia-Pacific and Beyond«, in: *Brookings*, <https://www.brookings.edu/articles/the-high-stakes-of-tpp-ratification-implications-for-asia-pacific-and-beyond/> [05.09.2016].
- Stiglitz, Joseph E. und Adam S. Hersh (02.10.2015), »The Trans-Pacific Free-Trade Charade, in: Project Syndicate: The World's Opinion Page«, <https://www.project-syndicate.org/commentary/trans-pacific-partnership-charade-by-joseph-e--stiglitz-and-adam-s--hersh-2015-10?barrier=true> [05.09.2016].
- Takahashi, Maiko und Isabel Reynolds (02.08.2016), »Japan Fiscal Plan Gives \$ 45 Billion Spending Boost This Year«, in: *Bloomberg*, <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-08-01/japan-set-to-give-details-of-28-trillion-yen-stimulus-package> [06.09.2016].
- Takehana, Katsutoshi (2016), *QQE's Sustainability*, Lakyara 230, Tōkyō: Nomura Research Institute.
- Tiefenbach, Tim (2015), »Eine Frage der Zeit: Das Scheitern von Abenomics«, in: David Chiavacci und Iris Wieczorek (Hg.), *Japan 2015: Politik, Wirtschaft und Gesellschaft*, München: Iudicium, S. 197–215.
- Van der Putten, Raymond (21.11.2014), *Abenomics Deeper in Uncharted Waters*, <http://economic-research.bnpparibas.com/Views/DisplayPublication.aspx?type=document&IdPdf=25085> [09.09.2016].
- Welter, Patrick (04.06.2016), »Offenbarungseid in Japan«, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/wirtschaftspolitik/steuererhoehung-in-japan-verschoben-14264605.html> [06.09.2016].
- World Bank (2016), »Potential Macroeconomic Implications of the Trans-Pacific Partnership«, in: *Global Economic Prospects: Divergences and Risks*«, <https://www.worldbank.org/content/dam/Worldbank/GEP/GEP2016a/Global-Economic-Prospects-January-2016-Implications-Trans-Pacific-Partnership-Agreement.pdf> [05.09.2016].
- ZH (*Zero Hedge*) (27.07.2016), »Richard Koo: If Helicopter Money Succeeds, It Will Lead to 1,500 % Inflation«, <http://www.zerohedge.com/news/2016-07-27/richard-koo-if-helicopter-money-succeeds-it-will-lead-1500-inflation> [05.09.2016].