

# Demographie, Deflation und die »Neue Normalität«: Lehren aus der japanischen Wirtschaftsentwicklung

*Franz Waldenberger*

## **Demography, Deflation, and the »New Normal«: Lessons from Japan's Economic Development**

*Whether it is the miracle of growth, kaizen, keiretsu, industrial policy, trade conflicts, the »bubble economy«, or deflation, for decades the Japanese economy has repeatedly offered exciting new research questions and reasons to rethink economics and revise textbooks in the subject. In this article, this statement will be illustrated by current topics: demographic development and its effects on savings and investment, the extremely high level of government debt that is also associated with this, and the futile attempt to be free from a deflationary environment with the help of extremely expansive monetary policy.*

### **1 Einleitung**

Ob Wachstumswunder, »Kaizen«, »Keiretsu«, Industriepolitik, Handelskonflikte, »Bubble-Economy« oder Deflation, die japanische Wirtschaft bietet den Wirtschaftswissenschaften seit Jahrzehnten immer wieder aufs Neue spannende Forschungsfragen und Anlass, Wirtschaft neu zu denken und Lehrbücher im Fach zu überarbeiten. Im Folgenden soll dies anhand aktueller Themen veranschaulicht werden: der demographischen Entwicklung und ihren Auswirkungen auf Ersparnisse und Investitionen, der damit ebenfalls verbundenen, extrem hohen Staatsverschuldung sowie dem vergeblichen Bemühen, sich mithilfe einer extrem expansiven Geldpolitik aus einem deflationären Umfeld zu befreien.

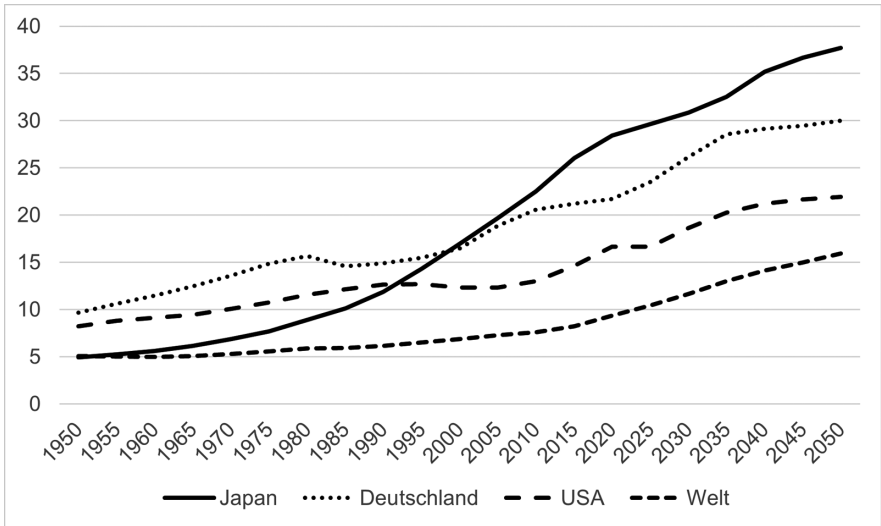
## 2 Demographie und Wirtschaftsleistung

Japan ist ein Vorreiter bei der demographischen Entwicklung (Coulmas 2007). Der Übergang von einer jungen zu einer alten Gesellschaft verlief hier schneller als in anderen Ländern und der Anteil der 65+ Bevölkerung wird voraussichtlich deutlich höher sein als beispielsweise in Deutschland (Abb. 1). Aber nicht nur bei der Altersstruktur, auch beim Wachstum der Bevölkerung zeigt sich ein deutlicher und schneller Wandel. Der rasche Anstieg in den 1950er und 1960er Jahren flachte in den folgenden Dekaden zunehmend ab und kehrte sich 2012 in einen sich beschleunigenden Rückgang um (Abb. 2).

Im Vergleich zu anderen gesellschaftlichen Veränderungen ist die demographische Entwicklung relativ gut prognostizierbar, da sie durch wenige und relativ stabile Größen bestimmt wird: Geburtenrate, Lebenserwartung und Migrationssaldo. In Japan zeichnen vor allem der Rückgang der Geburtenrate von über 2 % noch Anfang der 1970er Jahre auf unter 1,5 % seit Beginn der 1990er Jahre und der Anstieg der Lebenserwartung für Männer und Frauen von 60 bzw. 64 Jahren Anfang der 1950er Jahre auf 81 bzw. 87 Jahre in 2018 für die Entwicklung verantwortlich (NIPSS 2019). Der Anstieg der Lebenserwartung beruht auf einer Verbesserung der Arbeitsbedingungen und allgemeinen Versorgungslage, sowie auf Fortschritten in der medizinischen Versorgung. Der Rückgang der Geburtenrate überrascht, da in Japan die »Pille«, die dafür in westlichen Ländern als Erklärung angeführt wird, erst 1999 zugelassen wurde. Längere Ausbildungszeiten, ein späteres Heiratsalter, hohe Erziehungs- und Ausbildungskosten für Kinder sowie die schwierige Vereinbarkeit von Familie und Arbeit gaben hier stattdessen den Ausschlag (Tivig und Waldenberger 2011: 17–28).

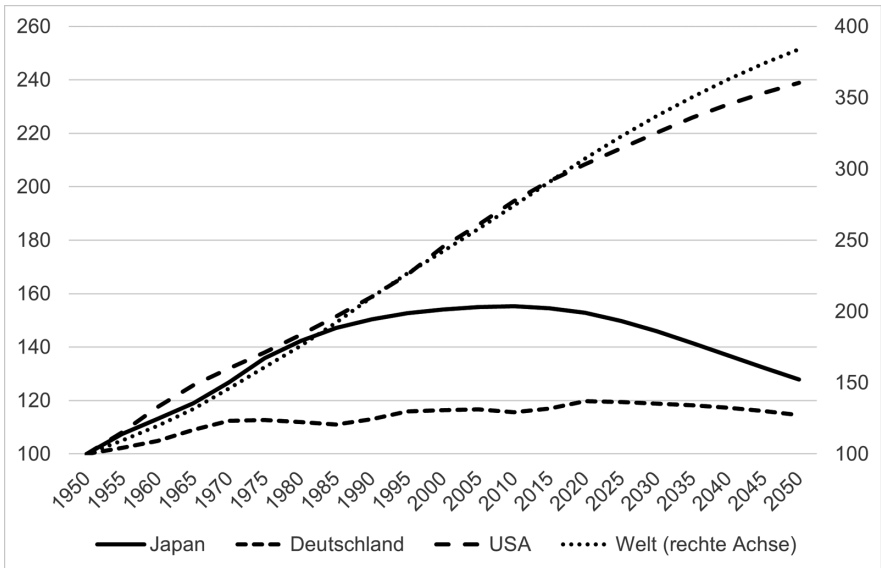
Makroökonomische Lehrbücher zollen dem demographischen Faktor überraschend wenig Aufmerksamkeit. Gerade die japanische Erfahrung zeigt jedoch, dass demographische Verhältnisse, vor allem, wenn sie einem schnellen Wandel unterliegen, ein Wirtschaftssystem erheblich beeinflussen und vor große Herausforderungen stellen. Eine erste Erkenntnis ist dabei, dass man bei der Beurteilung der gesamtwirtschaftlichen Performance eines Landes sowohl im Zeitverlauf als auch im internationalen Vergleich, unterschiedlichen demographischen Bedingungen und Entwicklungen Rechnung tragen muss. Gemessen am Bruttoinlandsprodukt (BIP) war Japans Wirtschaftsentwicklung in den letzten 20 Jahren relativ schwach. Schaut man sich jedoch die Entwicklung des BIP pro Kopf der Bevölkerung an, so reduzieren sich die Unterschiede insbesondere gegenüber den USA deutlich (Abb. 3).

ABBILDUNG 1: Anteil der Bevölkerung 65+ in Prozent, 1950–2010

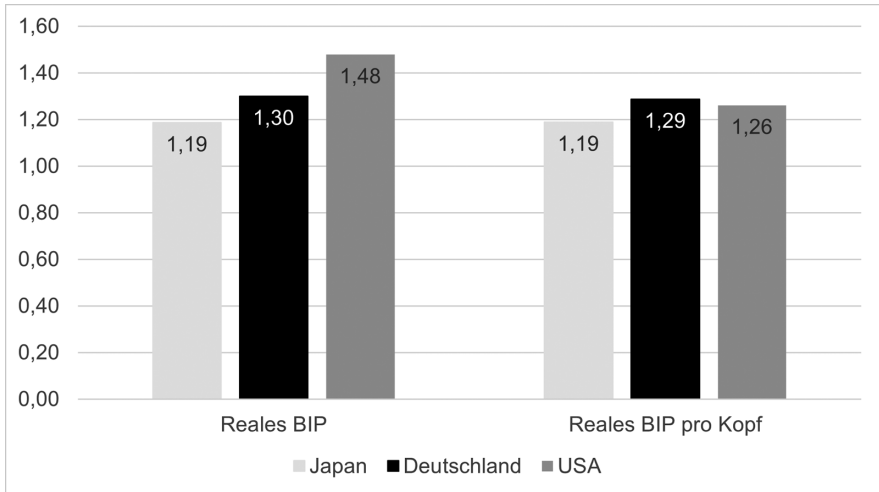


Quelle: Eigene Darstellung nach UN (2019).

ABBILDUNG 2: Bevölkerungsentwicklung, 1950–2010 (1950 = 100)



Quelle: Eigene Darstellung nach UN (2019).

ABBILDUNG 3: *Reales Wachstum des BIP, 1999–2018*

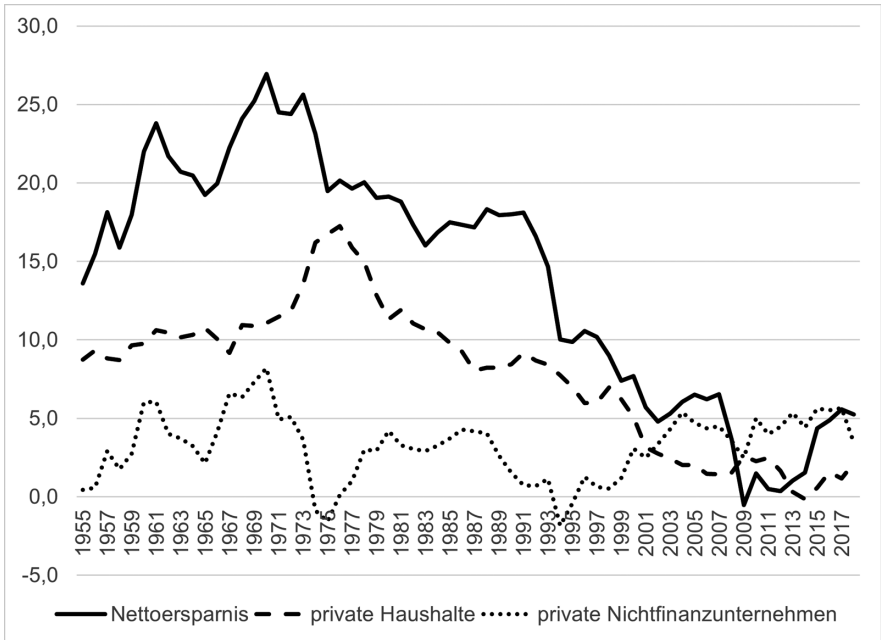
Anm.: 1,19 bedeutet, dass Japans BIP 2018 1,19-fach größer war als 1999.

Quelle: Eigene Darstellung nach OECD National Accounts, <https://stats.oecd.org> (01.08.2021).

### 3 Sparen und Investieren

Eine zentrale Größe für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung ist die Differenz zwischen inländischer Ersparnis und inländischen Investitionen. Sie beeinflusst Konjunktur, Wachstum und internationale Wirtschaftsbeziehungen. Wenn eine Volkswirtschaft insgesamt mehr spart als sie im Inland investiert, dann fließt dieser Überschuss ins Ausland. Dies äußert sich in einem Leistungsbilanzüberschuss und einem Anstieg des Nettoauslandsvermögens. Japans Leistungsbilanzüberschüsse waren zentraler Gegenstand heftiger handelspolitischer Auseinandersetzungen mit den USA und der EU in den 1970er und 1980er Jahren (Waldenberger 1994). Verantwortlich für die Überschüsse waren aber weniger Zugangsbarrieren zum japanischen Markt, sondern vielmehr eine außerordentlich hohe Sparquote (Horioka 2015). Der Anteil der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis am Bruttosozialprodukt (BSP) lag Mitte der 1970er Jahre bei 25 Prozent. Japan galt zu Recht als Sparweltmeister (Hayashi 1986). Den Großteil trugen dazu die privaten Haushalte bei. Seitdem ging die japanische Sparquote jedoch kontinuierlich zurück (Abb. 4).

ABBILDUNG 4: Ersparnisbildung in Prozent des BSP, 1955–2018



Anm.: Nettoersparnis, ohne Abschreibungen auf Kapital.

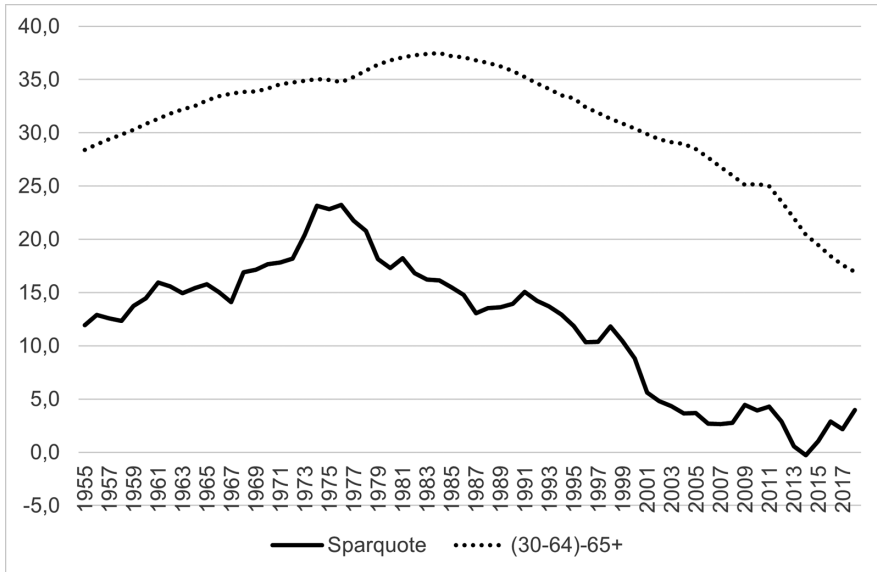
Quelle: Eigene Darstellung nach National Accounts, [https://www.esri.cao.go.jp/en/sna/data/kakuhou/files/kako\\_top.html](https://www.esri.cao.go.jp/en/sna/data/kakuhou/files/kako_top.html) (01.08.2021).

In Wirtschaftslehrbüchern kommt die Aufgabe der Ersparnisbildung im Wesentlichen privaten Haushalten zu. Als Haupteinflussfaktoren auf deren Sparverhalten gelten Zinsen und Einkommen. Die japanische Entwicklung verdeutlicht, dass dies in zweierlei Hinsicht zu kurz greift. Zum einen lehrt sie, dass die Sparquote des privaten Haushaltssektors wesentlich durch dessen Altersstruktur beeinflusst wird. Zum andern zeigt sie, dass auch andere Sektoren, insbesondere private Nichtfinanzunternehmen, einen substantiellen Beitrag zur gesamtwirtschaftlichen Ersparnisbildung leisten können.

Personen im erwerbsfähigen Alter erzielen in der Regel Ersparnisse, aus denen sie Wohneigentum finanzieren und fürs Alter vorsorgen. Personen im Ruhestand brauchen dagegen früher gebildete Ersparnisse auf. Aus dem Lebenszyklusmodell wird unmittelbar ersichtlich, dass die gesamtwirtschaftliche Sparquote entscheidend durch den Altersaufbau der Gesellschaft beeinflusst wird. Die Quote ist umso

höher bzw. niedriger, je höher bzw. niedriger der Saldo zwischen dem Anteil der Personen im »Sparalter« und dem Anteil der Personen, die ihre Ersparnisse auflösen, ist. Abb. 5 veranschaulicht den Zusammenhang.

ABBILDUNG 5: Sparquote der privaten Haushalte und Differenz zwischen den Anteilen der Altersgruppe 30–64 Jahre und 65+, 1955–2018



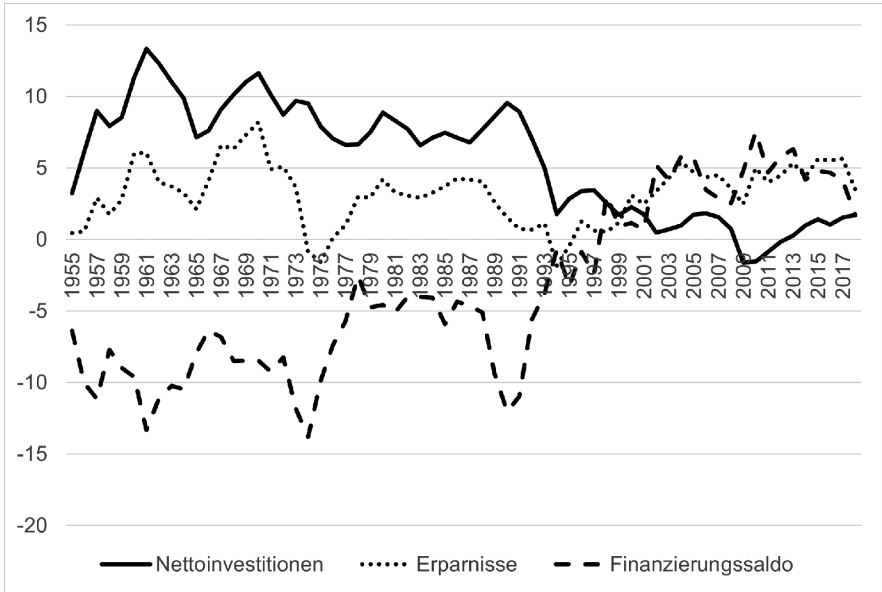
Anm.: Angaben in Prozent. Sparquote berechnet auf das verfügbare Einkommen der privaten Haushalte.

Quelle: Eigene Darstellung nach OECD National Accounts, <https://stats.oecd.org> (01.08.2021) und Population Estimates, Statistics Bureau of Japan, <https://www.stat.go.jp/english/data/jinsui/2.html> (01.08.2021).

Im typischen gesamtwirtschaftlichen Kreislaufmodell nehmen die Unternehmen die Ersparnisse der privaten Haushalte zur Finanzierung ihrer Investitionen auf. In Japan gilt dies seit Mitte der 1990er Jahre nicht mehr (Abb. 6). Der private Unternehmenssektor generierte seitdem mehr Cashflow durch Gewinne und Abschreibungen, als er für Investitionen im Inland benötigte. Im Jahr 2000 löste er sogar den privaten Haushaltssektor als Hauptsparer in der japanischen Volkswirtschaft ab (Abb. 4).

Auch im Verlauf der Inlandsinvestitionen schlägt sich die demographische Entwicklung nieder. Ein Rückgang in der Bevölkerung reduziert die Wachstumsaus-

ABBILDUNG 6: *Nettoinvestitionen, Ersparnisse und Finanzierungssaldo im Unternehmenssektor, 1955–2018 (private Nichtfinanzunternehmen; Angaben in Prozent des BSP)*



Quelle: Eigene Darstellung nach OECD National Accounts, <https://stats.oecd.org> (01.08.2021).

sichten des Binnenmarktes. Zugleich werden die Arbeitskräfte im Inland knapp. Es ist daher nicht verwunderlich, dass japanische Unternehmen vermehrt im Ausland investierten. So lag zwischen 2000 und 2018 die Summe der ins Ausland geflossenen Direktinvestitionen um 70 % über der Summe der inländischen Nettoinvestitionen in diesem Zeitraum.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Auslandsinvestitionsvolumen berechnet nach Angaben in den Flow of Funds Statistics der Bank of Japan (<https://www.boj.or.jp/en/statistics/sj/index.htm/>), Nettoinvestitionen nach Angaben in den National Accounts ([https://www.esri.cao.go.jp/en/sna/data/kakuhou/files/2018/2018annual\\_report\\_e.html](https://www.esri.cao.go.jp/en/sna/data/kakuhou/files/2018/2018annual_report_e.html)).

#### 4 Reiches Land, armer Staat

Aufgrund der Ersparnisse im Unternehmenssektor und der inzwischen auch sprudelnden Kapitaleinkommen aus dem Ausland erzielte Japan trotz des Rückgangs in der Sparquote der privaten Haushalte auch in den letzten Dekaden weiterhin erhebliche Leistungsbilanzüberschüsse. Gemessen am Nettoauslandsvermögen ist Japan die reichste Volkswirtschaft der Welt, gefolgt von China und Deutschland.<sup>2</sup> Gleichzeitig weist das Land aber auch den am höchsten verschuldeten Staatsektor auf. Die Bruttoschulden des japanischen Staates beliefen sich 2018 auf 224 % des BIP und lagen damit über dem Schuldenstand von Griechenland (196 %) und Italien (148 %) (OECD 2019).

Das reichste Land leistet sich den ärmsten Staat. Die auf den ersten Blick widersprüchliche Beobachtung ist leicht erklärbar, denn beiden Phänomenen liegt die gleiche Ursache zugrunde. Die erheblichen Ersparnisüberschüsse im privaten Unternehmens- und Haushaltssektor finanzieren sowohl die Leistungsbilanzüberschüsse und damit die Akkumulation des Auslandsvermögens als auch die öffentlichen Haushaltsdefizite und damit die Staatsschuld. Japans öffentliche Schuld ist nach wie vor zu knapp 90 % intern finanziert (MOF 2019: 181).

Anders als in den Lehrbüchern üblicherweise beschrieben, verdrängte der Staat durch seine Schuldenaufnahme in Japan keine privaten Investitionen. Im Gegenteil, er stützte die Wirtschaft, indem er überschüssige Ersparnisse, die der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage gefehlt hätten, aufnahm und über staatliche Ausgaben der Wirtschaft wieder zugutekommen ließ. Er verhinderte damit auch einen noch höheren Leistungsbilanzüberschuss und beugte so Spannungen im internationalen Wirtschaftsgefüge vor.

Die geschilderten Zusammenhänge erklären auch ein zweites, augenscheinliches Paradoxon. Obwohl der japanische Staat am höchsten verschuldet ist, zahlt er netto am wenigsten Zinsen (Abb. 7 und 8).

Auch wenn sich der japanische Staat sozusagen notgedrungen und zum Vorteil der anderen Sektoren der Wirtschaft verschuldete – wer hätte sonst die Ersparnisüberschüsse aufnehmen können? –, stellt sich dennoch die Frage nach der Nachhaltigkeit der Finanzlage. Die Antwort hängt entscheidend von zwei Faktoren ab: vom Refinanzierungsbedarf des Staates und von der Zinsentwicklung.

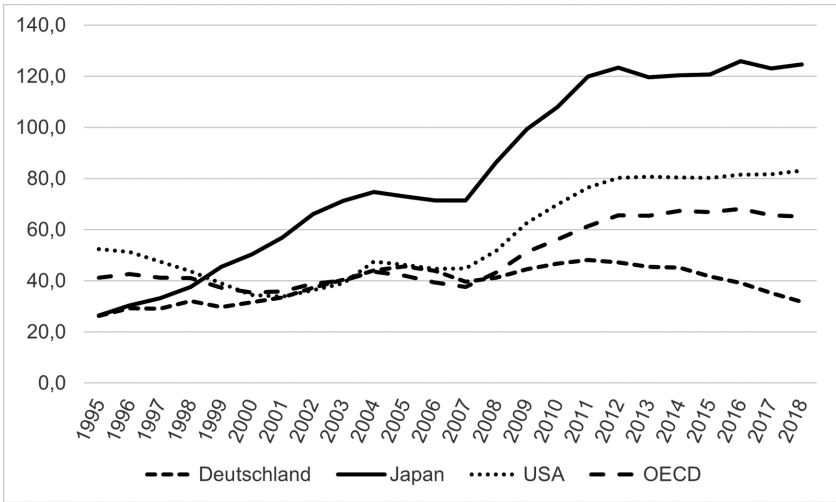
Japans Staat finanziert seine Haushaltsdefizite hauptsächlich durch die Ausgabe von Japanese Government Bonds (JGBs). Über 70 % der ausstehenden öffentlichen Schulden sind auf diese Weise finanziert.<sup>3</sup> Für die Platzierung und Tilgung von

<sup>2</sup> <https://data.worldbank.org/indicator/FM.AST.NFRG.CN>

<sup>3</sup> Berechnet nach Angaben in den Flow of Funds Statistics der Bank of Japan, <https://www.boj.or.jp/en/statistics/sj/index.htm/> (01.08.2021).

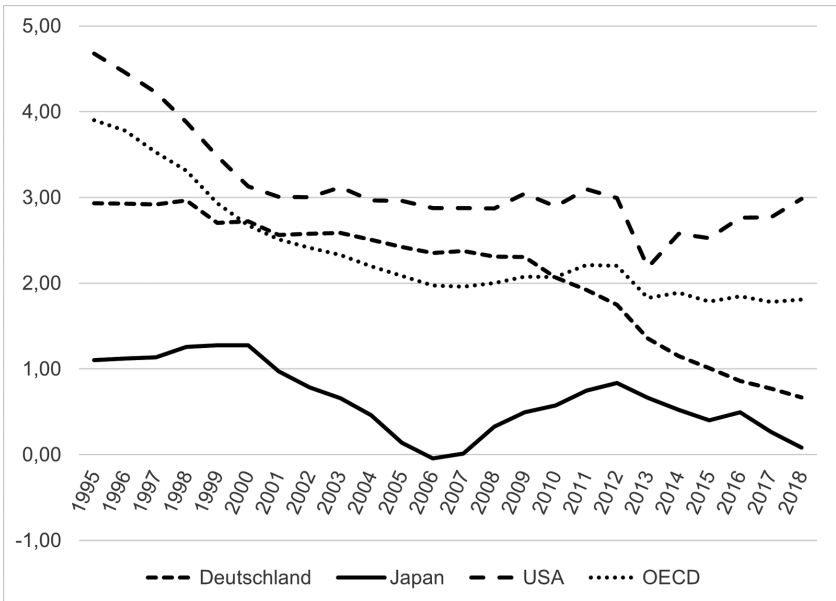


ABBILDUNG 7: Nettoschulden des Staates in Prozent des BIP, 1995–2018



Quelle: Eigene Darstellung nach OECD (2019).

ABBILDUNG 8: Nettozinsaufwand des Staates in Prozent des BIP, 1995–2018



Quelle: Eigene Darstellung nach OECD (2019).

JGBs ist das japanische Finanzministerium verantwortlich. Dort nutzte man das günstige Zinsumfeld dazu, die Laufzeit von JGBs im Zuge der Tilgung und Neuausgabe kontinuierlich zu verlängern. Die durchschnittliche Restlaufzeit der in Umlauf befindlichen JGBs konnte so von sechs Jahren und fünf Monaten in 2009 auf neun Jahre in 2018 verlängert werden (MOF 2019: 179). Steigende Zinsen schlagen ja erst bei der Refinanzierung der fällig werdenden JGBs durch. Aktuell beläuft sich der Anteil der in Umlauf befindlichen JGBs mit einer Laufzeit von weniger als einem Jahr auf 13,1 %. Die japanische Regierung ist also kurzfristig vor steigenden Zinsen geschützt, was ihr auch Luft gibt, durch Steuererhöhungen zukünftigen Mehraufwand beim Schuldendienst auszugleichen. Da steigende Zinsen mit einem Anstieg der wirtschaftlichen Aktivität und höheren Gewinnerwartungen einhergehen, sollten auch ohne Erhöhung der Steuersätze die Steuereinnahmen steigen.

## 5 Wirtschaften im »New Normal«

Aber ist denn überhaupt davon auszugehen, dass die Zinsen bald wieder steigen werden? Dies hängt nicht allein von der Entwicklung in Japan ab. Seit der globalen Finanzkrise 2007/2008 bewegen sich weltweit die Zinsen auf einem nie dagewesenen Niedrigniveau. Gleichzeitig steigt vielerorts die Staatsverschuldung. Es scheint, als ob die Weltwirtschaft der japanischen Wirtschaft mit etwa 10jähriger Verspätung folgt. Ähnlich wie das Platzen der »Bubble«, der Spekulationsblase auf den Aktien- und Immobilienmärkten, in Japan Anfang der 1990er Jahre, so war auch die Weltfinanzkrise wohl nur der Katalysator, aber nicht der eigentliche Grund für die global zu beobachtende Parallelität von sinkenden Zinsen und zunehmender Staatsverschuldung. Ausschlaggebend sind auch hier Ersparnisüberschüsse, die selbst bei einem Zinssatz nahe Null die weltweite Investitionsnachfrage übersteigen. Diese in den Wirtschaftslehrbüchern bis dato nicht antizipierte, weil auch historisch nicht dokumentierte Situation wird inzwischen als »New Normal« bezeichnet (Summers 2016).

Im »New Normal« ist der Zins, der einen Ausgleich von Ersparnis und Investitionen zustande bringt, negativ. Negative Zinsen sind theoretisch möglich, nur praktisch und auch politisch wohl kaum in größerem Umfang implementierbar. Wer würde sein Geld anlegen in dem Wissen, dass er später weniger zurückbekommt? Bei Negativzinsen ist das Halten von Geld besser als jede Anlage. Nun können Banken natürlich auch für Giro- oder Geldkonten negative Zinsen erheben. Den einzigen Schutz vor Negativzinsen, neben dem politischen Widerstand, bietet im Grunde nur das Bargeld. Bargeld schützt vor Negativzin-

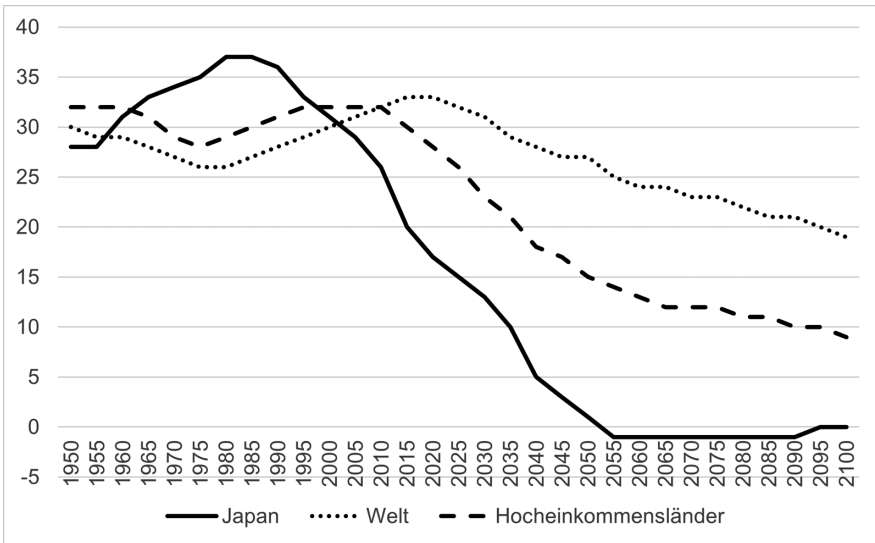
sen, ist allerdings dem Risiko des Diebstahls ausgesetzt. Um Diebstahl zu verhindern sind teure Tresore erforderlich. Die Kosten dafür oder für andere Formen des Diebstahlschutzes definieren letztlich den Umfang, in dem Banken bzw. die Zentralbank gegenüber den Geschäftsbanken negative Zinsen für auf Konten geparktes Geld berechnen können.

Mit der Abschaffung von bargeldlosem Zahlungsverkehr könnten Ersparnisse und Investitionen durch negative Zinsen ausgeglichen werden, ohne dass der Staatssektor sich weiter verschulden müsste. Dies dürfte aktuell aber nicht nur am politischen Widerstand der Sparer bzw. Bargeldbesitzer, sondern auch schon an der Tatsache scheitern, dass viele Menschen weltweit, auch in wohlhabenden Ländern kein Bankkonto haben und damit auf Bargeld angewiesen sind. So hat der Stadtrat von New York Anfang 2020 Geschäften untersagt, nur bargeldlose Bezahlung anzunehmen (Shanahan und Mays 24.01.2020). Ein Neuntel der Einwohner New Yorks verfügen über kein Bankkonto und wären damit von der Teilnahme am öffentlichen Leben ausgeschlossen.

In den Wirtschaftswissenschaften herrscht bei Weitem keine Einigung darüber, ob wir tatsächlich im »New Normal« angekommen sind, oder ob dies nur eine vorübergehende Anpassungs- oder Übergangsphase ist, nach der wir wieder ins »Old Normal« zurückkehren, wo Ersparnisse und Investitionen bei positiven Zinsen ausgeglichen werden (Blanchard und Portillo 2016). Die Frage, ob wir uns in einer neuen oder doch bald wieder in der alten Normalität befinden, kann letztlich nur empirisch beantwortet werden. Entscheidend ist dabei die Entwicklung des Verhältnisses zwischen Sparen und Investieren. Gibt es Grund zur Annahme, dass die Welt oder zumindest die reichen Länder, dem japanischen Beispiel folgen? Bei der demographischen Entwicklung trifft dies nur beschränkt zu. Der Saldo aus dem Anteil der Altersgruppe im Sparalter und der Ersparnisse auflösenden Altersgruppe folgt Japan zeitlich versetzt, aber die Entwicklung stellt sich weit weniger dramatisch dar, sowohl im Anstieg als auch beim Rückgang (Abb. 9).

Japans Beispiel zeigt aber auch, dass für die Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Sparquote nicht allein die Altersstruktur der privaten Haushalte ausschlaggebend ist, sondern auch das Verhältnis von Cashflow zu Inlandsinvestitionen bei den privaten Nichtfinanzunternehmen. Nettoersparnisse im Nichtfinanzunternehmenssektor treten dann auf, wenn die durch Abschreibungen und Gewinne freiwerdenden Mittel den inländischen Investitionsbedarf übersteigen. Dies ist dann zu erwarten, wenn Unternehmen veraltetes Produktivkapital nicht mehr erneuern, keine zusätzlichen Kapazitäten aufbauen und stattdessen im Ausland investieren, und wenn der Ersatz alter und der Aufbau neuer Kapazitäten aufgrund des technischen Fortschritts weniger Kapital bindet. Die erste Gruppe von Faktoren wird

ABBILDUNG 9: Entwicklung des Saldos zwischen dem Anteil der Altersgruppe 35–64 Jahre und der Altersgruppe 65+, 1950–2100



Quelle: Eigene Darstellung nach UN (2019).

durch die Wachstumsaussichten beeinflusst, der dritte Faktor durch den technologischen Wandel.

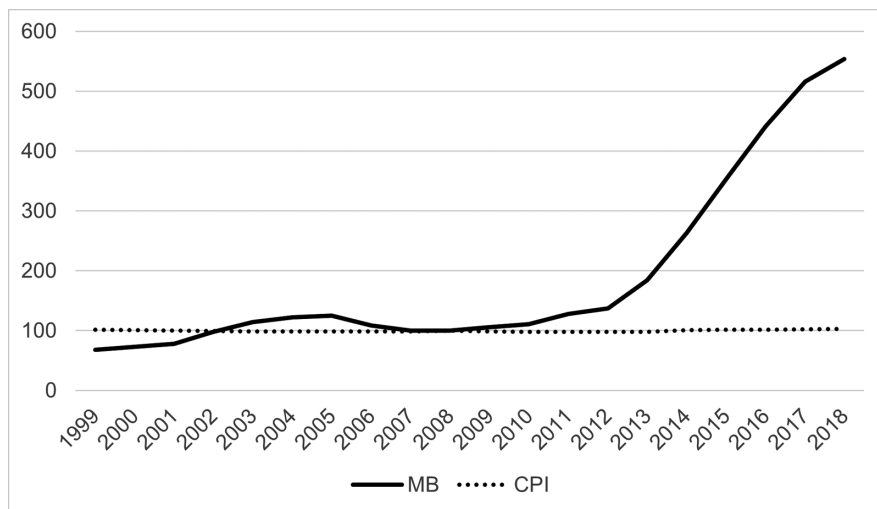
In Japan zeichnet vor allem die Entwicklung der inländischen Bevölkerung für die gesunkenen Wachstumsaussichten und den daraus resultierenden Finanzierungsüberschuss der Unternehmen verantwortlich. Auch weltweit bremst der auslaufende Anstieg der Weltbevölkerung das Investitionswachstum. Allerdings gilt auch hier, dass die Entwicklung weniger dramatisch verläuft als in Japan (siehe Abb. 2 oben). Vertreter eines »New Normal« verweisen daher auch noch auf den dritten Faktor. So betonen sie, dass Energiewende und Digitalisierung eine merklich geringere Kapitalbindung in der Produktion bedingen, was dauerhaft zu einem niedrigeren Investitionsbedarf führen sollte (Weizsäcker 2014). Hier zeigt sich, dass Japans Wirtschaftsentwicklung, auch wenn sie den Weg in eine Welt mit historisch niedrigen Zinsen und historisch hoher öffentlicher Verschuldung vorzeichnen konnte, allein keine hinreichenden Hinweise dafür liefern kann, wie lange der Zustand anhalten wird.

## 6 Die japanische Geldpolitik und das Deflationsgespenst

Die Entwicklung der japanischen Wirtschaft seit 1990 ist noch durch ein anderes Phänomen geprägt, das ebenfalls neue Diskussionen in den Wirtschaftswissenschaften entfachte und Eingang in makroökonomische Lehrbücher fand. Gemeint ist Deflation und die daran anknüpfende Frage, wie Geldpolitik darauf reagieren soll. Wer Japans geldpolitischen Kampf gegen Deflation untersucht, kann vier verblüffende Beobachtungen machen (Waldenberger 2014). Erstens geht es nicht um einen tatsächlichen Preisverfall, sondern um die Angst davor. Zweitens wurde diese Angst von außen, insbesondere von Ökonomen aus den USA geschürt. Drittens konnte auch die extrem expansive Geldpolitik der Bank of Japan (BoJ) das Deflationsgespenst nicht vertreiben. Und viertens verblüfft, dass niemand der BoJ dafür ernsthaft Vorwürfe macht.

Abb. 10 fasst die Geschichte gut zusammen. So zeigt der Konsumentenpreisindex (KPI), an dem sich die Geldpolitik im Wesentlichen orientiert, einen relativ stabilen

ABBILDUNG 10: *Monetäre Basis und Konsumentenpreisindex, 1999–2018*  
(2008 = 100)



Anm.: Der Konsumentenpreisindex wurde um den Anstieg der Verbrauchssteuer von 5 auf 8 % korrigiert.

Quelle: Eigene Darstellung nach Bank of Japan, [http://www.stat-search.boj.or.jp/index\\_en.html](http://www.stat-search.boj.or.jp/index_en.html) (01.08.2021) und Statistics Bureau of Japan, <https://www.stat.go.jp/english/data/cpi/158c.html> (01.08.2021).

Verlauf. Im Grunde erzielte Japan in den 20 Jahren zwischen 1999 und 2018 eine fast perfekte Preisstabilität. Der Index variierte in diesem Zeitraum zwischen Werten von 97,6 und 102,7. Zwar gab es dabei auch leichte Preisrückgänge, diese lagen aber bei weniger als einem Prozentpunkt und wurden in der Folge wieder korrigiert. Von einer Deflationsspirale kann insofern keine Rede sein. Vor einer solchen hatten US-Ökonomen, insbesondere Paul Krugman, mit Hinweis auf die Weltfinanzkrise Anfang der 1930er Jahre gewarnt (Eggertsson und Krugman 2012). Der Ökonom Irwin Fisher hatte in seiner Analyse der Geschehnisse damals den Begriff der Deflationsspirale geprägt (Fisher 1933). Die BoJ teilte diese Auffassung zunächst nicht. Sie sah die moderate Preisentwicklung vielmehr als Ergebnis einer höheren Produktivität und eines verschärften internationalen Wettbewerbs (Fujii 2004). Insofern sah sie auch keinen besonderen Handlungsbedarf, was sich im flachen Verlauf der monetären Basis (MB) widerspiegelt. Die MB ist die von der Notenbank direkt beeinflussbare Geldmenge. Sie umfasst den Bargeldumlauf und die Sichteinlagen der Geschäftsbanken bei der Notenbank.

Mit dem Beginn von »Abenomics« Anfang 2013 änderte sich auch die Geldpolitik. Haruhiko Kuroda ersetzte Masaaki Shirakawa als Gouverneur der BoJ, definierte eine Inflationsrate von zwei Prozent als geldpolitische Zielgröße und versprach, alles daran zu setzen, dieses Ziel in absehbarer Zeit zu erreichen. Das Ergebnis von Bemühen und Scheitern ist ebenfalls in Abb. 10 deutlich erkennbar. Die enorme Ausweitung der MB durch die BoJ um etwa 400 % stellte vom Umfang her die Liquiditätsausweitung der US-Notenbank und der Europäischen Zentralbank deutlich in den Schatten, hinterließ im Verlauf des KPI jedoch keine Spuren.

Die Frage, wie es zu einer so deutlichen Zielverfehlung kommen konnte, sollte den verantwortlichen Geldpolitikern zu denken geben. Wie konnten sie die Zusammenhänge so falsch einschätzen? An dieser Stelle den Gründen für die Unwirksamkeit der massiven Geldausweitung auf die Spur zu gehen, würde zu weit führen (vgl. hierzu Heckel und Waldenberger 2020a). Es sei nur auf einen Aspekt verwiesen, der direkt mit dem oben erörterten Nexus von Ersparnis und Investitionen zusammenhängt. Da der japanische Unternehmenssektor auch bei Zinsen nahe Null keine Fremdfinanzierung benötigt, haben es die Geschäftsbanken schwer, die ihnen von der BoJ zusätzlich bereitgestellte Liquidität weiterzugeben. Stattdessen parken sie das Geld als Sichteinlagen bei der Notenbank (Waldenberger 2015). Das Geld kommt im Kreislauf also gar nicht erst an und kann somit auch keine Preiswirkungen entfalten. Hinzukommt, dass bei Zinsen nahe Null und der Abwesenheit von Inflation Geld eine ideale, weil wertstabile Anlageform bietet. Auch das bedingt, dass es gehalten und nicht nachfragewirksam ausgegeben wird.

Eigentlich müsste sich eine Politik, die über viele Jahre so offensichtlich ihr Ziel verfehlt, mit zweierlei Kritik konfrontiert sehen, dass sie entweder das falsche Ziel verfolgt oder dass sie die falschen Mittel einsetzt. Die BoJ sieht sich bislang in keiner Richtung einem öffentlichen Rechtfertigungsdruck ausgesetzt. Dies sollte man nicht damit abtun, dass in Japan oft ja schon das aufopferungswillige Bemühen (*ganbaru*) gewürdigt wird. Vielmehr entziehen sich auch andernorts geld- und finanzpolitische Themen weitestgehend öffentlichen Diskursen. Man überlässt die angeblich hoch komplizierte Materie blind den Experten, und es ist nicht zu erwarten, dass diese die ihnen zugesprochene Expertise öffentlich in Frage stellen werden (Waldenberger 2019).

Ein weiterer wichtiger Grund für die mangelnde öffentliche Kritik gegenüber der japanischen Geldpolitik dürfte sein, dass sie bislang einen in doppelter Hinsicht positiven Nebeneffekt hatte. Die extreme Ausweitung der monetären Basis erfolgte hauptsächlich über den Aufkauf von JGBs, die sich im Besitz von Banken und anderen Finanzinstituten befanden. Der Anteil, der von der BoJ gehaltenen JGBs stieg von 13 % Ende 2012 auf 43 % Ende 2018. Gleichzeitig sank der Anteil der im Bankensektor gehaltenen JGBs von 42 % auf 17 % (MOF 2019: 182). Die BoJ trug so zur Stabilisierung des öffentlichen Finanzwesens bei und befreite gleichzeitig das Bankensystem von den Risiken eines Staatsbankrotts (Waldenberger 2015).

## 7 Fazit

In den 1970er und 1980er Jahren zog die japanische Wirtschaft aufgrund ihres Wachstumserfolgs und der Innovationskraft und internationalen Wettbewerbsfähigkeit ihrer Unternehmen Beobachter in ihren Bann. Japans Wirtschaftspolitik und japanische Managementmethoden wurden studiert und versuchsweise adaptiert. Seit Beginn der 1990er Jahre kann Japan im internationalen Vergleich keine so beachtenswerten Erfolge mehr aufweisen, obwohl das Land in einigen Industrien und auf einigen Technologiefeldern nach wie vor Spitzenleistungen hervorbringt. Dagegen sind es nun die großen Herausforderungen, mit denen die Volkswirtschaft zu kämpfen hat, die es verdienen, genauer analysiert zu werden. Allein schon aus dem Grund, weil viele andere Volkswirtschaften, darunter nicht zuletzt auch Deutschland, mit ähnlichen Herausforderungen konfrontiert werden. Dies gilt unabhängig von den aktuellen Anstrengungen, die wirtschaftlichen Auswirkungen der Covid-19-Pandemie zu überwinden (Heckel und Waldenberger 2020b).

Dabei ist es wichtig, sowohl Ähnlichkeiten als auch Unterschiede im Auge zu behalten. Japan teilt viele Trends mit anderen Volkswirtschaften, was es unterschei-

det, sind insbesondere in Bezug auf die demographische Entwicklung deren Geschwindigkeit und Ausmaß. Dadurch ergeben sich besondere Anpassungsbedarfe und -strategien. Generell führt uns das japanische Beispiel aber vor Augen, dass die Wirtschaftswissenschaften der Vielfalt in den Entwicklungspfaden nationaler Volkswirtschaften mehr Bedeutung beimessen müssen.

## Literatur

- Blanchard, Olivier und Rafael Portillo (2016), »A Road Map to »Progress and Confusion««, in: Olivier Blanchard, Raghuram Rajan, Kenneth Rogoff und Lawrence H. Summers (Hg.), *Progress and Confusion: The State of Macroeconomic Policy*, Cambridge: MIT Press, S. 1–15.
- Coulmas, Florian (2007), *Population Decline and Ageing in Japan: The Social Consequences*, London: Routledge.
- Eggertsson, Gauti B. und Paul Krugman (2012), »Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: A Fisher-Minsky-Koo Approach«, in: *The Quarterly Journal of Economics*, 127 (3): 1469–1513.
- Fisher, Irving (1933), »The Debt Deflation Theory of Great Depressions«, in: *Econometrica*, 1 (4): 337–357.
- Fujii, Yoshihiro (2004), *Shibarareta Kinyū Seisaku* [Tied Monetary Policy], Tōkyō: Nihon Keizai Shinbunsha.
- Hayashi, Fumio (1986), »Why Is Japan's Saving Rate so Apparently High?«, in: *NBER Macroeconomics Annual*, 1: 147–234.
- Heckel, Markus und Franz Waldenberger (2020a), »Deflation: Japan's Endless Battle«, In: Cornelia Storz und Markus Taube (Hg.), *Firms, Institutions, and the State in East Asia: A Festschrift in Honour of Werner Pascha*, Marburg: Metropolis, S. 329–346.
- Heckel, Markus und Franz Waldenberger (2020b), »Japans Wirtschaft in der COVID-19-Krise«, in: David Chiavacci und Iris Wieczorek (Hg.), *Japan 2020: Wirtschaft, Politik und Gesellschaft*, München: Iudicium, S. 190–208.
- Horioka, Charles Y. (2015), »IS Imbalances and Current Account Surpluses in Japan«, in: *Singapore Economic Review*, 61 (2): 1640020–1–17
- MOF (Ministry of Finance) (2019), *Debt Management Report 2019: The Government Debt Management and the State of Public Debts*, Tokyo: MOF.
- NIPSS (National Institute for Population and Social Security Research) (2019), *Jinkō Tōkei Shiryōshū 2019* [Bevölkerungsstatistik 2019], <http://www.ipss.go.jp/syoushika/tohkei/Popular/Popular2019.asp?chap=0> (09.03.2020).



- OECD (Organisation for Economic Cooperation and Development) (2019), *Economic Outlook November 2019*, Paris: OECD.
- Shanahan, Ed und Jeffrey C. Mays (24.01.2020), »New York City Stores Must Accept Cash, Council Says«, in: *The New York Times*, <https://www.nytimes.com/2020/01/23/nyregion/nyc-cashless-ban.html> (01.08.2021).
- Summers, Lawrence H. (2016): »Rethinking Secular Stagnation after Seventeen Months«, in: Olivier Blanchard, Raghuram Rajan, Kenneth Rogoff und Lawrence H. Summers (Hg.), *Progress and Confusion: The State of Macroeconomic Policy*, Cambridge: MIT Press, S. 29–38.
- Tivig, Thusnelda und Franz Waldenberger (2011), *Deutschland im Demografischen Wandel: Ein Vergleich mit Japan*, Rostock: Klatschmohn Verlag.
- UN (United Nations) (2019), *World Population Prospect*, <https://population.un.org/wpp/Download/Standard/Population/> (01.08.2021).
- Waldenberger, Franz (1994), »Introduction: Change, Conflict, and the Management of Trade Relations«, in: Franz Waldenberger (Hg.), *The Political Economy of Trade Conflicts*, Berlin: Springer Verlag, S. 1–7.
- Waldenberger, Franz (2014), »Japan's New Monetary Policy«, in: Frank Rövekamp and Hans Günther Hilpert (Hg.), *Currency Cooperation in East Asia*, Heidelberg: Springer, S. 43–55.
- Waldenberger, Franz (2015), »Central Bank Independence in Times of High Fiscal Risk: The Case of Japan«, in: Frank Rövekamp, Martin Bälz und Hanns Güther Hilpert (Hg.), *Central Banking and Financial Stability in East Asia*, Heidelberg: Springer, S. 87–100.
- Waldenberger, Franz (2019), »Einige Überlegungen zu den Möglichkeiten und Grenzen staatlicher Regulierung in einer durch Arbeitsteilung geprägten Wissensgesellschaft«, in: Theodor Baums, Hermann Remsperger, Volker W. Wieland, Michael Sachs und Volker Wieland (Hg.), *Zentralbanken, Währungsunion und stabiles Finanzsystem: Festschrift für Helmut Siekmann*, Berlin: Duncker & Humblot, S. 621–635.
- Weizsäcker, Carl Christian von (2014), »Public Debt and Price Stability«, in: *German Economic Review*, 15 (1): 42–61.