



Konjunktur und Strategie

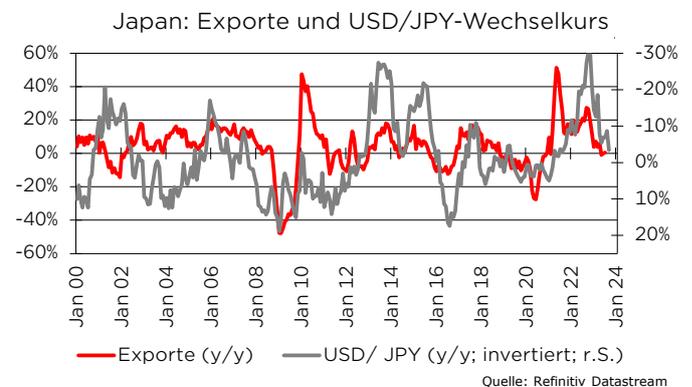
24. August 2023

Japan: Ewig Sonnenschein im Land der aufgehenden Sonne?

Unsere sonst so schlecht gelaunten Medien überbieten sich seit Monaten regelmäßig mit Respektsbekundungen und positiven Kommentaren, wenn es um den Wirtschaftsstandort Japan geht. „Nippon ist erwacht“ oder „die Erfolgsstory ist zurück“ heißt es da in großen Lettern, und man reibt sich verwundert die Augen. War da nicht noch vor kurzem von einem sterbenden Riesen die Rede, einer deflationsgeplagten und mit Überalterung konfrontierten Volkswirtschaft im Schatten Chinas? Was ist dran am Paradigmenwechsel und wie nachhaltig sind die jüngsten Entwicklungen im Land der aufgehenden Sonne?

Auf den ersten Blick sind die Fakten tatsächlich erstaunlich positiv. Die immer noch drittgrößte Volkswirtschaft der Erde konnte im zweiten Quartal des laufenden Jahres dank überraschend hoher Exporte ihre Wirtschaftsleistung deutlich stärker steigern als zuvor geschätzt. Zwischen April und Juni wuchs das reale Bruttoinlandsprodukt auf der Basis vorläufiger Schätzungen um 1,5 Prozent zum Vorquartal und damit zum dritten Mal in Folge stärker als erwartet. Analysten erwarten inzwischen mit einem Wachstum im laufenden Jahr in Höhe von 1,8 Prozent zusammen mit den USA das stärkste Wirtschaftswachstum aller G7-Länder – und weit mehr als in der Eurozone bzw. in Europa. Die Ausfuhr von Kraftfahrzeugen stieg beispielsweise im zweiten Quartal noch einmal um 14 Prozent zum Vorquartal. Aufgrund der Verbesserung bei der Bereitstellung von Halbleitern und einer deutlichen Stabilisierung der Lieferketten konnten die aufgelaufenen Aufträge schneller als zuvor abgearbeitet wer-

den. Vor allem die Nettoexporte trugen mit dem zweithöchsten Beitrag der letzten 30 Jahre zum starken Wachstum bei. Gleichzeitig führten die Preisrückgänge bei den für Japan eminent wichtigen Grundstoffeinfuhren zu einem deutlichen Rückgang der nominalen Importe im Vergleich zum Vorquartal. Zusätzlich zu günstigeren Rohstoffpreisen wirkte sich in der Gesamtbetrachtung auch die spürbar verringerte Einfuhr von Covid-Impfstoffen aus.



Eines der überragenden Themen an den Börsen und in den makroökonomischen Zukunftsprojektionen während des ersten Halbjahres 2023 waren Erwartungen bezüglich der fortschreitenden Involvierung künstlicher Intelligenz (KI) in allen Bereichen des Lebens. Dies hat auch erhebliche Bedeutung für die Einschätzung der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit der japanischen Volkswirtschaft im Allgemeinen und der dortigen Börse im Besonderen. Viele Firmen sind in der Produktion von Halbleitern aktiv und bieten Schlüsseltechnologien rund um deren Produktion. Darüber hinaus sind die Japaner neuen Technologien gegenüber wesentlich aufgeschlossener als andere Volkswirtschaften und bieten somit einen günstigen Binnenmarkt für Erprobung und Feintuning, aber auch für

den Export von Produkten und Dienstleistungen mit Bezug zu KI. Schließlich ist Japan aufgrund seiner schwierigen demographischen Entwicklung auch immer mehr auf Automatisierung und den Ersatz menschlicher Arbeitskraft angewiesen – auch dies ein Grund für die immense staatliche Förderung der Forschung auf diesem Gebiet.

Neben den Exporten war im bisherigen Jahresverlauf auch der private Konsum robuster als in den Projektionen vom Jahresanfang erwartet wurde. Die Nachfrage der Bevölkerung sorgt immerhin für rund 60 Prozent des BIPs. Nach dem vorläufigen Ende der Pandemie und der durch den Lockdown erhöhten Ersparnis kam es im ersten Halbjahr, wie in anderen Industrieländern auch, zu Nachholeffekten. Dieser Effekt neigt sich jedoch dem Ende entgegen, wie die Zahlen für das zweite Quartal zeigen. Die gebildeten Rücklagen werden geringer, und die Lohnerhöhungen werden inzwischen durch die auch in Japan erhöhte Inflation mehr als kompensiert. Dies hinterlässt zunehmend Spuren bei der Kaufkraft der japanischen Bevölkerung. Aktuell steigen die Ausgaben für Reisen und Dienstleistungen, wie zum Beispiel für Restaurantbesuche, noch an – im Gegenzug wird jedoch bereits beim Einkauf von Lebensmitteln und Bekleidung gespart.

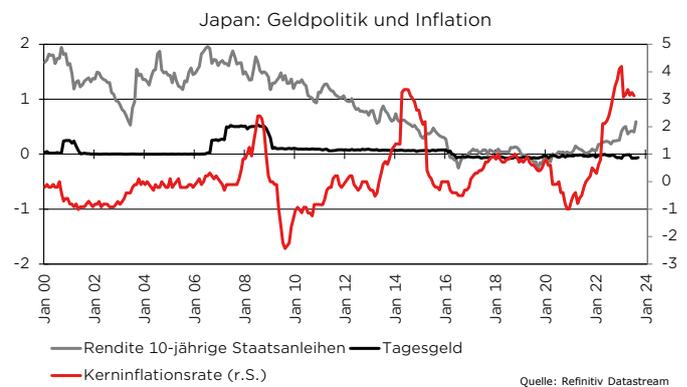
Als stabilisierender Faktor wirkt der stark wachsende Tourismus und hier vor allem die Renaissance der von der Pandemie unterbrochenen chinesischen Gruppenreisen. Die Zahl der ausländischen Touristen stieg zu Beginn des Sommers zunächst auf 70 Prozent des vor der Pandemie erreichten Niveaus. Ihre Ausgaben konnten jedoch wegen der anhaltenden Abwertung der japanischen Währung bereits den Höchststand des Jahres 2019 touchieren.

Trotz all dieser nicht zu verachtenden Faktoren gehen wir für das zweite Halbjahr jedoch von einer eher rückläufigen Konsumlaune, abnehmenden Exportsteigerungen und einer insgesamt spürbaren Konjunkturabschwächung aus. Damit würden dann auch die sich immer noch haltenden Spekulationen am Kapitalmarkt beendet, nach denen die Bank of Japan aufgrund des unerwartet starken Wachstums und der anhaltend hohen Inflation zu einer Straffung ihrer Geldpolitik übergehen könnte. Dies halten wir für unwahrscheinlich.

Apropos Notenbank – vor wenigen Wochen „erlaubte“ der neue Gouverneur der japanischen Notenbank, Kazuo

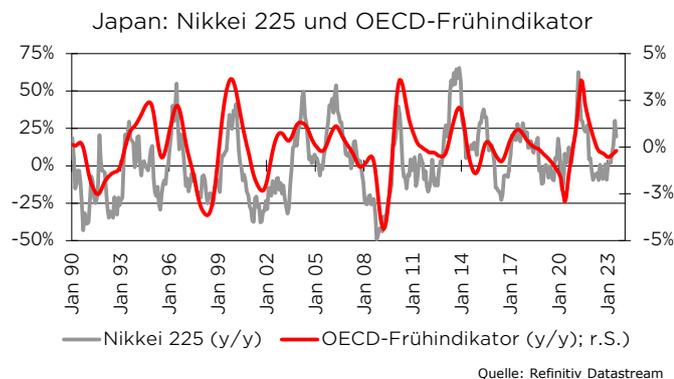
Ueda, erstmals Renditen für 10-jährige Staatsanleihen von bis zu einem Prozent, obwohl die zuvor eiserne verteidigte 0,5%-Linie offiziell weiterhin gilt. Ganz offenbar ist der Zeitpunkt nicht mehr fern, an dem eine strikte Kontrolle der Zinskurve ebenso wie negative Leitzinsen nicht mehr zu den Makrodaten Wachstum und Inflation passen. Etwas höhere Anleihezinsen wie in den anderen Industrieländern erscheinen damit auch für Japan plausibler als bisher.

Japanische Geldanleger könnten dann geneigt sein, ihre über Jahrzehnte im Ausland angelegten Mittel wieder zurück in die Heimat zu holen und dort ohne lästige Währungsschwankungen anzulegen. Dabei geht es nicht um kleine Beträge. Alleine in den letzten zehn Jahren haben japanische institutionelle und private Anleger ca. 3,5 Billionen USD außerhalb Japans angelegt. Ungefähr zehn Prozent aller australischen Staatsanleihen werden von japanischen Adressen gehalten, nennenswerte Anteile am US-amerikanischen und europäischen Bondmarkt, aber auch der brasilianische Markt für festverzinsliche Produkte befindet sich zu nennenswerten Teilen in japanischen Händen. Ein Rückzug aus diesen Märkten hätte erhebliche Auswirkungen auf den globalen Bondmarkt. Darüber hinaus dürfte es internationale Anleger bei ihren gerne genutzten Yen-Carry-Trades empfindlich treffen, wenn die Zinsen steigen und im Umkehrschluss der Yen zur Stärke neigt. Die Verschuldung im Yen zu niedrigen Zinsen und die Anlage der Gelder in höher rentierlichen Märkten würde schnell an Attraktivität verlieren. Auch die Aktienmärkte würden davon negativ tangiert werden, sodass der Effekt wohl nicht allein auf Anleihen beschränkt bliebe.



Auf der Gegenseite kommen bei höheren Zinsen auf den Staat und die Präfektoren aufgrund ihrer immensen Neuverschuldung erheblich höhere Kosten zu. Aktuell machen die Zinszahlungen in Tokio weniger als acht Prozent des Staatshaushaltes aus. Dabei ist Japan mit einer

Verschuldung gemessen an der Wirtschaftsleistung in Höhe von 225 Prozent der unangefochtene Spitzenreiter unter den Industrieländern. Trotzdem finanziert sich das Land weiterhin zu mehr als einem Drittel über neue Schulden. Die neuen Ausgaben fließen vor allem in die militärische Aufrüstung, einen neu geschaffenen Klimafonds und ein erheblich erhöhtes Kindergeld. Höhere Kreditbelastungen wirken sich auch mit geringem zeitlichen Verzug auf den Hypothekenmarkt aus, zumal in Japan mehr als 70 Prozent der Hypothekenkredite mit einer variablen Finanzierung ausgestattet sind. Es ist keineswegs ausgemachte Sache, dass die Zinsen demnächst auch in Japan steigen und dieses Szenario Wirklichkeit wird – die Gefahr dafür ist jedoch zweifelsfrei gestiegen.



Neben den beschriebenen Gefahren für den Aktienmarkt in Tokio gibt es jedoch auch eine Reihe von Gründen für eine intensivere Beschäftigung mit diesem großen und sehr breit diversifizierten Markt. Etwa 50 Prozent der am Kabuto Cho gehandelten Titel werden nach wie vor unter dem Buchwert gehandelt. Angesichts einer im Vergleich zur eigenen Historie günstigen Bewertung und einer vergleichsweise geringen Verschuldung besteht trotz der bereits erzielten Performance weitere Kurssteigerungsphantasie. Der japanische Staat versucht in diesem Umfeld verstärkt die Hinderungsgründe für Engagements in- und ausländischer Anleger zu verringern, indem er auf international vergleichbare Governance-Regeln drängt

und versucht, höhere Ausschüttungsquoten zu erreichen. Im Inland hält die Bevölkerung immerhin knapp 50 Prozent der Ersparnisse nach wie vor in liquiden Anlageformen. Eine Tatsache, die angesichts der ungewohnten Inflation schmerzhaft ist, die aber gleichzeitig aufzeigt, welches Potential bei einer Umschichtung in höher rentierliche Anlagen besteht. Regierung und Notenbank haben dabei durchaus gleich mehrere Ziele im Fokus. Einerseits möchte man der Bevölkerung gerne die Anlage in Aktien und Anleihen schmackhafter machen und damit den Unternehmen mehr Stabilität sowie Sicherheit gegen Übernahmen verschaffen. Andererseits erleichtert man damit auch die billigend in Kauf genommene „Weg-inflationierung“ der japanischen Schulden auf den Schultern der privaten Haushalte.

Es bleibt also dabei: Wo Licht ist, bleibt immer auch Schatten, und die Sonne über Japan wird bei Ihrem Lauf von Ost nach West keine Pausen einlegen. Investments bleiben auch an diesem Markt mit Chancen ebenso wie mit Risiken behaftet.

Wir bedanken uns bei unserem Kollegen Dr. Frank Geilfuß für diesen Beitrag.

Überblick über Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum				
	24.08.2023	17.08.2023	21.07.2023	23.05.2023	23.08.2022	30.12.2022
	16:27	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	-12 Monate	YTD
Dow Jones	34514	0,1%	-2,0%	4,4%	4,9%	4,1%
S&P 500	4446	1,7%	-2,0%	7,2%	7,7%	15,8%
Nasdaq	13718	3,0%	-2,2%	9,2%	10,8%	31,1%
Russell 2000	1867	0,9%	-4,7%	4,5%	-2,7%	6,0%
DAX	15667	-0,1%	-3,2%	-3,0%	18,7%	12,5%
MDAX	27144	-1,4%	-3,9%	-0,9%	4,5%	8,1%
TecDAX	3098	0,6%	-4,0%	-5,1%	3,3%	6,1%
EuroStoxx 50	4253	0,6%	-3,1%	-2,1%	16,4%	12,1%
Stoxx 50	3937	0,8%	-1,5%	-2,6%	8,3%	7,8%
SMI (Swiss Market Index)	10988	0,9%	-2,0%	-4,3%	0,5%	2,4%
FTSE 100	7347	0,5%	-4,1%	-5,4%	-1,9%	-1,4%
Nikkei 225	32287	2,1%	-0,1%	4,3%	13,5%	23,7%
Brasilien BOVESPA	117703	2,4%	-2,1%	7,1%	4,3%	7,3%
Russland RTS	1043	1,4%	3,1%	0,5%	-12,3%	7,5%
Indien BSE 30	65252	0,2%	-2,1%	5,3%	10,5%	7,3%
China CSI 300	3723	-2,8%	-2,6%	-4,8%	-10,5%	-3,8%
MSCI Welt	2938	1,2%	-3,0%	4,3%	7,6%	12,9%
MSCI Welt SRI	2864	1,4%	-4,1%	-4,9%	8,5%	15,8%
MSCI Emerging Markets	970	-0,4%	-4,4%	-0,9%	-2,0%	1,4%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	132,56	194	-77	-131	-1843	-37
Bobl-Future	115,87	82	7	-130	-889	12
Schatz-Future	105,11	20	17	-33	-417	-31
3 Monats Euribor	3,83	17	42	67	336	194
3M Euribor Future, Dez 2023	3,88	-6	-7	11	177	27
3 Monats \$ Libor	5,65	1	4	26	266	89
Fed Funds Future, Dez 2023	5,44	2	6	63	202	80
10-jährige US Treasuries	4,21	-9	37	49	114	37
10-jährige Bunds	2,52	-16	9	5	125	-5
10-jährige Staatsanl. Japan	0,65	1	19	25	44	24
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,99	-9	5	-4	24	-62
US Treas 10Y Performance	578,12	0,9%	-2,5%	-3,0%	-5,5%	-0,3%
Bund 10Y Performance	538,61	1,5%	-0,4%	0,4%	-7,6%	2,5%
REX Performance Index	433,95	0,9%	0,2%	0,0%	-4,9%	0,3%
IBOXX AA, €	3,71	-13	6	2	129	12
IBOXX BBB, €	4,55	-11	3	-10	96	-15
ML US High Yield	8,62	-8	21	-12	57	-36
Wandelanleihen Exane 25	6620	0,0%	0,0%	0,0%	-2,2%	0,0%
Rohstoffmärkte						
S&P Commodity Spot Index	577,75	0,1%	0,5%	5,7%	-15,6%	-5,3%
MGBase Metal Index	383,52	1,6%	-0,9%	2,1%	-4,0%	-8,3%
Rohöl Brent	82,93	-1,5%	2,3%	7,9%	-17,3%	-2,3%
Gold	1918,34	1,2%	-2,2%	-2,5%	9,5%	5,7%
Silber	24,29	7,1%	-1,5%	3,7%	26,6%	2,3%
Aluminium	2131,50	1,1%	-1,5%	-3,2%	-12,7%	-9,3%
Kupfer	8424,25	2,7%	0,0%	4,8%	3,1%	0,7%
Eisenerz	107,47	1,7%	-4,4%	0,9%	1,8%	-3,4%
Frachtraten Baltic Dry Index	1151	-7,7%	17,7%	-14,6%	-9,4%	-24,0%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,0837	-0,6%	-2,6%	0,5%	9,2%	1,6%
EUR/ GBP	0,8568	0,4%	-1,0%	-1,3%	1,7%	-3,4%
EUR/ JPY	157,73	-0,7%	0,1%	5,7%	15,7%	12,1%
EUR/ CHF	0,9551	0,0%	-0,8%	-1,7%	-0,5%	-3,0%
USD/ CNY	7,2780	-0,2%	1,2%	3,2%	6,5%	5,4%
USD/ JPY	144,85	-0,7%	2,1%	4,5%	5,9%	10,5%
USD/ GBP	0,7909	0,9%	1,6%	-1,8%	-6,3%	-4,9%

Quelle: Refinitiv Datastream

Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Simon Landt
+49 40 3282-2401
mlandt@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen. Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.