



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

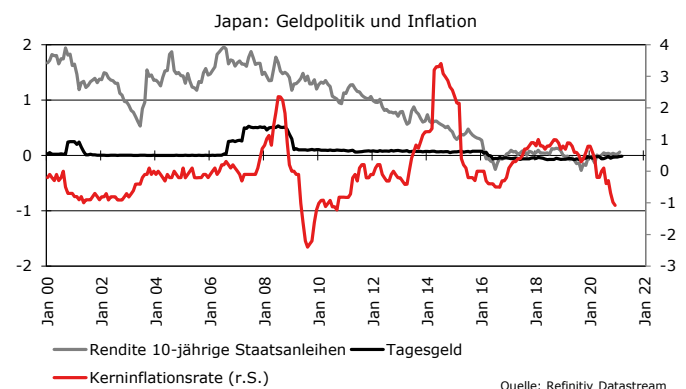
4. Februar 2021

Krisenmanagement – der japanische Weg

Für die Wirtschaft in Japan hat das neue Jahr genauso begonnen wie das alte geendet hat. Mit 47,1 nach 48,5 Punkten im Dezember signalisieren die Einkaufsmanagerindizes erneut einen Rückgang der wirtschaftlichen Aktivität. Dies gilt, anders als in vielen anderen Industrieländern, sowohl für das verarbeitende Gewerbe als auch für den Dienstleistungssektor. Hoffnungsvolle Ansätze einer robusten Erholung wurden letztlich durch die zweite Pandemiewelle empfindlich gestört. Die Volkswirte der Bank of Japan haben inzwischen ihre Schätzungen für Konjunktur und Inflation weiter nach unten angepasst, wenn auch nur minimal. Für das traditionell am 31. März ablaufende Fiskaljahr 2020 dürfte das BIP aufgrund der Pandemie-bedingten Einschränkungen um 5,6 Prozent gegenüber dem Vorjahr einbrechen, und die Preissteigerungsrate mit minus 0,5 Prozent eine leichte Schrumpfung der Preise signalisieren. Die Deflation als typisch japanische Krankheit ist also keineswegs besiegt. Die Exportnation Japan setzte im vergangenen Jahr elf Prozent weniger Waren und Dienstleistungen auf den Weltmärkten ab und verringerte die Importe sogar um 14 Prozent.

An der japanischen Notenbank dürfte es nicht liegen, dass die Wirtschaft weiter anfällig bleibt. Bereits zwei Monate vor der offiziellen Neubewertung ihrer Geldpolitik hat die Zentralbank ihren extrem lockeren monetären Kurs zum wiederholten Mal bestätigt. Leitzins, Negativzinsen auf Bankeinlagen und auch die Zielrendite für zehnjährige Staatsanleihen blieben nach der Januar-Sitzung der Entscheidungsgremien der Bank unverändert. Von der wichtigen März-Sitzung sollten dann auch lediglich homöopathische Änderungen der Geldpolitik

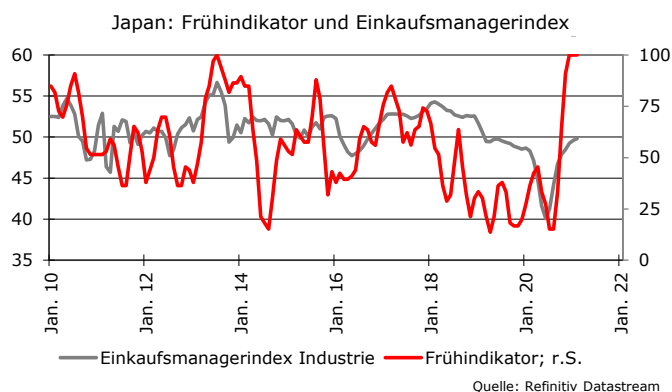
und kein Kurswechsel erwartet werden. Die wegen der Pandemie angehobenen Maximalgrenzen für Wertpapierkäufe wurden bisher erst zu etwa 55 Prozent ausgeschöpft (11 Billionen Yen vs. 20 Billionen), und die Geschäftsbanken haben bislang erst etwa 53 Billionen Yen aus dem 90 Billionen Topf an Sonderkrediten abgerufen. Zumindest von dieser Seite dürften also Kontinuität und Planungssicherheit ausgehen.



Regierung und Notenbank bemühen sich verbal und mit koordinierten Maßnahmen den aktuell negativen Datenkranz als Corona-bedingte Ausnahmesituation zu erklären und zeigen sich optimistisch für das laufende Jahr und darüber hinaus. Gerade wurde die Wachstumserwartung für 2021 von 3,6 Prozent auf 3,9 Prozent angehoben und auch 2022 soll die Wirtschaft nun mit 1,8 Prozent statt 1,6 Prozent wachsen. Die Kernrate der Inflation wird in diesem Jahr bei 0,5 Prozent erwartet, und für 2023 zeigt sich die Zentralbank optimistisch die Zwei-Prozent-Marke zu erreichen. Manch ein sehr optimistischer Lokalpatriot spricht sogar schon von einem unmittelbar bevorstehenden japanischen Jahrzehnt der Weltwirtschaft. Hauptgrund für dieses optimistische

Szenario ist die Hoffnung auf eine schnelle flächendeckende Impfung der Bevölkerung und eine Reihe von weiteren Konjunkturpaketen.

Sorgenvoll stimmt die Notenbank in diesem Zusammenhang die Aufwertung des Yen infolge der noch von den Weichenstellungen Donald Trumps beeinflussten Wirtschaftspolitik der USA. Zwar hat Janet Yellen als neue amerikanische Finanzministerin angekündigt, die Politik eines schwachen US-Dollar zu beenden – viel geändert hat sich in der Kürze der Zeit allerdings nichts. Jüngst erreichte der Wechselkurs fast die psychologisch wichtige Marke von 100 Yen je USD – ein Punkt, an dem die japanischen Export-Unternehmen regelmäßig in Unruhe geraten und ihre Ertragserwartungen reduzieren. Belastungen durch die Währung kommen gerade jetzt zur Unzeit, da erstmals seit fast zwei Jahren im Dezember die Exporte um gut zwei Prozent stiegen. Allein nach China betrug das Exportwachstum rund zehn Prozent.



Der Umgang mit der Covid-19 Krise durch die regierende LDP (Liberaldemokratische Partei Japans) könnte der japanischen Politik italienische Verhältnisse bescheeren. Der erst seit fünf Monaten in der Nachfolge von Shintaro Abe regierende Premierminister Yoshihide Suga kämpft seit Wochen um sein politisches Überleben. Beim Machtwechsel im vergangenen September noch von etwa zwei Drittel der Bevölkerung begrüßt, haben sich seine Zustimmungswerte im Zeitraffer auf nur noch knapp über 30 Prozent halbiert. Sein Vorgänger, der Namensgeber der auch über die Grenzen Japans hinaus beachteten liberalen Wirtschaftspolitik unter dem Oberbegriff „Abenomics“, hatte in acht Jahren Regierungszeit nie derart schlechte Werte.

Bisher war es in Tokio üblich bei einer unter 30 Prozent schwindenden Unterstützung der Bevölkerung zurückzutreten und sich auf einen gut bezahlten Posten mit wenig öffentlichem Interesse einzurichten. Keine so furchtbaren Aussichten also, zumal in modernen Zeiten

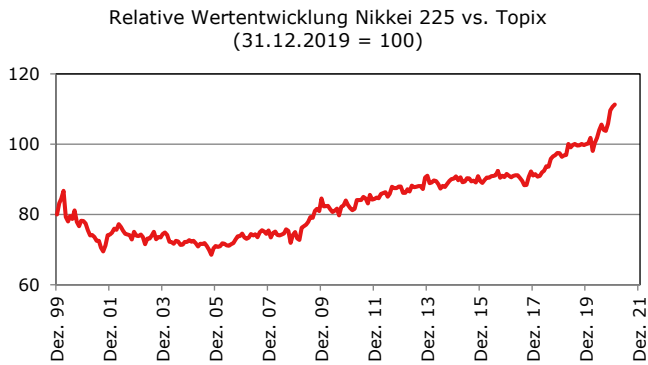
auch nicht mehr unbedingt ein Harakiri erwartet wird. Da Suga im September turnusgemäß auch den Vorsitz der regierenden LDP abgeben muss, werden nun bereits die Messer gewetzt und Szenarien für einen doppelten Führungswechsel durchdekliniert. Mindestens fünf potentielle Nachfolger für beide Ämter haben sich bereits mehr oder weniger offensiv in Stellung gebracht und ihre Ambitionen angemeldet. Allen bisher bekannten Kandidaten ist jedoch gemein, dass sie als Minister oder Staatssekretäre mitverantwortlich sind für die als verfehlt eingeschätzte Krisenbewältigung des Premierministers. Drei Viertel der Befragten haben in Umfragen ihr Unverständnis über die laxe Pandemiebekämpfung ausgedrückt. Nur in elf der 47 japanischen Provinzen gilt ein Ausnahmezustand, und die Impfung der Bevölkerung startet planmäßig erst Ende Februar. Zwar konnten stark betroffene Haushalte und kleine Unternehmen direkte Liquiditätsspritzen beantragen und Unternehmen, die trotz der Krise ihre Belegschaft halten wollten mit Subventionen rechnen. Was fehlt ist jedoch ein klarer Fahrplan zum Umgang mit der Krise für die Gesamtwirtschaft und eine Vision für die Zeit danach.

Der Premier hat mit einem kommentarlosen „Nein“ die Berufung von unabhängigen Wissenschaftlern in den nationalen Wissenschaftsrat verhindert und ist in Pressekonzferenzen autoritär und besserwisserisch aufgetreten, wo eher Demut und Volksnähe angezeigt gewesen wäre. Das hat ihm unter den Journalisten in Erinnerung an Stalin den wenig rühmlichen Beinamen Sugalin eingebracht. Auch wenn Herr Suga offenbar in den letzten Tagen etwas Kreide zu fressen begonnen hat und neuerdings alle populären Forderungen, wie beispielsweise den Einsatz des Militärs zur Stärkung des Gesundheitswesens befürwortet, könnte es zu spät für ihn selbst sein. Seine Partei muss sich bereits jetzt für die Wahlen im Oktober positionieren, und dies scheint mit dem angeschlagenen Premierminister eher problematisch. Insgesamt ist damit aber auch die Führung der stolzen Industrienation für Monate geschwächt. Kein gutes Umfeld in einer der schlimmsten Krisen der letzten Jahrzehnte.

An der Börse hat die Pandemie auch in Japan im Frühjahr des vergangenen Jahres zu einem starken Rücksetzer geführt. Im weiteren Jahresverlauf konnte der Nikkei 225 jedoch mit über 16 Prozent Kurssteigerung (gemessen in Yen) den höchsten Stand seit beinahe 30 Jahren erreichen. Auch in Japan spielten Technologiewerte dabei eine wichtige Rolle. Unter anderem wegen des höheren Anteils an High-Tech Unternehmen konnte

Konjunktur und Strategie

sich der Nikkei 225 deutlich besser schlagen als der marktweite Topix-Index.



Der Haupttreiber für diesen von der Realwirtschaft scheinbar losgelösten Börsenfrühling war, wie in den anderen Industrieländern auch, die expansive Geld- und Fiskalpolitik der Notenbank. Um mehr als 20 Prozent wuchs infolge einer Vielzahl spezieller Pandemie-Hilfsprogramme und fortgesetzter Wertpapierkäufe die Bilanzsumme der Notenbank. Heute ist Nippon mit einer Verschuldung in Höhe von 266 Prozent der Wirtschaftsleistung laut IWF das Land mit der höchsten Staatsverschuldung weltweit. Aber auch die überaus enge Verflechtung mit dem großen Nachbarn China und die rasante Erholung der Konjunktur dort ist mitverantwortlich für die positive Entwicklung an der Börse. Der Anteil Chinas an den Exporten aus dem Land der aufgehenden Sonne hat sich innerhalb der letzten 20 Jahre mehr als verdreifacht. Darüber hinaus haben japanische Firmen in den letzten Jahren erhebliche Kosteneinsparungen vorgenommen und große Fortschritte in Bezug auf ihre Corporate Governance machen können. Dies hat bereits anlässlich der Vorlage der Halbjahresberichte bei vielen Unternehmen zu einer unerwartet positiven Korrektur der Gewinnerwartungen geführt.

Nicht zuletzt hat die japanische Notenbank selbst mit einer Ausweitung des Limits für den Kauf von Indexfonds dazu beigetragen, dass die japanische Börse den Einbruch vom Frühjahr zum Jahresende mehr als wettgemacht hat. Angesichts der deutlich höheren Kurse zum Jahresende hat sich die Notenbank damit selbst belohnt und erhebliche Zugewinne verbucht. Erstmals wurde der große japanische Pensionsfond GPIF als größter Halter japanischer Dividentitel durch die Zentralbank abgelöst.

All diese Veränderungen lockten im Jahresverlauf auch die internationalen Anleger wieder an die Tokioter Börse. Rund 30 Prozent der japanischen Aktien befinden sich in ausländischer Hand. Mehr als zwei Drittel des

täglichen Handelsvolumens wird durch internationale Anleger verursacht und damit der Markt von diesen dominiert. Trotz einer Rückkehr des Interesses dieser Kapitalgeber in der zweiten Jahreshälfte hat der Aktienmarkt am Kabuto Cho jedoch auf das Gesamtjahr bezogen über 60 Mrd. USD Abflüsse globaler Adressen verkraften müssen und damit den Trend seit 2015 bestätigt.

Was heißt das nun alles für die künftige Entwicklung der japanischen Konjunktur und deren Niederschlag in den Börsenkursen? Einerseits ist Japan alles andere als der oft belächelte älteste Dauerpatient der Weltwirtschaft. Der seit den 90er Jahren des vorigen Jahrhunderts immer wieder postulierte unausweichliche Niedergang Nippons wurde mindestens ebenso häufig abgesagt wie seine Wiedergeburt als Produktivitätswunder. Wahrscheinlich ist Nippon tatsächlich einfach inzwischen ein reiches, altes Industrieland mit saturierten Gepflogenheiten, lieb gewonnenen Traditionen und einem nur noch bescheidenen Wachstum. Als Europäer kennt man die Symptome und dieses Umfeld recht gut. Die langsame Konjunkturerholung dürfte sich in Japan ebenso fortsetzen wie in den anderen „alten“ Industrieländern. Die Deflation dürfte zäher sein als anderswo und die Empfindlichkeit für Veränderungen an der Währungsfront ebenso. Auch künftig wird es hervorragend positionierte Unternehmen und lohnende Investitionsziele geben. Aber ein japanisches Jahrzehnt der Weltwirtschaft dürfte noch eine Zeitlang auf sich warten lassen.

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

Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	04.02.2021 17:18	28.01.2021 -1 Woche	01.01.2021 -1 Monat	03.11.2020 -3 Monate	03.02.2020 -12 Monate	31.12.2020 YTD
Aktienmärkte						
Dow Jones	31020	1,4%	1,4%	12,9%	9,2%	1,4%
S&P 500	3856	1,8%	2,7%	14,5%	18,7%	2,7%
Nasdaq	13684	2,6%	6,2%	22,6%	47,6%	6,2%
Russell 2000	2191	4,0%	11,0%	35,7%	34,3%	11,0%
DAX	14062	2,9%	2,5%	16,3%	7,8%	2,5%
MDAX	32371	2,9%	5,1%	21,8%	15,4%	5,1%
TecDAX	3502	2,7%	9,0%	21,4%	14,2%	9,0%
EuroStoxx 50	3643	2,4%	2,5%	17,5%	-0,5%	2,5%
Stoxx 50	3171	0,6%	2,0%	12,4%	-5,9%	2,0%
SMI (Swiss Market Index)	10855	0,0%	1,4%	8,5%	1,8%	1,4%
FTSE 100	6496	-0,5%	0,5%	12,3%	-11,3%	0,5%
Nikkei 225	28342	0,5%	3,3%	21,7%	23,4%	3,3%
Brasilien BOVESPA	119400	0,4%	0,3%	24,4%	4,2%	0,3%
Russland RTS	1403	1,3%	1,1%	26,6%	-7,8%	1,1%
Indien BSE 30	50614	8,0%	5,7%	25,7%	26,9%	6,0%
China Shanghai Composite	3502	-0,1%	0,8%	7,1%	27,5%	0,8%
MSCI Welt (in €)	2738	2,0%	4,3%	13,0%	7,6%	4,3%
MSCI Emerging Markets (in €)	1393	4,1%	10,5%	21,4%	21,4%	10,5%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	176,47	-130	-117	45	159	-117
Bobl-Future	134,96	-45	-22	-85	5	-22
Schatz-Future	112,26	-10	-2	-20	18	-2
3 Monats Euribor	-0,55	2	4	1	-15	4
3M Euribor Future, Dez 2021	-0,56	2	0	-3	-11	0
3 Monats \$ Libor	0,20	-1	-4	-3	-155	-4
Fed Funds Future, Dez 2021	0,08	0	0	0	-110	0
10-jährige US Treasuries	1,14	9	23	26	-38	23
10-jährige Bunds	-0,46	11	12	16	-2	12
10-jährige Staatsanl. Japan	0,06	4	4	2	13	4
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,39	8	11	12	38	11
US Treas 10Y Performance	702,12	-0,7%	-1,9%	-2,0%	6,4%	-1,9%
Bund 10Y Performance	679,36	-0,7%	-0,8%	-1,3%	0,5%	-0,8%
REX Performance Index	497,54	-0,4%	-0,3%	-0,7%	0,0%	-0,3%
IBOXX AA, €	0,09	3	7	2	-2	7
IBOXX BBB, €	0,56	0	1	-24	-14	1
ML US High Yield	4,86	-1	-12	-107	-126	-12
Wandelanleihen Exane 25	8378	0,0%	0,6%	6,8%	8,0%	0,6%
Rohstoffmärkte						
S&P Commodity Spot Index	445,62	3,5%	8,8%	27,9%	16,9%	8,8%
MG Base Metal Index	357,31	0,3%	0,7%	11,1%	28,7%	0,7%
Rohöl Brent	58,43	5,1%	12,6%	46,9%	6,5%	12,6%
Gold	1787,51	-3,7%	-5,8%	-6,2%	13,4%	-5,8%
Silber	26,95	2,8%	2,2%	11,3%	52,5%	2,2%
Aluminium	1973,25	-0,5%	0,0%	3,5%	18,8%	0,0%
Kupfer	7851,50	-0,4%	1,3%	15,3%	42,7%	1,3%
Eisenerz	150,81	-10,6%	-3,2%	29,5%	92,5%	-3,2%
Frachtraten Baltic Dry Index	1327	-9,7%	-2,9%	5,1%	184,8%	-2,9%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1972	-1,0%	-2,4%	2,3%	8,2%	-2,4%
EUR/ GBP	0,8765	-0,8%	-2,1%	-2,3%	3,2%	-2,1%
EUR/ JPY	126,24	0,0%	-0,2%	3,0%	5,1%	-0,2%
EUR/ CHF	1,0815	0,3%	0,1%	1,0%	1,3%	0,1%
USD/ CNY	6,4715	0,3%	-0,9%	-3,1%	-7,9%	-0,9%
USD/ JPY	105,03	0,8%	1,8%	0,5%	-3,4%	1,7%
USD/ GBP	0,7323	0,5%	0,1%	-4,3%	-4,7%	0,1%

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

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 Speicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.