



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

23. September 2021

Aufbruchsstimmung im Land der aufgehenden Sonne?

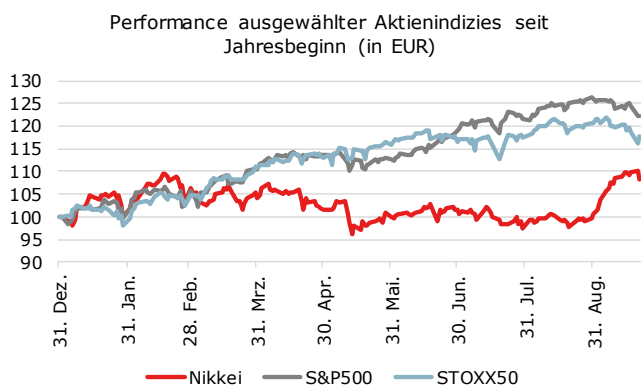
Was ist eigentlich los auf der anderen Seite des Erdballs, im Land der aufgehenden Sonne, dessen Aktienmarkt vor 34 Jahren einen Anteil von 40% am MSCI All Country World Index hatte. Heute sind es zwar immer noch 7% und damit nach den USA der zweithöchste Wert, allerdings scheint das keinen mehr hinter dem Ofen hervorzulocken – japanische Aktien sind aktuell so sexy wie die deutsche Auswahl an Kanzlerkandidaten. Trotz des historisch gewachsenen, breiten und tiefen Aktienmarktes, einer dem Kapitalmarkt offen und risikobereit gegenüberstehenden großen Bevölkerung, und der drittgrößten Wirtschaft der Erde spielt Japan seit Jahrzehnten eine doch eher untergeordnete Rolle in der Asset Allokation.

Noch vor einigen Jahren konnte dies unter anderem auf die fehlende Transparenz der ESG-Bilanz japanischer Unternehmen zurückgeführt werden. Zu stark waren die nebulösen Vernetzungen und undurchsichtigen Abhängigkeiten der Firmengeflechte trotz vorzeigbarer Erfolge in technischer und umwelttechnologischer Hinsicht. Die traditionell gepflegten Verpflichtungen gegenüber den Gründern aber auch gegenüber den Belegschaften und deren Familien galten lange als Wettbewerbshindernis und werden im Ausland gerade erst neu entdeckt, während sie in Japan selbst an Bedeutung verlieren. Das japanische Aktiengesellschaften in vielen heute für die Allokation entscheidenden ESG-Kriterien dem Rest der Welt voraus sind, ohne dies primär bezweckt zu haben, hat sich noch nicht bei allen Analysten herumgesprochen. Daran sind die japanischen Unternehmen nicht ganz unschuldig, tun sie sich doch oft noch schwer, die von internationalen Anlegern geforderten Daten und Fakten bereit zu stellen. Darüber hinaus fehlt es inzwischen nach den Jahrzehnten im Schatten der weltweiten Kapitalmärkte an hochwertigem Research. Während in den USA

auf jeden Wert im S&P 500 durchschnittlich 40 Analysten blicken, sind es für den japanischen breiten Markt gerade mal sieben Experten. Trotzdem könnte für den japanischen Aktienmarkt in diesen Tagen eine Phase relativer Outperformance anbrechen. In den letzten Wochen hat die Aussicht auf Neuwahlen und damit auch auf eine veränderte Wirtschaftspolitik die Tokioter Börse beflügelt. Nur wenige Tage nach dem de facto Rücktritt des aktuellen Premierministers Yoshihide Suga hat der Nikkei-Index die Marke bei 30.000 zurückerobert und der breite Markt, gemessen am Topics-Index, ist auf ein neues Jahreshoch und damit auch den höchsten Stand seit August 1991 gestiegen. Selbst die Turbulenzen der letzten Tage, ausgelöst durch die latente Krise des chinesischen Immobilienmarktes und den Umgang der Kommunistischen Partei mit diesem Thema, haben am Kabutocho (dem Sitz der Tokioter Börse) weniger Volatilität erzeugt als an anderen Börsenplätzen. Manche der lange ungehört gebliebene Fondsmanager japanischer Aktienfonds schaffen es nun wieder in die Medien mit dem Traum von einem bevorstehenden japanischen Jahrzehnt.

Wie fundiert sind nun diese Hoffnungen? Bleibt der Nikkei weiter auf der Überholspur? Die Charttechnik sieht zumindest schon mal vielversprechend aus. Für den auf Jahressicht noch bestehenden Rückstand zu anderen führenden Indizes ist es aus unserer Sicht vor allem aus folgenden Gründen gekommen. Da die meisten japanischen Firmen ihre Hauptversammlungen im Frühjahr abhalten und bei dieser Gelegenheit auch ihre Ausblicke präsentieren, kollidierte in diesem Jahr der Terminkalender mit einem zum gleichen Zeitpunkt nennenswerten Anstieg der Corona-Infektionen. Die Firmen hielten sich angesichts des schwierigen konjunkturellen Umfeldes mit ihren Prognosen zurück und veröffentlichten in der Regel

sehr konservative Gewinnausblicke. Die daraus aggregierten Konsensschätzungen haben deshalb aus unserer Sicht nennenswertes Potential für positive Überraschungen.



Ein weiterer Grund für die bisherige Underperformance des japanischen Marktes liegt in der bereits zu Beginn dieses Jahres an gleicher Stelle beschriebenen Unbeliebtheit und Erfolglosigkeit des noch regierenden Premierministers.¹ Diese Ära nähert sich aber nun ihrem Ende. Die planmäßigen Neuwahlen zum Unterhaus am 21. Oktober des laufenden Jahres werden Japan auch einen neuen Premierminister bescheren. In der Vergangenheit waren die Wochen vor solchen Wahlen immer gute Börsenmonate mit überdurchschnittlichen Gewinnen. Darüber hinaus neigt der Yen im vierten Quartal oft zu einer temporären Schwäche gegenüber den anderen großen Währungen. Dies führt regelmäßig zu Kursgewinnen der japanischen Export-Aktien. Alles gut also und freie Fahrt für Investments? Schauen wir lieber noch einmal genau hin.

Die Unbeliebtheit von Yoshihide Suga ist zu einem wesentlichen Teil auch der wenig erfolgreichen Pandemiebekämpfung in Japan geschuldet. Die Impfkampagnen in Europa, den USA und einigen anderen asiatischen Ländern sind deutlich schneller angelaufen und mit weniger Bürokratie begleitet worden. Japan dagegen befand sich fast durchweg im Lockdown und zeigte sich im Sommer als Gastgeber gespenstischer Olympischer Spiele ohne Zuschauer. Seit Anfang September registrieren die Behörden eine erneute starke Corona-Infektionswelle. Das Gesundheitssystem arbeitet zum wiederholten Male an der Grenze der Belastung und für viele Patienten gibt es derzeit keine Möglichkeit zur Behandlung im Krankenhaus. Aus Angst sich anzustecken bleiben die Menschen zu Hause und konsumieren zwangsläufig deutlich weniger. Das Verbrauchervertrauen bewegt sich parallel zur Inzidenz und die Bewegungsspielräume der

Firmenlenker wie auch der Bevölkerung werden durch den in vielen Präfekturen geltenden Notstand eingeschränkt. Der Einkaufsmanagerindex der Dienstleister ist deshalb im August mit 42,9 noch weiter unter die Marke von 50 Punkten gesunken.

Obwohl die tägliche Zahl von Impfungen inzwischen auf über 1 Mio. Dosen gestiegen ist, sind bisher weniger als 50% der Bevölkerung geimpft. Wir gehen jedoch davon aus, dass ein großer Teil des ausgebliebenen Konsums und der verschobenen Investitionen mit anhaltendem Impffortschritt in den kommenden Quartalen nachgeholt wird.

Hoffnungsvolle Ansätze einer robusten Erholung der japanischen Wirtschaft wurden so letztlich durch die immer wieder aufflammenden Pandemiewellen zumindest empfindlich gestört. Die Industrieproduktion fiel im Sommer in diesem Umfeld wieder unter das Niveau von vor der Pandemie zurück. Dazu beigetragen hat allerdings auch der in Japan zunehmend spürbare Mangel an Vorprodukten und insbesondere an Mikrochips, der in der Automobilindustrie und im Maschinenbau zu einer Produktion weit unter den Möglichkeiten geführt hat. So wird beispielsweise der derzeit größte Automobilkonzern der Welt, Toyota, im September nur etwas mehr als die Hälfte der geplanten Fahrzeuge fertig bauen können. Auf der anderen Seite stiegen im August die japanischen Exporte um über 26%, ausgerechnet angeführt von sehr starken Lieferungen von Anlagen für die Produktion von Halbleitern. In diesem Kontext stieg das japanische BIP aus Jahressicht bisher um 1,9%, was jedoch vor allem den deutlich höher als erwartet gestiegenen Staatsausgaben zur Pandemiebekämpfung und zur Stützung von Hotels und Gastgewerbe zu verdanken ist.

Der Arbeitsmarkt ist angesichts der nach wie vor erheblichen Herausforderungen durch die Demografie eine weitere Schwachstelle bei der Beurteilung der japanischen Wirtschaftsaussichten. In Japan herrscht seit Jahren faktisch Vollbeschäftigung. Auf 100 Jobsuchende entfallen derzeit 115 freie Stellen. Die propagierte stärkere Einbindung der Frauen in den Arbeitsmarkt und der forcierte Ersatz menschlicher Arbeitskraft durch digitale Lösungen und Roboter kann nicht auf alle Bereiche des Wirtschaftslebens ausgedehnt werden. Da es Japan an qualifizierter Zuwanderung fehlt, gehen die Unternehmen inzwischen immer stärker außer Landes und produzieren dort. Da gleichzeitig auch die japanische Bevölkerung immer älter wird und die Einwohnerzahl begonnen hat zu schrumpfen wird der japanische Markt mittel- bis

¹ Siehe eco0621: Krisenmanagement – der japanische Weg

langfristig sowohl für Investoren als auch als Absatzmarkt an Bedeutung verlieren. Erste Anzeichen dafür sind am Immobilienmarkt zu spüren. Die Grundstückspreise gingen bereits 2020 erstmals zurück – sowohl bei Gewerbegrundstücken als auch im Wohnbereich. Der teuerste Quadratmeter in Tokio in einem Einkaufszentrum der Ginza verlor 7% auf „nur noch“ 415.000 Euro.

All dies ist natürlich auch den Politikern in Japan bewusst. Deshalb kommt den Neuwahlen im kommenden Monat eine besondere Bedeutung zu. Bereits am 29. September wählen die regierenden Liberaldemokraten einen neuen Vorsitzenden. Dieser wird mit großer Sicherheit auch der Kandidat für das Amt des Premierministers wenige Wochen später. Nachdem es bis vor einigen Tagen noch eine ganze Reihe von Bewerbern für dieses Amt gegeben hat, konzentriert sich die Partei nun auf den ehemaligen Außenminister Fumio Kishida und den aktuellen Reform- und Impfminister Taro Kono, der sich mit seinem Reformeifer bisher nicht gegen den amtierenden Premier durchsetzen konnte. Kono gilt als weltoffener Mann, der in den USA studiert hat und sogar schon einmal Wahlkampf für einen US-Demokraten gemacht hat. Seine Familie hat eine ganze Reihe führender Politiker vergangener Generationen vorzuweisen. Von Donald Trump hat er das twittern gelernt – 2,4 Mio. Japaner verfolgen täglich, was er zu sagen hat. Mehr Follower hat kein anderer Politiker im Land.

Als erste Frau in der japanischen Geschichte hat auch die ehemalige Innenministerin Sanae Takaishi ihre Kandidatur angekündigt. Insider rechnen darüber hinaus mit der gerade erst überraschend wiedergewählten Gouverneurin von Tokio, Yuriko Koike, die bereits als Ministerin in mehreren Regierungen Erfahrungen gesammelt hat und deren politische Ideen und Programme für viele wählbar sind die eigentlich nichts ändern wollen. Dazu müsste sie lediglich zurückkehren in die LDP, was nicht ihr erster Parteienwechsel wäre.

Die Hoffnungen der Jugend ruhen derweil auf Umweltminister Shinjiro Koizumi, dem erst 40jährigen Sohn des ehemaligen, auch international hoch geachteten Premierministers Koizumi. Seine Kandidatur dürfte jedoch noch etwas zu früh kommen. Zu stark sind die Vorbehalte der zumeist sehr alten Parteigranden, die um ihre Sitze im Parlament fürchten und vor zu viel Veränderung regelmäßig zurückschrecken.

Alle Kandidaten haben bereits mehrfach erklärt, dass sie nach ihrer Wahl ein sehr großes Konjunkturpaket gegen die Folgen der Pandemie und als Bollwerk gegen die latente Deflation auf den Weg bringen wollen. Nach unzähligen solchen Paketen in den vergangenen Jahren ist

dies nicht mehr aber auch nicht weniger als eine kurzfristige Stimulierung, aber keine langfristige Reform. Trotzdem dürfte die Aussicht darauf die Aktienkurse in den nächsten Wochen beflügeln. Diese Pakete sind allemal greifbarer als politische Nebelkerzen ohne wirtschaftlichen Sachverstand. Insbesondere der aktuell in Front um die Nachfolge liegende Kishida setzt sich mit Forderungen nach einem eigenen, typisch japanischen Kapitalismus im Gegensatz zum globalen Neoliberalismus hörbar in Szene und versucht so Reformeifer zu versprühen, ohne konkret werden zu müssen.

Darüber hinaus dürfte die Geldpolitik der Bank of Japan auch langfristig extrem locker bleiben, egal wer sich als neuer Premier durchsetzen wird. Die immer noch niedrige Inflationsrate und das erreichte hohe Verschuldungsniveau dürften jegliche Änderungen verhindern. Leitzins, Negativzinsen auf Bankeinlagen und auch die Zielrendite für zehnjährige Staatsanleihen bleiben unverändert. Lediglich homöopathische Änderungen am großen Kurs sind nach den Wahlen zu erwarten.

Was darf man also nach den Wahlen für die künftige Entwicklung der japanischen Konjunktur und deren Niederschlag in den Börsenkursen erwarten? Einerseits ist Japan als Industriemacht und Technologiestandort alles andere als nur ein Dinosaurier der Weltwirtschaft und eine beendete Episode der Wirtschaftsgeschichte. Der seit den 90er Jahren des vorigen Jahrhunderts immer wieder erwartete Niedergang Nippons wurde mindestens ebenso häufig abgesagt wie seine Wiedergeburt als Produktivitätswunder. Wahrscheinlich ist das Kaiserreich einfach inzwischen ein reiches, altes Industrieland mit saturierten Gepflogenheiten, lieb gewonnenen Traditionen und einem argwöhnisch verteidigten Wohlstand. Als Europäer kennt man die Symptome und dieses Umfeld recht gut. Die konjunkturelle Erholung und die Nachholeffekte nach der Pandemie dürften unzweifelhaft auch in Japan stattfinden. Die Inflation dürfte aus demographischen Gründen geringer bleiben als anderswo und die Empfindlichkeit für Veränderungen größer. Auch künftig wird es hervorragend positionierte Unternehmen und lohnende Investitionsziele mit einer einladenden Bewertung auf dem Kurszettel geben. Aber ein japanisches Jahrzehnt der Weltwirtschaft wie in den 80er Jahren des vorigen Jahrhunderts sehen wir derzeit trotz eines bevorstehenden politischen Wechsels nicht.

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

Überblick über Marktdaten

| Aktienmärkte | Stand | Veränderung zum | | | | |
|--------------------------------|---------------------|------------------------|------------------------|-------------------------|--------------------------|-------------------|
| | 23.09.2021 12:42 | 16.09.2021 -1 Woche | 20.08.2021 -1 Monat | 22.06.2021 -3 Monate | 22.09.2020 -12 Monate | 31.12.2020 YTD |
| Dow Jones | 34258 | -1,4% | -2,5% | 0,9% | 25,5% | 11,9% |
| S&P 500 | 4396 | -1,7% | -1,0% | 3,5% | 32,6% | 17,0% |
| Nasdaq | 14897 | -1,9% | 1,2% | 4,5% | 35,9% | 15,6% |
| Russell 2000 | 2219 | -0,6% | 2,4% | -3,4% | 48,2% | 12,3% |
| DAX | 15634 | -0,1% | -1,1% | 0,0% | 24,1% | 14,0% |
| MDAX | 35468 | -0,3% | -0,5% | 3,6% | 33,3% | 15,2% |
| TecDAX | 3949 | 1,2% | 1,8% | 12,4% | 30,4% | 22,9% |
| EuroStoxx 50 | 4195 | 0,6% | 1,1% | 1,7% | 32,6% | 18,1% |
| Stoxx 50 | 3579 | 0,8% | -1,1% | 0,8% | 23,4% | 15,2% |
| SMI (Swiss Market Index) | 11951 | -0,6% | -3,7% | -0,3% | 15,4% | 11,7% |
| FTSE 100 | 7105 | 1,1% | 0,2% | 0,2% | 21,9% | 10,0% |
| Nikkei 225 | 29639 | -2,3% | 9,7% | 2,6% | 26,9% | 8,0% |
| Brasilien BOVESPA | 112282 | -1,3% | -4,9% | -12,8% | 15,4% | -5,7% |
| Russland RTS | 1745 | -0,6% | 7,5% | 6,1% | 46,3% | 25,8% |
| Indien BSE 30 | 59885 | 1,3% | 8,2% | 13,9% | 58,7% | 25,4% |
| China CSI 300 | 4853 | 0,9% | 1,8% | -5,3% | 4,7% | -6,9% |
| MSCI Welt (in €) | 3074 | -1,2% | -0,6% | 4,0% | 31,5% | 19,7% |
| MSCI Emerging Markets (in €) | 1263 | -0,7% | 3,0% | -4,8% | 16,8% | 2,4% |
| Zinsen und Rentenmärkte | | | | | | |
| Bund-Future | 171,74 | 31 | -541 | -21 | -263 | -590 |
| Bobl-Future | 135,31 | -6 | -8 | 135 | 9 | 13 |
| Schatz-Future | 112,24 | 0 | -11 | 11 | -9 | -4 |
| 3 Monats Euribor | -0,54 | 2 | 2 | 2 | -4 | 4 |
| 3M Euribor Future, Dez 2021 | -0,54 | 0 | 0 | -2 | 2 | 0 |
| 3 Monats \$ Libor | 0,13 | 1 | 0 | -1 | -9 | -11 |
| Fed Funds Future, Dez 2021 | 0,08 | 0 | 0 | -1 | 5 | 0 |
| 10-jährige US Treasuries | 1,33 | 0 | 9 | -14 | 67 | 42 |
| 10-jährige Bunds | -0,30 | 0 | 24 | -10 | 20 | 27 |
| 10-jährige Staatsanl. Japan | 0,04 | -1 | 3 | -2 | 2 | 1 |
| 10-jährige Staatsanl. Schweiz | -0,24 | -1 | 15 | -5 | 24 | 25 |
| US Treas 10Y Performance | 704,96 | 0,0% | -0,4% | 2,0% | -3,5% | -1,5% |
| Bund 10Y Performance | 672,49 | 0,2% | -1,6% | 1,5% | -1,2% | -1,8% |
| REX Performance Index | 493,78 | 0,0% | -1,0% | 0,1% | -1,0% | -1,1% |
| IBOXX AA, € | 0,24 | -1 | 14 | -5 | 8 | 22 |
| IBOXX BBB, € | 0,59 | -1 | 12 | -11 | -34 | 3 |
| ML US High Yield | 4,56 | 3 | -13 | -7 | -153 | -42 |
| Wandelanleihen Exane 25 | 8276 | 0,0% | -0,2% | -1,3% | 5,6% | -0,6% |
| Rohstoffmärkte | | | | | | |
| S&P Commodity Spot Index | 539,31 | -0,6% | 9,1% | 2,7% | 55,0% | 31,7% |
| MG Base Metal Index | 440,95 | -1,3% | 5,3% | 6,4% | 39,6% | 24,3% |
| Rohöl Brent | 75,95 | 0,2% | 16,4% | 1,4% | 81,7% | 46,4% |
| Gold | 1771,20 | 0,8% | -0,6% | -0,5% | -7,0% | -6,7% |
| Silber | 22,98 | 0,7% | -0,9% | -10,8% | -5,5% | -12,9% |
| Aluminium | 2921,75 | 2,2% | 14,0% | 21,9% | 68,3% | 48,0% |
| Kupfer | 9301,75 | -0,5% | 2,8% | 0,3% | 36,6% | 20,0% |
| Eisenerz | 120,73 | 0,6% | -24,8% | -43,4% | -4,0% | -22,5% |
| Frachtraten Baltic Dry Index | 4560 | 8,2% | 11,4% | 46,2% | 234,3% | 233,8% |
| Devisenmärkte | | | | | | |
| EUR/ USD | 1,1717 | -0,4% | 0,4% | -1,5% | -0,2% | -4,5% |
| EUR/ GBP | 0,8565 | 0,3% | -0,2% | 0,2% | -6,9% | -4,3% |
| EUR/ JPY | 128,72 | 0,0% | 0,6% | -2,1% | 4,8% | 1,8% |
| EUR/ CHF | 1,0834 | -0,5% | 1,1% | -1,0% | 0,8% | 0,3% |
| USD/ CNY | 6,4565 | 0,0% | -0,7% | -0,4% | -4,8% | -1,1% |
| USD/ JPY | 109,80 | 0,1% | 0,0% | -0,8% | 4,6% | 6,3% |
| USD/ GBP | 0,7310 | 0,7% | -0,5% | 1,7% | -7,0% | -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, Mikrofilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.