



Bank of Japan: Ein Experiment endet, eines beginnt

Die japanische Notenbank steht unseres Erachtens vor der Beendigung eines geldpolitischen Experiments. Das eingeleitete Ende der Yield-Curve-Control (Renditekurvenkontrolle) und die Aussicht auf Leitzinsen oberhalb der Nulllinie haben Konsequenzen für japanische Anleihen und den Yen. Wir erwarten für das Jahr 2024 moderat steigende Renditen im zehnjährigen Laufzeitenbereich und eine Aufwertung des Yen im Verhältnis zum US-Dollar.

Zentralbankverwaltungswirtschaft

Weltweit haben Zentralbanken in der vergangenen Dekade zu voluminösen Anleihe-Kaufprogrammen gegriffen (Quantitative Easing). Die Finanzierungszinsen von Unternehmen, Haushalten und Staaten wurden so im mittleren und längeren Laufzeitenbereich gesenkt. Da die Leitzinsen die Nulllinie erreicht hatten, wurde das Ankaufen von Anleihen das Hauptsteuerungsinstrument der Zentralbanken.

Im Universum der größten Zentralbanken ging die Bank of Japan (BoJ) dabei noch einen Schritt weiter und gab der Rendite zehnjähriger japanischer Staatsanleihen (JGBs) – im Rahmen ihrer Yield-Curve-Control (YCC) – ein festes Limit (damals in Höhe von 0%). Dieses Limit wurde quasi der neue Leitzins. Nachdem die Notenbank die obere Begrenzung zehnjähriger JGBs in der Zwischenzeit auf 0,5% heraufgesetzt hatte, hob sie das Limit im Juli dieses Jahres abermals an: auf 1,0%. Gleichzeitig beließen die japanischen Währungshüter den Leitzins weiterhin in negativem Terrain. Während die Geldpolitik außerhalb Japans in den großen Industrienationen in Folge der Inflationsschocks der vergangenen Jahre restriktiv gestaltet wurde, blieb die geldpolitische Ausrichtung in Japan ultra-expansiv – bis zum 31. Oktober 2023. Unseres Erachtens leitete die BoJ an diesem Tag das unweigerliche Ende der YCC ein. Aber der Reihe nach.

Auch die BoJ hat ein Mandat, welches Preisstabilität vorsieht. Nach Deflationsdekaden in Japan hat sich bereits im Jahr 2022 eine Trendwende bei der Teue-

rungsrate angedeutet. Letztlich hat die Inflationsentwicklung in Japan auch von den Spillover-Effekten der globalen Konsumentenpreisentwicklung (im „Rest“ der Welt ist die Inflation infolge des Corona- und des Ukraine-Krieges deutlich emporgeschneit, und durch die vernetzte Weltwirtschaft sind auch die Preise in Japan geklettert) und von dem schwachen Yen „profitiert“. In den vergangenen zwei Jahren sind die marktbasierenden Inflationserwartungen deutlich Richtung 2%-Inflationsziel der Noten-

Inflationserwartungen: deutlich gestiegen



Quelle: Bloomberg; 10-j. JGB-Break-Even, %

bank gestiegen. Umfragebasierte Inflationserwartungen gehen inzwischen sogar über das Inflationsziel hinaus. Vor diesem Hintergrund hat jüngst das Arbeitsministerium in Japan eine Anhebung des Mindestlohns um 4,3 % beschlossen; der stärkste Anstieg seit 1991. Der Geldpolitik wiederum ermöglicht diese Entwicklung, ihre ultra-expansive Ausrichtung tendenziell zurückzufahren. Investoren sollten je-

doch in jedem Fall berücksichtigen, dass die Geldpolitik Hauruck-Aktionen grundsätzlich meidet. So begann das Anfang November 2023 eingeleitete geldpolitische Manöver der Abkehr von der YCC auch sehr behutsam. Statt eines strikten Renditelevels strebt die BoJ seitdem einen Referenzwert in gleicher Höhe an. Diesen dürfte die Notenbank vorerst mit gezielten Ankäufen von Bonds flankieren und moderat verteidigen.

Das formale Ende der YCC erwarten wir für das erste Quartal 2024. Bereits jetzt fokussiert sich der Markt auf das kommende Ende der zweiten Säule der ultraexpansiven Geldpolitik der BoJ: den seit Februar 2016 bei -0,1 % verharrenden kurzfristigen Leitzins. Unseres Erachtens dürften die Währungshüter den Leitzins spätestens zu Beginn des zweiten Quartals aus dem negativen Terrain hieven; bis äußerst 1,25 % bis Ende 2024.

Ausblick auf 2024 – Renditen und Yen

Die begonnene Abkehr von der YCC sowie das anstehende Ende der Negativzinsen in Japan dürften die Rendite von JGBs im zehnjährigen Bereich auf bis zu 1,5 % steigen lassen; aktuell steht die Rendite bei 0,9 %. Der Anstieg wäre also eher moderat, nicht zuletzt, weil die BoJ ihren „Exit“ äußerst graduell vorstatten gehen lassen dürfte. Sollte die BoJ das Ruder abrupt herumreißen und beispielsweise schon zum Jahreswechsel den Leitzins anheben und die YCC beenden, ist auch ein schärferer Anstieg denkbar.

Während die geldpolitische Welt ex Japan die Zinsen im kommenden Jahr senken sollte, dürfte die BoJ im ersten Halbjahr 2024 in Maßen restriktiver werden. Dabei sollten all diejenigen, die auf einen konstanten Zins- bzw. Renditeunterschied zwischen vornehmlich den USA und Japan gesetzt haben, in Sachen Yen-Exposure Vorsicht walten lassen. Denn: Der US-Zinsvorteil sollte in den kommenden Quartalen schrumpfen! Die US-Renditen – bei aller wellenförmiger Bewegung – sind längst im Rückwärtsgang angekommen. Die kommenden Zinssenkungsfantasien mit Blick auf die Fed reduzieren die Erwartungen an das mittelfristige Leitzinsniveau; die Konjunktursorgen samt zurückgehender Inflationserwartungen

senken für sich genommen ohnehin die Laufzeitenprämie. Beides drückt mithin auf die Rendite zehnjähriger US-Treasuries. Der Yen, der schon seit Ende 2020 auf Basis der Kaufkraftparität deutlich unterbewertet ist, dürfte vor diesem Hintergrund unseres Erachtens in den kommenden Monaten gegenüber dem US-Dollar aufwerten. Eine Rolle werden dabei auch die japanischen Investoren spielen, die bislang die größte Gruppe an ausländischen Investoren darstellen, die US-Treasuries halten. Für sie wird es mit geringer werdendem Zinsvorteil für US-Anleihen unattraktiver, in ausländische Assets zu investieren. Erst recht, wenn man noch die hohen Währungsabsicherungskosten in Rechnung stellt, falls japanische Investoren das US-Dollar-Risiko nicht tragen wollen.

Unseres Erachtens steht daher eine Repatriierung von Investments nach Japan vor der Tür. Steigende Renditen von JGBs werden diese Entwicklung verstärken; davon profitiert wiederum der Yen. Und der aufwertende Yen wird solche Repatriierungen zusätzlich verstärken. So dürfte ein selbstverstärkender Trend einsetzen. Es gibt aber auch Risiken: Steigende Renditen in Japan können Kursverluste der ausstehenden Anleihen auslösen.

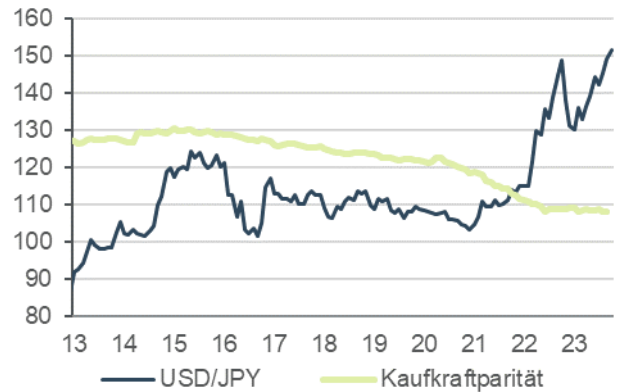
Mit Blick auf die japanische Staatsverschuldung in Prozent des BIP, die der IWF für 2023 mit 255 % prognostiziert (die USA stehen bei „nur“ 123 % des BIP), ist die Renditeaufwärtsbewegung naturgemäß von Sorgen begleitet. Da die Renditen jedoch nur graduell und moderat nach „oben“ tendieren dürften, bleibt diese Problematik limitiert. Positiv ist indes, dass laut OECD die Verschuldung japanischer Haushalte seit 1995 bis heute lediglich um 12 Prozentpunkte auf moderate 122 % des verfügbaren Einkommens gestiegen ist. Die Werte für die USA, UK und Kanada liegen hier bis zu 65 Prozentpunkte höher. Ferner bescheinigen Daten der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich Japan, dass die Verschuldung des Privatsektors in den vergangenen Jahren sogar abgenommen hat (auf Basis der sogenannten Kredit-zu-BIP-Lücke).

Ferner verursacht eine Aufwertung des Yen einen gewissen Gegenwind für die Exportindustrie und mit hin den Aktienmarkt. Letztlich dürfte die Tatsache überwiegen, dass „normal“ steigende Preise in einer Volkswirtschaft Ausdruck einer „gesunden“ Wirtschaft sind, in welcher die Wirtschaftssubjekte ihre Transaktionen nicht aufschieben, sondern tätigen. Damit erhöhen sie, ceteris paribus, auch die künftigen Gewinne der Unternehmen. Dies ist wiederum Aktien-positiv. Die Abkehr von der YCC sowie vom negativen Leitzins ist nur eine Konsequenz dieser Entwicklung.

Unzweifelhaft dürfte das Ende der ultra-expansiven Geldpolitik für die japanische Wirtschaft wie auch die

globalen Finanzmärkte ein noch größeres Experiment sein, als die Kontrolle der Renditestrukturkurve an sich. Es bleibt spannend!

Unterbewerteter Yen



Quelle: Bloomberg

Appendix

Performance Aktien



Quelle: Bloomberg, Index: Jan 2018=100, Stand: 10.11.23

Bewertung Aktien



Quelle: Bloomberg, Stand: 10.11.23

Konjunkturüberraschungen



Quelle: Bloomberg, Stand: 10.11.23

10-j. Renditen in %



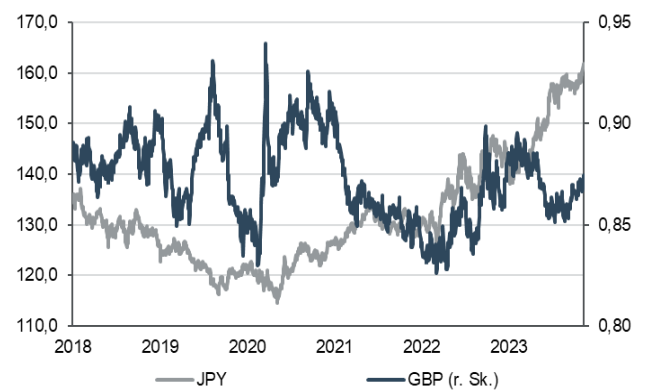
Quelle: Bloomberg, Stand: 10.11.23

EUR/USD und EUR/CAD



Quelle: Bloomberg, Stand: 10.11.23

EUR/JPY und EUR/GBP



Quelle: Bloomberg, Stand: 10.11.23

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Rechtliche Hinweise

Die Angaben in dieser Studie basieren auf öffentlichen Informationsquellen, die der Verfasser bzw. die Verfasser als zuverlässig erachtet / erachten. Weder die Lampe Asset Management GmbH noch die gesetzlichen Vertreter, Aufsichtsratsmitglieder und Mitarbeiter dieser Unternehmen übernehmen eine Gewähr für die Richtigkeit der Angaben, deren Vollständigkeit und Genauigkeit. Alle in dieser Publikation geäußerten Meinungen und Bewertungen geben allein die Einschätzung desjenigen Verfassers / derjenigen Verfasser, der / die diese Publikation erstellt hat / haben, zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder, die nicht notwendigerweise den Meinungen und Bewertungen anderer Geschäftsbereiche der Lampe Asset Management GmbH entsprechen. Alle Meinungen und Bewertungen können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Sie können auch von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Lampe Asset Management GmbH veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden.

Für Schäden, die im Zusammenhang mit einer Verwendung/Verteilung dieser Ausarbeitung entstehen oder entstanden sind, übernimmt die Lampe Asset Management GmbH keine Haftung.

Diese Publikation richtet sich ausschließlich an Personen mit Geschäftssitz in der Europäischen Union sowie der Schweiz und Liechtenstein, denen die Bank sie willentlich zur Verfügung gestellt hat. Die Inhalte dienen ausschließlich Informationszwecken und sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten zu verstehen.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Ihnen wird empfohlen, mit den Stellen ihres Landes, die für die Überwachung von Finanzinstrumenten und von Märkten, an denen Finanzinstrumente gehandelt werden, zuständig sind, Kontakt aufzunehmen, um in Erfahrung zu bringen, ob Erwerbsbeschränkungen bezüglich der Finanzinstrumente, auf die sich diese Studie bezieht, für sie bestehen. Diese Studie darf weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in ein Informationssystem übertragen oder auf irgendeine Weise gespeichert werden, und zwar weder elektronisch, mechanisch, per Fotokopie noch auf andere Weise, außer im Falle der vorherigen schriftlichen Genehmigung durch die Lampe Asset Management GmbH.

Aufsicht

Lampe Asset Management GmbH unterliegt der Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main.

Herausgeber dieser Studie ist die Lampe Asset Management GmbH.

Verantwortliche Autoren sind:

Dr. Ulrike Rondorf und Daniel Winkler

Chief-Investment-Office

Lampe Asset Management GmbH

Schwannstraße 10

40476 Düsseldorf

Telefon +49 (0)211 95742 - 523

Telefax +49 (0)211 95742 – 570

E-Mail: cio-office@lampe-am.de

Internet: <https://www.hal-privatbank.com/asset-management/lampe-asset-management>

Redaktionsschluss: 10. November 2023