



Japan – Wie wichtig ist das Land für die Märkte?

Japan war das bestimmende Thema an den Märkten im August 2024. Sind die japanische wirtschaftliche Entwicklung und die künftige Geldpolitik der Bank von Japan wichtige Treiber der globalen Aktienmärkte und gar der US-Anleiherenditen? Und haben wir uns als Investoren in den vergangenen Jahren überhaupt zu wenig um das Land der aufgehenden Sonne gekümmert? Natürlich hängt alles mit allem zusammen. Aber wir sind der Auffassung, dass sich das Wohl und Wehe der aktuellen Börsenrallye in den USA entscheiden wird.

Die japanische Notenbank (BoJ) hat die Investoren Ende Juli 2024 mit ihrer Anhebung des Leitzinses auf 0,25 % und ihrem geldpolitischen Ausblick überrascht¹. Zuvor hatte die BoJ ihren seit Februar 2016 in negativem Terrain rangierenden Leitzins (-0,1 %) im März 2024 auf 0 % bis 0,1 % angehoben. Gleichzeitig flexibilisierte die BoJ ihre sogenannte *Zinsstrukturkurvenkontrolle*, sodass die langfristigen Renditen japanischer Staatsanleihen weniger Vorgaben unterliegen.

Am 5. August 2024 hatte sich dann eine komplexe Gemengelage aus apokalyptischen **US-Konjunktursorgen** und damit einhergehenden Zinssenkungsfantasien mit Blick auf die Fed auf der einen sowie der jüngsten Zinserhöhung der BoJ auf der anderen Seite zusammengebraut. Am Ende dieses Tages hatte der japanische Nikkei Index den größten Tagesverlust seit dem „Black Monday“ 1987 zu verzeichnen. Japan ist in das Zentrum der Kapitalmarktberichterstattung gerückt. Dies war in den vergangenen Jahren selten der Fall. Sollten wir als europäische Investoren dem Land auch bei den monatlichen Daten mehr Aufmerksamkeit schenken?

Rolle von Yen-Carry-Trades signifikant

Ein entscheidender Faktor für die jüngsten Verwerfungen waren sogenannte Carry-Trades. Bei einem Carry-Trade nehmen Investoren Geld in einer niedrig-verzinsten Währung auf und legen das Geld in Aktien und Anleihen in einem Währungsraum mit höheren Zinsen an. Die Investoren hoffen, vom Zinsun-

terschied sowie von einer günstigen Währungsentwicklung profitieren zu können. Aus Investorensicht bot Japan mit seiner ultra-expansiven Geldpolitik über mehrere Dekaden eine attraktive Möglichkeit, sich in japanischem Yen (JPY) zu niedrigen Zinssätzen zu verschulden und in höher verzinsten Währungen Engagements einzugehen, z. B. US-Dollar, Mexikanischer Peso oder Neuseeländischer Dollar. Da aber nun die vormals lukrative Zinsdifferenz von beiden Enden her – kommende Leitzinssenkungen der Fed und erste Leitzinserhöhungen der BoJ – nachhaltig zu schrumpfen drohte, verabschiedeten sich viele Investoren von ihren Yen-Carry-Trades.

2024: Yen und Nikkei mit V-förmiger Erholung



Quelle: Bloomberg; Nikkei 225 indiziert: 01/2024 = 100

Eine **wichtige Rolle spielte hierbei der Yen**. Die japanische Währung setzte bereits Mitte Juli 2024 zu einer rasanten Aufwertung gegenüber dem US-Dollar an: bis zum 5. August 2024 betrug das Plus rund 13 %. Letztlich verstärkten sich die Yen-Aufwertung

¹ Siehe auch Markt & Wirtschaft „Bank of Japan: Ein Experiment endet, eines beginnt“, Oktober 2023.

und das „Verdunsten“ der Yen-Carry-Trades gegenseitig. In anderen Worten: die Aufwertung der heimischen Währung in Antizipation der restriktiveren Geldpolitik der BoJ wurde dadurch beschleunigt, dass mehr Investoren JPY nachfragten, um Carry-Trades abzuwickeln. Die globale Rückabwicklung der Yen-Carry-Trades sorgte für einen weltweiten Verkauf von Aktien, was naturgemäß mit einer hochschnellenden Volatilität am Aktienmarkt einherging. Während **Carry-Trades** also attraktive Renditen in ruhigen Zeiten ermöglichen, können sie **als Verstärker von turbulenten Marktphasen** fungieren – insbesondere bei unsicheren, geldpolitisch induzierten Marktaussichten für Zinsen und Währungen.

Die Größenordnung der Yen-Carry-Trades

Es ist schwierig abzuschätzen, welchen Umfang die Carry-Trades hatten, und damit auch, ob die bestehenden Trades noch ein Risiko darstellen. Eine Näherungsgröße bieten die Daten der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ). Diese zeigen, dass japanische Banken per März 2024 1 Bio. US-Dollar ans Ausland verliehen hatten. Dies entspricht einem Anstieg von 21 % gegenüber 2021. Dabei entfiel ein Großteil dieser grenzüberschreitenden Yen-Transaktionen auf den sogenannten Interbankenmarkt, bei dem sich Banken untereinander sowie Asset Managern Geld leihen. Die Bankkredite dienen natürlich auch der Finanzierung von Investitionen von Unternehmen, die Unternehmensübernahmen oder normale Ausrüstungsinvestitionen etc. realisieren möchten. „Verdächtig“ für die Finanzierung der Carry-Trades ist der hohe Anstieg, der sich nicht durch die wirtschaftlichen Aktivitäten von Unternehmen alleine erklären lässt. So schätzt die UBS, dass das Carry-Trade-Volumen am Hochpunkt Ende Juli 500 Mrd. US-Dollar betragen hat.

Da ein Großteil der Finanzierungen in Fremdwährungen jedoch nicht über Bankkredite finanziert werden, könnten die Swap-Geschäfte in Yen Licht ins Dunkle bringen. So schätzte JPMorgan Chase, dass etwa 4 Bio. USD an Carry-Trades mit der Finanzierungswährung Yen bestanden haben, was ungefähr dem japanischen BIP oder 30 % der Marktkapitalisierung der sogenannten Magnificent Seven, also der größten Tech-Werte, entsprechen würde.

BoJ: Zinserhöhungszyklus nicht abgeschlossen

Viele Carry-Trades dürften im August abgewickelt worden sein. Dies suggeriert zumindest der Kollaps der Futures-Geschäfte in USD/JPY, siehe Grafik unten. So stellt sich die Frage, ist das Thema für die kommenden Wochen relevant?

Dies wird entscheidend von der geldpolitischen Divergenz zwischen den USA und Japan abhängen. BoJ-Chef Kazuo Ueda hat jüngst deutlich gemacht, dass der geldpolitische Straffungskurs noch nicht beendet sei. Die Inflationsrate in Japan rangiert derzeit bei 2,8 %. Dies reflektiert insbesondere moderat steigende Dienstleistungspreise aufgrund von realen Lohnzuwächsen. Gleichzeitig sind die Inflationserwartungen moderat gestiegen. Da die japanische Wirtschaft laut BoJ über ihrer Potenzialwachstumsrate expandieren und die mittel- bis langfristigen Inflationserwartungen steigen dürften, sollte die Inflation weiter auf bis zu 3,0 % anziehen. Für das Jahr 2025 erwarten unsere Volkswirte allerdings, dass die Verbraucherpreise nur um 1,3 % gegenüber 2024 steigen (Erwartung der BoJ: +2,5 %). Nachdem der Yen gegenüber dem US-Dollar signifikant aufgewertet hat, dürften die negativen, preistreibenden Währungseffekte sukzessive auslaufen. Zudem wird die **schwache Konjunktur den Preisauftrieb wohl dämpfen**. In der Summe dürfte die BoJ den Leitzins laut unseren Volkswirten Anfang 2025 erneut anheben, eventuell sogar Ende 2024. Die BoJ-Mitglieder werden unseres Erachtens versuchen, weitere Schritte besser vorzubereiten, um erneute Finanzmarkturbulenzen zu verhindern.

Yen-Futures-Positionierung kollabieren



Quelle: Bloomberg, CFTC = Commodity future trading commitments, hier nur nicht-kommerzielle Positionen

Yen-Carry-Trades: Was steht noch bevor?

Drohen weitere Marktverwerfungen im Zuge weiterer, möglicher Rückabwicklungen von Yen-Carry-Trades? Angesichts des gigantischen Umfangs der bis vor wenigen Wochen bestehenden Geschäfte ist es einigermaßen erstaunlich, dass bislang keine Adressen wie z. B. Hedge Fonds über Verluste aus der Rückabwicklung von Yen-Carry-Trades „klagen“ oder gar in Bedrängnis geraten sind. Sollten negative Entwicklungen hier noch zutage treten, wären Sorgen um Spillover-Effekte auf andere Finanzmarktteilnehmer eine unmittelbare Folge - mit negativen Effekten für Risikopapiere. In unserem Basisszenario rechnen wir damit, dass sich die Rückabwicklung von Yen-Carry-Trades fortsetzt, diese aber grundsätzlich ohne größere Marktverwerfungen stattfinden wird.

Die nominale Rendite zehnjähriger japanischer Staatsanleihen (JGBs) dürfte in den kommenden Monaten erneut die Marke von 1% anlaufen – insbesondere getrieben durch eine moderat steigende Inflationsrate. Falls die Inflation 2025, wie von unseren Volkswirten prognostiziert, zurückgehen sollte, ergäbe sich dennoch **perspektivisch eine niedrigere reale Rendite** zehnjähriger JGBs. Sollte die Volatilität der US-Renditen abnehmen, nachdem sich der Zinssenkungspfad der Fed klarer abzeichnet, könnten sogar neue Carry Trades aufgebaut werden.

Japan als Geldgeber für Industrienationen

Neben den Carry Trades, die eher im Kreis von institutionellen, internationalen Investoren prominent sind, tätigt die japanische Volkswirtschaft aber insgesamt **umfangreiche Portfolioinvestitionen und Direktinvestitionen** im Ausland. Die Wirtschaftsakteure der viertgrößten Volkswirtschaft der Welt sind selbstverständlich international aktiv. Und wie auch in Deutschland sind die Netto-Investitionen ins Ausland höher als die ausländischen Investitionen in Inland. Der Saldo der Direktinvestitionen Japans beträgt laut Weltbank rund 170 Mrd. US-Dollar.

Vergößern wir die Flughöhe in der Betrachtung noch etwas mehr, ist die sogenannte **Net-International-Investment-Position (NIIP)** eines Landes eine wichtige Größe. Diese beziffert die „Lücke“ zwischen dem

Bestand aller ausländischen Assets, die ein Land hält, und dem Bestand, den das Ausland an den Assets des betreffenden Landes hält. Per erstem Quartal 2024 belief sich die japanische NIIP auf 3,2 Bio. US-Dollar (IWF). Damit rangiert Japan vor Deutschland in der globalen Rangliste auf Platz eins. Dies erklärt auch, warum eine hohe Staatsschuldenquote von mehr als 250 % des Bruttoinlandsprodukts in Japan tragbar ist.

Aus Sicht von einigen großen Schuldnern am internationalen Kapitalmarkt sind **japanische Anleger mit Blick auf die Gläubigerstruktur extrem relevant**. So ist Japan gemeinsam mit China der größte Gläubiger des US-Staates. Die Bestände US-amerikanischer Staatsanleihen in japanischer Hand haben sich jüngst jedoch auf 1,1 Bio. US-Dollar verringert: Die BoJ wollte ihre US-Treasury-Bestände reduzieren, um den Yen zu stützen. Die US-Anleihen sind so gefragt, dass sie diese Verkäufe aus Japan verkraften können. Die Käufe aus China stiegen nämlich parallel deutlich an. In anderen Ländern könnten Umschichtungen der Japaner oder eine Reduktion der Portfolioinvestitionen insgesamt schmerzhafter sein: So werden beispielsweise Frankreichs Staatsanleihen zu rund 30 % von Investoren außerhalb der Eurozone gehalten. Diese sind weniger durch regulatorische Auflagen an den französischen Anleihen interessiert, sondern müssen durch ein attraktives Renditeniveau überzeugt werden.

Als Zwischenfazit lässt sich konstatieren, dass es **keine akuten systemischen Risiken** für die internationalen Kapitalmärkte durch Aktivitäten der japanischen Investoren gibt. Wir erwarten für die kommenden Monate nicht, dass sich die Kapitalströme massiv verändern und die Japaner beispielsweise umfangreich Geld repatriieren. In diesem Zusammenhang ist maßgeblich, dass nicht mit einem signifikanten Anstieg der japanischen Realzinsen nach vorne blickend zu rechnen ist. Zudem spiegelt die Kapitalbilanz in Teilen auch die Handelsströme der japanischen Volkswirtschaft wider.

Aktienuniversum schaut zurecht auf China

Eine große Volkswirtschaft hat per se eine große Bedeutung für die Weltwirtschaft. Mit Argusaugen müssen europäische Aktienmarktinvestoren dennoch nicht auf die japanischen Konjunkturzahlen schauen. Denn die direkten Verknüpfungen zu Japan sind im Durchschnitt der börsennotierten Unternehmen in Europa und in den USA gering. So beträgt der **Umsatzanteil der japanischen Volkswirtschaft in den Leitindizes nur rund 2,5 %** (Factset: S&P 500 = 2,6 %, STOXX 600 = 2,6 %) – Tendenz fallend. Die Umsätze in China haben hingegen einen etwa doppelt so hohen Anteil.

Allerdings ist nicht unbedingt nur die Größe einer Volkswirtschaft dafür relevant, welche Informationen Investoren aus ihren Konjunkturdaten ziehen können. So beobachten wir beispielsweise, dass die zyklischen Aktien häufig eine relative Outperformance hinlegen, nachdem die Industrieindikatoren von kleinen, offenen Volkswirtschaften wie Singapur oder Schweden eine Trendwende nach oben vollzogen haben – so zuletzt im Herbst 2023.

Fazit

Die Marktturbulenzen im Zuge der Rückabwicklung von Yen-Carry-Trades im August 2024 hat gezeigt, dass Japan im globalen Finanzsystem eine wichtige Rolle spielen kann. Aus der weltweit größten NIIP leitet sich auch für Zukunft ab, dass Ereignisse in Japan prinzipiell einen signifikanten Einfluss auf den US-Kapitalmarkt und darüber hinaus haben können.

Allerdings fungieren als Auslöser für eine massive Veränderung von Kapitalströmen und Finanzmarktpreisen häufig „**Animal Spirits**“, also ein unreflektiertes Herdenverhalten in Bezug auf bestimmte marktrelevante Größen oder Ereignisse. Im vorliegenden Fall führte eine apokalyptische US-Konjunktur-Einschätzung samt rasant sinkender Zinserwartungen für die US-Leitzinsen zu einer Kettenreaktion. Die zeitnahe, dynamische Gegenbewegung relevanter Aktienindizes unterstreicht, dass es hier zu einer aus fundamentaler Sicht temporären Übertreibung gekommen war. Insofern haben die makroökonomischen Ereignisse in Japan und die Stellungnahmen der BoJ für unsere Assetallokation – Aktien versus Anleihen und Gold – für die kommenden Wochen keinen großen Einfluss.

Wichtig für unsere Hausmeinung sind vielmehr die Konjunktorentwicklung und die Geldpolitik im Weltleitmarkt – den USA: Die Fed dürfte ab September präventive, nicht als Reaktion auf eine US-Rezession erfolgende Zinssenkungen vornehmen und so dem Rückgang der Inflationsrisiken Rechnung tragen. Diese präventiven Zinssenkungen sind historisch ein gutes Umfeld für Aktienmärkte gewesen. Allerdings ist aktuell bereits wieder sehr viel Positives in den Aktienmärkten eingepreist. Zudem werden die Gewinnprognosen der Analysten für die im S&P 500 gelisteten Unternehmen derzeit noch tendenziell etwas nach unten revidiert, sodass aus fundamentaler Sicht Impulse für ein deutliches Übergewicht von Aktien fehlen.²

² Siehe auch die jüngste Ausgabe des „Blickpunkts“ der HAL Privatbank AG.

Appendix

Performance Aktien



Quelle: Bloomberg, Index: August 2019=100, Stand: 23.08.24

Bewertung Aktien



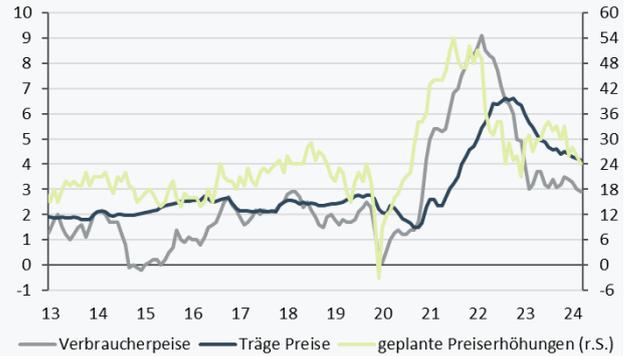
Quelle: Bloomberg, Stand: 23.08.24

Konjunkturüberraschungen negativ



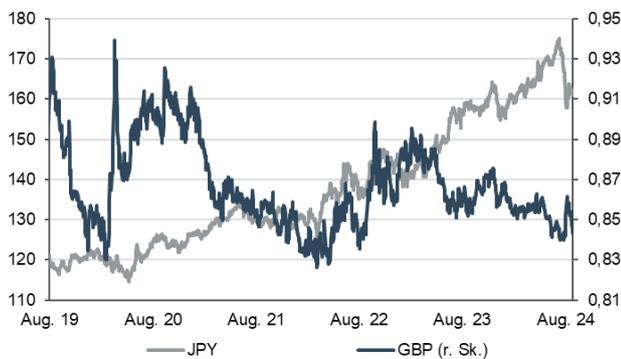
Quelle: Bloomberg, Stand: 23.08.24

US-Preisaufrtrieb nimmt (langsam) ab



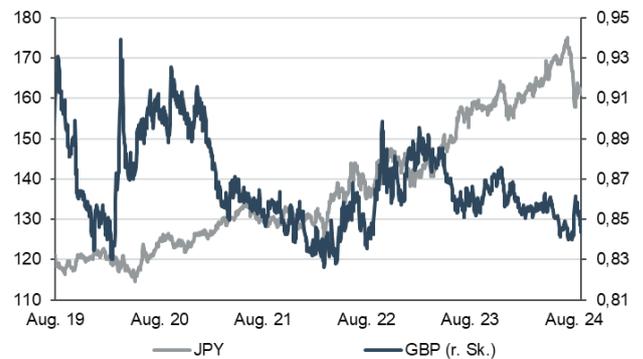
Quelle: Bloomberg, %, träge Preis = Preise, die selten angepasst werden, r.S.: Anteil der Befragten, Stand: 23.08.24

EUR/USD und EUR/CAD



Quelle: Bloomberg, Stand: 23.08.24

EUR/JPY und EUR/GBP



Quelle: Bloomberg, Stand: 23.08.24

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: 28.08.2024