

JAPAN: 2018 WERDEN DIE POSITIVEN EINFLUSSFAKTOREN ÜBERWIEGEN



Daisuke Nomoto
Head of Japanese Equities

- Wir schätzen die Aussichten für Japan weiterhin positiv ein und rechnen künftig mit weiteren günstigen Einflussfaktoren (steigende Unternehmensgewinne, Steuersenkungen, Nachfrage anlässlich der Olympischen Spiele und stärkere Zuwanderung).
- Wir sind der Überzeugung, dass das japanische BIP auf einem nachhaltigen Wachstumspfad ist, der durch Strukturreformen und die akkommodierende Geldpolitik der japanischen Zentralbank (BoJ) gestützt wird.
- Wir rechnen mit einer Normalisierung der Preisgestaltungsstrategie, die zur Steigerung von Umsätzen und Gewinnen beitragen wird. Steuersenkungen dürften helfen, das japanische Geschäftsklima aufrechtzuerhalten, das sich bereits wieder seinem höchsten Stand seit den späten 80er Jahren nähert.

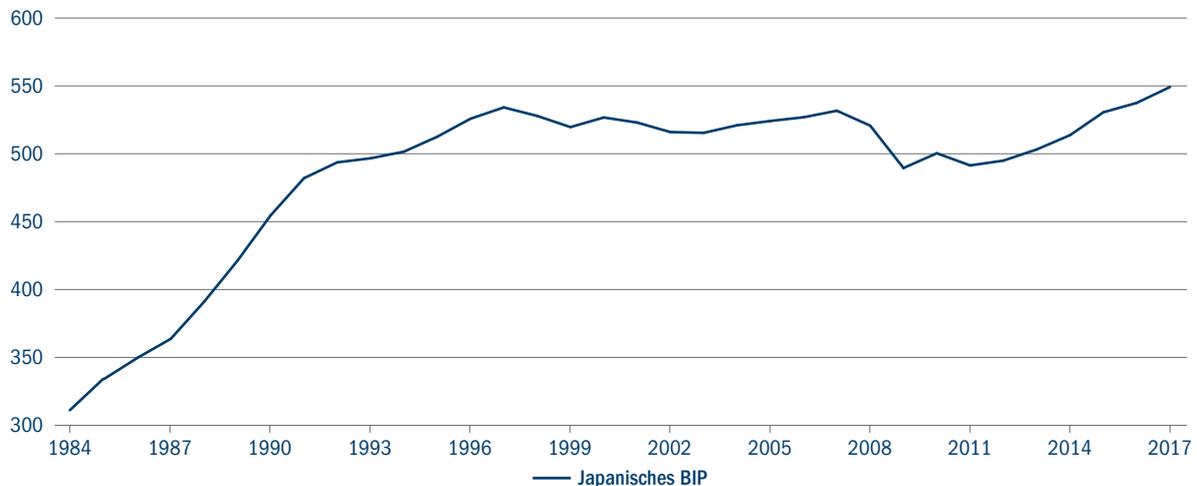
Wie bereits erörtert, schätzen wir die Aussichten für Japan¹ mit Blick auf die Corporate-Governance-Reform, die Arbeitsmarktreform und die relative Wettbewerbsfähigkeit japanischer Unternehmen positiv ein. An dieser zuversichtlichen Einschätzung halten wir fest und rechnen 2018 mit mehr positiven Einflussfaktoren (wie steigenden Unternehmensgewinnen, Steuersenkungen, Nachfrage anlässlich der Olympischen Spiele und stärkerer Zuwanderung) als negativen (wie geopolitischen Risiken oder einer Konjunkturabkühlung in China).

NACHHALTIGES BIP-WACHSTUM

Das japanische BIP wächst seit sieben Quartalen in Folge. Das ist die längste Wachstumsphase seit sechzehn Jahren. Wie aus der Abbildung ersichtlich, verzeichnet das nominale BIP Japans derzeit einen neuen Höchststand von 549 Billionen Yen – das höchste Niveau seit 20 Jahren. 2015 setzte sich die japanische Regierung das Ziel, das nominale BIP um 20 % auf 600 Billionen Yen zu erhöhen, d. h., der Wert für das dritte Quartal 2017 liegt nur 8,5 % unter dem angestrebten Wert. Wir sind der Ansicht, dass das BIP auf einem nachhaltigen Wachstumspfad ist, der sowohl durch Strukturreformen, wie Arbeitsmarkt- und Steuerreformen, als auch durch die akkommodierende Geldpolitik der japanischen Zentralbank (BoJ) gestützt wird.

¹ <http://www.columbiathreadneedle.co.uk/en/insights/2018/01/japan-three-reasons-for-a-positive-outlook/>

Abbildung 1: Das japanische BIP bricht nach oben aus



Quelle: Bloomberg, Institut für Wirtschafts- und Sozialforschung Japan.

DAS ENDE DER DEFLATION – IN REICHWEITE ODER ERREICHT?

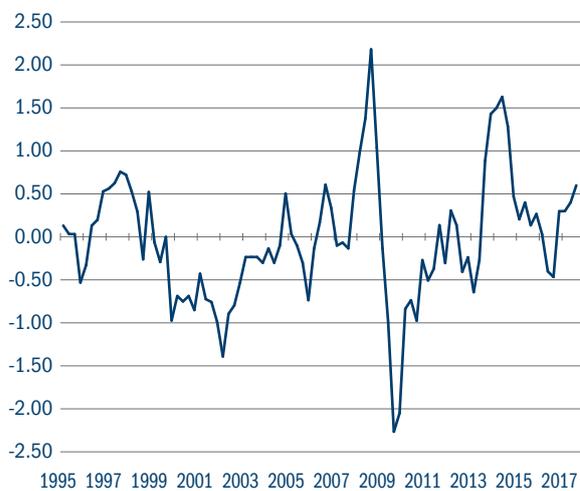
Zwar ist die Inflation bislang nicht auf das seit Langem von der BoJ angestrebte Niveau von 2 % gestiegen, unser Research vor Ort deutet jedoch darauf hin, dass in der japanischen Volkswirtschaft keine Deflation mehr herrscht. Die Preise für Lebensmittel, Taxifahrten, Büromieten, Lieferdienste und Restaurants steigen. Der japanische Verbraucherpreisindex (VPI) verzeichnete im Laufe des vergangenen Jahres einen stetigen Anstieg und erreichte im November 2017 ein Plus von 0,9 % im Jahresvergleich. Um zu ermitteln, ob die Wirtschaft die Deflation hinter sich gelassen hat, stützt sich die japanische Regierung vor allem auf vier Hauptindikatoren, die in den nachstehenden vier Grafiken dargestellt sind: 1) den VPI, 2) den BIP-Deflator, 3) die Lohnstückkosten und 4) die Produktionslücke. Bald werden alle diese Indikatoren gleichzeitig ins Positive drehen, was Voraussetzung dafür ist, die Deflation offiziell für beendet zu erklären. An der akkommodierenden Geldpolitik dürfte festgehalten werden, bis die vier Indikatoren gleichzeitig über mehrere Quartale hinweg nachhaltig im positiven Bereich sind. Da sich das Inflationsumfeld verändert, haben japanische Unternehmen begonnen, ihre Preisgestaltungsstrategien zu überdenken. Sie möchten Produkte und Dienstleistungen zu angemessenen Preisen verkaufen² und nicht die Preise senken, nur um Marktanteile zu gewinnen. Dieses „normale“ Preisgestaltungsverhalten war aufgrund der fest verwurzelten Deflationsmentalität schon seit geraumer Zeit nicht mehr zu beobachten. Die Normalisierung der Preisgestaltungsstrategie dürfte sowohl den Umsätzen als auch den Gewinnen Auftrieb geben und die Gewinnmargen japanischer Unternehmen weiter verbessern.

Nun richtet sich die Aufmerksamkeit auf die Lohninflation. Bei den unteren Einkommensgruppen gab es einige Lohnerhöhungen, doch insgesamt ist das Lohnwachstum noch immer sehr schwach. Über die japanische Realwirtschaft heißt es, dass die Unternehmen unverhältnismäßig hohe Gewinne erwirtschaften, diese aber als interne Rücklagen einbehalten, anstatt sie an die Mitarbeiter auszuzahlen. Anleger sind überzeugt, dass Unternehmen überschüssige liquide Mittel nicht an ihre Aktionäre ausschütten, obwohl die japanischen Unternehmen mehr als 200 Billionen Yen (1,8 Billionen USD) an liquiden Mitteln in ihren Bilanzen stehen haben, und die Realzinsen negativ sind. Das wird sich bald ändern.

² <https://asia.nikkei.com/Business/Companies/Yamato-gets-Amazon-to-pay-40-more-for-shipping-in-Japan>
<https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-06-12/why-it-took-27-years-to-hike-prices-at-japan-parcel-giant-yamato>

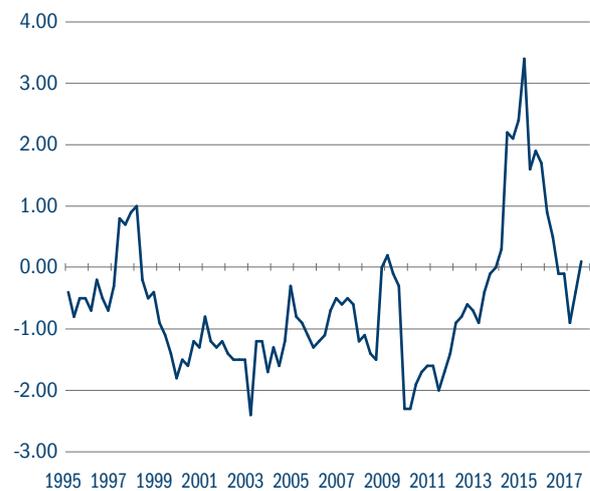
Wie nachstehend erörtert, ist die Arbeitsmarktlage in Japan angespannter denn je, und noch nie war die Anspannung so umfassend. Daher dürfte sich der Lohndruck schon bald auf das Lohnwachstum auswirken. Der japanische Premierminister (PM) Shinzō Abe hat Unternehmen, die die Löhne um mehr als 3 % erhöhen, Vorteile in Aussicht gestellt. In Anbetracht der von Premierminister Abe formulierten Erwartung einer 3%igen Lohnerhöhung und der öffentlichen Meinung wird der japanische Unternehmerverband Keidanren konkrete lohnpolitische Vorschläge unterbreiten und Gespräche auf Unternehmensebene zwischen Geschäftsleitung und Arbeitnehmern anregen. Über Lohnerhöhungen entscheiden die einzelnen Unternehmen selbst. Keidanren wird sie jedoch auffordern, hierbei zukunftsorientiert zu denken, damit die positive Wirtschaftsdynamik verstärkt und die Konsumtätigkeit angeregt wird.

Abbildung 2: Gesamtindex der Verbraucherpreise (im Jahresvergleich, %)



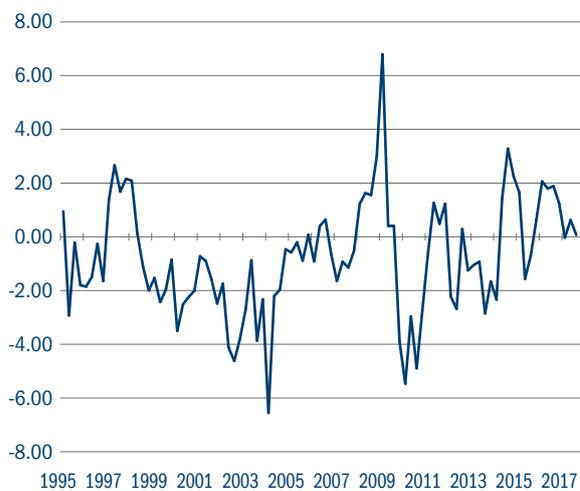
Anmerkung: Von Morgan Stanley Research um Mehrwertsteuereffekte bereinigt.
Quelle: Ministerium für Inneres und Kommunikation, Morgan Stanley Research.

Abbildung 3: BIP-Deflator (im Jahresvergleich, %)



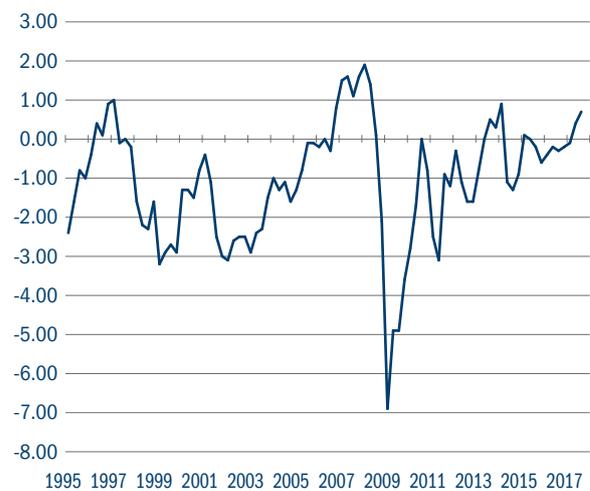
Anmerkung: Von Morgan Stanley Research um Mehrwertsteuereffekte bereinigt.
Quelle: Kabinettsamt, Morgan Stanley Research.

Abbildung 4: Lohnstückkosten (im Jahresvergleich, %, unsere Schätzung)



Quelle: Kabinettsamt, Morgan Stanley Research.

Abbildung 5: Produktionslücke (% , Schätzung des Kabinettsamts)

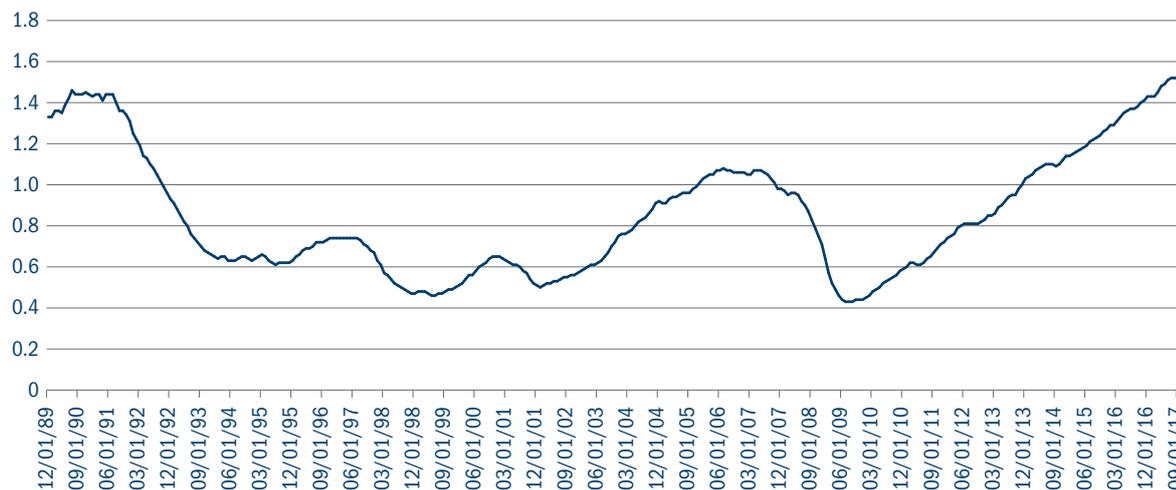


Quelle: Kabinettsamt, Morgan Stanley Research.

WACHSTUM DER ERWERBSBEVÖLKERUNG ZUR STEIGERUNG DES BIP

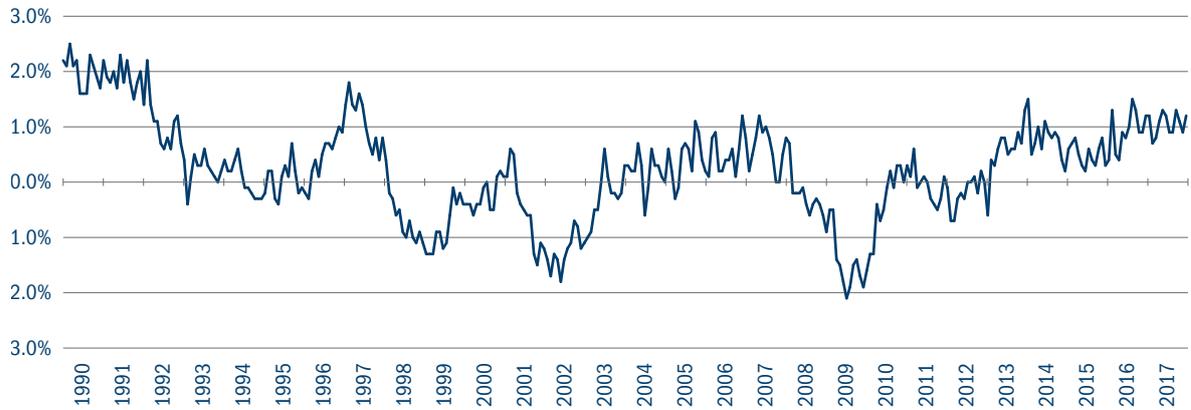
In Japan verzeichnet die Erwerbsbevölkerung derzeit ihre längste Wachstumsphase seit den späten 90er Jahren, und die Lage auf dem Arbeitsmarkt spannt sich weiter an. Aus dem Verhältnis von Stellenangeboten zu Bewerbern geht hervor, dass auf jeden Arbeitssuchenden in Japan 1,6 freie Stellen kommen. Noch nie war das Arbeitskräfteangebot so knapp. Ein entscheidender Erfolg der Abenomics besteht darin, dass nun mehr Frauen einer Erwerbstätigkeit nachgehen, um das Haushaltseinkommen zu erhöhen. Inzwischen tragen die verschiedenen Regierungsinitiativen erste Früchte: In den letzten vier Jahren sind rund 1,5 Millionen Japanerinnen zur Erwerbsbevölkerung hinzugekommen, sodass die Erwerbsquote von Frauen (im Alter von 15 bis 64 Jahren) auf 68 % gestiegen ist. Dies entspricht einem Zuwachs von 8 Prozentpunkten in den letzten 15 Jahren, womit Japan (OECD-Daten zufolge) zu den USA aufgeschlossen hat. Auch die Zahl ausländischer Arbeitskräfte steigt und erreichte 2016 erstmals eine Million. Für uns ist hierbei die stetige Zunahme in Japan ansässiger Ausländer interessant. Premierminister Abe behauptet zwar, dass die japanische Regierung gegen eine drastische Einwanderungspolitik sei, und in der homogenen japanischen Gesellschaft ist das Thema nach wie vor umstritten. Dennoch scheint es eine verdeckte Zuwanderung zu geben, da mehr Arbeitskräfte benötigt werden. Der Anteil von Zuwanderern an der Gesamtbevölkerung ist immer noch wesentlich geringer als in anderen Ländern, doch der stetige Aufwärtstrend erinnert uns an den Geschichtsunterricht: Der 1854 (zwischen Japan und den USA) geschlossene „Vertrag von Kanagawa“ zwang Japan, die nationale Isolationspolitik aufzugeben, die es seit 1616 verfolgt hatte.

Abbildung 6: Das Verhältnis von Stellenangeboten zu Bewerbern hat den höchsten Stand seit zwanzig Jahren erreicht



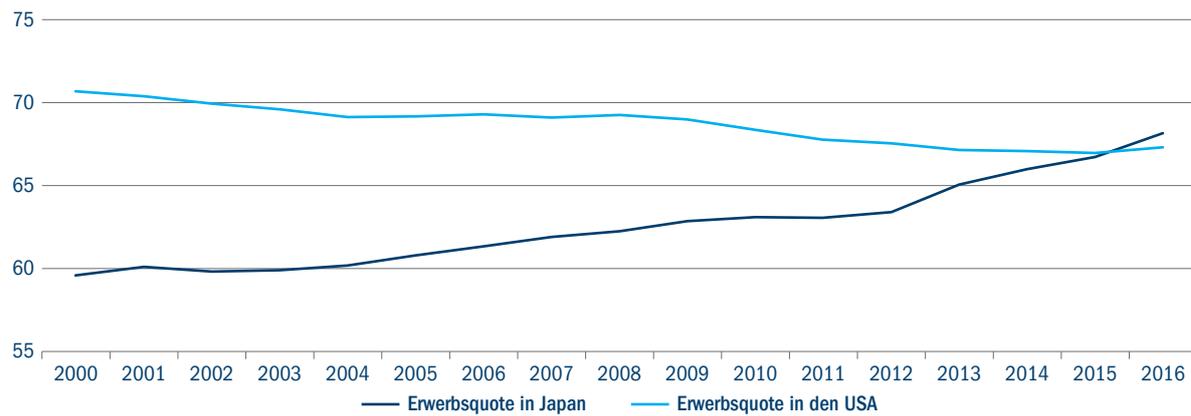
Quelle: Japanisches Ministerium für Gesundheit, Arbeit und Soziales.

Abbildung 7: Die Erwerbsbevölkerung verzeichnet im Jahresvergleich die längste Wachstumsphase seit den 90er Jahren



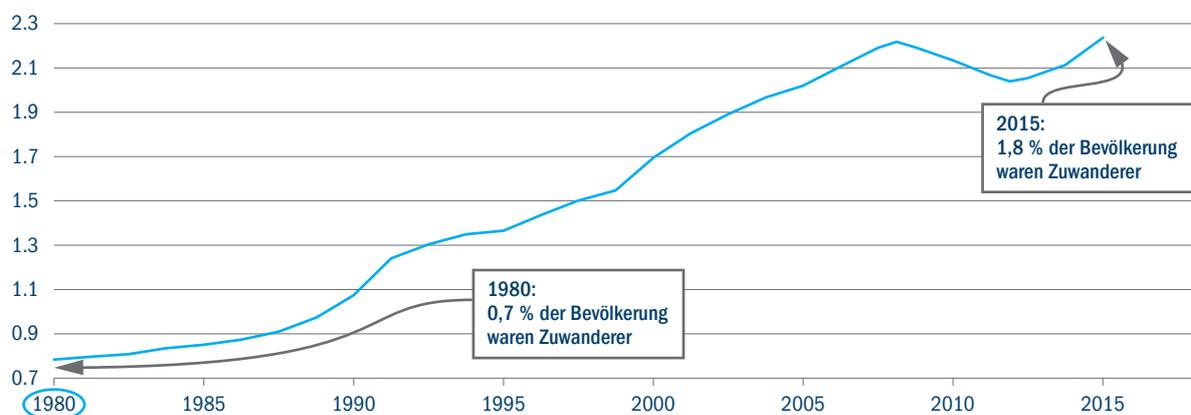
Quelle: Ministerium für Inneres und Kommunikation.

Abbildung 8: OECD-Erwerbsquote von Frauen (im Alter von 15 bis 64 Jahren)



Quelle: OECD.

Abbildung 9: Die Zahl der Zuwanderer in Japan steigt weiter und belief sich 2017 auf 2,47 Millionen bzw. 1,96 % der Bevölkerung

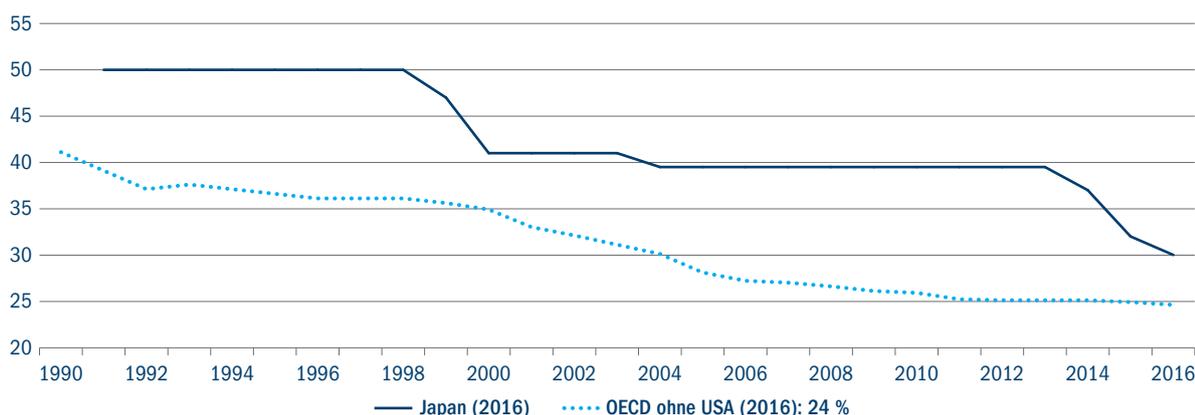


Quelle: Cornerstone Macro.

STEUERSENKUNGEN SOLLEN DAS BIP UND DIE UNTERNEHMENSGEWINNE ANKURBELN

Seit die Regierung Abe im Amt ist, senkt sie den effektiven Körperschaftsteuersatz, damit Japan ein attraktiverer Unternehmensstandort wird. Insgesamt hat sich der effektive Körperschaftsteuersatz in Japan von 37 % (Stand 2012) auf 29,74 % (ab April 2018) verringert. Darüber hinaus wurden in Japan neue steuerpolitische Maßnahmen beschlossen. Für Unternehmen, die eine Lohnerhöhung von 3 % vornehmen, wird die Körperschaftsteuer auf 25 % gesenkt, und Unternehmen, die in neue Technologien investieren, müssen sogar nur 20 % zahlen. Außerdem prüft die japanische Regierung eine Senkung der Steuern auf Anlagevermögen, um kleine und mittlere Unternehmen bei der Verbesserung ihrer Produktivität zu unterstützen. Unserer Ansicht nach dürften sich diese an Bedingungen geknüpften Steuersenkungen günstig auf Volkswirtschaft und Unternehmen auswirken, denn sie werden sowohl eine Erhöhung der Wettbewerbsfähigkeit als auch Produktivitätssteigerungen begünstigen. Wir sind überzeugt, dass diese Steuersenkungen vorerst zur Aufrechterhaltung des japanischen Geschäftsklimas beitragen werden, das sich bereits wieder seinem höchsten Stand seit den späten 80er Jahren nähert.

Abbildung 10: Die Körperschaftsteuer sinkt unter 30 %



Quelle: Cornerstone Macro

ANPASSUNG DER MASSNAHMEN ZUR STEUERUNG DER RENDITEKURVE, ABER KEINE STRAFFUNG DER GELDPOLITIK

Angesichts der guten gesamtwirtschaftlichen Lage beginnen manche darüber nachzudenken, wie wahrscheinlich ein geldpolitischer Kurswechsel der BoJ ist. Wir sind der Auffassung, dass die BoJ vermutlich ihren Zielwert für die Steuerung der Renditekurve anpassen wird, damit die Renditekurve japanischer Staatsanleihen (JGB) einen etwas steileren Verlauf nehmen kann, wenn das Wachstum weiterhin so kräftig bleibt und die Inflation langfristig Bestand hat.

Der japanische Zentralbankpräsident Haruhiko Kuroda erwähnte im vergangenen November bei einer Rede in der Schweiz, dass die Unternehmensfinanzierung und die Finanzierung privater Haushalte größtenteils auf der Grundlage kurz- bis mittelfristiger Zinssätze erfolgen, langfristige Zinssätze aber für Finanzinfrastrukturfunktionen der Gesellschaft wie Versicherungen und Renten von größerer

Bedeutung sein dürften. Er sprach dabei ausdrücklich von der „Reversal Rate“, dem „Umschlagpunkt“ bei der Zinspolitik. Aus der wissenschaftlichen Forschung³ geht hervor, dass es möglicherweise einen Punkt gibt, ab dem weitere Zinssenkungen der Volkswirtschaft eher schaden als nutzen. Niemand weiß, wo dieser Punkt liegt. Aber dass Haruhiko Kuroda sich darauf bezog, spricht dafür, dass die BoJ möglicherweise die Auffassung vertritt, niedrige kurzfristige Zinssätze könnten die Konjunktur wirksamer ankurbeln als niedrige längerfristige Zinssätze. Tatsächlich geht aus den Daten der BoJ hervor, dass sich der Gesamtwert der Aktiva in ihrer Bilanz nach jahrelangen, umfangreichen Wertpapierkäufen nun zwischen Ende November und Dezember 2017 leicht verringert hat. Das ist der erste Rückgang gegenüber dem Vormonat seit Beginn der quantitativen und qualitativen geldpolitischen Lockerung (QQE) im Rahmen der Abenomics. Dieser Schritt würde zu einem steileren Anstieg der Renditekurve japanischer Staatsanleihen beitragen, und eine solche Entwicklung käme japanischen Banken, Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds zugute.

Eine Anpassung der Maßnahmen zur Steuerung der Renditekurve wird immer wahrscheinlicher. Wir sollten bedenken, dass es keine restriktive geldpolitische Maßnahme ist, den Zielwert anzupassen und das lange Ende der Kurve ansteigen zu lassen. Auch wenn Japan es offenbar geschafft hat, die Deflation hinter sich zu lassen, wird die BoJ unserer Ansicht nach ihre kräftige geldpolitische Lockerung fortsetzen, um die positive Inflationsentwicklung zu fördern. Eine Fortsetzung der akkommodierenden Geldpolitik dürfte sich günstig auf den Aktienmarkt auswirken und dazu beitragen, dass das Geschäftsklima in Japan, das beinahe wieder seinen höchsten Stand seit den späten 80er Jahren erreicht hat, auf einem hohen Niveau bleibt.

Wie bereits in unserer letzten Veröffentlichung erörtert,⁴ bewirken die Corporate-Governance-Reformen langsam ein Umdenken bei japanischen Unternehmen. Sie werden aktionärsfreundlicher, erhöhen die Eigenkapitalrendite und schütten überschüssige liquide Mittel an die Aktionäre aus. Der Übergang zu einer besseren Corporate Governance in Japan ist zwar noch nicht abgeschlossen, aber die Unternehmen machen eindeutig große Fortschritte.

Japanische Aktien werden zu angemessenen Bewertungen gehandelt. Sie haben ein KGV von rund 15 und ein KBV von etwa 1,4 (im Vergleich hierzu liegt das KGV für den S&P 500 in den USA bei rund 18 und das KBV bei etwa 3). Vor dem Hintergrund weiter steigender Unternehmensgewinne, die durch solide gesamtwirtschaftliche Rahmenbedingungen und die Innovationstätigkeit japanischer Unternehmen gestützt werden, rechnen wir auch in den nächsten Jahren mit angemessenen Aktienrenditen.

³ <https://scholar.princeton.edu/markus/publications/reversal-interest-rate-effective-lower-bound-monetary-policy>

⁴ <http://www.columbiathreadneedle.co.uk/en/insights/2018/01/japan-three-reasons-for-a-positive-outlook/>

Mehr erfahren Sie unter
COLUMBIATHREADNEEDLE.COM



Wichtige Informationen: Nur für professionelle und/oder qualifizierte Anleger (Nutzung durch oder Weitergabe an Privatkunden verboten). Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Hinweis auf die künftige Wertentwicklung. Der Wert der Anlagen und etwaige Einkünfte daraus sind nicht garantiert und können sowohl steigen als auch fallen sowie von Wechselkursveränderungen beeinflusst werden. Das bedeutet, dass ein Anleger unter Umständen den ursprünglich angelegten Betrag nicht zurückerhält. Diese Veröffentlichung dient lediglich der Information und stellt kein Angebot zum Kauf von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten noch eine Anlageberatung und eine Investmentdienstleistung dar. Das Research sowie die Analysen, auf die hier Bezug genommen wird, wurden von Columbia Threadneedle Investments im Rahmen des eigenen Anlagenverwaltungsgeschäfts durchgeführt, und die Ergebnisse derselben sind möglicherweise bereits vor der Veröffentlichung dieser Informationen genutzt worden und werden hier lediglich als Hintergrundinformationen zur Verfügung gestellt. Alle zum Ausdruck gebrachten Meinungen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, können jedoch ohne Benachrichtigung geändert werden. Informationen aus externen Quellen werden zwar als glaubwürdig angesehen, für ihren Wahrheitsgehalt und ihre Vollständigkeit besteht jedoch keine Gewähr. Diese Präsentation beinhaltet Aussagen, die die Zukunft betreffen, so auch Projektionen künftiger ökonomischer und finanzieller Verhältnisse. Keiner von Columbia Threadneedle Investments, seinen Direktoren, Führungskräften oder Mitarbeitern, macht irgend eine Aussage, Zusicherung, Garantie oder anderes Versprechen, dass eine dieser zukunftsgerichteten Aussagen sich als zutreffend herausstellt. Herausgegeben von Threadneedle Asset Management Limited („TAML“), eingetragen in England und Wales unter der Nr. 573204; eingetragener Firmensitz: Cannon Place, 78 Cannon Street, London EC4N 6AG. Im Vereinigten Königreich zugelassen und reguliert von der Financial Conduct Authority. Columbia Threadneedle Investments ist der globale Markenname der Columbia- und Threadneedle-Unternehmensgruppe.
columbiathreadneedle.com Herausgegeben im Februar 2018 | Gültig bis Mai 2018 | J27450 | 2023570