



## VIEWPOINT

### Anhaltende Wirtschaftsdynamik in Japan: Setzt sich die Entwicklung fort?



**Daisuke Nomoto**  
Global Head of Japanese  
Equities



**Simon Morton-Grant**  
Client Portfolio Manager

- Unserer Ansicht nach werden mehrere Impulsgeber einen Paradigmenwechsel im Land herbeiführen: die Verlagerung von Deflation zu Inflation, die Reform der Unternehmensführung und die Zunahme inländischer Kapitalströme
- Die höhere Inflation verändert die Dynamik des Arbeitsmarkts. So sehen sich die Unternehmen dem Druck ausgesetzt, ihre Rentabilität verbessern zu müssen, und den Arbeitnehmern gelingt es zunehmend, höhere Löhne durchzusetzen, indem sie den Arbeitsplatz wechseln.
- Die Unternehmen haben Maßnahmen eingeführt, um die Eigenkapitalrendite (ROE) kurzfristig zu steigern. Gleichzeitig sind sie um langfristige Wachstumsstrategien bemüht und konzentrieren sich etwa auf organische und anorganische Investitionen zugunsten eines nachhaltigen Wachstums.



Wir werden häufig von unseren Kunden gefragt, ob sich die Situation in Japan dieses Mal ändern wird. Erleben wir endlich die lang ersehnte Phase einer anhaltenden Dynamik, oder wird nach einem kurzen Aufleben wieder eine Zeit des stagnierenden Wachstums eintreten? Unseres Erachtens wird das nächste Jahrzehnt tatsächlich anders ausfallen, da mehrere Faktoren einen Paradigmenwechsel herbeiführen werden:

**1 Auf Deflation folgt Inflation**  
Es wird erwartet, dass dies den Verbrauchern und Unternehmen zugutekommen und gleichzeitig eine neue Ära des Wirtschaftswachstums einläuten wird.

**2 Reform der Unternehmensführung**  
Die Ankündigungen der Börse Tokio (TSE) im Jahr 2023<sup>1</sup> führten zu einer besseren Kapitalallokation bei den japanischen Unternehmen und zu einer stärkeren Konzentration auf Aktionärsrenditen.

**3 Zunahme der inländischen Kapitalflüsse**  
Das überarbeitete steuerfreie Investitionsprogramm (Nippon Individual Savings Account, NISA) dürfte zu einer strukturellen Verschiebung beim Kauf japanischer Aktien durch Privatanleger führen.

## 1 Auf Deflation folgt Inflation

Letztes Jahr verfassten wir einen Artikel über das Ende der deflationären Mentalität in Japan<sup>2</sup> und was dies für Wirtschaft, Politik und Märkte bedeutet. Damals beobachtete das Team diesen Wandel mit Spannung, und sechs Monate später sind wir weiterhin optimistisch gestimmt, dass er ein entscheidender Faktor für das langfristige Wirtschaftswachstum sein wird.

Japan ist gleichbedeutend mit Deflation. Die „verlorenen Jahrzehnte“ ab den späten 1990er-Jahren zeichneten sich durch eine langanhaltende deflationäre Phase aus, die die Verbraucherausgaben und das Wirtschaftswachstum fast 30 Jahre lang beeinträchtigte. Die Gesellschaft war an sinkende oder stabile Preise gewöhnt. Es bestand kaum das Bedürfnis, Waren zu kaufen, da Preissenkungen wahrscheinlich waren. Aufgrund dieser Einstellung blieb die Nachfrage auf einem niedrigen Niveau, was sich wiederum auf die Verkaufszahlen der Unternehmen auswirkte und das Wirtschaftswachstum dämpfte. Heute werden die allmählich steigenden Preise die Verbraucher möglicherweise dazu veranlassen, eher jetzt als später zu kaufen (Abbildung 1). Dies steht im Gegensatz zu früher und markiert einen bedeutenden Wandel der deflationären Mentalität Japans, da die Unternehmen die Verbraucher nicht mehr vor steigenden Kosten schützen und selbst unter geringeren Gewinnspannen leiden.

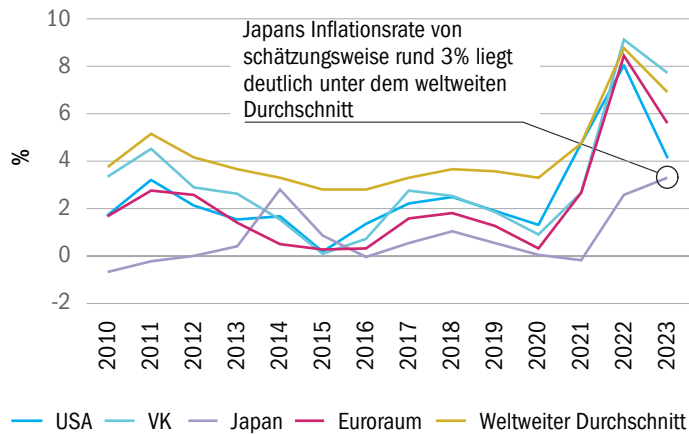
**Heute werden die allmählich steigenden Preise die japanischen Verbraucher möglicherweise dazu veranlassen, eher jetzt als später zu kaufen.**

<sup>1</sup> Japan Exchange Group, Tokyo Stock Exchange, Enhancing Corporate Governance, Juni 2023

<sup>2</sup> Columbia Threadneedle Investments, Japanese Inflation: signs of meaningful change, 26. Juli 2023



Abbildung 1: Die Inflation in Japan steigt, bleibt aber moderat



Quelle: Citi, Inflation, Veränderung der Verbraucherpreise in % ggü. dem Vorjahr, Oktober 2023

Die Dynamik des japanischen Arbeitsmarkts ändert sich auch aufgrund des Inflationsdrucks. Angesichts der steigenden Inflation müssen die Unternehmen dringend ihre Rentabilität verbessern, und um ihre Arbeitskräfte zu halten, müssen sie die Löhne erhöhen. Zudem ändert sich das Verhalten der Arbeitnehmer, da sie nun eher in der Lage sind, durch einen Arbeitsplatzwechsel höhere Löhne zu erzielen.

Insgesamt wird der Arbeitsmarkt mobiler werden, wobei eine höhere Inflation die wesentlichen strukturellen Engpässe, die Japans Wirtschaft behindert haben, beseitigen wird. Die zunehmende Mobilität der Beschäftigten ist in Japan seit Jahrzehnten ein politisch heikles Thema, da instabile Beschäftigungsverhältnisse von einem sozialen Stigma betroffen sind. Die Arbeitnehmer zogen ein langfristiges Beschäftigungsverhältnis höheren Löhnen vor, und frühere gesetzliche Bemühungen um eine Reform des Arbeitsmarkts ließen die Zustimmungswerte für die Regierung sinken.

Aufgrund des jüngsten Inflationsschubs und des schwachen Yens sehen sich Unternehmen und Arbeitnehmer jedoch eher zu Veränderungen veranlasst, während Gesetzesänderungen weniger zu erwarten sind. Die Anleger haben sich 2023 das ganze Jahr über gefragt, ob die Kombination aus Kostendruck, einer angespannteren Arbeitsmarktlage und einer neuen Regierungspolitik die Deflation in Japan abschwächen würde. Die Folgen dieser Überlegungen machen sich nun rasch bemerkbar.

<sup>3</sup> Bloomberg, Stand: Dezember 2023

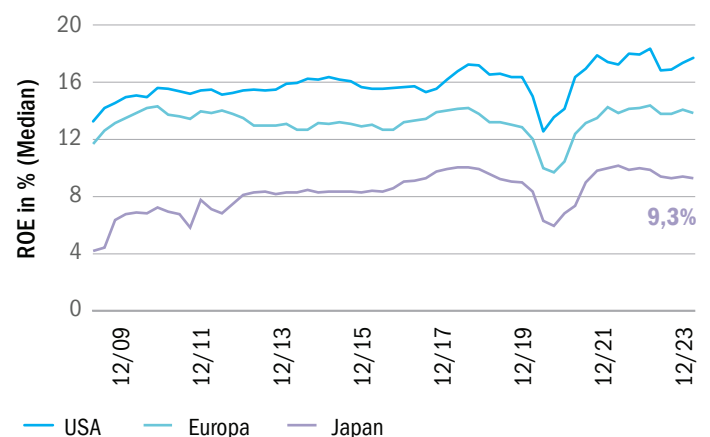
<sup>4</sup> Nikkei Asia, Japan domestic M&A spending at 18-year high as buyout deals surge, 21. Dezember 2023

## 2 Reform der Unternehmensführung

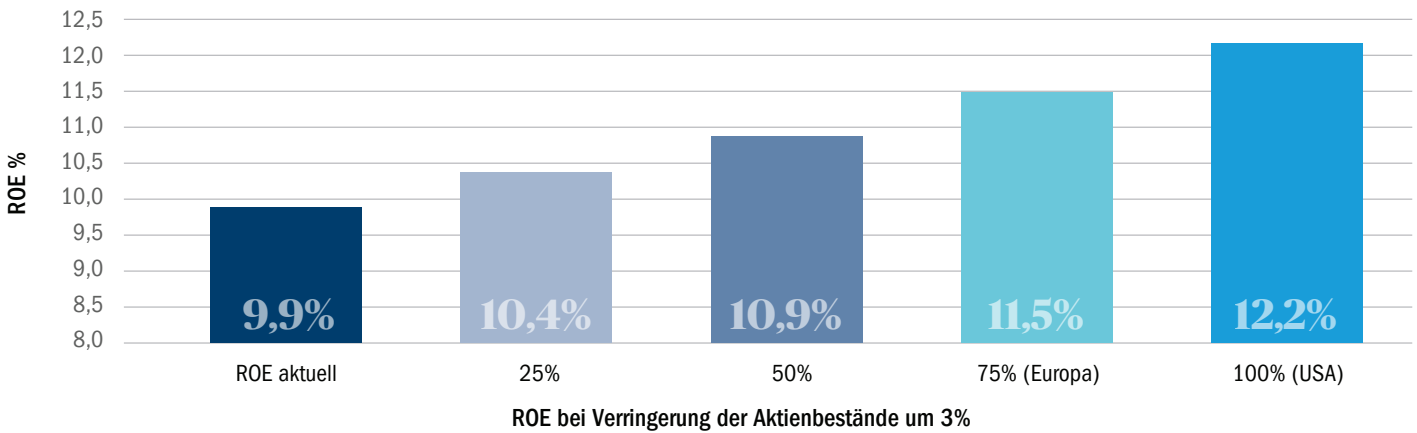
Obwohl der Wandel in der Regierungspolitik bereits vor über zehn Jahren mit den Abenomics begann, scheinen die jüngsten Reformen der Tokyo Stock Exchange eine entsprechende Reaktion seitens der japanischen Unternehmen ausgelöst zu haben. Seit 2012 haben die Regierung und die Aufsichtsbehörden verschiedene Corporate-Governance-Maßnahmen umgesetzt. Obwohl sie in die richtige Richtung gehen, fielen die Reaktionen der Unternehmen im gleichen Zeitraum nicht wie gewünscht aus.

Anfang 2023 drängte die TSE börsennotierte Unternehmen mit niedrigen Kurs-Buchwert-Verhältnissen schließlich zur Verbesserung ihres Unternehmenswerts, und wir stellten fest, dass mehr Unternehmen Maßnahmen zugunsten einer nachhaltigen Wertschöpfung ergriffen. Diese Maßnahmen waren vielfältiger Art: Aktienrückkäufe schnellten auf ein Rekordhoch, die Dividenden wachsen von Jahr zu Jahr<sup>3</sup> und die Ausgaben für Fusionen und Übernahmen steigen.<sup>4</sup> Neben den jüngsten Maßnahmen zur kurzfristigen Steigerung der Eigenkapitalrendite (ROE) setzen die Unternehmen langfristige Wachstumsstrategien um und konzentrieren sich auf organische und anorganische Investitionen zugunsten eines nachhaltigen Wachstums. Hierzu zählen beispielsweise Investitionen in Forschung und Entwicklung und Humankapital. (Abbildung 2)

Abbildung 2: Japans Eigenkapitalrendite (ROE) nähert sich US-amerikanischen und europäischen Niveaus an



Quelle: CLSA, Microstrategy, Dezember 2023

**Abbildung 3: Die Eigenkapitalrendite des TOPIX könnte auf mehr als 12% ansteigen, wenn die Unternehmen ihre Aktienbestände verkaufen**

Quelle: Jefferies Microstrategy, FactSet, Dezember 2023

Die Abschaffung von Kreuzbeteiligungen in Japan wird der Eigenkapitalrendite weiteren Auftrieb verleihen. Japans archaische Aktionärsstruktur hat die Kapitaleffizienz seit jeher beeinträchtigt. Dies dürfte sich ändern, da immer mehr Unternehmen den Aufforderungen der Aufsichtsbehörden nachkommen und ihre Offenlegung verbessern, insbesondere in Bezug auf Kreuzbeteiligungen und Gründe dafür. In einem Szenario, in dem alle im Tokyo Price Index (TOPIX) enthaltenen Unternehmen ihre Aktienbestände verkaufen und den Erlös für Rückkäufe verwenden würden, könnte bei sonst gleichen Bedingungen die durchschnittliche Eigenkapitalrendite des Index von 9,9% auf 12,2% steigen (Abbildung 3).<sup>5</sup> Wir beobachten bei den Unternehmen bereits eine Tendenz zum Verkauf ihrer Bestände. Die Anzahl der Aktienbestände pro TOPIX-Unternehmen ist in zehn Jahren im Median um ca. 30% gesunken.<sup>6</sup> Wenn die Erlöse aus der Veräußerung von Aktien weiterhin in Wachstumsinvestitionen fließen oder an die Aktionäre zurückgegeben werden, wird sich dies positiv auf den Unternehmenswert auswirken. Es wird erwartet, dass diese erhebliche Rückabwicklung dieses Jahr noch schneller vonstattengehen wird.

### 3 Zunahme der inländischen Kapitalflüsse

Als logische Konsequenz der Unternehmensführungsreform und Inflation überarbeitet die japanische Regierung auch ihr steuerfreies Investitionsprogramm NISA. Die Änderungen umfassen eine Erweiterung der Steuerklassen, was die niedrigen Investitionsquoten der japanischen Bevölkerung steigern und zur Wiederbelebung der Wirtschaft beitragen dürfte. Die Gewohnheit, Geld auf Bankkonten zu halten, dürfte schnell abgelegt werden, da insbesondere die jüngere Generation angesichts der höheren Inflation allmählich nach alternativen Anlagemöglichkeiten Ausschau hält. Hierdurch wird der strukturelle Übergang der Privathaushalte von Ersparnissen hin zu Investitionen unterstützt.

Japanische Aktien könnten durch das NISA einen jährlichen Kapitalzufluss von rund 14 Mrd. USD verzeichnen, vorausgesetzt, dass etwa 40% der neuen Mittelzuflüsse entweder direkt oder über Investmentfonds in japanische Aktien fließen. Allein im

vierten Quartal 2023 übertrafen die Käufe von Investmentfonds mit japanischen Aktienmandaten durch Privatanleger Vehikel mit Schwerpunkt auf ausländischen Anlagen um 38%.<sup>7</sup> Des Weiteren würden sich, sollten nationale institutionelle Investoren wie Lebensversicherungsgesellschaften und Pensionsfonds diesem Beispiel folgen und von auf Yen lautenden Anleihen zugunsten inländischer Aktien umschichten, die positiven Auswirkungen auf den japanischen Aktienmarkt noch verstärken.

Darüber hinaus kommen zu den inländischen Mittelzuflüssen auch noch die Zuflüsse aus dem Ausland. Japan wird nicht mehr als potenzielle Bedrohung für die USA und ihre Verbündeten angesehen, verfolgt eine pazifistische Außenpolitik und baut starke wirtschaftliche und sicherheitspolitische Bindungen zu anderen Regionalmächten auf. Dies unterstützt ein stabiles sozio-politisches Umfeld, während günstige Technologiepartnerschaften mit Taiwan und die teilweise Abkehr der Anleger von China Japan zu einer attraktiven Anlagemöglichkeit für ausländische Anleger machen.

Japan befindet sich in einem Jahrzehnt des Umbruchs und stellt für aktive Anleger eine zunehmend attraktive langfristige Anlagemöglichkeit dar. Die drittgrößte Volkswirtschaft der Welt zeichnet sich durch eine Kombination aus technologischen Fähigkeiten, einer starken Infrastruktur und wirtschaftlicher Stabilität aus. Die Wirtschaftsdynamik profitiert von Faktoren wie einer zukunftsorientierten Regierungspolitik, einem positiven Zyklus des Lohnwachstums und der Inflation sowie steigenden Mittelzuflüssen, die Wachstum und Investitionen unterstützen. Dies stimmt uns im Hinblick auf Japans Investitionslandschaft für das nächste Jahrzehnt umso optimistischer.

**Japan befindet sich in einem Jahrzehnt des Umbruchs und stellt für aktive Anleger eine zunehmend attraktive langfristige Anlagemöglichkeit dar.**

<sup>5</sup> Analyse von Columbia Threadneedle Investments, Dezember 2023

<sup>6</sup> Jefferies Microstrategy, Dezember 2023

<sup>7</sup> Bloomberg, Retail Traders May Boost Japan's Stock Market More Than Expected, 7. Dezember 2023

## Mehr über die Autoren



### Daisuke Nomoto, Global Head of Japanese Equities


Daisuke Nomoto ist Head of Japanese Equities bei Columbia Threadneedle Investments. Zuletzt war er Director und Senior Portfolio Manager im International Equity Team, nachdem er seit 2005 bei einem der früheren Unternehmen von Columbia Threadneedle Investments tätig gewesen war. Davor war Daisuke Nomoto Aktienanalyst bei Putnam Investments. Zu Beginn seiner Karriere hatte er verschiedene Positionen bei Nippon Life Insurance inne und war vier Jahre als Senior Portfolio Manager und Aktienanalyst bei Nissay Asset Management, Tokio, und fünf Jahre als Aktienanalyst bei NLI International tätig.




### Simon Morton-Grant, Client Portfolio Manager

Simon Morton-Grant ist Client Portfolio Manager innerhalb der Teams für japanische und asiatische Aktien. Er ist für die Bereitstellung detaillierter Informationen zu den Fähigkeiten und Anlageeinschätzungen des Unternehmens für Bestands- und potenzielle Kunden sowie für Berater und andere Intermediäre verantwortlich. Nach einem Praktikum bei Morgan Stanley stieß er 2017 als Trainee im „Investment 2020“-Programm zum Unternehmen. Seit Februar 2018 ist er Mitglied des aktuellen Teams.

## Kontakt

 [www.columbiathreadneedle.com](http://www.columbiathreadneedle.com)

 Folgen Sie uns auf LinkedIn

Weitere Informationen finden Sie auf [www.columbiathreadneedle.com](http://www.columbiathreadneedle.com)



### Wichtiger Hinweis

**Nur zur Verwendung durch professionelle und/oder gleichwertige Anleger gemäß Ihrer Rechtsprechung (Nutzung durch oder Weitergabe an Privatkunden verboten). Beim vorliegenden Dokument handelt es sich um Werbematerial. Die Erwähnung von Aktien stellt keine Empfehlung zum Handel dar.**

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken und ist nicht repräsentativ für eine bestimmte Anlage. Es beinhaltet kein Angebot und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten und stellt keine Anlageempfehlung oder Dienstleistung dar. Anlagen sind mit Risiken verbunden, unter anderem mit dem Risiko eines Kapitalverlusts. Ihr Kapital unterliegt einem Risiko. Marktrisiken können einzelne Emittenten, Wirtschaftssektoren, Branchen oder den gesamten Markt betreffen. Der Wert von Anlagen ist nicht garantiert, und Anleger erhalten den ursprünglich investierten Betrag unter Umständen nicht zurück. Anlagen im Ausland können aufgrund politischer und wirtschaftlicher Instabilität, schwankender Wechselkurse sowie abweichender Finanz- und Rechnungslegungsstandards bestimmte Risiken beinhalten und volatil sein. Die in diesem Dokument genannten Wertpapiere dienen nur der Veranschaulichung und können sich ändern. Ihre Nennung ist nicht als Kauf- oder Verkaufsempfehlung zu verstehen. Die beschriebenen Wertpapiere können sich als rentabel oder unrentabel erweisen. Die zum Ausdruck gebrachten Ansichten entsprechen dem Stand zum angegebenen Zeitpunkt und können sich ändern, wenn sich die Marktbedingungen oder andere Bedingungen verändern. Darüber hinaus können sie sich von Ansichten anderer Geschäftspartner oder Tochtergesellschaften von Columbia Threadneedle Investments (Columbia Threadneedle) unterscheiden. Tatsächliche Anlagen oder Anlageentscheidungen, die von Columbia Threadneedle und ihren Tochtergesellschaften auf eigene Rechnung oder im Namen von Kunden getätigt oder getroffen werden, spiegeln die zum Ausdruck gebrachten Ansichten unter Umständen nicht wider. Die Angaben in diesem Dokument stellen keine Anlageberatung dar und die individuelle Situation einzelner Anleger wird darin nicht berücksichtigt. Anlageentscheidungen sollten stets auf Grundlage des besonderen finanziellen Bedarfs, der Ziele, des Zeithorizonts und der Risikotoleranz eines Anlegers getroffen werden. Die beschriebenen Anlageklassen sind unter Umständen nicht für alle Anleger geeignet. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für zukünftige Ergebnisse, und Prognosen stellen keine Garantie dar. Von Dritten bereitgestellte Informationen und Einschätzungen stammen aus Quellen, die als zuverlässig angesehen werden, ihre Genauigkeit oder Vollständigkeit kann jedoch nicht garantiert werden. Dieses Dokument und seine Inhalte wurden von keiner Aufsichtsbehörde geprüft.

**In Australien:** Herausgegeben von Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited („TIS“), ARBN 600 027 414. TIS ist von der Vorschrift befreit, eine australische Finanzdienstleisterlizenz gemäß dem Corporations Act zu besitzen, und stützt sich bei der Vermarktung und Erbringung von Finanzdienstleistungen für australische Wholesale-Kunden im Sinne von Section 761G des Corporations Act 2001 auf Class Order 03/1102. TIS unterliegt in Singapur (Registrierungsnummer: 201101559W) der Bankenaufsicht der Monetary Authority of Singapore gemäß Securities and Futures Act (Chapter 289), der von australischem Recht abweicht.

**In Singapur:** Herausgegeben von Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited, 3 Killiney Road, #07-07, Winsland House 1, Singapur 239519, reguliert in Singapur von der Monetary Authority of Singapore im Rahmen des Securities and Futures Act (Chapter 289). Registrierungsnummer: 201101559W. Dieses Dokument wurde nicht von der Monetary Authority of Singapore geprüft.

**In Hongkong:** Herausgegeben von Threadneedle Portfolio Services Hong Kong Limited 天利投资管理香港有限公司, Unit 3004, Two Exchange Square, 8 Connaught Place, Hongkong, von der Securities and Futures Commission („SFC“) für die Ausführung regulierter Tätigkeiten vom Typ 1 lizenziert (CE:QA779). Eingetragen in Hongkong unter der Companies Ordinance (Chapter 622), Nr. 1173058.

**In Japan:** Herausgegeben von Columbia Threadneedle Investments Japan Co., Ltd. Financial Instruments Business Operator, The Director-General of Kanto Local Finance Bureau (FBO) Nr. 3281, und Mitglied der Japan Investment Advisers Association sowie im Verband der Wertpapiergesellschaften vom Typ II.

**Im Vereinigten Königreich:** Herausgegeben von Threadneedle Asset Management Limited, Nr. 573204, und/oder Columbia Threadneedle Management Limited, Nr. 517895, jeweils eingetragen in England und Wales und von der Financial Conduct Authority im Vereinigten Königreich zugelassen und reguliert.

**Im EWR:** Herausgegeben von Threadneedle Management Luxembourg S.A., eingetragen im Registre de Commerce et des Sociétés (Luxembourg) unter der Nr. B 110242 und/oder Columbia Threadneedle Netherlands B.V., reguliert von der Autoriteit Financiële Markten (AFM), eingetragen unter der Nr. 08068841.

**In der Schweiz:** Herausgegeben von Threadneedle Portfolio Services AG, einem nichtregulierten Schweizer Unternehmen, oder Columbia Threadneedle Management (Swiss) GmbH in ihrer Eigenschaft als ständige Vertretung von Columbia Threadneedle Management Limited, zugelassen und reguliert von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA).

**Im Nahen Osten:** Dieses Dokument wird von Columbia Threadneedle Investments (ME) Limited verteilt, die von der Dubai Financial Services Authority (DFSA) reguliert wird. Für Vertriebsstellen: Dieses Dokument dient dazu, Vertriebsstellen Informationen über die Produkte und Dienstleistungen der Gruppe bereitzustellen, und ist nicht zur Weitergabe bestimmt. Für institutionelle Kunden: Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen keine Finanzberatung dar und sind ausschließlich für Personen mit entsprechenden Anlagekenntnissen bestimmt, welche die aufsichtsrechtlichen Kriterien für professionelle Anleger oder Marktkontrahenten erfüllen, und dürfen von keiner anderen Person als Entscheidungsgrundlage verwendet werden.

Columbia Threadneedle Investments ist der globale Markenname der Columbia- und Threadneedle-Unternehmensgruppe.

[www.columbiathreadneedle.com](http://www.columbiathreadneedle.com)

Herausgegeben im Januar 2024 | WF1887233