

1. Einleitung

Die japanische Notenbank verfolgt seit 2016 eine Politik der Zinskurvenkontrolle (YCC), mit der sie die Zinsen beeinflusst.

Am 20. Dezember 2022 erweiterte die Bank of Japan (BoJ) überraschend das Zielband für die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen von 0,25% auf plus/minus 0,5 %.

Ein Schritt, mit dem kein einziger Anleger gerechnet hatte.

Blue Line = 10-Year JGB Yield



Und der Rentenmarkt testet bereits die neue Obergrenze des Zinskurvenkontrollregimes.

Stand 24.02.2023

Type	Bid	Ask	Chg.	Chg. %	Time
<u>US 10y</u>	3.951	3.947	+0.070	+1.82	23:59:56
<u>UK 10y</u>	3.659	3.655	+0.072	+2.01	19:59:59
<u>Canada 10y</u>	3.392	3.387	+0.057	+1.71	23:59:08
<u>Germany 10y</u>	2.537	2.532	+0.059	+2.38	19:59:44
<u>India 10y</u>	7.395	7.388	+0.023	+0.31	14:30:21
<u>China 10y</u>	2.916	2.909	-0.009	-0.31	13:42:45
<u>Japan 10y</u>	0.504	0.496	-0.002	-0.40	10:52:29
<u>Australia 10y</u>	3.824	3.820	-0.060	-1.54	08:32:01

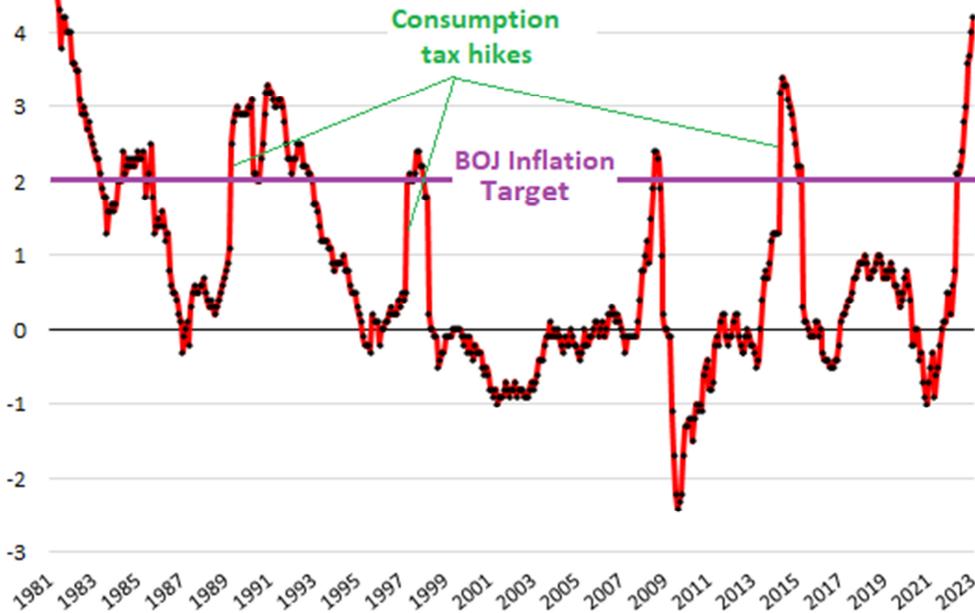
2. Problemstellung – Inflation gewinnt an Dynamik

Japans „Kern“-Verbraucherpreisindex für alle Artikel abzüglich frischer Lebensmittel, den die BOJ für ihr Inflationsziel von 2 % verwendet, stieg im Januar gegenüber dem Vorjahr um 4,2 %, die schlechteste Rate seit 1981.

Diesmal war der Grund für den Anstieg keine Verbrauchssteuererhöhung (TAX hikes), sondern weit verbreitete und sich verschlimmernde Preiserhöhungen für eine breite Palette von Waren und Dienstleistungen, da die Inflation tiefer in die Wirtschaft vordringt.

Japan "Core" Inflation, All Items Less Fresh Food

% from Year Ago



Tschüss Preisstabilität

Zwischen etwa 1993 und 2021 blieb der Verbraucherpreisindex für alle Positionen in der gleichen engen Bandbreite, mit einigen Schwankungen dazwischen, mit den kurzen einmaligen Sprüngen, die durch die Verbrauchssteuererhöhungen bewirkt wurden. Dies war eine Ära, in der eine milde Inflation und eine milde Deflation aufeinander folgten, die Ära mehr oder weniger echter Preisstabilität, ein seltenes Ereignis in der modernen Welt.

Und es ist vorbei.

Japan Inflation Index All Items

Index value



Japanische Haushalte werden durch die Inflation stark belastet, sie ist aber auch eine Möglichkeit, Japans gigantische und untragbare Steuerschulden abzubauen.

Die Inflation stellt auch für Japan zunehmend eine Herausforderung dar. Es wäre nun an der Zeit für einen grundsätzlichen geldpolitischen Schwenk.

Die sehr lockere Zinspolitik der japanischen Notenbank (BOJ) gerät zunehmend unter Druck und könnte sich schon sehr bald als Auslaufmodell erweisen.

Die Renditen in Japan geraten unter Aufwärtsdruck, da stärkere Inflationsdaten zu Spekulationen über eine weitere Anpassung der Geldpolitik der Bank of Japan (BoJ) führen.

Fazit: Bank of Japan steckt nun in der Zwickmühle, es drohen Kurskapriolen (Zinsen/Währung)

3. Analyse - Welche Folgen hätte ein Anpassung der Geldpolitik der BOJ?

Welches Risiko besteht, wenn die Bank of Japan die Kontrolle über die Zinsstrukturkurve aufgibt?

a) Erstens führen niedrige Zinsen durch den Schock eines Zinsanstiegs bei verschuldeten Privat- und Unternehmensbilanzen zu Schwierigkeiten, wenn sie sich zu viel geliehen haben.

b) Und das zweite Risiko ist folgendes. Japaner verfügen über enorme Nettoersparnisse, etwa 3 Billionen US-Dollar an japanischem Vermögen sind in nichtjapanischen Märkten angelegt, von denen die Hälfte in den Vereinigten Staaten angelegt ist, denn die Japaner suchen weltweit nach Renditechancen.

Was wird passieren, wenn die auf japanische Yen lautenden Kurse plötzlich ziemlich attraktiv werden? (Anm.: Devisenpaar USD/JPY sinkt)

Nun, ein Großteil dieses Geldes könnte zurückgeführt werden, und das Ergebnis dieser Rückführung wird ein Anstieg der Volatilität an den Märkten sein, welchen wir jetzt nicht wirklich identifizieren können.

Das Risiko eines Volatilitätsanstiegs an den globalen Märkten wäre also beträchtlich.

c) Hohe Zinsdifferenzen führen zu Spekulationen



Makrofonds setzen weiter darauf, dass die Renditen japanischer Staatspapiere steigen werden und die BoJ letztlich die Renditekontrolle aufgeben wird.

Die Makrofonds sehen keinen Grund ihre Shorts aufzulösen, denn sie sind der Meinung die Politik zur Begrenzung der Renditekurve ist mit der aktuellen wirtschaftlichen und politischen Lage in Japan nicht vereinbar und muss aufgegeben werden.

Wer aber gegen die Politik der BoJ wettet, braucht einen langen Atem. Die Entschlossenheit von Gouverneur Haruhiko Kuroda, über Jahre bei seiner Linie zu bleiben, bescherte Anlegern herbe Verluste. Im Dezember 2022 gingen allerdings einige Wetten auf, als die BoJ das von ihr tolerierte Renditeband ausweitete und die Renditen von Japan-Anleihen zulegte.

d) Zusammenfassung - Japan im globalen Makropuzzle nicht ignorieren!

Die japanische Wirtschaft gewinnt an Schwung, da die Auswirkungen der pandemiebedingten Beschränkungen weiter nachlassen. Auch die Deflation scheint besiegt zu sein: Die Inflation liegt nun deutlich über dem Zwei-Prozent-Ziel der BoJ.

Die Märkte gehen davon aus, dass robuste, über den Prognosen der BoJ liegende japanische Wirtschaftsdaten und Inflationszahlen die Zentralbank bis März/April 2023 zu einer Erhöhung der Zinsobergrenze auf 0,75 Prozent veranlassen wird. Im Laufe des Jahres 2023 dürfte die Kontrolle der Renditekurve schließlich ganz abgeschafft werden.

Fazit: Könnte Japans Notenbank irgendwann kapitulieren?

Anleger wetten darauf, dass die Zinskurvenkontrolle (Yield Curve Control, YCC) der japanischen Zentralbank am Ende irgendwann scheitern wird und mutigen Spekulanten hohe Kursgewinne winken.

Aber sich dem Druck der Märkte zu beugen, würde die Glaubwürdigkeit der Bank of Japan untergraben.

3. Meine persönliche Meinung – Gefahr höherer Zinsen und steilere Zinskurven weltweit

a) Stimulus aus Japan

Momentan sind die Anleihekäufe der japanischen Notenbank momentan grösser als die Verkäufe der EZB und der US Notenbank.

Falls die BoJ ihre Zinskurvenkontrolle (YCC) tatsächlich aufgibt, könnte den Märkten damit erstmals seit Sommer 2022 ein echter Liquiditätsentzug drohen.

Das würde nichts Gutes bedeuten für eine Rally an den Aktienmärkten.

Das Potenzial für höheres Wachstum und Inflation in Japan sollten Anleger nicht unterschätzen.

Die Inflation stellt auch für Japan zunehmend eine Herausforderung dar.

Obwohl sich die japanische Geldpolitik relativ langsam wandelt, haben die Veränderungen globale Bedeutung.

Der geldpolitische Stimulus in Japan hat in den vergangenen Jahren zur weltweiten Liquidität beigetragen und war ein Faktor, der die Renditen auf der ganzen Welt nach unten drückte.

Daher sollte es Anleger nicht überraschen, wenn eine allmähliche Änderung zu einem Anstieg der weltweiten Renditen und steileren Renditekurven führt.

Im Devisenmarkt würde der Yen ebenfalls Aufwind erhalten. Die Auswirkungen auf das Devisenpaar USD/JPY wären am stärksten, gegenüber dem Euro dürften sie allerdings geringer ausfallen.

b) Der Umschwung ist im Gange, aber er wird in Phasen erfolgen.

Japan ist vielleicht das wichtigste Risiko für die globalen Finanzmärkte.

Es häufen sich die Spekulationen, dass die Bank of Japan die Kontrolle über den Anleihenmarkt verliert. Sollte dies der Fall sein würde dies einen Schock für das globale Finanzsystem auslösen.

Die jüngsten Entwicklungen in Japan stellen ein unterschätztes Risiko für die globalen Finanzmärkte dar.

Nicht zuletzt, weil praktisch niemand darüber spricht.

Fazit: Anleger sollten die Warnzeichen nicht ignorieren!

Alles in allem stehen also Bank of Japan sowie die Fed und die EZB nach vielen Jahren der lockeren Geldpolitik (YCC; QE) vor großen Problemen beim Ausstieg aus ihrer ultralockeren Geldpolitik. Eines ist sicher, es wird schmerzhaft werden.