

16. November 2023

## CEO Insight: Ausstieg aus quantitativer Lockerung in Japan kein Grund zur Sorge für Immobilienanleger

*Japans Notenbank lässt sich von den steigenden Preisen nicht treiben, sondern strebt vorsichtig und verlässlich danach, die Geldpolitik zu normalisieren.*

Die Bank of Japan (BoJ) war die erste Notenbank weltweit, die eine quantitative Lockerung einführte. Durch den Kauf von Staatsanleihen senkte sie die langfristigen Zinsen und stellte zusätzliche Liquidität für das Bankensystem bereit. Mit der damals noch unkonventionellen Strategie wollten die Notenbanker in Tokio die stagnierenden Preise und Löhne in Japan bekämpfen. Der langjährige BoJ-Gouverneur Haruhiko Kuroda trieb die quantitative Lockerung auf die Spitze, indem er die Rendite der 10-jährigen Japanese Government Bonds (JGBs) durch Kaufgebote um 0% herum mit einer kleinen Schwankungsbreite fixierte.

Ironischerweise waren es nicht die zehn Kuroda-Jahre mit ihrer expansiven Geldpolitik, sondern die Folgen der Covid-Pandemie und Russlands Krieg gegen die Ukraine, die die japanische Inflationsrate ab Anfang 2022 nach oben trieben, [wie Kuroda kürzlich einräumte](#). Sein Nachfolger Kazuo Ueda hat nun begonnen, die extreme Geldpolitik seines Vorgängers abzubauen. Ende Oktober erlaubte die BoJ-Führung, dass die 10-jährige Rendite auf 1% und höher klettern darf. Diese Marke wird seither als „Referenz“ betrachtet und nicht mehr aktiv verteidigt. De facto hat die BoJ ihre Kontrolle über die Zinskurve aufgegeben.

Daraus leiten nun einige Analysten und Teilnehmer am Finanzmarkt ab, dass auch in Japan die Zinsen rasch nach oben gehen. Aber meiner Meinung nach wird die Bank of Japan weiterhin keine großen Ausschläge der 10-jährigen Rendite nach oben zulassen. Zwar werden sich Bürger, Banken, Unternehmen und auch Politiker in Japan wieder an Zinsen gewöhnen müssen, aber eben doch mit einer viel geringeren Dynamik, als wir sie in Europa und den USA gesehen haben. Die Zeit negativer Zinsen wird wohl 2024 enden, die langfristigen Zinsen werden über 1% steigen, aber eben nicht, um die Inflation zu verringern, sondern um zu einer normalen Geldpolitik zurückzukehren. Wer in japanische Immobilien investiert, kann also weiter eine Leverage zu günstigen Finanzierungskonditionen einplanen.

Das [zusammenfassende Protokoll der letzten BoJ-Sitzung](#) bestätigt diese Einschätzungen: Die Notenbank will, so heißt es dort, „den Markt auf ‚eine Welt vorbereiten, in der es Zinssätze gibt‘, weil sie für so lange niedrig waren“. In diesem Zusammenhang sind auch die [Aussagen von Gouverneur Ueda von vergangener Woche](#) zu sehen, die darauf abzielten, die Märkte an den Gedanken eines bevorstehenden Kurswechsels zu gewöhnen, ohne dass sie diesen Vorgang dramatisieren. Diese Absicht erklärt die scheinbar widersprüchliche Kommunikation der Notenbank, dass sie an der Zielrendite von 0% für 10-jährige JGBs festhält und zugleich ihren Anstieg auf 1% und mehr erlaubt.

>>>

Bei seinem Online-Interview auf der FT Global Boardroom-Konferenz wies Ueda auf die „ernsthafte Herausforderung“ hin, die langjährige ultralockere Geldpolitik abzuwickeln. „Wenn wir die kurzfristigen Zinssätze normalisieren, müssen wir darauf achten, was mit den Finanzinstituten, den Kreditnehmern (...) und der Gesamtnachfrage geschieht“, gab Ueda zu bedenken. Außerdem ließe sich eine überschießende Inflation leichter bekämpfen als eine zu geringe Inflation. Hier zeigt sich der wesentliche Unterschied der japanischen Geldpolitik zu Europa: Die japanische Notenbank lässt sich nicht von importierter Inflation treiben und bleibt verlässlich, so dass sich Marktteilnehmer und Betroffene wie Unternehmen, Investoren und Kreditnehmer auf die Änderungen einstellen können.

Auch unter Ueda setzt die japanische Notenbank die enge Zusammenarbeit mit der Regierung fort. Diese verfügt über eine starke Mehrheit im Parlament, Gesetzesankündigungen werden konsequent und zügig umgesetzt. Die Finanzregulierungspolitik bleibt auf ihrem aktionärsfreundlichen Kurs und zielt auf ein weiteres Wachstum der Investitionen von institutionellen und privaten Anlegern ab. Steuererhöhungen auf Kapitalgewinne wie in Europa und Amerika sind kein Thema, eine höhere Aktienallokation von Privatanlegern wird durch die [Anhebung der Grenze für kapitalertrags- und dividendensteuerfreie Anlagen](#) von 6-8 Mio. Yen auf 18 Mio. Yen (112.000 Euro) und ihre dauerhafte Steuerbefreiung gefördert. Das Versprechen der Regierung, dass [die Bürger ihre Anlageerträge verdoppeln können](#), soll nicht durch vorschnelle bzw. drastische Veränderungen der Geldpolitik gefährdet werden.

Das ideale Szenario für Ueda besteht darin, dass der Leitzins über Null steigt und gleichzeitig die Inflation deutlich positiv bleibt. Beim Timing seiner Schritte bleibt das Lohnwachstum ein ganz wichtiger Faktor. Aber als Messlatte nannte Ueda nicht, dass die Reallöhne positiv sind, was schon länger nicht der Fall ist, sondern ob die Notenbank davon ausgehen kann, dass die Reallöhne sich in eine positive Richtung entwickeln. Dafür mehrten sich die Hinweise. Das reguläre Lohnwachstum stieg im September auf das Viermonatshoch von 1,5% – der Trend zeigt also wie gewünscht nach oben. Japans größte Wirtschaftslobbygruppe Keidanren drängt ihre Mitgliedsfirmen, eine Lohnerhöhung von über 4% zu gewähren.

Aufgrund der über 20-jährigen Geschichte der quantitativen Lockerung, die ja später von dem Federal Reserve Board und der Europäischen Zentralbank nachgeahmt wurden, bleibt Japan nichts anderes übrig, als sich langsam an höhere Zinsen heranzutasten. Zum Beispiel die größte Geschäftsbank MUFG, die seit Anfang November für eine 10-jährige Einlage nun 0,2% statt 0,002% Zinsen zahlt. Bei solchen Raten wird der japanische Immobilienmarkt für ausländische Anleger im Vergleich zu anderen Ländern ein spannendes Feld bleiben.

*Leonard Meyer zu Brickwedde*

**Dr. Leonard Meyer zu Brickwedde**  
*President and CEO*

**Kensho Investment Corporation**  
Sanno Park Tower 3F  
2-11-1 Nagata-cho,  
Chiyoda-ku, Tokyo 100-6162

Tel: +81(0)3-6205-3039  
contact@ken-sho-investment.com