

Aktien: Die „Japanifizierung“ Europas?

Fiskalpolitik: Steigende Verschuldung privater und öffentlicher Haushalte

In den vergangenen Jahren stieg die Verschuldung privater und öffentlicher Haushalte in der Eurozone kontinuierlich an. Vor allem während und nach der Finanz- und Eurokrise legte sie abermals deutlich zu. Anders als in der Vergangenheit wurden die aufgenommenen Mittel aber nicht primär zum Erwerb produktiver Kapitalgüter eingesetzt. Vielmehr wurde das aufgenommene Fremdkapital am Immobilienmarkt investiert oder für Konsumzwecke verwendet – letzteres wurde insbesondere von öffentlich-rechtlichen Schuldnern in einzelnen peripheren Euroländern ausgiebig praktiziert. In beiden Fällen fehlen die wiederkehrenden Einnahmen zur Begleichung der aufgenommenen Schuld.

Geldpolitik: Niedrigzinspolitik zur Anregung der Konjunktur

Um die Industrie zu motivieren, ihrerseits Kredite aufzunehmen, senkten im Zuge der Finanz- und Eurokrise viele Zentralbanken die Leitzinsen. Dies auf ein bis dahin nie dagewesenes Niveau. Für viele Staaten hatte die Senkung der Leitzinsen einen willkommenen Nebeneffekt: sie können ihre hohe Verschuldung zinsgünstig finanzieren.

Die von den Notenbanken geschaffene Liquidität erreichte die Realwirtschaft allerdings nur bedingt. Vielmehr wurde sie von Banken und anderen Anlegern gehortet oder an der Börse – primär in Aktien und Immobilien – investiert. Dies ist einer der wesentlichen Gründe, warum in Europa die Inflation sinkt. Aktuell beträgt sie +0.3% und liegt damit weit unterhalb des von der Europäischen Zentralbank gesteckten Ziels von +2.0%.

Die Entwicklung der Geld- und Fiskalpolitik in Europa weckt die Befürchtung, dass europäischen Aktienanlagen ein ähnliches Schicksal bevorsteht, wie Ende der 90er Jahren dem japanischen Aktienmarkt.

Japan: Die Zitech Bubble

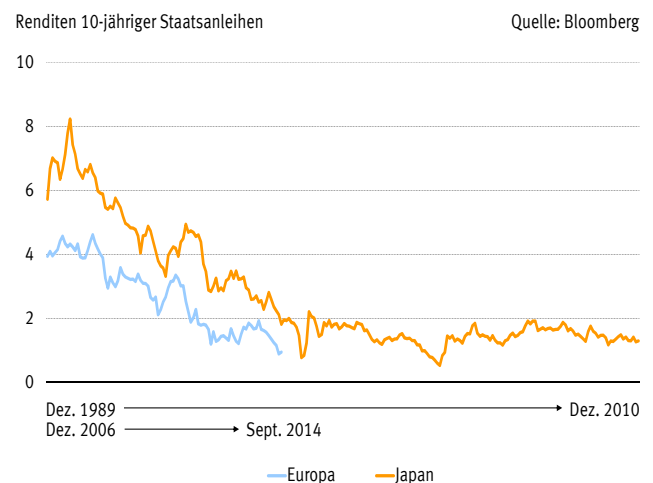
Im Land des Lächelns übertrafen sich bereits Ende der 1980er Jahre die Gewinnerwartungen vieler Unternehmen. Zu dieser Zeit befanden sich die Zinsen auf einem aussergewöhnlich niedrigen Niveau. Viele Unternehmen nahmen das damals billige Fremdkapital bereitwillig auf und legten es spekulativ an der Börse an – im Fachjargon auch „Zitech Bubble“ genannt. In der Folge stiegen die Kurse japanischer Aktien in den 80er Jahren rasant an und erreichten ihr Hoch Ende 1989. Nachhaltiges Wachstum der Industrie blieb jedoch aus. In den beiden Folgejahren verloren japanische Aktien mehr als 50% an Wert.

Im Laufe der Zeit schnürte die japanische Regierung eine Vielzahl verschiedener Konjunkturpakete. Allesamt verfehlten ihre Wirkung - die japanische Wirtschaft kam nicht in Schwung. Die Geldpolitik der Bank of Japan hingegen war nur leicht expansiv. Die Teuerung ging in den 90er Jahren deutlich zurück und mündete in einer langen Phase der Deflation.

Ist der Vergleich Japan – Europa angebracht?

Die einstige Entwicklung in Japan und die heutige Situation in Europa weisen einige Parallelen auf: Eine hohe Schuldenlast privater und öffentlicher Haushalte, unzureichende Einnahmen zu deren Begleichung, hohe Vermögens- und Immobilienpreise, und eine unablässig sinkende Teuerung im Bereich der Konsum- und Investitionsgüter.

Selbst der Vergleich der Renditen 10-jähriger Staatsanleihen ist beeindruckend. Legt man deren Entwicklung in Japan von Dezember 1989 bis Ende 2010 mit denen europäischer Staatsanleihen von Dezember 2006 bis heute übereinander, zeigt sich ein überraschendes Bild. Beide Renditen verlaufen nahezu parallel. Darüber hinaus münden sie in einem Niveau das tiefere Inflationserwartungen impliziert als die von den Notenbanken in der Regel verfolgten Inflationsziele.



Eine weitere, wichtige Gemeinsamkeit ist der demographische Wandel. Ähnlich wie einst in Japan sieht sich die Eurozone mit einer schnell voranschreitenden Alterung seiner arbeitsfähigen Bevölkerung und einer graduellen Schrumpfung derselben konfrontiert. In Japan schrumpft die Gruppe der 15- bis 67-Jährigen seit 1995. In der Eurozone nimmt sie seit 2012 kontinuierlich ab. Dies hat zur Folge, dass das gesamtwirtschaftliche Produktionspotenzial seitdem sinkt.

Der feine Unterschied

Vor diesem Hintergrund wird die Befürchtung verständlich, europäischen Aktien könne dasselbe Schicksal zuteil werden, wie japanischen. Sie könnten sozusagen „japanifiziert“ werden. Allerdings gibt es wesentliche Unterschiede zwischen europäischen Aktien heute und japanischen Titeln damals. Der aus unserer Sicht wichtigste Unterschied liegt in der Bewertung. Der markante Wertverlust japanischer Aktien Ende 1989 erklärt sich keineswegs nur durch die ungünstige makroökonomische Lage der japanischen Wirtschaft. Vielmehr sollte er vor dem Hintergrund der damals ausserordentlich hohen Bewertung japanischer Aktien gesehen werden.

Zyklisch bereinigtes Kurs-Gewinn-Verhältnis Quellen: Datastream, eigene Berechnungen



Aktien können auf verschiedene Weise bewertet werden. Ein in der Empirie besonders verbreitetes Bewertungskonzept ist das zyklisch bereinigte Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von Professor Robert J. Shiller. Dieses misst das Verhältnis des aktuellen Aktienkurses zu den durchschnittlichen Unternehmensgewinnen der letzten 10 Jahre. Berechnet man das Shiller KGV für den japanischen und den europäischen Aktienmarkt, zeigen sich wesentliche Unterschiede. Japanische Aktien sind seit Januar 1983 stets höher bewertet als europäische. Die Bewertungsunterschiede verschärfen sich speziell in den 80er Jahren und Ende 1990 - zum Zeitpunkt als die Zaitech-Blase platzte, war der japanische Aktienmarkt vier Mal teurer bewertet als europäische Titel. Die fehlenden Bewertungsexzesse in Europa sprechen damit gegen eine Wiederholung des japanischen Dramas in Europa.

Vielmehr erscheint uns ein Gleichklang europäischer Aktien mit anderen Weltbörsen als plausibler. Das Ausmass der langfristigen Kursgewinne wird dabei vom Ausmass der Gewinnerholung in der europäischen Industrie bestimmt. Wir erwarten langfristig eine allmähliche und moderate Erholung der Profitabilität europäischer Industriefirmen.

Bei den in unserer Analyse verwendeten Kursen handelt es sich um Schlusskurse des jeweiligen Zeitraumes. Die unseren Bewertungsmodellen zu Grunde liegenden Zahlen sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Die Verwendung von Bewertungsmodellen schliesst das Risiko nicht aus, dass faire Bewertungen über einen genannten Anlagezeitraum nicht erreicht werden. Eine unübersehbare Vielzahl von Faktoren hat Einfluss auf die Kursentwicklung. Unvorhersehbare Änderungen können sich zum Beispiel aus technologischen Entwicklungen, aus gesamtkonjunkturellen Aktivitäten, aus Wechselkursschwankungen oder aus Änderungen gesellschaftlicher Wertvorstellungen ergeben. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers
Aeschenvorstadt 16 | Postfach | 4002 Basel | Schweiz
Telefon +41 61 286 66 66 | Fax +41 61 272 24 38
contact@dreyfusbank.ch | www.dreyfusbank.ch

Verantwortung für Ihr Vermögen.

© Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers