

Japan findet sein Lächeln wieder

In den vergangenen 30 Jahren scheint Japan der Welt vorausgeeilt zu sein; zuerst mit einer nicht nachhaltigen Wirtschaftsentwicklung in den 80er Jahren, gefolgt vom Bersten der Aktienmarktblase Ende 1989 und der darauffolgenden langen Phase der Rezession. Mit nahezu allen Mitteln hat Japans Regierung seither versucht, die Wirtschaft wiederzubeleben. Sie trieb Fiskalpolitik zum Exzess, führte als erstes Land Nullzinsen ein und erfand das „Quantitative Easing“.

Abenomics belebt die Wirtschaft

Die massive Erhöhung der Staatsausgaben seit Anfang der 90er Jahre hatte lediglich zur Folge, dass Japan heute im Verhältnis zum Bruttoinlandprodukt das am stärksten verschuldete Land der Welt ist. Die flankierende Niedrigzinspolitik, die mehr Investitionen seitens der Unternehmen anlocken sollte, verpuffte ebenfalls fast wirkungslos. Erst seit dem Sieg von Shinzo Abe bei den Parlamentswahlen Ende 2012 begann sich das Schicksal der japanischen Wirtschaft zu ändern. Japan verfolgt seither eine als „Abenomics“ bekannt geworden Wachstumspolitik. Deren wichtigster Pfeiler war eine massive Erhöhung der quantitativen Lockerung. Die japanische Variante beinhaltet neben Käufen von Staatsanleihen auch Käufe von ETFs auf japanische Aktienindizes. Mittlerweile hält die Bank of Japan mehr als 40% der ausstehenden Staatsschulden und indirekt 5% vom japanischen Aktienmarkt. Während die Monetarisierung der Staatsschulden direkt auf die Schwächung des Wechselkurses abzielt, sollen die Fondskäufe den japanischen Aktienmarkt stützen und über den Vermögenseffekt die Wirtschaft ankurbeln. Unterstützt wurde die unkonventionelle Geldpolitik durch diverse Strukturreformen, wie die Senkung der Unternehmenssteuer, die Verbesserung der Corporate Governance, Arbeitsplatzreformen und die Förderung von Tourismus. Die Massnahmen zeigten endlich Wirkung. Das Wachstum des japanischen Bruttoinlandsprodukts (BIP) ist seit sieben Quartalen in Folge positiv und markiert damit das grösste Wirtschaftswachstum seit der Jahrtausendwende. Auch die Arbeitslosenquote ist kontinuierlich gesunken und liegt derzeit bei 2,7%, was wieder an die Vollbeschäftigung der 80er Jahre anknüpft. Die Gewinne japanischer Unternehmen wachsen erstmals seit 1991 wieder strukturell und erreichen im Verhältnis zum BIP neue Rekordwerte.

Japanische Aktien: Schattendasein trotz aufgehenden Sonne

Im Topix Aktienindex widerspiegelt sich diese Entwicklung durch eine annualisierte Rendite von mehr als 20% über die letzten 5 Jahre. Rechnet man aber die Abwertung des Yens in diesem Zeitraum hinzu, so haben sich japanische Aktien nur unwesentlich besser entwickelt als der Weltmarkt. Sie sind

denn auch gegenüber ihren amerikanischen und europäischen Pendanten immer noch sehr günstig bewertet. Gemessen an den Erträgen (Kurs/Gewinn Verhältnis) und an den Buchwerten (Kurs/Buchwert Verhältnis) handelt der japanische Markt derzeit mit einem Abschlag von rund 25% und ist somit der günstigste Markt unter den entwickelten Ländern. Nach drei Jahrzehnten der Unterperformance konnte Japan die Gunst der Anleger noch nicht zurückgewinnen. Im Jahr 1989 betrug die Marktkapitalisierung japanischer Aktien 44% des globalen Aktienmarktes, heute sind es noch knapp 9%. Manager globaler Aktienportfolios sind in Japan mit einer Allokation von durchschnittlich 6,3% nach wie vor untergewichtet.

Als Hauptargument gegen japanische Firmen wird deren geringe Profitabilität ins Feld geführt. Tatsächlich liegen die operativen Margen (EBIT/Umsatz) und Eigenkapitalrenditen (Gewinn/Eigenkapital) zum Beispiel seit jeher weit unter dem US-Niveau. Bei genauer Betrachtung ist das aber nicht unbedingt ein Indiz für eine schlechte Unternehmensqualität, sondern durchaus gewollt. Die tiefen operativen Margen sind hauptsächlich eine Folge höherer vertikaler Integration. Im Gegensatz zu ihrer ausländischen Konkurrenz sind japanische Firmen viel weniger dazu geneigt, wenig profitable Produktionsschritte zur Maximierung von „Shareholder Value“ auszulagern. Auf Kosten der Effizienz sichert sich Japan damit aber langfristig seine Technologieführerschaft. Die strukturell tiefe Eigenkapitalrendite hingegen kann ausschliesslich mit den (zu) soliden Bilanzen erklärt werden. Die Jahrzehnte dauernde Nachfrageschwäche in Japan hat die meisten Unternehmen dazu veranlasst, ein Sicherheitspolster aufzubauen. Die Nettoverschuldung japanischer Unternehmen ist so tief wie noch nie. Die Bilanzen bestehen heute im Durchschnitt fast ausschliesslich aus Eigenkapital, was auf die Rentabilität drückt. Trotz der Liquiditätsanhäufung ist die Eigenkapitalrentabilität japanischer Firmen seit der Finanzkrise stetig auf fast 10% gestiegen, was europäischem Niveau entspricht. Zusammen mit den soliden Bilanzen ist in Japan damit eine gesunde Basis geschaffen für zukünftige Dividendenerhöhungen, für vermehrte Aktienrückkäufe und für Investitionen in zukünftiges Wachstum. Letzteres verspricht sich Japan neben der erstarkten Binnenwirtschaft hauptsächlich vom asiatischen Festland. China wird die USA als wichtigster Absatzmarkt für japanische Produkte bald überholen. Für die Befriedigung der Bedürfnisse der wachsenden chinesischen Mittelschicht sind japanische Firmen mit ihren führenden Marktstellungen in den Bereichen Automatisierung, Robotik und Digitalisierung gut positioniert.

Fiskalpolitische und demographische Herausforderungen
Neben firmenspezifischen Vorbehalten schreckt die hohe

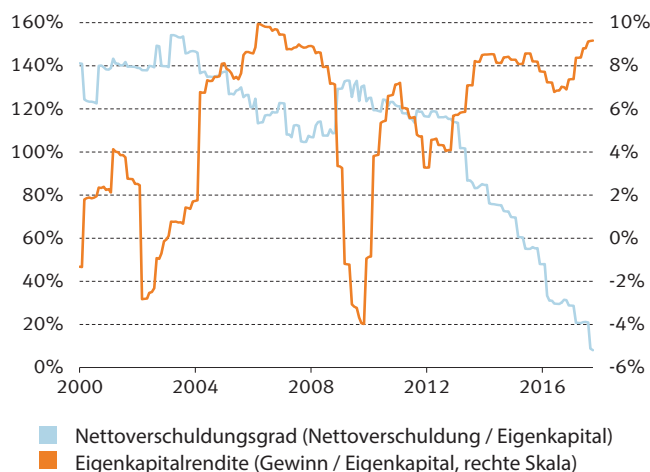
Staatsschuld viele Anleger vor Japan ab. Bei der Analyse der fiskalpolitischen Situation Japans muss aber auch die Vermögensseite der Bilanz berücksichtigt werden. Das Vermögen der privaten Haushalte liegt derzeit bei ca. 250 % des BIP, und der Unternehmenssektor verfügt über eine Nettoauslandsvermögensposition von 70 % des BIP. Damit ist Japan sowohl das Industrieland mit der grössten Bruttostaatsschuld der Welt als auch der grösste Gläubiger der Welt. Japan verzeichnet zudem seit mehr als 30 Jahren einen anhaltenden Leistungsbilanzüberschuss und hat die Staatsausgaben fast ausschliesslich über inländische Ersparnisse finanziert. Dies spricht nicht für eine bevorstehende Krise, zumal steigende Unternehmensgewinne und die tiefe Arbeitslosigkeit die Steuereinnahmen kontinuierlich steigern und das Haushaltsdefizit in den nächsten Jahren deutlich verringern dürften. Schwerer zu bewältigen sind die demographischen Herausforderungen. Die Politik hat bereits Schritte unternommen, um den Auswirkungen der Überalterung entgegenzuwirken. Die Regierung hat die öffentlichen Ausgaben zu Gunsten der jüngeren Bevölkerung verlagert und stellt mehr finanzielle Mittel für die Unterstützung junger Familien zur Verfügung. Ziel ist die Erhöhung der Geburtenrate und der Erwerbstätigkeit der Frauen. Gleichzeitig sollen durch erleichterte Immigrati-

onsanforderungen der dauerhafte Aufenthalt ausländischer Arbeitnehmer in Japan attraktiver gestaltet werden. Auf der positiven Seite dürfte die kontinuierliche Schrumpfung der erwerbsfähigen Bevölkerung kombiniert mit einer sinkenden Sparquote im Alter den negativen Druck auf die Löhne reduzieren. Dies wäre ein erster Schritt, um die Deflationsmentalität beim japanischen Verbraucher zu beenden und damit den Konsum anzukurbeln. Ein erster Hoffnungsschimmer ist das Kreditwachstum des privaten Sektors, das sich erstmals seit Ende der 90er Jahre wieder positiv entwickelt.

Vieles spricht dafür, dass die Vorbehalte gegenüber dem japanischen Aktienmarkt nicht gerechtfertigt sind. Unterdessen sorgt „Abenomics“ für eine positive Angebots- und Nachfragesituation. Die Bank of Japan (BoJ) hat Obligationen und Cash im Vergleich zu Aktien unattraktiv gemacht und führt ihr Quantitative Easing durch Kauf von Aktien-ETFs wohl noch bis 2021 fort. Auch der staatliche Pensionsfonds (GPIF) hat die Allokation von inländische Aktien aufgestockt. Zudem soll eine anlegerfreundliche Dividenden- und Kapitalgewinnsteuerpolitik sowie steuerliche Anreize bei den Nippon Individual Savings Accounts (NISA) Privatinvestoren in Japan zum Halten von Aktien bewegen.

Grafik 1:

Quelle: Bloomberg



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