

Japan verdient mehr Aufmerksamkeit

Unter dem Radar vieler Anleger hat sich die Börse im Land der aufgehenden Sonne gemausert

MICHAEL SCHÄFER

An den Finanzmärkten sind immer wieder bestimmte Anlagen in Mode. Was Aktien angeht, waren in der jüngeren Vergangenheit lange die von amerikanischen Firmen en vogue. In diesem Jahr schwenkte der Fokus dann auf europäische Aktien sowie jene aus den Schwellenländern. Noch nicht wirklich ins Rampenlicht geschafft hat es die japanische Börse. Dies, obwohl der Nikkei 225 in den vergangenen dreizehn Monaten eine fulminante Entwicklung hingelegt hat. Um satte 33% legte das japanische Leitbarometer in dieser Zeit zu. Nun sind etliche Anlagestrategen der Ansicht, dass die Tokioter Börse, immerhin die drittgrösste der Welt, eine grössere Aufmerksamkeit verdient hat.

Bald dreissigjähriger Makel

Dass die Aktien aus dem Land der aufgehenden Sonne anderswo vergleichsweise wenig Interesse geniessen, hat vermutlich damit zu tun, dass sie noch immer sehr weit weg von ihrem Höchststand notieren. Wer Ende 1989 auf dem Höhepunkt der Aktien- und Immobilienblase bei knapp 39 000 Punkten in den Nikkei investierte, blickt heute bei rund 20 000 Zählern noch immer auf einen Verlust von fast der Hälfte des eingesetzten Kapitals. Selbst unter Berücksichtigung von Dividenden, die im Nikkei nicht erfasst sind, beträgt der Verlust noch gut 30% – und das nach bald dreissig Jahren. So überrascht es nicht, dass dem japanischen Aktienmarkt noch

Das jahrelange Handicap einer zu teuren Währung wurde durch die Abenomics aus der Welt geschafft.

immer ein Makel anhaftet, obwohl sich sein Stand seit dem Frühjahr 2009 fast verdreifacht hat.

Viele Experten vermuten aber auch, dass sich die Anleger sehr stark auf einzelne Fakten konzentrieren, die die japanische Wirtschaft auf den ersten Blick in einem wenig vorteilhaften Licht erscheinen lassen. Zum einen steckt etwa die alternde Bevölkerung und die dadurch zu erwartende Schrumpfung der Arbeitsbevölkerung in den Köpfen vieler Investoren. Zum anderen zeigen sich viele Anleger enttäuscht über die als «Abenomics» bekanntgewordenen Massnahmen, die der seit Ende 2012 amtierende Premierminister Shinzo Abe in die Wege geleitet hat.

Während die sogenannten ersten beiden Pfeile, die massive Ausweitung der Geldmenge und die Lancierung eines Konjunkturprogramms, schnell abgeschlossen waren, steckt der dritte Pfeil in den Augen vieler Beobachter noch weitgehend im Köcher, um beim Bild zu bleiben. Genau auf diesen dritten Pfeil, nämlich eine Reihe von Strukturrefor-



So mancher Investor schaut der aufgehenden Sonne an der japanischen Börse nur zu.

KARSTEN PETRAT

men, wie die Deregulierung des Arbeitsmarkts, mehr Wettbewerb im Gesundheitssektor oder die Öffnung des abgeschotteten Agrarmarkts, komme es aber an, sind diese Stimmen überzeugt.

Etwas anders sieht es Ernst Glanzmann, der bei GAM einen japanischen Aktienfonds verwaltet. Für ihn ging es in erster Linie darum, eine durch die Lehman-Krise ausgelöste Überbewertung des Yen aus der Welt zu schaffen. Die zu teure Währung hatte für viele japanische Unternehmen jahrelang ein Handicap dargestellt. Die Korrektur sei durch die extrem lockere Geldpolitik und die Steuerung der Zinskurve gelungen. Inzwischen kostet ein Dollar rund 110 Yen, in den Jahren 2011 und 2012 hatte er noch um 80 Yen gependelt.

Der Yen ist nicht mehr zu teuer
Wegen der Wichtigkeit der Währung für die exportstarke Nation seien die Abenomics erfolgreich gewesen, sagt Glanzmann. Und auch wenn bei den Struktur-reformen noch viel Luft nach oben sei, seien auch dort Fortschritte zu verzeichnen. In den Jahren des teuren Yen seien die japanischen Firmen gezwungen gewesen, sich fit zu trimmen. Unprofitable Bereiche seien vielerorts abgestossen und eine strenge Kostendisziplin

etabliert worden. Zudem sei die hohe Abhängigkeit vom Wirtschaftsstandort Japan reduziert worden, indem die Produktion zunehmend ins Ausland verlagert worden sei. Heute fühlen sich die meisten Firmen mit einem Wechselkurs von 100 bis 130 Yen pro Dollar wohl.

Auch für die Experten von SYZ Asset Management steht ausser Frage, dass die japanischen Unternehmen ihre Profitabilität gesteigert haben. Die verbesserte finanzielle Verfassung äussere sich vor allem darin, dass viele japani-

Mehr und mehr japanische Unternehmen schwenken auf eine aktionärsfreundliche Politik um.

sche Gesellschaften wieder vermehrt im In- und Ausland investierten. Dass solche Investitionen, die der Produktivität zugutekommen, auch fortgesetzt werden, erwarten die Analytiker der UBS. Nicht zuletzt der Mangel an Arbeitskräften mache dies wahrscheinlich.

Günstige Bewertungen

All dies dürfte zu einer Fortsetzung der eindrucklichen Gewinnsteigerungen der japanischen Firmen führen. Weil Basis-effekte wegfielen, rechnet Glanzmann mit bescheideneren Zuwächsen als im laufenden Jahr, in dem das Gewinnwachstum bei durchschnittlich 17 bis 20% zu liegen kommen dürfte. Für die nächsten drei Jahre geht er von durchschnittlich gut 9% aus, was über dem langjährigen Mittel für Japan liege – und zugleich auch über den Werten, die im gleichen Zeitraum für Europa und die USA prognostiziert werden.

Positiv stimmt viele Beobachter wie Peter Frech von Quantex, dass sich japanische Firmen zunehmend aktionärs-freundlich verhalten. Dies spiegele sich vor allem in gestiegenen Rückflüssen an die Kapitalgeber in Form von Dividenden und Aktienrückkäufen. Bei den Anteilseignern komme dies besser an, als wenn Firmen auf riesigen Geldbergen sässen oder Geld mit sinnlosen Zukäufen verbrennten, wie es früher oft üblich war. Allerdings gibt es laut Kennern des japanischen Aktienmarkts noch immer etliche Firmen bzw. Konglomerate, die gemäss dem alten Muster agieren. Deshalb sei es ratsam, selektiv zu investieren und nicht einfach den Index zu kaufen.

Bei alledem gibt es japanische Aktien derzeit relativ günstig zu haben. Während für US-Aktien an der Börse gut das 21-Fache ihres Jahresgewinns bezahlt wird, liegt das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) für europäische Valoren bei 18 und für japanische Werte bei vergleichsweise bescheidenen 16.

Auf die Frage, ob es eine Gefahr berge, wenn die japanische Notenbank eines Tages die geldpolitischen Zügel weniger locker schleifen lasse und nicht mehr als Käufer von einheimischen Aktien aufrete, gibt sich Glanzmann entspannt. Selbst wenn die Bank of Japan ihre Bestände abbaue und dies temporär zu sinkenden Kursen führe, gebe es genügend Investoren, die dann zugriffen. Und obwohl sich der Yen weiter abschwächen könne, weil die japanische Notenbank länger als ihre Pendanten an ihrer äusserst lockeren Politik festhalten werde, hält er es für langfristig orientierte Investoren nicht für notwendig, die Währung abzuschern.

MÄRKTE UND MEINUNGEN

Langsam stürzen geht nicht

Werner Grundlehner · Investoren freuen sich an der guten Börsenstimmung – ganz geheuer ist es ihnen nach jahrelangem Rally dabei aber nicht. «Der Markt ist so stark gestiegen, er muss jetzt langsam eine Korrektur erfahren», ist eine Aussage, die man immer wieder hört. Dieses «langsam» ist aber eine oft gemachte Fehleinschätzung. Momentan sind viele Marktteilnehmer überrascht, wie schnell sich der Franken gegenüber dem Euro abschwächt. Dabei haben die Schweizerische Nationalbank und Ökonomen jedoch stets betont, unsere Währung sei überbewertet.

Korrekturen sind mit Lawinen vergleichbar. Lange häuft sich der Schnee am Berghang an. Irgendwann kommt eine kleine Menge ins Rutschen und löst eine Lawine aus, die sich nicht mehr stoppen lässt. Die jüngste Frankenschwäche ist hierfür vielleicht ein suboptimales Beispiel, weil die Notenbanken mit Eingriffen, quasi Lawinerverbauungen, die Dynamik beeinflussen. Bessere Beispiele dafür, dass Blasen nicht langsam platzen können, liefern die Finanzkrise sowie die Dot-Com-Blase. Der Auslöser der Finanzkrise waren Übertreibungen am US-Hypothekemarkt. So wie uns heute bewusst ist, dass ein Kurs-Gewinn-Verhältnis der Amazon-Aktie von 250 nicht nachhaltig sein kann, war damals den Marktteilnehmern bewusst, dass es gefährlich ist, wenn die Anforderungen für Hypotheken gesenkt werden und die Belehnung auf über 100% steigt. Auch zweifelten viele Beobachter an der erstklassigen Bewertung von Papieren, die aus der Verbriefung von US-Hypothekbeständen entstanden. Aber der Markt lief, und was konnte in Europa schon passieren, wenn US-Hypothekbanken zu gierig wurden?

Dabei wurde übersehen, wie weit sich diese Ramsch-Hypotheken bereits in die Depots von Banken und deren Kunden weltweit verteilt hatten. Ein Kursrutsch bei Hypothekerpapieren war – so gesehen – das erwartete «normale» Ereignis. Aber er führt an einer anderen Stelle, etwa bei Krediten, ebenfalls zu einem Rückgang – und dieser liess wiederum weitere Preise abstürzen, wie etwa jene von Aktien.

Didier Sornette, Professor für Entrepreneurial Risks an der ETH Zürich, hat in seinen Arbeiten gezeigt, dass solche gegenseitige Abhängigkeiten grosse, unkontrollierbare und schwer vorhersehbare Ereignisse auslösen. Die Entwicklung verläuft dabei im Grundsatz immer ähnlich: Ein Prozess entwickelt sich langsam zu einem Punkt, an dem das System instabil wird. Auf diesen Höhepunkt dann folgt der Zusammenbruch. Dieser Prozess ist am Ende nichtlinear, er kann nicht vorausgesagt werden.

Der Investor muss sich also bewusst sein, dass sich heute bestehende Anomalien wie etwa die Negativzinsen oder auch die hohe Bewertung von Technologieaktien in den USA nicht kontrolliert auflösen werden. Die Korrektur wird weitere Kreise ziehen, als man gemeinhin annimmt. Der kluge Anleger geht also frühzeitig in Deckung.

ANZEIGE

Japanischer Aktienmarkt im Aufwind

Langfristig ist eine Währungsabsicherung wenig sinnvoll
Indexiert, 3. 8. 2007 = 100

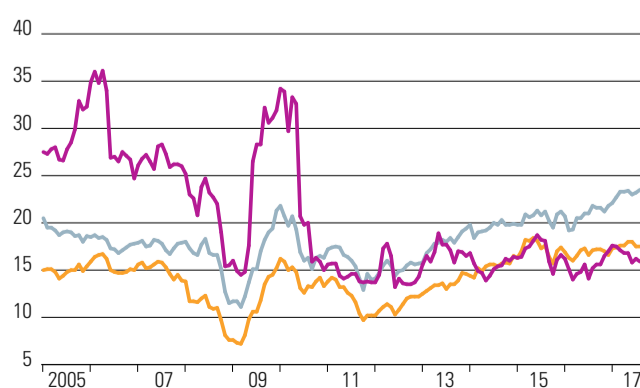
■ Nikkei in Yen ■ Nikkei in Franken



QUELLEN: BLOOMBERG, DATASTREAM

Japanische Titel sind vergleichsweise günstig
Kurs-Gewinn-Verhältnisse

■ Japan ■ USA ■ Europa



NZZ-Infografik/efl.

rega

Im Notfall
überall.

Jetzt Gönner werden: www.rega.ch