

# Zeit für japanische Aktien?

Das Kalenderjahr 2018 war für Anleger in den meisten Anlageklassen ein schwieriges Jahr, und japanische Aktien waren keine Ausnahme: Der Topix-Index fiel in der Lokalwährung um fast 18 Prozent – die schwächste jährliche Entwicklung seit der globalen Finanzkrise. Zum Teil war dies auf die erhöhten Erwartungen nach dem sehr guten Jahr 2017 zurückzuführen, als die Kurse von risikobehafteten Kapitalanlagen durch die berauschte Kombination aus globalem Wirtschaftswachstum und niedrigen Kapitalkosten unablässig nach oben getrieben wurden.

## **Auswirkungen der Handelskonflikte**

Ebenso wie in den USA litten Wachstumsaktien im Oktober am stärksten unter der heftigen Korrektur am japanischen Aktienmarkt. Angesichts der Aussicht auf steigende Anleihenrenditen stellten sich Investoren die Frage, ob es wirklich klug ist, Positionen in den teuersten Sektoren des globalen Aktienmarktes zu halten. Obwohl es verlockend erscheint, kurzerhand zu erklären, dass Japan lediglich von externen Entwicklungen mitgerissen wurde, wäre dies jedoch eine starke Vereinfachung.

Wir können unmöglich schlussfolgern, dass die Handelskonflikte zwischen den USA und China keinerlei Auswirkungen auf die japanische Wirtschaft oder die Rentabilität japanischer Unternehmen haben werden. Dem Internationalen Währungsfonds (IWF) zufolge ist Japan jedoch erheblich weniger anfällig für die Folgen dieser Entwicklungen als viele andere

Schwellen- und Industrieländer.

Es überrascht daher nicht, dass der IWF vor kurzem seine Prognose für das japanische Wirtschaftswachstum für das Jahr 2019 um 0,2 Prozent angehoben hat, während die Prognose für die Industrieländer insgesamt um 0,1 Prozent gesenkt wurde. Damit stellen sich die Fragen, ob der japanische Aktienmarkt 2018 zu Unrecht abgestraft wurde und ob dies einen Einstiegspunkt bieten könnte. Um diese beiden Fragen zu beantworten, sind tiefgreifende Fundamentalanalysen nötig.

Anfang 1995 – fünf Jahre nachdem japanische Aktien gemessen an den Kursindizes ihren Höchststand erreicht hatten – notierte der Markt nach wie vor mit einem prognostizierten Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von 56, wohingegen sich das prognostizierte KGV des US-Marktes auf einem vernünftigeren Niveau von 12,5 bewegte. Als sich die globalen Aktienmärkte im Jahr 2009 von der Krise erholten, wurde Japan immer noch mit einem massiven Aufschlag (32) gegenüber den USA (14) gehandelt. In den letzten Jahren hat sich diese Dynamik jedoch drastisch umgekehrt.

Das prognostizierte KGV von US-Aktien ist jetzt höher (15,4) als im Jahr 2009, wohingegen der japanische Markt mit einem erheblichen Abschlag (11,7) notiert. Aufmerksamen Marktteilnehmern dürfte nicht entgangen sein, dass Japan vor 2018 eine schwungvolle Hausse erlebte, die mehr als fünf Jahre andauerte. Was könnte diese dramatische Veränderung der relativen Bewertung verursacht haben?

Interessant ist hierbei, dass die Ermittlung von Bewertungen in der Vergangenheit eher eine Kunst als eine Wissenschaft darstellte. Japanische Aktien

wurden – vor allem in der „Blasenbildung“ in den 1980er Jahren eher durch starke psychologische Einflüsse wie Intuition, Instinkt und Herdenverhalten (und ähnliche Faktoren) getrieben. Einer der Gründe dafür war die hohe Quote von gegenseitigen Beteiligungen, die den japanischen Aktienmarkt früher kennzeichnete. Im Jahr 1990 betrug diese Quote zum Beispiel 35 Prozent. Bis 2017 war sie jedoch auf 9,5 Prozent gesunken und dürfte sich dank der verbesserten Corporate Governance in den nächsten Jahren weiter verringern. Unserer Meinung nach ist dies der richtige Zeitpunkt für eine Orientierung der Marktkurse an aggregierten Bewertungen, die sich auf das Wachstum und die Qualität der Gewinne beziehen. Auf dieser Basis erscheinen japanische Aktien höchst attraktiv.

Seite zwei: [Fundamentaldaten und Japans Stärken](#)

Bemerkenswerterweise war das prognostizierte KGV des japanischen Aktienmarktes Mitte 2013 erheblich höher (14) als heute. Das bedeutet effektiv, dass die Kurse japanischer Aktien im Großteil der Hausse von 2012 bis 2017 nicht mit dem Wachstum der Unternehmensgewinne mithielten, während die Anleger US-Unternehmen in dieser Zeit für vergleichsweise schwächere Leistungen übermäßig belohnten.

### **Fundamentaldaten gewinnen wieder Einfluss**

Obwohl ein instinktgetriebenes Handeln nahezu zwangsläufig zu Verzerrungen führt, werden fundamentale Verzerrungen im Laufe der Zeit unweigerlich korrigiert. Das trifft nicht nur auf Länder-, sondern auch auf Sektorebene und innerhalb von Sektoren zu. Man denke nur an die explosionsartige Outperformance von

Technologieaktien und die unglaublich eng beieinanderliegenden Spitzenreiter am US-Aktienmarkt in den letzten Jahren. Eine ähnliche Dynamik war auch in Japan zu beobachten, und obwohl wir relative Argumente für die Bevorzugung eines passiven Engagements in japanischen Aktienindizes gegenüber ihren US-Pendants (auf KGV-Basis) vorbringen könnten, sind wir überzeugt, dass eine auf Fundamentalanalyse basierende Kapitalanlage bedeutende Wertsteigerungen erzielen kann.

Unter thematischen Aspekten hat die Wachstumsdynamik in einigen Fertigungssektoren nachgelassen, insbesondere in Bereichen mit Bezug zu Smartphones und Automatisierung. Globale Rezessionsgefahren erscheinen aufgrund des robusten Privatkonsums, der weiterhin von soliden Realeinkommen in den Kernländern getragen werden dürfte, als gering. Aufgrund des knappen Arbeitskräfteangebots dürften die Löhne potenziell steigen. Der niedrigere Rohölpreis dürfte die Inflation zügeln. Im Oktober 2019 soll die Konsumsteuer in Japan von acht auf zehn Prozent angehoben werden. Um den negativen Effekt zu begrenzen, beabsichtigt die Regierung, der Wirtschaft im Vorfeld mit einem Konjunkturpaket sowie mit Maßnahmen wie Einkaufsgutscheinen oder Steuersenkungen beziehungsweise Subventionen für Neufahrzeuge unter die Arme zu greifen.

### **Japans starker Technologiesektor**

Eines der Anlagethemen, die wir für das Jahr 2019 ins Auge fassen, ist die Trendwende im Maschinenbausektor. In letzter Zeit hat diese Branche massiv unter den Sorgen vor einer weltweiten Wachstumsverlangsamung und den Handelskonflikten

zwischen China und den USA gelitten. Auf Basis bisheriger Erfahrungen und früherer Trends glauben wir jedoch, dass der Tiefpunkt zu Beginn des zweiten Quartals 2019 oder sogar schon gegen Ende des ersten Quartals erreicht sein wird. Wir beurteilen das strukturelle Wachstum des Maschinenbausektors zuversichtlich, da die Fabrikautomatisierung nicht nur notwendig ist, um dem Arbeitskräftemangel zu begegnen, sondern auch, weil viele Produkte und Elektrobauteile zunehmend diffiziler geworden sind und erstklassige Produktionsverfahren benötigen. Diese Arbeit kann nicht mehr von menschlichen Arbeitskräften erledigt werden – hier ist mechanische Präzision erforderlich.

Darüber hinaus haben die Hersteller in Bereichen, die direkt von den Handelskonflikten betroffen sind, offenbar notwendige Investitionen zurückgestellt. Wenn sich allerdings unser allgemeines Szenario eines nachhaltigen, soliden Privatkonsums als richtig erweist, werden sie zu höheren Investitionen gezwungen sein, um die Nachfrage der Endkonsumenten zu bewältigen. Aus strategischer Sicht sind wir weiterhin der Ansicht, dass börsennotierte Unternehmen auf absehbare Zeit jährliche Gewinnwachstumsraten im hohen einstelligen Bereich halten können.

Japan befindet sich nach wie vor an der Speerspitze technologischer Innovationen, insbesondere im Bereich Robotertechnik. Wir sind davon überzeugt, dass Zukunftsthemen wie künstliche Intelligenz (KI) und das Internet der Dinge (IoT) auch zukünftig Impulse für neue Geschäftschancen und effizientere Arbeitsabläufe geben. Die Konsumnachfrage sollte dank der Weiterentwicklung von Technologien wie 5G

und der Cloud robust bleiben. Trends in den Bereichen Elektromotorisierung, autonomes Fahren und bargeldlose Zahlung – letztere wird vor allem von staatlicher Seite vorangetrieben – dürften sich indes beschleunigen.

### **Überverkaufter Markt bietet Einstiegschancen**

Das Wachstumspotenzial der japanischen Unternehmensgewinne wird zwar 2019 voraussichtlich geringer sein als im letzten Jahr. Doch der Gewinnrend von Aktien, die wir als „Leaders“ ansehen, ist robust. Im deutlichen Gegensatz dazu erscheint uns der Aktienmarkt überverkauft, insbesondere in den Bereichen Smartphones und Fabrikautomatisierung. Insgesamt scheint der Aktienmarkt eine globale Rezession übermäßig stark eingepreist zu haben. Deshalb halten wir eine Höherbewertung des Marktes für sehr wahrscheinlich. Auf Einzelaktienebene sehen wir einige Anlagechancen in ausgewählten Unternehmen, die ihre Gewinne wiederholt mit einem soliden Tempo steigern können, aber dennoch auf niedrigen Bewertungsniveaus gehandelt werden.

---

## **Rückkehr eines Riesen**

Vergangenen Sommer erschien in Deutschland ein Buch mit dem Titel „Japan – Abstieg in Würde“. Das damit angedeutete Bild erinnert stark an die Zeit nach der Jahrtausendwende, als das britische Wirtschaftsmagazin „Economist“ Deutschland als „Der

krankes Mann Europas“ bezeichnete. Wie sich das Bild in den darauffolgenden Jahren dank beherzter Reformen verändert hat, ist bekannt. Auch in Japan spricht einiges für eine vergleichbare Trendwende: Schon in wenigen Jahren könnten wir auf die jetzige Zeit als den Wendepunkt in der Wirtschaft Japans den beiden „verlorenen Dekaden“ blicken.

Dreh- und Angelpunkt für diesen Neustart ist das Wiederanspringen der Inflation. Im Bereich der Dienstleistungen gehen die Inflationserwartungen spürbar nach oben und haben bereits die Ein-Prozent-Marke durchbrochen. Auch insgesamt liegen sie bei weiter steigender Tendenz wieder deutlich über 0,5 Prozent. Es gibt viele Hinweise dafür, dass diese Entwicklung nachhaltiger ist als die Strohfeuer früherer Jahre.

Ausgangspunkt dieser Entwicklung ist eine positive und sich weiter ausdehnende Potenziallücke. Sie zeigt, dass Japan die Deflation endlich überwunden hat. Potenziallücke bedeutet, dass das Wachstum über dem langfristigen Potenzialwachstum der Volkswirtschaft liegt und entsprechend inflationär wirkt. Dass diese Lücke entstehen konnte, liegt an drei wesentlichen Faktoren: Erstens, das Arbeitsangebot verknappt sich; zweitens hat sich ein erheblicher Investitionsstau aufgebaut, und drittens wächst in vielen Branchen die Nachfrage.

## **Es mangelt an Arbeitskräften**

Die japanische Arbeitslosenquote liegt bei sehr niedrigen 2,4 Prozent. Mit der Arbeitskräfte-Knappheit wächst die Lohnsumme kräftig. Die Regierung muss einiges daransetzen, das Arbeitsangebot auszuweiten.

So werden im April neue Regelungen wirksam, um die Beschränkungen ausländischer Arbeitnehmer zu lockern, insbesondere in den Branchen Landwirtschaft, Baugewerbe, Hotellerie, Krankenpflege und Schiffbau. Anforderungen in Bezug auf Sprachkenntnisse werden gesenkt, die Erteilung von Familienvisa wird vereinfacht. Diese Maßnahmen sollen dazu beitragen, die Zahl ausländischer Arbeitskräfte von heute rund 1,5 Millionen auf 4,5 Millionen im Jahr 2025 zu steigern.

## **Der Investitionsstau füllt die Auftragsbücher**

Für eine nachhaltige Trendwende spricht zudem die Auftragslage der Unternehmen. So hat der Wert der Aufträge im Maschinenbau (im rollierenden sechs-Monats-Durchschnitt) seit 2009 um mehr als 40 Prozent zugelegt. Die Erholung der Rohstoffpreise und der notwendige Ersatz veralteter Maschinen dürften insbesondere die Nachfrage nach Bau- und Bergbaumaschinen stützen. Ein ähnliches Bild in der Informationstechnologie, denn auch die Software-Verkäufe ziehen merklich an. In vielen Branchen sind IT-Ausgaben entscheidend für die Wettbewerbsfähigkeit. Steigende IT-Aufträge haben einerseits zu einem Mangel an Systemingenieuren geführt, zugleich aber können sich die Anbieter für die profitabelsten Projekte entscheiden und höhere Preise berechnen. Preissteigerungen sind noch in vielen weiteren Branchen zu beobachten, auch, weil vielfach die Produktionskapazitäten schon seit dem Jahr 2000 nicht mehr gestiegen oder sogar gesunken sind.



## **Extrem hohe Kapazitätsauslastung**

Die Erzeugerpreise steigen – nicht nur im verarbeitenden Gewerbe, sondern vor allem auch im Dienstleistungssektor. Besonders hervorzuheben sind hier die Bereiche Transport und Post, Immobilien-Services sowie Kommunikationsdienste. In der Transportbranche zum Beispiel hat die wachsende Nachfrage nach Lieferdiensten vor dem Hintergrund des wachsenden Internet-Handels zu einem Mangel an Fahrern und Lieferfahrzeugen geführt. Anbietern von Transportdienstleistungen gelingt es in diesem Umfeld, ihre Preise anzuheben. Trotz anziehender Investitionsaktivitäten bleibt die Kapazitätsauslastung extrem hoch. Entsprechend sehen die Investitionspläne vieler Unternehmen aus: In der Industrie und im Dienstleistungsbereich liegen sie teils um mehr als 20 Prozent über den Vorjahreswerten.

Mit der wachsenden Nachfrage steigt die Preissetzungsmacht der Unternehmen, was sich zusätzlich positiv auf die Unternehmensgewinne auswirkt – sie sind trotz des bisher begrenzten BIP-Wachstums schon seit 2009 kräftig gestiegen. Der japanische Unternehmenssektor dürfte diese positive Gewinndynamik beibehalten, die Aussichten bleiben positiv: Nomura Securities erwartet für das Geschäftsjahr 2018 (endet 3/2019) ein Gewinnwachstum von 6,6 Prozent, gefolgt von 8,6 Prozent im Geschäftsjahr 2019.

## **Corporate Governance in Japan verbessert sich**

Positiv auf die Unternehmen wirkt auch eine kontinuierliche Verbesserung der Corporate

Governance. In Japan waren früher die Gedanken am Shareholder Value oder Corporate Governance nur wenig ausgeprägt. Das hat sich mit der Abe-Regierung stark geändert. So hatte noch 2013 nicht einmal jede fünfte japanische Aktiengesellschaft zwei oder mehr externe unabhängige Aufsichtsräte. 2017 waren es schon knapp 90 Prozent. Knapp 30 Prozent hatten sogar mehr als ein Drittel externe unabhängige Aufsichtsräte. Zudem internationalisiert sich die Eigentümerstruktur der Gesellschaften stetig: Immer rund 30 Prozent der Unternehmensanteile liegen inzwischen in ausländischer Hand, noch 2008 lag dieser Anteil unter 25 Prozent. Im Zuge des neuen Governance Codex erkennen japanische Unternehmen zunehmend auch ihre Verantwortung für den Shareholder Value. Das macht sich in höheren Dividendenausschüttungen und verstärkten Aktienrückkäufen bemerkbar.

Die von der Regierung Abe vor einigen Jahren angestoßenen strukturellen Veränderungen tragen also Früchte und schreiten weiter voran. Unternehmen profitieren zusehends von dieser Trendwende und lassen ihre Aktionäre daran in Form einer wachsenden Ausrichtung am Shareholder Value teilhaben. Für langfristige Investoren bleibt dies ein günstiges Umfeld, um an einer voraussichtlich langfristig positiven Entwicklung zu partizipieren.

---

# **BIP: Nicht schlecht, aber kein Raum für Selbstgefälligkeit**

Der Rückgang des BIP im dritten Quartal Japans markiert nicht den Beginn einer Rezession, unterstreicht aber, dass weder die Bank of Japan (BoJ) noch die Finanzpolitik Raum für Veränderungen lassen. Wenn überhaupt, bestätigt der BIP-Bericht die jüngste Behauptung von BoJ-Gouverneur Kuroda, dass das Risikogleichgewicht für die makroökonomischen Aussichten asymmetrischer geworden ist, nach unten tendierend. Alles in allem bestärkt uns der BIP-Bericht in unserer Überzeugung, dass sich Japan weiter vom US-Politikmix abkoppelt. Die BoJ bleibt bei der Kontrolle der Nullzinskurve standhaft und das „Team Abe“ ist bereit, die Finanzpolitik zu lockern, da ein wachstumsförderndes Budget vor Jahresende vorgelegt werden soll.

Die Details des BIP-Berichts zeigen einen jährlichen Rückgang des realen BIP um 1,2%. Die Konjunkturschwäche ist breit angelegt, mit dem größten negativen Ergebnis aus öffentlichen Investitionen (-0,4 ppt) aus Konsum, Nettoexporten und Lagerbeständen (alle -0,3 ppt) und privaten Investitionen (-0,1 ppt). Während eine Reihe von Naturkatastrophen im Spätsommer einen Teil der Volatilität nach unten erklären, müssen einige grundlegendere Trends sorgfältig beobachtet werden:

**– Die Ersparnisse der privaten Haushalte steigen weiter an, wobei die Sparquote der privaten**

**Haushalte seit Ende letzten Jahres um 1% des BIP gestiegen sind.**

Während die Löhne und Gehälter der Arbeitnehmer weiter steigen – sieben Quartale in Folge, der längste positive Wachstumstrend seit über zwanzig Jahren -, hinkt der Konsum weiterhin dem Anstieg der Einkommen hinterher. Konkret stieg die Arbeiterunfallversicherung seit Ende letzten Jahres um 6,4 Billionen ¥, während die Verbraucherausgaben nur um 1,3% stiegen. Dieser unerbittliche Aufbau eines präventiven Gleichgewichts des Verbrauchervertrauens stellt eine zentrale politische Herausforderung für das „Team Abe“ dar. Dies zu beheben, würde eine grundlegende Reform des Sozialversicherungs- und Gesundheitssystems erfordern, das politisch unbeliebt ist (und wirtschaftlich bedeutungslos ohne signifikante Kürzungen der Ansprüche – genau deshalb steigt die Sparquote, wenn sich die Verbraucher auf das Schlimmste vorbereiten).

**– Unternehmensinvestitionen mit 16,7 % des BIP auf dem höchsten Stand seit über 30 Jahren**

Der zinsbullische Fall für Japan ist abhängig von einer strukturellen und produktiven Aufwertung des Kapitalstocks. Der starke Trend wird durch den raschen technologischen Wandel, die niedrigen Finanzierungskosten, die Deregulierung und die günstige Wettbewerbsposition Japans (z.B. Onshoring) unterstützt. Die Umfragedaten sind einstimmig der Meinung, dass ein starker inländischer Investitionszyklus im Gange ist. Aus makroökonomischer Sicht deutet der ohnehin schon außerordentlich hohe Anteil der privaten

Investitionsausgaben am BIP jedoch darauf hin, dass die Grenzen des Wachstums in Sichtweite kommen könnten. Zumindest sollte das Ende des vorolympischen Baubooms ab Mitte 2019 beginnen, den Investitionsdruck als Wachstumstreiber etwas zu verringern. Die Kapitalabbau- und Produktivitätssteigerungsinvestitionen bleiben optimistisch, erwarten aber von den politischen Initiativen mehr gemeinsame Anstrengungen, um dem bevorstehenden Abwärtstrend bei den Bauaufträgen des privaten Sektors entgegenzuwirken. Hier bieten öffentliche Aufträge für den Wiederaufbau der Katastrophengebiete dieses Sommers einen willkommenen Puffer.

#### **– Wohnungsbauinvestitionen zum ersten Mal seit fünf Quartalen gestiegen**

Gute Nachrichten von der Wohnungsbaufront. Hier hatte die Verabschiedung negativer Zinssätze durch die BoJ einen Anstieg der Konjunktur ausgelöst, da die Hypothekenzinsen im Frühjahr 2016 auf Rekordtiefststände fielen. Dieser Aufschwung verwandelte sich bis Mitte 2017 in einen Abschwung, bei der die Wohnbautätigkeit fünf Quartale in Folge zurückging. Jetzt haben wir ein erstes Aufwärtsquartal, was hoffentlich unsere grundsätzliche Einschätzung bestätigt, dass sich der Wohnungsbau in einem mehrjährigen strukturellen Aufwärtstrend befindet, getrieben von der steigenden Nachfrage nach Privathäusern und Eigentumswohnungen aus der neuen, jetzt in Japan steigenden Mittelschicht. Die Haushaltsbildung nimmt weiter zu, wobei die Heirats- und Geburtenraten langsam, aber sicher auch im Aufwärtstrend steigen. In den nächsten Quartalen sollten die positiven

Wohnungsbauinvestitionen anhalten, um unsere strukturell positive Einschätzung zu bestätigen.

---

## **Japan: Höhere Löhne kurbeln den Konsum an**

Der japanische Markt hatte einen guten Jahresstart hingelegt. Der Nikkei verzeichnete an seinem Eröffnungstag einen sprunghaften Anstieg um 3,3 %, sein bester Start seit 1996. Der anfängliche Optimismus der Anleger dauerte jedoch nicht lange an. Am 23. Januar erreichte der Markt seinen Höchststand und brach anschließend ein. Im März rutschte er angesichts einer Kombination aus geopolitischer Unsicherheit und Bedenken über Gesamtjahresprognosen, die bei Anlegern Nervosität verursachten, weiter ab. Die Märkte erholten sich im Mai, gaben im Juni jedoch wieder nach. Sie spiegelten damit weitgehend die geopolitischen Probleme wider, die sich zunächst legten, dann aber wieder verschlechterten.

Die Unternehmensgewinne waren 2017 unglaublich stark, und wir sehen 2018 mit Optimismus entgegen. Das Ertragswachstum könnte sich jedoch gegenüber dem Vorjahr verlangsamen, und vermutlich wird 2018 das Niveau des letzten Jahres nicht erreicht werden. Darüber hinaus könnten sich die Sorgen über die Effekte eines Handelskrieges auf das Wachstum auswirken. Ein solider Zuwachs bleibt allerdings sehr wahrscheinlich.

In der ersten Jahreshälfte legte der japanische Yen zu, was zu Bedenken führte, dass die Prognosen der Unternehmen zum Gewinnwachstum für das Gesamtjahr bis März 2019 schwächer ausfallen könnten. Das war der Fall, und die Unternehmen rechnen insgesamt mit etwas niedrigeren Gewinnen. Wir sind jedoch der Ansicht, dass es sich hierbei um sehr konservative Schätzungen handelt und glauben, dass ein Gewinnwachstum im hohen einstelligen Bereich möglich ist.

Die japanische Wirtschaft schrumpfte im ersten Quartal nach acht aufeinanderfolgenden Wachstumsquartalen. Das ist teilweise auf einen Abbau der Lagerbestände zurückzuführen. Wir gehen allerdings davon aus, dass die Wirtschaft ihren Wachstumskurs weiterverfolgt und sind sogar der Ansicht, dass die Deflation sich ihrem Ende nähern könnte.

Einen maßgeblichen Beitrag leistet die Tatsache, dass die Löhne, die in Japan so lange stagnierten, schneller steigen als jemals zuvor in den letzten 20 Jahren. Die Arbeitslosigkeit ist auf dem tiefsten Stand seit mehreren Jahrzehnten und Unternehmen müssen sich stärker bemühen, Mitarbeiter zu binden, was zu einem Anstieg der Löhne führt. Die japanische Regierung bietet Unternehmen Anreize, ihre Mitarbeiter in Vollzeit zu beschäftigen anstatt in Teilzeit, oder Teilzeitkräften dieselben Leistungen anzubieten wie ihren Kollegen in Vollzeit. Das sorgt ebenfalls für höhere Löhne. Im Ergebnis könnte dies den Konsum ankurbeln. Gleichzeitig tendieren Unternehmen aufgrund des angespannten Arbeitsmarkts stärker dazu, in Produktivität und Effizienz zu investieren, was die Kapitalrenditen verbessern

dürfte.

## **Unternehmen könnten guten Prognosen sogar übertreffen**

Die Annahme einer in Japan und weltweit robusten Wirtschaft hat sich bislang bestätigt. Die konservativen Wachstumsprognosen japanischer Unternehmen sind eingetreten. Es ist davon auszugehen, dass die Unternehmen ihre Prognosen übertreffen werden.

Die größte Überraschung war der Schweregrad der erneuten geopolitischen Spannungen. Die Abkühlung des weltweiten Wachstums stellt ein wesentliches Risiko für den japanischen Markt dar, da seine operative Ausrichtung auf die globale Wirtschaft tendenziell recht stark ist. Derart verschärfte geopolitische Spannungen und insbesondere die Gefahr eines Handelskrieges haben zu Sorgen hinsichtlich der weltweiten Wachstumsaussichten und einem Rückgang der Aktienpreise geführt.

Die Wirtschaftsbedingungen werden sowohl in Japan als auch weltweit solide bleiben. 2018 wird das Wachstum jedoch wahrscheinlich die sehr starken Ergebnisse des vergangenen Jahres nicht übertreffen.

Politisch gesehen hat Premierminister Shinzo Abe eine schwierige Zeit überstanden, und seine Popularität ist aufgrund der Korruptionsvorwürfe im Moritomo-Skandal angeschlagen. Der Skandal ist zwar noch nicht vergessen, doch wurde Abe niemals direkt damit in Verbindung gebracht, sodass sich seine Popularität erholt. Der Premierminister und Vorsitzende der Liberaldemokraten Abe war erst am



20. September mit großem Vorsprung als Sieger aus den innerparteilichen Wahlen hervorgegangen Herausforderer Ishiba hatte zuletzt vor allem in den ländlichen Präfekturen gepunktet; für einen Sieg gegen Abe hatte es jedoch nicht gereicht.

Die geopolitische Unsicherheit scheint indes bestehen zu bleiben. Die US-Zwischenwahlen im November werden mit einem politischen Schlagabtausch einhergehen, und der amerikanische Handelskrieg mit China lässt keine Zeichen der Entspannung erkennen.

## **Perspektiven für langfristiges Wachstum**

Viele japanische Unternehmen bieten attraktive langfristige Perspektiven bieten. Gut geführte Unternehmen in bestimmten Sektoren werden auch weiterhin gedeihen. Ein Beispiel ist Matsumoto Kiyoshi, eine Pharma-Kette. Der Drogeriemarktsektor ist ein Einzelhandelsbereich, in dem weiter mit Wachstum gerechnet werden kann. Japans alternde Bevölkerung sorgt für einen steigenden Bedarf an Apotheken. Darüber hinaus kaufen japanische Verbraucher aus Bequemlichkeit häufiger in Drogeriemärkten ein. Trotz der makroökonomischen Unsicherheit werden angesichts solider Ertragszuwächse und attraktiver Bewertungen japanische weitere Märkte Auftrieb erhalten.

Die japanische Wirtschaft bietet viele Gründe zur Freude, sowohl mittel- als auch langfristig. Die wirtschaftlichen Entscheidungsträger haben sich in Japan der Belebung der Wirtschaft mithilfe einer Kombination aus fiskal- und geldpolitischen Anreizen verschrieben.

Japanische Unternehmensgewinne dürften also relativ stabil bleiben. Es gibt viele Unternehmen in Japan, die fantastische Produkte und hervorragende Dienstleistungen anbieten, doch in der Vergangenheit fehlte ihnen allen die wesentliche Konzentration auf den Mehrwert für Anleger. Die japanische Regierung ermutigt Unternehmen, ihre Führung zu verbessern. 2014 hat die japanische Finanzaufsichtsbehörde FSA den Stewardship Code veröffentlicht, dicht gefolgt vom Corporate Governance Code der Tokioter Börse im Jahr 2015. Beide zielten darauf ab, die Eigenkapitalrendite der Unternehmen zu verbessern. Auch der Mangel an Arbeitskräften spornte Unternehmen an, den Schwerpunkt auf Produktivität und Effizienz zu legen.

Somit verbessern sich nun die Eigenkapitalrenditen. Das ist eine äußerst vielversprechende Entwicklung: Wenn Unternehmen, die bereits tolle Produkte anbieten, ihre Aufmerksamkeit noch auf Rendite und Kapitaleffizienz richten, bieten sie ausgezeichnete Anlagegelegenheiten.

---

## **Was es für eine weitere Nikkei-Rallye benötigt**

Von hier aus sollten sich unserer Meinung nach zwei spezifische Kräfte zusammenschließen, um eine NIKKEI-Rallye in den nächsten sechs Monaten auf das

30k-Niveau zu ermöglichen:

**1) Überraschungen bei der wachstumsfördernden Politik**

**2) Ein deutlicher Aufwärtstrend bei den positiven Ergebnisrevisionen sorgt für Dynamik.**

Während die Wiederwahl von Premierminister Abe weithin erwartet wurde, sind die Erwartungen an neue proaktive politische Initiativen extrem niedrig. Dagegen gehen wir davon aus, dass relativ bald positive Überraschungen zu erwarten sind. Konkret suchen wir:

**– Einen neuen Nachtragshaushalt, der die Inlandsnachfrage um bis zu y5trn (etwa 0,9% des BIP) erhöht.**

Die Notwendigkeit dafür ergibt sich aus den verschiedenen Naturkatastrophen, die Japan in den letzten sechs Monaten heimgesucht haben. Etwa die Hälfte der Mittel sollte für den direkten regionalen Wiederaufbau verwendet werden, die andere Hälfte soll jedoch für landesweite Katastrophenschutzmaßnahmen vorgesehen werden.

**– Eine Kabinettsumbildung, die Auflösung von Regierungsbürokratien und die Straffung von Beiräten.**

Obwohl die meisten wichtigen Kabinettspositionen wahrscheinlich nicht geändert werden können, könnten inländische Portfolios wie Landwirtschaft, Arbeit/Soziales sowie Wirtschafts- und Steuerpolitik für eine neue Führung bereit sein. Eine wichtige positive Überraschung wäre die Wiederbestellung von Amari Akita. Amari ist ein vertrauenswürdiges

Abe 'innerer Kreis' Mitglied, das der Schlüsselarchitekt der Deregulierungs- und Wachstumsstrategie im ersten Kabinett von Abe „Abeonomics“ (Dez 2012-Jan 2016) war.

### **– Eine Proaktive Handelspolitik mit den USA**

Die größte Bedrohung für den nationalen Wohlstand Japans geht von der Trump-Administration und der Gefahr eines Zolls von 25% auf japanische Exporte von Auto/Autoteilen aus. Dies könnte das BIP um bis zu einem halben Prozent senken und den TOPIX-Gewinn um bis zu 15% sinken lassen. Unserer Ansicht nach sind die Risiken einer tatsächlichen Umsetzung der Zölle jedoch gering, und wir erwarten, dass sehr positive, proaktive und wachstumsorientierte politische Initiativen zu einem Markenzeichen für die Herrschaft von Premierminister Abe in den nächsten sechs bis neun Monaten werden.

„Team Abe“ hat Überstunden geleistet und eine dreigleisige Strategie entwickelt, um Präsident Trump so aussehen zu lassen, als ob es einen Gewinner gäbe: Erstens, die japanischen Importe von Agrarprodukten zu erhöhen; zweitens, die Verteidigungsausgaben Japans zu erhöhen; und drittens, einen möglichen „America One Belt, One Road“, einen von Japan finanzierten, auf die USA ausgerichteten Infrastrukturinvestitionsfonds.

## **Ergebnis**

Entgegen der derzeitigen Konsenserwartung von 5% Gewinn pro Aktie (EPS) im Geschäftsjahr 3/2019 halten wir an unserer Forderung nach 18% EPS-Wachstum fest, die vor allem auf das Umsatzwachstum zurückzuführen ist, das über den konservativen

Schätzungen liegt. Der nächste Auslöser sollte in der nächsten Ergebnissaison kommen, die Mitte Oktober beginnt, während gleichzeitig die neue Pro-Wachstums-, Pro-Deregulierungs- und Privatisierungsagenda des „Team Abe“ deutlich wird.

---

## **Gute Argumente für Aktien bis in 2019 hinein**

Allerdings würden Themen wie der schwelende Handelskonflikt zwischen den USA und China, die Lage in ausgewählten Schwellenländern, der Brexit und auch die politische Unsicherheit rund um Italien Investoren verunsichern. Jedoch nehmen wir einen Gewöhnungseffekt im Markt wahr: Die unruhige Nachrichtenlage wird Teil der Routine, und die Investoren haken negative Nachrichten nach einigen Tagen ein Stück weit ab. Schon heute sind Themen, wie beispielsweise die Türkei-Krise, bereits nach wenigen Handelstagen am Markt eingepreist. Sollte es deshalb zwischen China und den USA wider Erwarten zu einer Einigung in der Handelsfrage kommen, dürften alle anderen Risikofaktoren für eine Weile in den Hintergrund treten und die Aktienmärkte großes Potenzial entfalten.

Aufgrund der weiterhin positiven fundamentalen Lage, insbesondere des anhaltenden Liquiditätsangebots der Notenbanken, gehen wir nicht davon aus, dass die

Märkte vor einem Crash stehen: Im derzeitigen Umfeld stehen noch immer Investoren an der Seitenlinie, um günstige Bewertungen zum Einstieg zu nutzen. Allerdings empfiehlt es sich, taktisch vorzugehen und eine gute Balance im Portfolio zu finden. Seit einigen Wochen findet eine aktive Sektor-Rotation statt. In unseren Fonds nutzen wir diese Entwicklung dazu, mit Hilfe taktischer Positionen zusätzliche Renditechancen zu generieren.

## **US-Tech-Blue-Chips können US-Markt ins Stottern bringen**

Während defensive Titel aktuell gefragt seien, machen die hohen Bewertungen von US-Tech-Aktien zunehmend Sorgen: Die derzeitige Diskussion über eine mögliche Regulierung von Facebook, Twitter und Co. sollte man genau verfolgen, denn sie könnte einen wichtigen Motor des US-Aktienmarkts ins Stottern bringen.

Die Vereinigten Staaten liefern Monat für Monat robuste Konjunkturdaten, und auch die Zahlen der Unternehmen sprechen dafür, dass der Aufschwung zumindest bis ins Jahr 2019 hinein intakt bleibt. Genauso ist in Europa die Lage solide und rechtfertigt moderate Kursanstiege. Wir sind weiter davon überzeugt, dass die Märkte in den USA und in Europa am Jahresende höher notieren als aktuell. Eine Präferenz formulieren wir aber nicht. Es spricht einiges dafür, dass beide Regionen eine ähnlich moderate Dynamik zeigen.

Wir sehen die USA zwar ambitionierter bewertet, allerdings muss diese Bewertung im Zusammenhang mit den positiven Rahmendaten betrachtet werden. Europa

sei dagegen – schon bald traditionell – relativ unterbewertet, zeigt aber nicht die volkswirtschaftliche Dynamik der USA, was mit Sicherheit auch der zusätzlichen Unterstützung durch die Steuerreform des US-Präsidenten zuzuschreiben ist.

## **Sonderfall Japan**

Einen Sonderfall stellt Japan dar. In heiklen Börsenphasen suchen Investoren sichere Häfen. Der japanische Yen ist einer davon. Eine festere Währung ist aber tendenziell dazu geeignet, den Exportsektor Japans zu schwächen, und sollte sich somit auch dämpfend auf das Renditepotenzial am japanischen Aktienmarkt auswirken.

Auch auf Seiten der Emerging Markets habe das Risiko in den vergangenen Monaten zugenommen. Den einen aussichtsreichen Markt, der Chancen bei zugleich moderaten Risiken verspricht und der sich abseits des üblichen Anlageuniversums vieler Investoren befindet, gibt es nicht. Auch in Schwellenländern empfiehlt es sich, selektiv vorzugehen und Risiken im Blick zu haben.

---

## **Was der Bericht der Bank of Japan aussagt**

Das reale Bruttoinlandsprodukt stieg im Quartal April-Juni um 1,9% und lag damit rund ein halbes

Prozent über den Erwartungen des Marktes. Nach dem Rückgang im Vorquartal deutet dies auf eine Wachstumsrate von rund 1% in diesem Jahr hin. Dies entspricht dem Wachstumspotenzial Japans – schnell genug, um die Unternehmensgewinne zu steigern, aber nicht zu schnell, um Änderungen in der Geldpolitik zu rechtfertigen. Das heißt: Entgegen der übereinstimmenden Erwartung eines Null-Gewinnwachstums hat die Unternehmenssaison April-Juni eine Gewinnsteigerung von 14% gebracht.

Japans makroökonomische Wachstumstreiber waren der private Konsum und die Unternehmensinvestitionen. Ersteres wurde durch eine weitere intelligente Beschleunigung des Wachstums der Arbeiterunfallversicherung getrieben – ein Anstieg um 4,3% gegenüber April-Juni, mehr als doppelt so hoch wie die Wachstumsrate von 1,9% in diesem Jahr. Der heutige Bericht bestätigt auch, dass die Lohn- und Einkommensdeflation beendet ist.

Dagegen zeigt der Wohnungsbau keine Anzeichen einer Talsohle. Tatsächlich ging der Wohnungsbau im vierten Quartal in Folge zurück und liegt nun 9% unter dem Vorjahresniveau. Der sich weiter vertiefende Abwärtszyklus im Wohnungsbau ist ein wesentlicher Grund dafür, warum wir glauben, dass die BoJ die Zinsen nicht erhöhen wird – der Wohnungsbau ist der zinssensibelste Sektor in der Wirtschaft, so dass eine Anhebung der Zinsen prozyklisch wäre, d.h. die Rezessionsgefahr erhöhen würde.

In Zukunft werden die unmittelbaren Wachstumsaussichten durch handelspolitische Unsicherheiten (was Verzögerungen oder Kürzungen bei



den Investitionsplänen bedeuten könnte) sowie durch die jüngsten Überschwemmungsschäden und die aktuelle Hitzewelle getrübt. Längerfristig deuten die Erhöhung der Verbrauchssteuer im nächsten Jahr und der erwartete Rückgang des olympischen Baubooms 2020 in Tokio auf Abwärtsrisiken für den Ausblick auf das kommende Jahr hin. Daher bleiben wir zuversichtlich, dass die geldpolitischen Maßnahmen auf absehbare Zeit beibehalten werden.

---

## **Vielversprechende Lifestyle-Marken**

Die positiven Entwicklungen der vergangenen Jahre haben den fernöstlichen Inselstaat wieder in den Fokus der Anleger gerückt. Nach den Katastrophenjahren 1989 bis 2012 glänzt die Tokioter Börse seit dem Amtsantritt von Shinzō Abe im Jahr 2012 mit einem hohen Euro Wertzuwachs von jährlich 13 Prozent. Die Entwicklung dürfte sich langfristig fortsetzen und noch dynamischer werden.

### **Abes Reformen machen Japan zu Markt für Wachstumsinvestoren**

Der japanische Anlagemarkt hat in den vergangenen sechs Jahren einen beispiellosen Wandel vollzogen. Noch 2012 war der japanische Aktienmarkt nach zwei Jahrzehnten Baisse vor allem ein Markt für Value Investments. Niedrige Kapitalrenditen, schlechte Kapitalallokation und Governance sowie sehr hohe

Unternehmenssteuern zeichnete Japan aus. Im „alten“ Japan kam zu wenig beim Anleger an. Das Gewinnwachstum war schwach und volatil.

Das „neue“ Japan ist von den starken Reformbemühungen unter Shinzō Abe geprägt. Japan hat die klaffende Lücke bei den Eigenkapitalrenditen zum Rest der Welt in fünf Jahren geschlossen. Ein jährliches Gewinnwachstum von 20 Prozent seit 2012 ist ein weltweiter Rekordwert. Japan hat sich zum Markt für Wachstumsinvestoren gemausert. Die Unternehmenssteuerreform, Fortschritte bei der Corporate Governance, verbesserte Kapitalallokation, höhere Ausschüttungsquoten und Aktienrückkäufe zeichnen das Land heute aus.

## **Konsum- und Lifestyle-Marken bieten viel Potenzial**

Japan bietet hochwertige Wachstumsunternehmen aus High-Tech-Segmenten wie etwa Robotik und Sensorik zu denen Fanuc und Keyence gehören. Das weiß jeder. Neu ist, dass asiatische Konsumenten Japan als Heimat von Lifestyle-Marken wahrnehmen. Dieses „hippe“ Japan bietet Anlegern, die nach Qualitätswachstumstiteln suchen, interessante Konsumtitel. Das ist für ein Land mit schrumpfender Bevölkerung nicht selbstverständlich.

Einer der Haupttreiber des hippen Japans ist die wachsende Kaufkraft der asiatischen Mittelschicht sowie deren steigendes Interesse an japanischen Kosmetik- oder Bekleidungsmarken. Zudem hat Japan in den vergangenen Jahren einen Tourismusboom erlebt, vor allem Dank asiatischer Touristen. Diese nehmen japanische Marken mit nach Hause und haben zur Renaissance japanischer Konsumartikel geführt.

## **Japanische Marken sind beliebt bei Chinesen**

Am Singles' Day im vergangenen November, einem Tag für Alleinstehende, war die beliebteste Bekleidungsmarke auf der chinesischen Handelsplattform Taobao am die japanische Marke Uniqlo. Auch der in China beliebteste Hersteller für Babyflaschen, Pigeon, kommt aus Japan. Daneben ist die japanische Windelmarke Unicharm bei der aufstrebenden chinesischen Mittelschicht populär, ebenso wie die japanische Klaviermarke Yamaha. Japanische Kosmetik von Kosé oder Pola Orbis verkauft sich auf dem asiatischen Kontinent ebenfalls sehr gut und hat zu starkem Wachstum geführt. Diese Aufzählung ließe sich fortsetzen.

## **Institutionelle Anleger kehren zurück an heimischen Markt**

Die neue Marktdynamik in Japan wird noch durch einen weiteren Effekt begünstigt. Institutionelle Anleger wie Pensionsfonds kehren auf der Suche nach höheren Renditen und einem Fokus auf Qualitätswerte verstärkt an ihren Heimatmarkt zurück, denn sie wollen hohe Kapitalrenditen und Wachstum. Die Entwicklungen des japanischen Anlagemarktes in den letzten sechs Jahren haben sich für viele Unternehmen bereits bezahlt gemacht. Das Land bietet also hohes Alphanpotenzial, wird aber noch immer von Analysten vernachlässigt. Die Diskrepanz zwischen der Wahrnehmung als Value- und Momentum-Markt und der neuen Realität eines robusten und nachhaltigen Wachstums ist vor allem für Wachstumsinvestoren vielversprechend.

---

# Warum Value-Investments in Japan funktionieren

In diesem Artikel wollen wir uns der Frage widmen, welche Faktoren Value-Titeln zu neuer Beliebtheit verhelfen könnten. Aus unserer Sicht gibt es drei allgemeine Faktoren, die zu einer Neubewertung von Value-Titeln führen könnten, die vom Markt links liegen gelassen und unterbewertet wurden:

- **das Ende des Goldlöffchen-Szenarios**
- **das Nachlassen der Ertragsdynamik in technologieorientierten Branchen**
- **schwache Gewinnprognosen für das Geschäftsjahr 2018 bedingt durch Wechselkursannahmen dürften die Stimmung von exportorientierten Unternehmen belasten**

Zusätzliche Unterstützung für Value-Strategien kommt aus Richtung ausländischer Anleger, die sich erneut japanischen Titeln zuwenden, nachdem sie zuvor als Nettoverkäufer mit einer breiten Marge von JPY 8,7 Bio. aufgetreten waren. Besonders ausgeprägt waren die Nettoverkäufe am Terminmarkt, und nach unserer Einschätzung wurden diese Aktivitäten durch den Volatilitätsausschlag und die Angst vor Protektionismus zeitweise verstärkt.

## **Ende des Goldlöffchen-Szenarios**

Das Jahr 2017 stand ganz im Zeichen einer kurzfristigen Ertragsdynamik, denn es war im Wesentlichen durch einen „Goldlöffchen-Markt“

geprägt, der sich durch starkes Wachstum, solide Unternehmensgewinne, geringe Volatilität und einen allmählichen Anstieg der Anleiherenditen auszeichnete.

Mit Blick in die Zukunft wird sich die Lage jedoch voraussichtlich anders entwickeln. Grund hierfür ist die sich abzeichnende Kombination aus überraschenden Zinsanhebungen in den USA, einem unerwartet starken US-Verbraucherpreisindex sowie steigenden Rohstoff- und WTI-Preisen. Zusätzlich verstärkt wird diese Entwicklung durch die Wahrscheinlichkeit eines zunehmenden Haushaltsdefizits als Folge der expansiven Fiskalpolitik, die mit Steuersenkungen und Infrastrukturausgaben einhergeht.

Obwohl wir für Japan davon ausgehen, dass die Bank of Japan ihre Negativzinspolitik für die kurzfristigen Zinsen beibehalten wird, um eine allzu starke Aufwertung des Yen zu verhindern, halten wir es für wahrscheinlich, dass die Notenbank ihre Maßnahmen zur Kontrolle der Zinskurve durch Anhebung der Zielvorgabe für den 10-Jahres-Zinssatz in der zweiten Jahreshälfte 2018 optimieren wird. Unterdessen hat sich die EZB dem Ziel verschrieben, ihre monatlichen Ankäufe von Vermögenswerten im Rahmen eines im Januar gestarteten Tapering-Programms zurückzufahren. Die Bank wird wie angekündigt ihr QE-Programm bis Ende Jahr einstellen. Angesichts der nachweislichen Korrelation mit langfristigen Zinssätzen haben sich Value-Titel deutlich schlechter entwickelt als erwartet. Unter den gegebenen Umständen sehen wir jedoch durchaus eine Chance für eine Outperformance von Value-Titeln im weiteren Jahresverlauf 2018.

## **Nachlassen der Ertragsdynamik von High-Tech- bzw Maschinenbau-unternehmen im Geschäftsjahr 2018 wird voraussichtlich eine Branchenrotation auslösen**

2017 schlug sich der rasante Kurssprung bei den als FANGs bezeichneten Technologieaktien (d. h. Facebook, Amazon, Netflix und Google) und anderen Titeln als Folge des erhofften Gewinnwachstums am US-Markt auch in verstärkten Kaufaktivitäten in Bezug auf Aktien mit starkem Gewinnwachstum in Japan nieder. Infolgedessen vergrößerte sich auch der Bewertungsabstand bei Unternehmen in den konjunkturrempfindlichen Branchen für Elektrogeräte und Transportmittel. Neben strukturellen Positivfaktoren wie Hardware-Upgrades (z. B. die Einführung von Dual-Lens-Kameras in Smartphones) sorgten zyklische Positivfaktoren für Preissteigerungen bei Speichermedien und führten so zu höheren Gewinnen für im Halbleitergeschäft tätige Unternehmen. In Japan übertrafen die Aktienkurse im Gerätesektor die vor dem Lehman-Schock verzeichneten Höchststände und das relative Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) lag über dem zu Zeiten der IT-Blase beobachteten Niveau.

Doch nicht nur im Technologiesektor entwickelte sich das KBV erfreulich. Vor dem Hintergrund der sich immer deutlicher abzeichnenden weltweiten Konjunkturerholung ließ der infolge von Investitionsausgaben erwartete Positiveffekt auf Anlagen in den Bereichen Automatisierung und Robotik das relative KBV im Maschinenbausektor auf ein historisches Rekordniveau klettern, was zu einer Überbewertung dieser Titel führte. Im Bereich Transportmittel hingegen sorgten Bedenken hinsichtlich schlechterer Margen in Erwartung einer

rascheren Verbreitung von Elektrofahrzeugen dafür, dass vor allem Autobauer unterbewertet wurden.

Auch wenn wir mit einer anhaltend soliden Entwicklung der Weltwirtschaft sowie einer weiteren Verbesserung der Lage an den Arbeitsmärkten und möglicherweise einem leichten Anstieg der Kerninflation rechnen, scheint es unwahrscheinlich, dass das im Vorjahr verzeichnete außerordentlich starke Ertragswachstum über den gesamten Jahresverlauf 2018 hinweg andauern wird. Ausgehend von den aktuellen Konsensschätzungen und der Ertragsdynamik im Geschäftsjahr 2018 gehen wir davon aus, dass einige führende Unternehmen im Technologie- und Maschinenbausektor im Geschäftsjahr 2018 ein deutlich geringeres Ertragswachstum erzielen werden als im Geschäftsjahr 2017. Folglich sind wir insbesondere im Hinblick auf das derzeitige Bewertungsniveau der Ansicht, dass ein schlechterer Vorjahresvergleich unter Umständen zu Gewinnmitnahmen und somit zu einer Branchenrotation führen wird.

Obwohl der stärkere Yen bereits teilweise eingepreist war, liegen die Prognosen für das Geschäftsjahr 2018 aufgrund der Aufwertung der Währung unter den Konsensschätzungen – dies dürfte insbesondere bei exportorientierten Herstellern auf die Stimmung drücken. Die Veröffentlichung der Gewinnzahlen der großen Mehrheit der japanischen Unternehmen für das Geschäftsjahr 2017 (April 2017 bis März) am 15. Mai zeigte einen Anstieg der operativen Gewinne um 12,8% gegenüber dem Vorjahr. Mit einer Abweichung von +0,4% lagen die Gewinne damit weitgehend im Rahmen der Konsensschätzungen. Da viele von der Auslandsnachfrage abhängige

Unternehmen ihren Wechselkursannahmen einen konservativen Wert von JPY 105 je USD zugrunde legen, gehen die Prognosen für das Geschäftsjahr 2018 von einem Gewinnwachstum von nur 2,2% aus und liegen damit 6,9% unter den Konsensschätzungen. Insbesondere Hersteller, die sensibler auf Wechselkursschwankungen reagieren, gehen von entsprechend konservativen Annahmen aus.

### **Wesentliche Erkenntnisse**

Growth-Strategien haben von den jüngsten Entwicklungen profitiert. Wir wollten in diesem Artikel kurz erklären, warum diese Entwicklung sich schon bald ins Gegenteil verkehren könnte. Angesichts der starken Konjunkturerholung spielt auch Japan bei den meisten Anlageentscheidungen eine wichtige Rolle. Unserer Ansicht nach besitzen jedoch nicht alle Segmente des japanischen Aktienuniversums dasselbe Potenzial.

Mehr Dividenden und Aktienrückkäufe, höhere Eigenkapitalrenditen und die Schaffung von auf diesen Kriterien basierenden Indizes – all dies sind Anzeichen für einen tiefgreifenden Wandel in den Beziehungen zwischen Aktionären und Unternehmen. Nachdem Konglomerate und mangelnde Transparenz in der Vergangenheit zu einem Wertverlust im Vergleich zu internationalen Aktien geführt haben, hat dieser neue Kurs dazu beigetragen, dass Japan und Value-Investments wieder zentrales Thema bei wichtigen Entscheidungen zur Asset-Allokation sind.

---



# **Unternehmensgewinne stützen Aktienmarkt**

Im Februar und März entwickelte sich der japanische Aktienmarkt zunehmend volatil. Dies ist als eine Reaktion auf die fortgesetzte geldpolitische Straffung der US-Notenbank zu werten. Eine weitere wesentliche Ursache für die Turbulenzen waren Befürchtungen über die Auswirkungen der Handelspolitik von US-Präsident Trump auf die Weltwirtschaft. Auch die Folgen der Yen-Stärke für die japanische Wirtschaft gaben und geben Anlass zur Sorge. Japanischen Unternehmen reagieren indes zunehmend resistenter auf Wechselkursschwankungen und die Nachfrage nach Produkten in den Bereichen Halbleiter, Elektronik, Automatisierung (Factory Automation) und anderen neuen Technologien war ungebrochen stark. Sollten sich die Bedenken um die geldpolitische Straffung und die protektionistische Handelspolitik zerstreuen, hat der japanische Aktienmarkt durch die Rückendeckung starker Unternehmensgewinne Erholungspotenzial. Bereits im laufenden Monat tendierten Nippons Aktienmärkte wieder vermehrt Richtung Norden.

## **Japanische Aktientitel als interessante Anlagealternative**

Auch wenn wir in unserem Informationstechnologie-Zeitalter immer häufiger mit kurzfristigen Entwicklungen und Tendenzen konfrontiert werden, stellt für Investoren der mittel- und langfristige Anlagehorizont das Maß aller Dinge dar. Und hier bleiben japanische Dividendenpapiere innerhalb des gesamten Aktienuniversums eine interessante

Alternative. Denn es gibt kaum Hinweise auf einen baldigen geldpolitischen Exit. Mitte März wurde Zentralbankgouverneur Haruhiko Kuroda vom Parlament für eine weitere Amtsperiode bestätigt. Gleichzeitig wurden zwei neue Vizegouverneure ernannt: Masayoshi Amamiya, der auf der geldpolitischen Linie von Kuroda liegt, sowie Masazumi Wakatabe, der als Reflationist gilt. Aufgrund der neuen Zusammensetzung und der anlässlich der Anhörung geäußerten Bemerkungen kann davon ausgegangen werden, dass die ultraexpansive Geldpolitik noch einige Zeit beibehalten wird. Zwar erwähnte Kuroda, dass im Fiskaljahr 2019 – sofern das Inflationsziel von zwei Prozent erreicht wird – über einen graduellen Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik nachgedacht werden müsse. Aber dies dürfte die Finanzmärkte dann nicht sonderlich schocken, da dieses Szenario nach den Entwicklungen in den USA und in Europa nur folgerichtig wäre. Aktien sind generell im Niedrigzinsumfeld attraktiv und aus unserer Sicht gehören Small & Mid Caps aus Japan zur langfristigen Beimischung ins Portfolio Aktien affiner Investoren.

## **Japanische Small & Mid Cars bieten höhere Kurschancen**

Unternehmen dieses Segments fallen häufig auf durch innovative Produkte oder Dienstleistungen und höhere Kurschancen als Blue Chips. Mit Sparx Asset Management haben wir einen in Tokio ansässigen Fondsmanager, der für den Swisscanto (LU) Equity Fund Small & Mid Caps Japan AT EUR verantwortlich zeichnet. Die Brutto-Wertentwicklung dieser Tranche mit 99,94 Prozent Rendite über die vergangenen fünf Jahre (Stichtag 31. März 2018) unterstreicht deren

Expertise in diesem speziellen Segment, um Chancen und Risiken des Markts optimal auszuloten. Selbstverständlich waren die Aktienmärkte generell positiv und dieser Erfolg ist keine Garantie für künftige Entwicklungen, dennoch ist davon auszugehen, dass das Segment der japanischen Small & Mid Caps im Gesamtvergleich weiterhin sehr chancenreich bleibt.

---

## **Von Abwärtszyklus- Risiken zu Konjunkturimpulsen?**

Am 26. und 27. April 2018 findet die erste Sitzung des geldpolitischen Ausschusses der Bank of Japan (BoJ) mit den neu ernannten Mitgliedern statt. Nach unserer Einschätzung besteht eine steigende Wahrscheinlichkeit für eine wachsende Dynamik auf Seiten der Befürworter einer Geldmengenausweitung, denn mindestens zwei (möglicherweise drei) der neun Ausschussmitglieder sprechen sich für eine weitere Lockerung der Geldpolitik aus. Grund hierfür ist unter anderem die neue Zusammensetzung des Ausschusses – so ist beispielsweise der neu ernannte Vizegouverneur, Masazumi Wakatabe, seit langem als klarer Befürworter einer ultralockeren Geldpolitik bekannt, der der Zentralbank weitestgehend freie Hand lassen will. Vor allem aber können die Ausschussmitglieder die sich in der

japanischen Wirtschaft immer deutlicher abzeichnenden Abwärtszyklus-Risiken nicht mehr ignorieren. Das heißt also: Je schwächer die Wirtschaftsdaten für Japan in den kommenden Wochen ausfallen, desto deutlicher werden die Märkte für die Vorwegnahme der nächsten wachstumsfördernden, positiven „Kuroda- Überraschung“ belohnt.

Auch die wichtigsten Frühindikatoren beginnen sich bereits in die Gegenrichtung zu entwickeln:

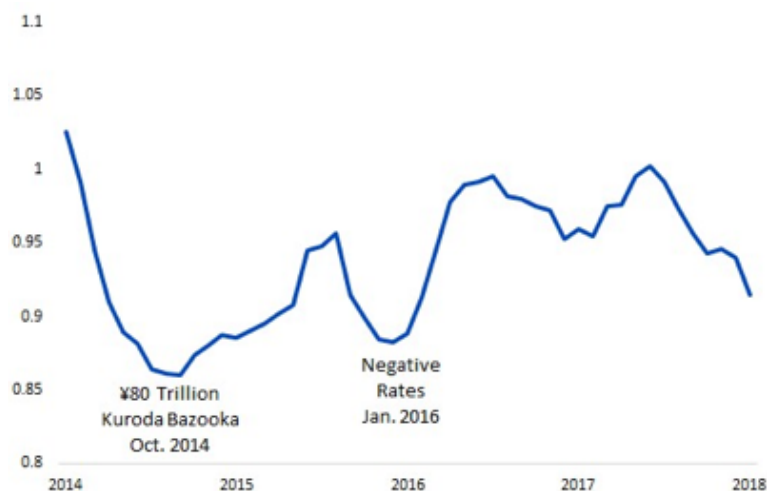
- So hat sich das Bankkreditwachstum von der Mitte des Jahres 2017 verzeichneten höchsten Wachstumsrate von 3,3 % auf lediglich 2,4 % im vergangenen Monat abgeschwächt.
- Auch die Zahl der Wohnbaubeginne ist im Verlauf der letzten Monate vom Höchststand von 1 Mio. auf nur noch 900.000 gefallen.

Natürlich besteht zwischen dem Wohnungsbau und Bankkrediten ein enger Zusammenhang, denn sage und schreibe zwei Drittel der in Japan neu entstehenden Binnennachfrage nach Darlehen sind auf Hypotheken und Verbraucherkredite für langlebige Güter zurückzuführen. Zusammen genommen

bilden diese beiden Indikatoren die zyklische Dynamik der japanischen Haushalte als wichtigster Quelle der Binnennachfrage am besten ab. Die politischen Entscheidungsträger sollten sich also darauf einstellen, dass fundamentalere Abwärtsrisiken an Momentum gewinnen – es sei denn, die Indikatoren der Monate Februar und März belegen einen positiven Wendepunkt, der die derzeitige Abschwächung beendet.

Wir verweisen auf den Wohnungsbau als wichtigsten

Frühindikator, denn die Investitionen in diesem Sektor haben eindeutig von der Politik der „Kurodanomics“ profitiert. Hier zeigt sich der offensichtlichste Zusammenhang zwischen den Maßnahmen der BoJ und der realwirtschaftlichen Entwicklung. Insbesondere hat die im Oktober 2014 verkündete „Kuroda-Bazooka“ (mit Ausgabe des Ziels einer Bilanzausweitung um ¥ 80 Bio.) den Boom im Wohnungsbau gegen Ende 2014/Anfang 2015 befeuert. Die Einführung von Negativzinsen zum Ende des Monats Januar 2016 wiederum führte zu einem über den gesamten weiteren Jahresverlauf anhaltenden deutlichen Aufschwung im Wohnungsbau (siehe Grafik 1).



Source: Bloomberg, as of 1/31/18. Past performance is not indicative of future results.

*Grafik 1: Wohnbaubeginne (Mio.)*

Festzustellen ist also in jedem Fall, dass die Investitionen in den Wohnungsbau einen wichtigen positiven Transmissionsmechanismus zur Umsetzung der „Kurodanomics“ mit dem Ziel einer Ankurbelung der Binnennachfrage darstellen. Angesichts der sinkenden Zinsen haben sich die japanischen Haushalte als sehr flexibel erwiesen. Das sich daraus für den geldpolitischen Ausschuss der BoJ ergebende Dilemma besteht darin, dass sich mit Blick auf die auf einem

Rekordtief verharrenden Hypothekenzinsen (10-Jahres-Festzins von nur 60 Basispunkten) weitere positive Konjunkturimpulse allein auf geldpolitischer Grundlage möglicherweise nur schwer darstellen lassen. Nach unserer Auffassung sollten die Ausschussmitglieder aber zumindest den Versuch unternehmen.

## **Anfang April mit „Tankan-Schock“?**

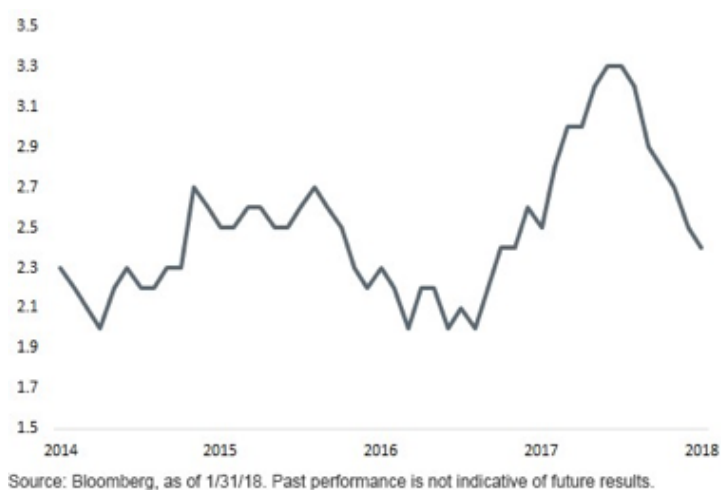
Zudem dürfte die für den 2. April geplante Veröffentlichung der Ergebnisse der neuen Tankan-Umfrage ein sehr einfaches, direktes Warnsignal an die BoJ und das „Team Abe“ senden. Das Zusammenspiel aus starkem Yen, handelspolitischem Protektionismus, fallenden Aktienkursen und zunehmender Ungewissheit über die künftige Entwicklung der Weltwirtschaft könnte durchaus zu einem deutlichen Rückgang der für die japanische Wirtschaft wichtigen Tankan-Indizes zur Einschätzung des Geschäftsumfelds und der Stimmung in der Wirtschaft führen. Nach acht aufeinanderfolgenden Quartalen mit hohen Steigerungsraten ist eine zyklische Abwärtskorrektur vielleicht aber auch überfällig. Wenn allerdings – wie von uns vermutet – die Tankan-Indizes um mehr als fünf oder sechs Punkte nachgeben, würde sich der Druck auf BoJ-Gouverneur Kuroda erhöhen, Maßnahmen zur Begrenzung von Abwärtszyklus-Risiken einzuleiten.

Sicher kann man auch den Grad der Zuverlässigkeit von Hochfrequenzdaten für das Quartal von Januar bis März in Frage stellen, da sowohl die schwankenden Witterungsbedingungen im Winter als auch das sich verschiebende chinesische Neujahr möglicherweise zu einer Verzerrung saisonaler Anpassungen führen. Wenn

sich der Abwärtstrend der japanischen Wirtschaft allerdings fortsetzt, wird sich das „Team Abe“ allerdings auch von diesen eher akademischen Betrachtungen kaum davon abhalten lassen, an die BoJ zu appellieren, geeignete Gegenmaßnahmen zu ergreifen. Denn für Premierminister Abe steht im September dieses Jahres die Wiederwahl an. Deshalb wird er eine „Konjunkturdelle“ im Jahr 2018 um jeden Preis vermeiden wollen.

Auf globaler Ebene ist der Appell für einen abgestimmten, synchronisierten „Exit“ aus der lockeren Geldpolitik an den Märkten zum bestimmenden Thema geworden. Sowohl Japan als auch die EU werden also der US-Notenbank auf ihrem Kurs des „sanften Ausstiegs“ folgen. Dieser Ansatz erscheint sinnvoll, solange sich der synchron verlaufende konjunkturelle Aufwärtszyklus fortsetzt – wie im vergangenen Jahr (2017) eindrücklich zu beobachten war. Wenn sich die Wachstumszyklen allerdings voneinander entkoppeln, wird die Geldpolitik auf dem Fuße folgen.

Insgesamt gehen wir davon aus, dass sich die in Japan geführte politische Debatte neu auf das Erfordernis zusätzlicher wachstumsfördernder Maßnahmen fokussieren muss, da sich realwirtschaftliche Abwärtszyklus-Risiken in den kommenden Monaten immer deutlicher abzeichnen dürften. Damit steigt die Wahrscheinlichkeit für eine weitere wachstumsfördernde, positive „Kuroda-Überraschung“ gegenüber der eines „Exits“ – es sei denn, bei den Wirtschaftsindikatoren zeigt sich in den kommenden Monaten eine Umkehr hin zu einer deutlichen Aufwärtsbewegung.



*Grafik 2: Gesamt-Bankkredite, -darlehen und -zinsabschläge – prozentuale Änderung ggü. jew. Vorjahr*



*Grafik 3: Index japanischer Frühindikatoren*

---

# Eine Reise nach Japan



# Ähnlichkeiten zwischen Japan und Deutschland

Die Stärke der japanischen Wirtschaft liegt ganz offenbar in der effizienten Produktion industrieller Güter und Komponenten. Im Fahrzeug- und Maschinenbau erreichen japanische Unternehmen Spitzenwerte. Gerade in der Feinmechanik und der Mikroelektronik emanieren japanische Gesellschaften. Überhaupt liegt den Söhnen Nippons das Investitionsgütergeschäft stärker im Blut als das Konsumgüterbusiness. Hierin ähnelt Japan durchaus der deutschen Wirtschaft, die ja ebenfalls bedeutende Positionen im Fahrzeug- und Maschinenbau sowie in der Chemie belegt.

Einem jeden Japan-Besucher fällt sogleich die Reinlichkeit, gute Kleidung und Freundlichkeit der Einwohner ins Auge. Werte wie Pünktlichkeit, Sauberkeit und Ordnungssinn scheinen tief in der Kultur verankert zu sein. Gerade Letzteres wird sehr weit getrieben, denn Uniformität begegnete uns nicht nur beim Hotelpersonal, sondern in Bäckereien, Museen und vor allem auch Schulen, wo die Kinder ausnahmslos formal und gleichartig bekleidet sind. Das Hierarchische war oft unübersehbar und nicht zuletzt an der Art der wechselseitigen Respektsbezeugung durch Verneigung abzusehen.

## **Größte Herausforderung: Demographie**

Viele Angestellte, die wir trafen, waren 70 Jahre alt oder sogar älter. Selbst Taxifahrer waren nicht selten 80 Jahre alt, womit wir das Kernproblem Japans – den ungünstigen Altersaufbau der Gesellschaft – benannt haben. Nicht wenige Unternehmen gaben uns während der Analysegespräche

zu verstehen, dass sie im Finden fähiger Mitarbeiter die größte Herausforderung der Zukunft sehen. Allerdings muss auch gesagt werden, dass sich eine stark wachsende Gesundheits- und Krankenpflegeindustrie entwickelt hat, die von der Alterung der Bevölkerung profitiert. Die Kinderarmut Japans ist übrigens derjenigen Deutschlands nicht unähnlich und ebenso die Unfähigkeit der Politik, durch geeignete Anreize daran etwas zu ändern. Gewiss spielt die veränderte Rolle der Frauen in der Wirtschaft in den letzten Jahrzehnten dafür die Hauptrolle, wenngleich wir insgesamt den Eindruck gewinnen konnten, dass japanische Frauen noch stärker an traditionellen Rollenbildern gebunden sind als ihre Geschlechtsgenossinnen in Europa.

## **Solider Aktienmarkt**

Für den japanischen Aktienmarkt, der vor ca. 30 Jahren der größte Aktienmarkt der Welt war, sprechen heute vor allem Bewertungsargumente. Vor allem die starken Bilanzen stechen jedem Analysten sogleich ins Auge. Zugleich konnten wir uns des Öfteren des Eindrucks nicht erwehren, dass die Bilanzen im Sinne einer klugen Kapitalallokation recht suboptimal aussehen. Angesichts der Dauernullzinspolitik der japanischen Zentralbank läge eine höhere Verschuldung der Unternehmen durchaus im Interesse ihrer Eigentümer. Höhere Eigenkapitalverzinsungen wären erreichbar, wenn japanische Unternehmen ein progressiveres Finanzmanagement betrieben. Hier können amerikanische Gesellschaften durchaus als Vorbild dienen.

Immerhin ist der Aktienmarkt am Kabutocho in den letzten Monaten zu neuem Leben erwacht, nachdem die

Landeswährung Yen eine Neigung zur Schwäche gezeigt hat. Und es sieht ganz so aus, als wenn die Börsenlethargie der letzten 55 Jahre langsam überwunden werden kann. Man darf außerdem nicht übersehen, dass Japan mit China einen riesigen Markt vor der Haustür liegen hat, wenngleich das Verhältnis beider Länder historisch nicht ganz unbelastet ist. Der selbstgewählte Rückzug der USA vom internationalen Handel könnte hier neue Chancen eröffnen.

Es lohnt sich übrigens, am japanischen Aktienmarkt über die erste Reihe internationaler Unternehmen wie zum Beispiel Toyota, Sony, Nintendo, Shimano, Hitachi, Nomura, Honda, etc. hinauszusehen und auch die zweite und dritte Garde der Unternehmen zu beobachten. Dort finden sich nicht wenige industrielle Perlen, die mitunter erstaunlich attraktive Bewertungen aufweisen. Und mit mehr als 4.000 börsennotierten Unternehmen gehört das Land zu den größten Börsennationen überhaupt.

Insgesamt hat unsere Research-Reise den Eindruck erbracht, dass international agierende Investoren gut beraten wären, Japan stärker zu beachten, zumal die Kurse in Europa und den USA in den letzten Jahren den asiatischen Börsen vorausgelaufen sind. Zugleich sind die makroökonomischen Herausforderungen des Landes aber gewaltig, so dass vieles darauf ankommen wird, wie die vor wenigen Monaten bestätigte Regierung vom Ministerpräsidenten Abe die gesetzlichen Weichen für die Zukunft stellt. Das jüngst beschlossene Freihandelsabkommen mit der Europäischen Union kann hier ebenso wie der zunehmende Tourismus als positives Zeichen eines sich weiter öffnenden Landes gesehen werden.

---

# „Hohe Cashreserven und Rentabilität für Aktionäre“

Japan wurde über lange Zeit sowohl für seine Attraktivität als auch seine außergewöhnlichen Renditen am Aktienmarkt beneidet. Der MSCI Japan hat von 1970 bis 1989 mehr als 5.500 Prozent gewonnen, während der MSCI Europa und der MSCI USA um gerade mal 660 bzw. 370 Prozent angestiegen sind. Von 1968 bis 2010 verzeichnete Japan über mehrere Dekaden hinweg das weltweit zweithöchste Bruttoinlandsprodukt – und war zur selben Zeit sogar im marktkapitalisierten MSCI World die am höchsten gewichtete Nation. Niedrige Zinsen ließen den Aktien- und Immobilienmarkt in ungeahnte Höhen schießen. Die Erkenntnis, dass diese Entwicklung keinesfalls nachhaltig sein kann, veranlasste die Regierung zu Zinserhöhungen. Damit löste sie einen Zusammenbruch des Aktienmarktes wie auch eine Schuldenkrise aus – vor allem, da viele Schulden mit spekulativen Assets besichert waren. Japan rutschte in das sogenannte „verlorene Jahrzehnt“. Das Land schlitterte in die längste Krise seiner Geschichte. Bis heute konnte sich Japan nicht vollständig davon regenerieren.

Doch die Zeichen stehen auf Erholung. Erst im Mai 2017 konnte der MSCI Japan in US-Dollar gemessen wieder die Höchststände von 1989 erreichen. Es scheint hier zurzeit weit mehr Value-Gelegenheiten

zu geben – also Aktien mit hohem Potential – als in der restlichen Welt. Grund genug, den japanischen Markt unter die Lupe zu nehmen und genauer zu analysieren, wie optimistisch Value-Investoren hinsichtlich der aktuellen Entwicklungen in Nippon sein dürfen.

Um die Attraktivität eines Marktes oder Unternehmens zu bewerten, vergleicht man seinen tatsächlichen Wert mit seinem Preis. Die wichtigsten Kriterien zur Beurteilung einer Anlageentscheidung sind neben der Bewertung – absolut wie auch relativ zu anderen Ländern und Regionen und zur eigenen Historie – Wachstum, Business Sentiment und Allokation von Kapital.

## **Japanische Unternehmen attraktiv bewertet**

Es ist der gewichtete Durchschnitt der einzelnen Unternehmen, die die Marktbewertungen maßgeblich bestimmen. Sie können entweder von vielen Unternehmen oder von nur wenigen großen Firmen getrieben werden, die aber besonders teuer oder günstig sind. Zur Aktienbewertung müssen gleich mehrere Kennzahlen analysiert werden – unter anderem das wichtige Kurs-Gewinn-Verhältnis. Über die letzten 47 Jahre konnte Japan fast stetig die Bewertung auf das KGV verbessern. Dazu beigetragen haben auch steigende Gewinne. Zur eigenen Historie, wie auch relativ zu den anderen Märkten, ist die Gewinnrendite attraktiv.

Um die Einflüsse und Treiber der Bewertung auf die Gewinnrendite besser verstehen zu können, müssen zusätzlich die beiden Haupteinflussfaktoren Preis-Buchwert-Verhältnis und Eigenkapitalrendite analysiert werden. Das Kurs-Buchwert-Verhältnis ist

einer der beliebtesten Bewertungsfaktoren von Value-Investoren, um Unterbewertung zu identifizieren. Auf Basis dieses Faktors hat sich der japanische Aktienmarkt seit 1990 beinahe gedrittelt. Die Bewertung relativ zur eigenen Historie liegt unter dem Durchschnitt, im Gegensatz zu amerikanischen Aktien. Der Bewertungsvorteil gegenüber den anderen Märkten ist damit aktuell größer als im historischen Durchschnitt.

Für jeden Value-Investor stellt sich bei der Anlageentscheidung immer die Frage, was bereits in die Bewertung eingepreist wurde und ob ein Markt berechtigterweise günstig bewertet ist. Wie jeder Faktor hat auch das Kurs-Buchwert-Verhältnis Vor- und Nachteile. Es kann Unterbewertung erkennen und Investoren davor schützen, zu viel für ein Investment zu zahlen. Gleichzeitig ignoriert es aber auch die Ertragskraft eines Investments.

Ein Unternehmen mit niedriger Profitabilität (Eigenkapitalrendite) kann nur geringe Anteile des operativen Ergebnisses in freie Cash-Flows umwandeln. Profitable Unternehmen haben dagegen mehr Freiraum und können effizienter wachsen. Der japanische Markt konnte bei attraktiv bleibender Bewertung die Eigenkapitalrendite absolut und auch im Verhältnis zu Europa und den USA steigern. Nur in vier Prozent der Zeitpunkte war die Eigenkapitalrendite in Japan so nah an der US-amerikanischen dran. In Japan ist sowohl absolut als auch relativ eine historisch geringe Unternehmensverschuldung zu beobachten. In anderen Regionen, allen voran in den USA, hat die Verschuldung der Unternehmen seit der Finanzkrise deutlich zugelegt, wobei ein Großteil des Kapitals

eher in Aktienrückkäufe statt in Investitionen geflossen ist.

Japan ist also mit Blick auf die Bewertungskennzahlen sowohl relativ zur eigenen Historie als auch zu anderen Märkten sehr attraktiv. Dies gilt für klassische Bewertungskennzahlen ebenso wie für die Rentabilität und Ertragskraft. Das historisch und relativ zu anderen Regionen niedrige Verschuldungsniveau unterstreicht die Nachhaltigkeit der attraktiven Bewertung.

## **Wachstumspotential und Business Sentiment stimmen optimistisch**

Lange Zeit galt in Japan das Gewinnwachstum als Fremdwort. Heute jedoch sind hier höhere Gewinnzuwächse als in Regionen mit höherer Bewertung, stärkerer Verschuldung und ähnlicher Profitabilität zu finden. Auch für die nächsten Jahre sind die Schätzungen positiv.

Aussagekräftig ist auch das Business Sentiment der einzelnen Unternehmen innerhalb eines Marktes und damit verbunden die Auswirkungen von veränderten Gewinnerwartungen auf die Kapitalrendite. Diese vielschichtigen Blickwinkel helfen dabei, Value-Traps zu vermeiden. In den letzten Wochen konnten diesbezüglich bei etwa 60 Prozent der japanischen Unternehmen positive Entwicklungen beobachtet werden, weit mehr als in den übrigen entwickelten Märkten. Sowohl neue politische Anreize als auch unternehmenstechnische Verbesserungen haben dazu beigetragen, dass der japanische Markt bezüglich Business Sentiment und Gewinnwachstums einen eindeutigen Aufwärtstrend beschreitet. Auch wenn es regional und global Zeiten größeren Wachstums

gegeben hat, bietet Nippon, vor allem relativ zu den anderen Regionen, ein attraktives Wachstum sowie zukünftiges Potential.

## **Hohe Cashreserven und Rentabilität als Chance für Aktionäre**

Je nach Ertragskraft ist es entscheidend, wie ein Unternehmen seine verfügbaren Eigenmittel oder sein Kapital einsetzt. Hier zeigt sich eine große Diskrepanz zwischen japanischen Unternehmen und seinen US-amerikanischen bzw. europäischen Konkurrenten. Seit geraumer Zeit haben japanische Firmen mehr Cash in ihren Bilanzen als Firmen in anderen Regionen. Dieser Trend hat sich in den letzten fünf Jahren sogar verstärkt. Hauptgrund dafür war eine historische Knappheit an tragfähigen Investitionsmöglichkeiten, die wiederum eine geringe erwirtschaftete Eigenkapitalrendite zur Folge hatte. Durch die aktuelle Vielfalt an lukrativen Projekten kann das angehäuften Kapital gewinnbringend eingesetzt und die Rentabilität gesteigert werden.

Aus diesem Blickwinkel hat der japanische Markt noch einiges an Aufholbedarf und damit einhergehend auch ein Potential, das es zu heben gilt. Richtig eingesetzt, kann das Kapital der japanischen Unternehmen durchaus ein wichtiger Hebel sein, um zukünftigen Wert zu schaffen. Durch diese Investitionen – ob in Aktienrückkäufe, Übernahmen oder Forschung und Entwicklung – kann erwirtschaftetes Kapital wieder rentabel angelegt werden. Dies führt zu einem positiven Schneeballeffekt und zu einer zusätzlichen Wertschöpfung.

Die bisher geringe Verwendung von Eigenkapital gibt



den Unternehmen also einerseits Flexibilität und Anpassungspotenzial sowie andererseits die Möglichkeit, in Zukunft besser für die Aktionäre zu handeln. Erste Tendenzen sehen wir schon an den steigenden Aktienrückkäufen in den letzten Jahren.

Fazit: Die Bewertung Japans in Kombination mit konservativ positiven Wachstumsaussichten, einem positiven Business Sentiment, einer hohen Bilanzstärke und viel Aufholpotential in der Allokation von Kapital sind gute Gründe dafür, das Japan-Gewicht in diversifizierten Portfolios zu erhöhen. Aus Value-Perspektive sind vor allem solche Unternehmen attraktiv, die Nicht-Basiskonsumgüter sowie Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe herstellen.

---

## **Das Internet als Herausforderung**

*Welche Herausforderungen hält der asiatische Markt für Anleger bereit, die in die Region investieren wollen?*

Mehta: Als Region unterschiedlichster Kulturen steht Asien immer wieder Herausforderungen gegenüber. Wir versuchen, langfristige Investitionen zu tätigen, die nachhaltig sind. Derzeit ist es vor allem das Internet, das uns vor Herausforderungen stellt. Noch vor Kurzem befand sich die Firma Giant in unserem Portfolio. Der Hersteller hochwertiger Fahrräder zeichnete sich aus durch hohe Gewinnspannen, Wachstum und Ertrag. Das Unternehmen profitierte vom

steigenden Interesse an Sport und Fitness und ich hätte nicht erwartet, dass eine technologische Entwicklung sie negativ beeinflussen könnte. 2016 kamen in China jedoch oBike und Ofo auf den Markt. Die beiden Unternehmen bieten Apps an, mit denen ihre Nutzer kostengünstig Fahrräder leihen können. Im Unterschied zu anderen Anbietern müssen geliehene Räder hier nicht an einem bestimmten Ort zurückgegeben, sondern können beliebig abgestellt werden. Wegen der Nachlässigkeit, mit denen Nutzer die Leihobjekte behandeln, setzen die Anbieter auf den Kauf günstiger Räder. Zudem sinkt aufgrund der Vielzahl von Mietangeboten die Notwendigkeit, ein eigenes Fahrrad zu besitzen. In der Konsequenz sanken die Verkaufszahlen bei Giant und die Firma musste überraschend hohe Verluste verzeichnen. Im Einzelhandel lässt sich ähnliches beobachten. Ladengeschäfte und Einkaufszentren müssen mit Onlineshops wie Amazon konkurrieren. Die neuste Entwicklung in dieser Hinsicht ist Augmented Reality. Ikea beispielsweise bietet eine App an, die es Nutzern ermöglicht, virtuelle Möbel in ihrem Zuhause zu platzieren, um die Kaufentscheidung zu erleichtern. Diese Tendenz hin zu Onlinediensten betrifft nicht nur Asien, es handelt sich dabei vielmehr um einen globalen Trend.

*Welche Chancen bieten sich Anlegern auf dem asiatischen Markt?*

Mehta: Aus Sicht eines Investors bieten sich jedoch auch lohnenswerte Gelegenheiten, in Unternehmen zu investieren, die von technologischen Entwicklungen profitieren. Ein Beispiel hierfür ist Tencent, eine der größten Firmen Chinas. Der Konzern begann mit dem Vertrieb von Spielen und erzielt mit Onlinewerbung mittlerweile hohe Gewinne. Ein anderes

Beispiel ist Weibo, eine Social-Media-Plattform ähnlich zu Snapchat, Twitter, oder Facebook. Beide befinden sich im Portfolio des JOHCM Asia ex Japan Fund. Einige andere Spitzenreiter sind derzeit Largan Precision und AAC Technologies. Bei beiden handelt es sich um Hardwarehersteller; Largan Precision stellt Kameralinsen für Smartphones her. Da die Kamerafunktion bei Nutzern sehr beliebt ist und in regelmäßig neue Entwicklungen wie die duale Kamera auf den Markt kommen, fährt das Unternehmen Gewinne ein. AAC Technologies produziert ebenfalls Komponenten für Smartphones, wie Antennen, Lautsprecher und haptische Systeme und profitiert auf ähnliche Weise vom technischen Fortschritt.

*Was sind weitere Besonderheiten des asiatischen Markts?*

Mehta: Ich denke, zwei Dinge stechen hier hervor: Wachstum und Volatilität. Aufgrund des dynamischen Bevölkerungswachstums und der vielen jungen Volkswirtschaften wird Wachstum unweigerlich mit Asien assoziiert. Trotzdem sollte man bedenken, dass die dortigen Aktienmärkte ebenso anfällig für Baissen sind, wie andere Börsenplätze. Volatilität muss hier nicht nur in einem wirtschaftlichen Zusammenhang verstanden werden, sondern auch in einem politischen. Aufstrebende Märkte sind anfälliger für Krisen; Nordkorea, Taiwan, China, Indien und Pakistan alle hatten oder haben politische Probleme. Aber ich empfinde politische Unsicherheit nicht als etwas, worüber man sich Sorgen machen sollte. Ganz im Gegenteil, manchmal bieten sich in solchen Zeiten gute Investitionsmöglichkeiten. Wirklich bedenklich finde ich technische Entwicklungen in Bereichen wie Robotik, künstliche Intelligenz, Automatisierung.

Sie werden sich über kurz oder lang auf den Arbeitsmarkt auswirken. Asiens Bevölkerung ist groß, die meisten Nationen sind noch nicht am Ende ihrer wirtschaftlichen Entwicklung. Das müssen wir bedenken.

*Sie haben sich kürzlich zur wirtschaftlichen Situation in Malaysia geäußert. Könnte das Land vor einem Aufschwung stehen?*

Mehta: Wenn ich mit Ländern wie Malaysia zu tun habe, oder günstigen Unternehmen in der Region, frage ich mich, wie viel schlimmer es noch werden kann. Beim Kauf einer Aktie ist es meine oberste Prämisse, nicht zu viel Geld zu verlieren. 2015 und 2016 durchlebte China einige Schwierigkeiten, der Yuan verlor stark an Wert. Einige waren der Meinung, dass sich die chinesische Wirtschaft signifikant verlangsamten könnte. Doch 2017 hat sich die Wirtschaft stabilisiert und Investoren sind erpicht darauf, Aktien zu kaufen. Ich denke, mit Malaysia verhält es sich ähnlich. Ich kaufe Aktien, weil ich denke, dass das Schlimmste bereits ausgestanden ist. Da ich die genauen Entwicklungen nicht voraussagen kann, muss ich mich in Geduld üben.

*Interview: Lisa Sußner*

Der [zweite Teil](#) des Interviews erscheint am Montag, den 27. November.

---

# Abe(nomics) im Aufwind?

Der japanische Premierminister Shinzo Abe schaut seinem fünfjährigen Jubiläum in Regierungsverantwortung entgegen. Damit kann Abe schon heute die drittlängste Amtszeit seit der Einführung der Demokratie 1945 verbuchen. Die Abe-Jahre waren bisher von Ambivalenzen geprägt: Zum einen konnte unter ihm eine stabilere Regierung gebildet werden, was in der jüngeren japanischen Vergangenheit keineswegs Gewohnheit war, zum anderen wurde im Laufe des Jahres 2017 die politische Realität durch fortlaufende Skandale im Kabinett der Abe-Regierung erschüttert. Zweitweise drohte gar der Fortbestand der Abe-Regierung ins Wanken zu geraten.

Die wirtschaftlichen Herausforderungen für einen japanischen Premier – Stichwort: Deflation – sind denkbar schwierig. Daher stehen wirtschaftspolitische Reformen schon immer im Zentrum der Regierungsarbeit Abes. Die wirtschaftliche Reformagenda seiner zweiten Amtszeit brachte sogar ein Kofferwort hervor: Abenomics. Ein Wort, das insbesondere für eine aggressive geldpolitische Lockerung steht.

## **Anziehende Konjunktur stabilisiert Regierung**

Die vergangenen Monate scheinen allerdings trotz einiger Skandale für die Abe-Regierung zu sprechen. Das hat unterschiedliche Gründe: Die Konjunktur zieht seit geraumer Zeit leicht, aber kontinuierlich an. Zudem werden die im August verabschiedeten Reformen positiv bewertet, die Oppositionspartei ist durch anhaltende interne Skandale geschwächt und die

Spannungen mit Nordkorea stabilisieren die Regierungsinitiativen. Nun hat sich bei den vorgezogenen Neuwahlen am 22. Oktober gezeigt, dass ein Kurswechsel von der Bevölkerung nicht gewünscht ist.

Die Wirtschaftslage Japans bleibt zweifelsohne brisant. Ein zentrales Problem für das Wirtschaftswachstum stellt etwa der Arbeitskräftemangel dar. Von wachsender Jugendarbeitslosigkeit, unter dem viele entwickelte Länder leiden, ist Japan daher nicht betroffen. Die zahlreichen Beschäftigungsmöglichkeiten für junge Bewerber tragen langfristig eher zur Stabilität der japanischen Gesellschaft bei. Folglich hat die Struktur des Arbeitsmarktes zunehmende ökonomische und politische Auswirkungen. Eines der aktuellen zentralen politischen Programme von Premierminister Abe ist die „Arbeitsstil-Reform“, mit der sich der derzeitige Arbeitskräftemangel noch verschärft. Seitdem die Suizide junger Arbeitnehmer aufgrund von Überarbeitung in den Nachrichten Schlagzeilen machten und der Anteil an Frauen bei den Arbeitskräften gestiegen ist, um dem Arbeitskräftemangel entgegenzuwirken, wurden flexiblere Arbeitszeiten, bezahlter Urlaub und strenge Obergrenzen für Überstunden eingeführt. Diese Maßnahmen führen wiederum bei großen Unternehmen zu höheren Personalkosten sowie zu einer weiteren Verstärkung des Fachkräftemangels.

## **Unsicherheiten am Arbeitsmarkt – Wohin die Reise führt**

Aufgrund der steigenden Anzahl nicht regulär Beschäftigter zählen immer mehr Arbeitnehmer zu den

Geringverdienern – ein wesentliches Merkmal des japanischen Arbeitsmarktes seit dem Jahr 2000. In der Folge dieser Entwicklung kam es zu Gesetzesänderungen seitens der Regierung, um Lohnangleichung bei vergleichbaren Arbeiten durchzusetzen. Zielsetzung war es, den Mangel an hochqualifizierten Fachkräften zu bekämpfen und parallel dazu reguläre Beschäftigungsverhältnisse zu fördern. Die Anzahl der regulär Beschäftigten stieg um durchschnittlich 0,9 Prozent gegenüber dem Vorjahr und die Anzahl an Teilzeitbeschäftigten stieg um 3,3 Prozent im Zeitraum 2013 bis 2016. Ab 2017 betrug der durchschnittliche Anstieg bei der Zahl der regulär Beschäftigten 2,4 Prozent, während der Wert bei den Teilzeitbeschäftigten bei 2,8 Prozent lag. Das zeigt, die Zunahme bei der Zahl der regulär Beschäftigten ist inzwischen ähnlich hoch. Außerdem bleibt anzunehmen, dass diese Veränderungen in Zukunft zu einem höheren Lohnniveau und einem verbesserten Konsumklima führen.

Der wirtschaftliche Pessimismus gewann Auftrieb durch die Konjunkturflaute in der zweiten Jahreshälfte 2016 sowie durch den stagnierenden Verbraucherpreisindex (VPI). Jedoch konnte in diesem Jahr eine erhebliche Steigerung des realen BIP um 2,5 Prozent verzeichnet werden – umgerechnet ein saisonbereinigter, annualisierter Wert von plus 1,2 Prozent. Aufgrund negativer Deflatoren stieg der Nominalwert nicht, was auch der Grund dafür ist, dass dieses Wirtschaftswachstum bei der japanischen Bevölkerung unbemerkt blieb. Obgleich die Deflatoren in allen vier Quartalen des Jahres 2016 negativ waren, erledigte sich das Problem 2017 dann in der Tat von selbst – eine große Veränderung, die zu einem Anstieg um 0,8 Prozent und 1,9 Prozent beim

realen Verbrauch beitrug. Wir konnten bei unseren Recherchen vor Ort feststellen, wie die Naturkatastrophen und instabilen Klimaverhältnisse im vergangenen Jahr sowie der Arbeitskräftemangel und die finanziellen Engpässe der Kommunen etwa zu Verzögerungen bei Bauvorhaben geführt haben. Dies ist wohl einer der Hauptgründe für den pessimistischen Ausblick auf die japanische Wirtschaft.

Auch das gedämpfte Konsumklima spielt eine gewichtige Rolle. Dabei resultiert der stagnierende Konsum nicht aus sinkenden Einkommen, sondern aus einer zunehmenden Sparquote der japanischen Haushalte. Gegenwärtig zeichnet sich aber eine Trendwende ab, denn die kommenden Olympischen Spiele in Tokio beleben offensichtlich das Konsumklima, u.a. durch wachsende Bauinvestitionen.

Ein Blick auf die Fundamentaldaten der Unternehmen stimmt außerdem zuversichtlich. Es lässt sich beobachten, dass bestehende Lieferengpässe bei der Produktion auf volle Auftragsbücher hinweisen.

Die Unternehmen bestechen durch Investitionswillen. Und es zeigen sich durchaus positive Signale für weitere Wachstumspotenziale durch Binnenkonjunktur, die zudem nicht von Währungsschwankungen und der Wirtschaftslage des Auslands abhängig sind. Obwohl die japanische Wirtschaft weiter im Schatten Chinas steht, sollte die enorme Binnennachfrage Japans nicht außer Acht gelassen werden. Sie trägt ihren Teil dazu bei, dass Japan das Land mit dem weltweit dritthöchsten BIP ist.

Trotz dieser Ausgangslage geht der selektive Kauf von Aktien, die von der ausländischen Nachfrage



abhängig sind, wie beispielsweise Aktien aus der Halbleiterbranche oder dem Bereich der Anlageninvestitionen weiter. Gleichzeitig gibt es einen Rückgang bei Aktien, für die eine Binnennachfrage existiert. Auch wir können nicht über das negative Stimmungsbild im Hinblick auf die langfristigen Wachstumsprognosen hinwegsehen. Dennoch dürfen wir auch nicht die Tatsache aus den Augen verlieren: Die Lage bei Unternehmensaktivitäten, die in den 20 Jahren der Deflation von 1990 bis 2010 nur schleppend vorangingen, hat sich grundlegend geändert. Natürlich sollten wir auch die erheblichen Unterschiede bei den Stärken der Unternehmen nicht vergessen, die zu Differenzen bei den Performance-Ergebnissen führen können. Dennoch glauben wir, dass die Attraktivität von günstig bewerteten und gut geführten, auf die Binnennachfrage ausgerichteten Unternehmen für Investoren weiter zunehmen wird.

## **Affinität für Technik stärkt japanische Wirtschaft**

Japan könnte die eingangs erwähnte strukturelle Not einer alternden Bevölkerung und den damit zusammenhängenden Fachkräftemangel möglicherweise auffangen und daraus sogar eine Tugend machen. Während Trends wie Robotik oder künstliche Intelligenz weltweit als Bedrohung für die Arbeitsmärkte diskutiert werden, dürfte Japan von diesen Entwicklungstrends eher profitieren. Japan liegt beim Tempo bezüglich der Markteinführung innovativer Zukunftstechnologien zwar hinter den USA, doch die Rahmenbedingungen für technologische Neuerungen sind als überaus positiv zu bewerten. Die

sozialen Infrastrukturen, Schlüsseltechnologien und Fachpersonal sind vorhanden. Durch den Mangel an Arbeitskräften zeichnen sich japanische Unternehmen vom Management bis zur Belegschaft durch ein hohes Maß an Technologieakzeptanz aus. Das begünstigt die Einführung und Umsetzung neuer Technologien, Anwendungen und Geschäftsmodelle. Somit kann der Mangel an Arbeitern zu einer Auflösung von Altvermögenswerten führen und die Industriestruktur transformieren. Das bietet neue Möglichkeiten für Aktienanlagen in junge wachstumsstarke Unternehmen.  
//

---

## **Neuwahlen als Reformbeschleuniger?**

Es ist zu erwarten, dass die anstehenden Wahlen in Japan eine neue Ära des politischen Wettbewerbs und der politischen Verantwortlichkeit einleiten werden. Die Geschwindigkeit struktureller Reformen im Allgemeinen und angebotsseitiger Reformen im Besonderen dürfte zunehmen, falls sich die Gouverneurin von Tokio, Yuriko Koike, gemäß unseren Erwartungen in der bisher unvorstellbaren Position wiederfindet, ein offizielles Amt innezuhaben und gleichzeitig in der Opposition zu sein: Sie wird weiterhin amtierende Gouverneurin von Tokio bleiben, als Vorsitzende der zweitgrößten Partei im Parlament (angenommen, die Vorhersagen aus aktuellen Meinungsumfragen sind korrekt) wird sie jedoch auch in der Opposition sitzen.

Yuriko Koike ist schon seit vielen Jahren als Politikerin bekannt, die der Wirtschaft, Existenzgründern und dem konsumgetriebenen Wachstum positiv gegenübersteht. Da es sich bei Tokio um Japans wichtigste Wirtschaftsregion handelt (auf die knapp über ein Drittel des BIP entfällt), wird die Regierung nach den Wahlen sofort aufgrund der Blockierung lokaler Wachstumsinitiativen und der ausbleibenden Umsetzung struktureller Reformen unter Beschuss geraten. Genau diese bevorstehende Spannung zwischen landesweiten Regeln und Vorschriften, regionalen Bestrebungen und lokaler „Lebenskraft“ ist meiner Ansicht nach die Hauptdynamik, die es ab sofort in der japanischen Politik und in politischen Entscheidungsprozessen zu beobachten gilt.

Es bleibt natürlich abzuwarten, wie genau sich diese neue Dynamik entwickeln wird. Hierbei wird die Machtverteilung im Parlament eine wichtige Rolle spielen. Je schwächer die LDP, desto größer werden die Ambitionen für angebotsseitige Reformen ausfallen. Zu beachten ist, dass der frühere Vorsitzende der Demokratischen Partei, Seiji Maehara, wahrscheinlich Koikes Fraktionsvorsitzender im Parlament werden wird. Er hat zum Thema Deregulierung eine absolut tadellose Bilanz vorzuweisen: Als Verkehrsminister in der ersten Regierung der Demokratischen Partei öffnete Maehara den Tokioter Flughafen Haneda für internationale Flüge. Er erreichte innerhalb weniger Wochen, was die Vorsitzenden der LDP aus Loyalität gegenüber den persönlichen Interessen Naritas jahrzehntelang nicht durchsetzen konnten. Die Öffnung des Flughafens Haneda war möglicherweise der Beginn der Reintegration Japans mit Asien und der Welt, was zu enorm positiven wirtschaftlichen Multiplikatoren

geführt hat. Dass sowohl Koike als auch Maehara darauf bestanden, Politiker der alten Schule und heimliche Sozialisten beim Zusammenschluss ihrer Parteien auszuschließen, verheißt meiner Ansicht nach Gutes für die kommende angebotsseitige Agenda der neuen Opposition.

### **Wie steht es um Steuererhöhungen und Kernkraft?**

Uns ist bewusst, dass die übliche Rhetorik zu den Wahlen eher konservativ ausfällt. Die Medien sind sehr bemüht, sich an bekannte Themen zu halten – Abe tritt für eine Erhöhung der Verbrauchssteuer und für Kernkraft ein, während Koike gegen die Erhöhung der Steuer und gegen Kernkraft plädiert.

Die Unterschiede in der Politik sind meiner Meinung nach eher symbolisch für den persönlichen Charakter der beiden Kontrahenten als politische Überzeugung. Abe wird als Führungspersönlichkeit dargestellt, der sich vom Kämpfer gegen mächtige Technokraten – er machte die frühere Steuererhöhung rückgängig – zum LDP-„Insider“ der alten Schule gewandelt hat. Koike übernimmt nun seinen bisherigen Platz als Herausforderer und Outsider.

Obwohl diese Darstellung vollkommen legitim ist, warnen wir davor, die konkreten Wahlkampfplattformen zu wörtlich zu nehmen. Die Entscheidung über eine Steuererhöhung fällt schließlich erst im Dezember 2018 – es bleibt also genug Zeit dafür, dass sie in Vergessenheit gerät bzw. neu überdacht wird. Abes Regierungssprecher räumte hierbei bereits Flexibilität ein („abhängig von den jeweiligen wirtschaftlichen Bedingungen ...“). Koikes ablehnende Haltung zur Kernkraft ist währenddessen ebenso pragmatisch – der endgültige Ausstieg ist erst für

2030 geplant. Außerdem hat Japan nach der Katastrophe von Fukushima gerade erst wieder mit der sukzessiven Aufnahme der Kernkraft begonnen – fünf Reaktoren wurden wieder angefahren, 43 sind jedoch immer noch nicht in Betrieb. Kernkraft macht weniger als 2 % der gesamten Energieversorgung aus. Bei diesem Thema dürfte es also zu keinen radikalen Änderungen kommen.

### **Fiskale Dominanz übertrumpft den Gouverneur der BoJ**

Ebenso sehen wir keine Verbindung zwischen dem Ausgang der Wahlen und der Geldpolitik. Meiner Meinung nach liegt der Grund dafür darin, dass sowohl Abe als auch Koike bei der makroökonomischen Politik von einem tief verwurzelten Pragmatismus geprägt sind: Geld- und Fiskalpolitik gelten in Japan faktisch als ein und dasselbe. Der Ansatz der „fiskalischen Dominanz“ hat bisher gut funktioniert. Für die meisten politischen Berater scheint es keinen triftigen Grund dafür zu geben, zu früheren politischen Modellen zurückzukehren, die auf eine Unabhängigkeit der Zentralbank bestehen. Wenn überhaupt, wächst unter japanischen Politikern der Stolz, dass Japans „neue Geldpolitik“ zum neuen Maßstab werden könnte. Dies zeigt sich darin, dass „Team Abe“ keinerlei Skrupel hat, die Ziele des Primärhaushalts zu verschieben, und auch bei der letzten Abstimmung im Lenkungsrat der BoJ befürwortete der einzige Andersdenkende eine stärkere Lockerung.

Meiner Ansicht nach könnte die erneute Ernennung von Gouverneur Kuroda hauptsächlich durch lautstarken Widerstand aus Washington im Allgemeinen und dem nächsten Vorsitzenden der Fed im Besonderen

gefährdet werden. Zu diesem Zeitpunkt scheint es jedoch unwahrscheinlich, dass dies zu einem Hindernis werden wird.

Alles in allem sehen wir die anstehenden Wahlen als einen wichtigen Wendepunkt im politischen Entscheidungsprozess in Japan. Obwohl die makroökonomische Politik unverändert bleibt – fiskalische Dominanz und keine Kontrolle über die Zinsstrukturkurve durch die BoJ –, ist zu erwarten, dass eine echte angebotsseitige Agenda, bei der die Themen Wirtschaft, Deregulierung und Wachstum im Mittelpunkt stehen, das Machtmonopol von „Team Abe“ herausfordern und zur Verantwortung ziehen wird, um eine bestimmtere Ergreifung von Maßnahmen zu erreichen. Die neue Kraft ergibt sich aus der noch nie da gewesenen Einheit der parlamentarischen Opposition, die von der mächtigen Gouverneurin von Tokio – wichtigster Wirtschaftsstandort Japans, globales Finanzzentrum und Schaufenster zur Welt – angeführt wird.

### **Eine Koalition nach dem Motto „Japan First“?**

Die Kandidaten sind nun bekanntgegeben worden und wir erwarten immer noch, dass die LDP-Koalition mit einer stabilen Mehrheit von rund 240 bis 260 der 465 Sitze wieder ins Parlament einziehen und Koikes Partei der Hoffnung mit 120 bis 180 Sitzen zur größten Oppositionspartei werden wird. Interessanterweise hat Yuriko Koike bereits die Tür für eine potenzielle Koalition mit der LDP geöffnet. Schließlich haben Koike, Maehara und Abe eine starke patriotische Ideologie gemeinsam, die meiner Meinung nach auf den Schlachtruf der Eliten aus der Meiji-Ära, die Japan modernisierten, zurückgeht: „Fukoku

Kyohei“ – starkes Land, starke Armee. Je höher die Verluste des derzeitigen Koalitionspartners der LDP, Komeito, desto besser stehen die Chancen für eine neue Koalition zwischen Abes LDP und Koikes Partei der Hoffnung nach dem Motto „Japan First“. Meinen Erwartungen nach wird dieses Szenario nach den nächsten landesweiten Wahlen, den Mitte 2019 stattfindenden Wahlen zum Oberhaus, wahrscheinlicher.

Für den Moment wird der Wettstreit zwischen Abe und Koike – also zwischen dem Establishment der Zentralregierung und den lokalen „Querulanten“ aus Tokio – meiner Meinung nach zu einer Beschleunigung der angebotsseitigen Reformen führen.

---

## **Nippons aufregende Aktienstory**

Der signifikante Anstieg der Unternehmensgewinne bestärkt uns in der Ansicht, dass der japanische Aktienmarkt eine überzeugende Story bietet – egal, wie schwach die volkswirtschaftlichen Rahmendaten derzeit auch erscheinen mögen. Viele Investoren warten darauf, dass die Binnenkonjunktur endlich wieder anspringt und die Inflation zurückkehrt. Aber sie übersehen, was für die Aktienkurse am allerwichtigsten ist: steigende Erträge der

Unternehmen.

Nach zuletzt guten makroökonomischen Daten gibt es durchaus berechtigte Hoffnungen, dass zusammen mit einer sich beschleunigenden Weltwirtschaft und den geldpolitischen Impulsen der Bank von Japan im Land der aufgehenden Sonne endlich der lang ersehnte Aufschwung einsetzt. Aber während volkswirtschaftlich orientierte Beobachter darauf warten, dass diese Annahme durch weitere Daten bestätigt wird, hat sich die wirtschaftliche Basis japanischer Unternehmen bereits deutlich nach oben bewegt. Die Unternehmensgewinne haben die Rekordmarke aus dem Jahr 2007 übertroffen, gleichzeitig haben japanische Konzerne innerhalb der vergangenen zehn Jahren kumuliert betrachtet die höchsten Gewinne erzielt – noch vor den US-Firmen. Auch die Dividendenausschüttungen und Aktienrückkäufe haben in Japan ein neues Rekordniveau erreicht. Das sollte die Investoren daran erinnern, dass die fundamentalen Rahmenbedingungen auf gesamtwirtschaftlicher Ebene und auf Unternehmensebene zwei unterschiedliche Dimensionen darstellen, die es – erst recht in Japan – zu beachten gilt. Die momentan zu beobachtende Verbesserung der Unternehmenserträge unterfüttert unsere Einschätzung, dass Japan eine überzeugende, sich selbst am Laufen haltende Wachstumsstory ist.

## **Japans Wachstum zieht deutlich an**

Mit der jüngsten Entwicklung beginnen japanische Unternehmen die Früchte der von Premierminister Shinzō Abe eingeleiteten Reformen zu ernten. Diese Initiativen hatten zum Ziel, die Corporate-Governance-Standards in Japan zu verbessern, was unter anderem einen höheren Anteil externer Manager



in der Unternehmensführung einschließt, und die Kapitalgeber– allen voran die Aktionäre –, stärker an den Unternehmenserträgen zu beteiligen. Die positiven Auswirkungen auf die Profitabilität der Firmen und die Kapitalallokation sind signifikant – obwohl die Umsätze der Firmen nur moderat gestiegen sind und sich die schwachen makroökonomischen Rahmenbedingungen in dieser Zeit nicht wesentlich geändert haben. Während zunächst höhere Exporte, der schwache Yen und fiskalpolitische Impulse die Aufwärtsentwicklung der Unternehmensgewinne getragen haben, wird diese Entwicklung nun durch den privaten Konsum und anziehende Investitionen getrieben. Vor dem Hintergrund einer stabilen und moderat wachsenden Weltwirtschaft gehen wir daher davon aus, dass die Unternehmensgewinne in Japan im laufenden Jahr zweistellig zulegen und sie auch im kommenden Jahr deutlich stärker wachsen werden als in den USA und der Eurozone.

## **Gute Fundamentaldaten bei japanischen Unternehmen**

Der hohe Cash-Bestand vieler Unternehmen – der im direkten Vergleich deutlich höher liegt als in anderen entwickelten Volkswirtschaften –, und die Aussicht darauf, dass die Unternehmen diese liquiden Mittel nun sehr diszipliniert investieren oder aber zusätzliche Ausschüttungen an ihre Anteilseigner vornehmen werden, beflügelt die Kurse vieler Aktien an der Börse in Tokio. Es gibt erste Anzeichen dafür, dass die Inflationsrate angesichts eines nahezu leergefegten Arbeitsmarktes anziehen wird. Unabhängig davon, wie sich die Preissteigerungsraten in Japan entwickeln werden, sind die fundamentalen Rahmendaten der Unternehmen weiterhin sehr robust.

Das beweist einmal mehr, dass die Einstiegsgemelegenheiten am japanischen Aktienmarkt nicht durch die Entwicklung der japanischen Volkswirtschaft definiert werden.

---

## **Neuwahlen als Chance für Abe**

Blickt man aus heutiger Sicht auf Abes Schritt, in einem Monat Neuwahlen durchzuführen, scheint dies gut getimter politischer und ökonomischer Opportunismus zu sein: Die oppositionelle Demokratische Partei ist in Aufruhr, während die neue Partei der Gouverneurin von Tokio, Yuriko Koike, unerfahren ist und noch Wochen braucht, bis sie eine glaubwürdige Agenda stehen hat. Abe will die Chance nutzen, um sein neues wirtschaftspolitisches Paket durchzubekommen, das grundlegende Strukturreformen zu einem Zeitpunkt in Angriff nimmt, in dem die Inlandsnachfrage wieder Lebenszeichen von sich gibt und die globale Erholung die japanischen Exporte stützt – selbst wenn Lohnsteigerungen und Inflation weiterhin nicht in Sicht sind.

Die nationale Sicherheit dürfte darüber hinaus eine Schlüsselrolle im Wahlkampf spielen, berücksichtigt man einerseits Abes gut dokumentierten Wunsch, Japans pazifistische Verfassung noch einmal zu überdenken, und andererseits den schießwütigen nordkoreanischen Anführer, der die militärische

Konfrontation auf die Spitze treibt.

Diesen Wendepunkt der Geschichte will sich Abe zu Nutze machen und die Investoren würden die relative Stabilität begrüßen, welche eine dritte Amtszeit bis 2021 bringen könnte. Eine ordentliche Mehrheit würde es ihm ermöglichen, im Rahmen der Anstrengungen das immense japanische Haushaltsdefizit zu reduzieren, die geplante Erhöhung der Verbrauchssteuer 2019 durchzudrücken.

Aber es wird alles andere als ein ruhiger Segeltörn werden. Vor allem angesichts der geopolitischen Sorgen und Unsicherheiten in Folge einer US Politik, durch die der Yen seine Rolle eines sicheren Währungshafens fortsetzen könnte. Schon ein aufreibender Wahlkampf oder eine politische Überraschung könnte heftige Marktvolatilität hervorrufen.

Jede Marktkorrektur kann aber auch als Chance wahrgenommen werden, um weiter in die nach wie vor vorhandenen Qualitätsunternehmen zu investieren, und hier vor allem in die Branchenführer mit Preissetzungsmacht, welche weniger anfällig für solche Marktvolatilitäten sind.

---

# **Tourismus als Wirtschaftsmodell**

## **Japans Tourismusboom wird zu mehr politischer Unterstützung für eine Abwertung des Yen führen**

Der Boom, den Reisen nach Japan derzeit verzeichnen, ist wohl der greifbarste Erfolg der „Abenomics“. Im Zuge der stetig vorangetriebenen Visaerleichterungen, die das „Team Abe“ bereits in der ersten Woche nach seinem Einzug ins Büro des Premierministers im Dezember 2012 initiiert hatte, hat sich die Zahl der Japanreisenden nahezu vervierfacht und ist von durchschnittlich 697.000 pro Monat (2012) auf derzeit 2,6 Millionen pro Monat gestiegen. Ganze 16 % des Konsumausgabenwachstums (ohne Mietzahlungen) entfallen seit 2012 auf Ausgaben vonseiten der Touristen. Obwohl der absolute Anteil der Touristenausgaben mit unter 1,5 % des Gesamtkonsums noch immer gering ist, hat die außerordentliche Steigerungsrate einen ausgesprochen positiven Effekt auf den japanischen Binnenmarkt, und zwar insbesondere auf die regionale Wirtschaft des Landes. Meiner Ansicht nach wird eine der wichtigsten Konsequenzen der erfolgreichen Tourismusstrategie Abes der Bruch mit der lange gepflegten Wechselkurspolitik Japans sein. Während das politische Establishment in der Vergangenheit davon ausging, dass eine Abwertung des Yen grundsätzlich Nachteile für Japan brächte, weil der daraus resultierende Anstieg der Importkosten die lokale wie auch die regionale Wirtschaft weiter unter Druck setzte, wird die Währungsabwertung nun zunehmend positiv gesehen, nämlich als politisches Instrument zur Ankurbelung des inländischen Wachstums im Allgemeinen und des regionalen Wachstums im Besonderen. Von nun an wird aufgrund des nachlassenden Einflusses der strukturellen

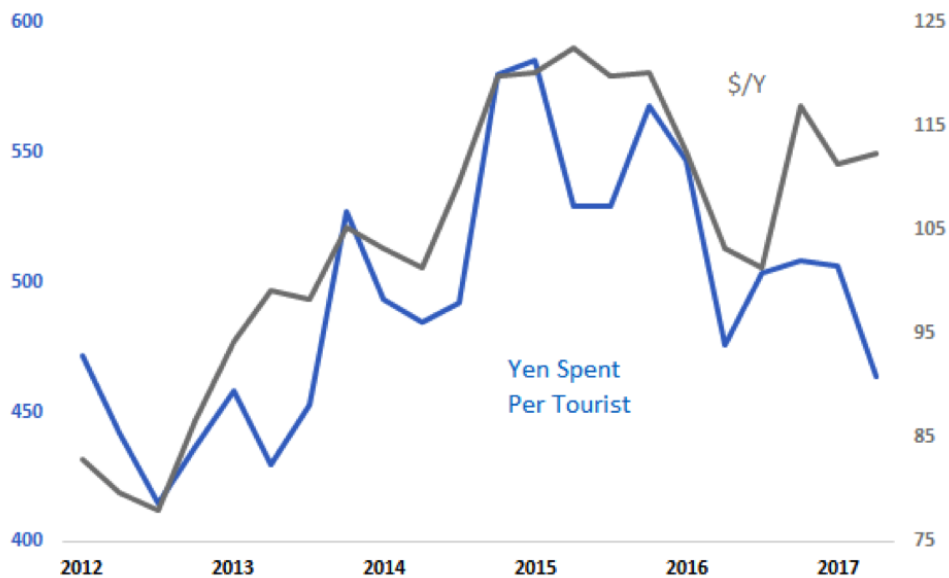
Veränderungen, die den Tourismusboom auslösten, der Yen als Motor für die inländische Kaufkraft mit hoher Wahrscheinlichkeit immer mehr an Bedeutung gewinnen. Damit der Tourismus weiterhin stark bleibt, braucht Japan einen schwächeren Yen. Meiner Ansicht nach werden die lokalen politischen Entscheidungsträger, also das Rückgrat der regierenden Liberaldemokratischen Partei (LDP), schlussendlich dazu tendieren, die Abwertung des Yen verstärkt zu befürworten.

## **Vom strukturellen Zuwachs zu höherer Wechselkurs sensitivität**

Die japanische Tourismusstrategie ist wohl die erfolgreichste Top-down-Politik für ein regionales Wachstum, die in einer fortschrittlichen Volkswirtschaft durchgesetzt wurde. Zuerst setzten die von Abe nach und nach durchgeführten Visaerleichterungen für Touristen aus China und den ASEAN-Staaten den strukturellen Nachholbedarf in der Branche frei: Die aufstrebende asiatische Mittelschicht entdeckte Japan als neues Reiseziel. Gleichzeitig setzte die Regierung Deregulierungen für die Anbieter durch: mehr Landrechte an Flughäfen, einfachere Normen für den Bau von Hotels usw. Das Ergebnis: Nach Jahrzehnten der „Aushöhlung“ wird in Japan nun wieder gebaut und die Regionen erfinden sich neu – als touristische Zielgebiete. Die Ursache hierfür ist kein einmaliges groß angelegtes Konjunkturprogramm der Regierung, sondern liegt darin, dass sich dank der Deregulierung in der Privatwirtschaft nun echte Ertragschancen bieten. Das Team Abe verdient nicht nur Anerkennung für die Ankurbelung der Konjunktur, sondern auch für ihr Bestreben, die Erwartungen an das Nachfragewachstum

im privaten Hotel- und Gaststättengewerbe durch aggressive langfristige Zielsetzungen auf solide Füße zu stellen: Japan will bis 2020 40 Millionen und bis 2030 60 Millionen Besucher ins Land locken, was einem gewaltigen Anstieg gegenüber den 24 Millionen im vergangenen Jahr entspricht. Diese Zielsetzungen sind angesichts der Dynamik des asiatischen Bevölkerungs- und Wirtschaftswachstums durchaus realistisch.

Allerdings besteht kein Anlass, in Selbstzufriedenheit zu verfallen: Trotz aller strukturellen Vorteile spielt der Wechselkurs bereits jetzt eine wichtige Rolle für die Tourismuskonjunktur innerhalb von Japan. Ein starker Yen reduziert unmittelbar die Kaufkraft der Touristen, während ein schwacher Yen sie stärkt. Um welche Größenordnungen handelt es sich? Unserer Analyse zufolge führt eine Aufwertung des Yen sowohl zu rückläufigen Gästezahlen als auch zu weniger Durchschnittsausgaben der Touristen in Japan. Jeder Aufwertungsschritt um 10 Yen scheint die Zahl der monatlich eintreffenden Touristen um rund 1,2 % bzw. die Ausgaben pro Tourist um rund 8 % zu verringern. Zwar scheinen die Auswirkungen auf die Touristenzahl nur geringfügig zu sein, doch der negative Einfluss auf die von den Gästen getätigten Ausgaben ist erheblich. Dies wiederum hat schwerwiegende Folgen für die Unternehmen in der Hotellerie und Gastronomie und deren Preispunkt- und Margenstrategien.



Quelle:

Japan Tourism Agency, Bloomberg, Daten für den Zeitraum 31.03.2012 bis 30.06.2017

Natürlich ist es rein aus Analystensicht noch zu früh, um statistisch fundierte Schlussfolgerungen dahingehend zu ziehen, inwieweit sich die einzelnen Faktoren genau auf die Ausgaben der Touristen in Japan auswirken. Der strukturelle Umbruch infolge der Visaerleichterungen ist noch zu neu – de facto wurden die Visabestimmungen für chinesische Staatsbürger erst Anfang 2017 weiter erleichtert und die Währungszyklen waren zwischen 2012 und 2017 relativ begrenzt. Doch die Tatsache, dass sich die Wechselkurs sensitivität – trotz der weiterhin wirkenden erheblichen strukturellen Vorteile – bereits als Kraft von erheblichem Ausmaß bemerkbar macht, deutet darauf hin, dass von nun an der Wechselkurs des Yen für den Erfolg der japanischen Tourismusstrategie an Bedeutung nur noch zunehmen wird.

Dass wir uns nicht missverstehen: Damit der Tourismusboom weiter anhält, braucht Japan einen schwächeren Yen. Meiner Ansicht nach wird die Unterstützung der japanischen Politik für eine

Abwertung des Yen mit hoher Wahrscheinlichkeit stärker werden.

---

# **Fünf Gründe für ein Japan-Investment**

Japan ist wieder da. Zwar mögen die unter „Abenomics“ bekannt gewordenen wirtschaftspolitischen Maßnahmen des Japanischen Premierministers Shinzo Abe ihren vielgerühmten Versprechungen nicht ganz gerecht geworden sein. Dennoch nimmt das Wirtschaftswachstum in Japan beständig an Fahrt auf. Der hohe Deflationsdruck ist einem Wachstum der japanischen Binnenwirtschaft gewichen, der durch ein besseres Geschäftsklima und mehr Verbrauchervertrauen verstärkten Rückenwind erhält.

Angesichts des sich aufhellenden konjunkturellen Umfelds beginnen Vermögensverwalter und Anleger nun, ihren Fokus wieder auf Japan zu richten. Die Bewertungen dort sehen zunehmend attraktiv aus und die Daten verbessern sich sowohl auf makroökonomischer als auch auf fundamentaler Ebene. Vor diesem Hintergrund gibt es unserer Ansicht nach fünf wesentliche Gründe, warum Anleger das Portfolioengagement im Land der aufgehenden Sonne überdenken sollten.

## **1. Japan hat das „verlorene Jahrzehnt“**



## **hinter sich gelassen**

Nach 15 Jahren nahezu ununterbrochener Deflation wird es Zeit, „das verlorene Jahrzehnt“ abzuhaken. Ende 2014 ist die Inflation wieder zurückgekehrt. Zwar sind die Zielvorgaben der Bank of Japan (BoJ) noch lange nicht erfüllt. Entscheidend ist jedoch nicht das Niveau, sondern das Momentum: Der Kurs scheint eindeutig zu sein.

Darüber hinaus können wir wegen des sehr angespannten Arbeitsmarktes – das Verhältnis von Arbeitsstellen zu Stellenbewerbern befindet sich auf einem 43-Jahres-Hoch – mit einem weiteren Anstieg der Lohn- und Preisinflation rechnen. Dieser positive Trend ist seit 2009 zu beobachten und hat sich ab 2014 beschleunigt. Eine Folge dieses angespannten Arbeitsmarktes ist ein deutlicher Anstieg der Löhne. Dies ist ein wichtiger positiver Faktor für den privaten Verbrauch und somit auch für die Wirtschaft insgesamt.

## **2. Es gibt klare Zeichen für eine Erholung der Binnenkonjunktur**

Die Schlagzeilen werden zwar eher von den Abenomics und den Maßnahmen der BoJ bestimmt. Die entscheidende Nachricht ist jedoch, dass die Binnenkonjunktur sich still und leise erholt hat und nun Fahrt aufnimmt. Das haben Anleger aus dem Ausland größtenteils außer Acht gelassen – trotz der Konjunkturdaten, die sich immer mehr verdichten. So beträgt beispielsweise das reale Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) für die letzten fünf Jahre annualisiert 1,2 Prozent – ein erheblicher Zuwachs, wenn man bedenkt, dass das jährliche Wachstum in der Eurozone im gleichen Zeitraum 0,8

Prozent betrug. Das BIP-Wachstum im Vereinigten Königreich und in den USA belief sich in diesem Zeitraum auf jeweils 2,1 Prozent.

Zudem lässt Japan gerade die Nachwirkungen einer Immobilienblase hinter sich. Diese hatte sich verheerend auf die Bilanzen der Banken ausgewirkt und das Verbrauchervertrauen stark gedämpft. Nachdem sich Kapazitäten verringert hatten und Werke schließen mussten, beobachten wir, dass verschlankte japanische Unternehmen ihre Profitabilität steigern. Ein Zeichen ihrer stark verbesserten finanziellen Lage ist unter anderem, dass viele dieser Unternehmen im Inland wie auch im Ausland wieder Kapital investieren.

### **3. Die Profitabilität entwickelt sich positiv**

Die Vorteile, die dieser unablässige Fokus auf Profitabilität gebracht hat, sind sektorübergreifend. Unternehmen des verarbeitenden und des nichtverarbeitenden Gewerbes verzeichnen einen Anstieg ihrer Gewinne – ein positiver Trend, der seit 2008 anhält. Auch der Dienstleistungssektor verbucht ein anhaltendes Wachstum, das eine von Marktgewinnern angeführte Konsolidierung herbeigeführt hat. Unterstützt wird diese Profitabilität durch die sich entfaltende Dynamik auf dem Beschäftigungsmarkt. Zahlreiche Babyboomer gehen nun in Rente – auf diese Weise wird viel von der Ineffizienz und der Bürokratie abgebaut, die historisch mit der „Japan AG“ assoziiert wird.

### **4. Aktien sind relativ gesehen günstig**

Anleger jagen einer immer kleiner werdenden Auswahl

von Anlagechancen hinterher. In einer solchen Welt wird es immer schwieriger, durch regionale Allokation und die Auswahl von Einzeltiteln Alpha zu generieren. Aus Sicht der relativen Bewertung gehören japanische Unternehmen zu den günstigsten in den Industrieländern – sowohl im Vergleich zu ihrer Vergleichsgruppe als auch zum historischen Durchschnitt im Lande.

So notieren japanische Aktien derzeit beim 14-Fachen des 12-Monats-Forward-Kursgewinnverhältnisses (KVG). Das ist ein deutlicher Abschlag gegenüber dem S&P 500 (mit einem KGV von 18) und dem STOXX Europe 600 (KGV = 15).

## **5. Japan kann als stark streuendes Element im Multi-Asset-Sektor gelten**

Zwar hat es den Anschein, dass es wieder Gründe gibt, in Japans Titel zu investieren. Tatsächlich aber waren sie aus Sicht der Allokation nie ganz verschwunden. Im Laufe der Zeit hat sich herausgestellt, dass das Land stark risikostreuende Eigenschaften aufweist. Um die Auswirkungen einer Allokation in japanischen Aktien zu veranschaulichen, haben wir für den Zeitraum ab Dezember 2006 bis Anfang Mai 2017 eine Simulation mit zwei Multi-Asset-Portfolios durchgeführt – eines mit einem Engagement in Japan und das andere ohne ein solches.

Die Daten zeigen, dass ein Engagement in Japan in Yen (JPY) die Performance verbesserte, wenn auch nur leicht. Gleichzeitig wurde die Volatilität des Portfolios insgesamt stark reduziert. Im oben genannten Zeitraum betrug die annualisierte Rendite des Portfolios ohne Japan 5,9 Prozent. Das Portfolio

mit einem Engagement in Japan in JPY hingegen erzielte eine bessere Performance und wies eine annualisierte Rendite von 6,2 Prozent aus. Das Portfolio ohne Japan legte zudem eine deutlich holprigere Fahrt hin: Es generierte eine annualisierte Volatilität von 8,8 Prozent. Die Volatilität des Portfolios mit einem Engagement in Japan hingegen war gleichmäßiger und betrug 7,7 Prozent. Für den japanischen Markt, und indirekt für den Yen, wurde gezeigt, dass er ein wirklich diversifizierendes Element in einem globalen Portfolio ist.

---

## **Weltweit führend bei Dividenden**

Einmal im Jahr führt WisdomTree ein Rebalancing seiner nach Dividenden gewichteten Aktienindizes durch. Hierbei werden Positionen auf der Grundlage von Veränderungen in den relativen Bewertungen korrigiert. WisdomTree mißt diese relativen Bewertungen, indem die Aktienkursbewegungen mit den Fundamentaldaten auf den internationalen Märkten verglichen werden. Die primäre Variable, die bei den breit aufgestellten Indexstrategien verwendet wird, ist der *Dividend Stream*® eines Unternehmens.

Bei der diesjährigen Anpassung im Mai fiel auf, dass Japan auf den internationalen Märkten in Bezug auf das zugrunde liegende Dividendenwachstum führend ist. Sieht man sich regionale Indizes an, hebt sich

Japan sowohl bei den vergangenen dreijährigen als auch bei den vergangenen fünfjährigen Veränderungen bei den Dividenden von den breiten internationalen Indizes wie dem MSCI EAFE oder dem MSCI Europe ab. Die fünfjährigen Zahlen sind fast zweistellig und liegen nur knapp hinter denen der US-Märkte, während Japan die USA in den letzten drei Jahren beim Dividendenwachstum sogar übertraf. Bezüglich eines längeren Betrachtungszeitraums liegen die Dividenden von regionalen Indizes der Eurozone aus den letzten zehn Jahren – und dieser Zeitraum schließt die Finanzkrise ein, durch die die Dividenden weltweit zurückgingen – 2017 immer noch allgemein unter denen von 2007, doch das dreijährige Dividendenwachstum zeigt aktuell eine bedeutende Belebung.

## Regionales Dividendenwachstum

Index	3-jähr.	5-jähr.	10-jähr.
S&P 500 Index	7,94 %	10,71 %	6,08 %
MSCI Japan Index	8,62 %	9,59 %	4,36 %
MSCI Emerging Markets Index	0,53 %	-1,45 %	2,03 %
MSCI ACWI ex-USA Index	3,35 %	2,95 %	1,03 %
MSCI EAFE Index	4,62 %	4,24 %	0,76 %
MSCI Europe Index	5,26 %	3,28 %	0,63 %
MSCI EMU Index	5,78 %	0,64 %	-1,75 %

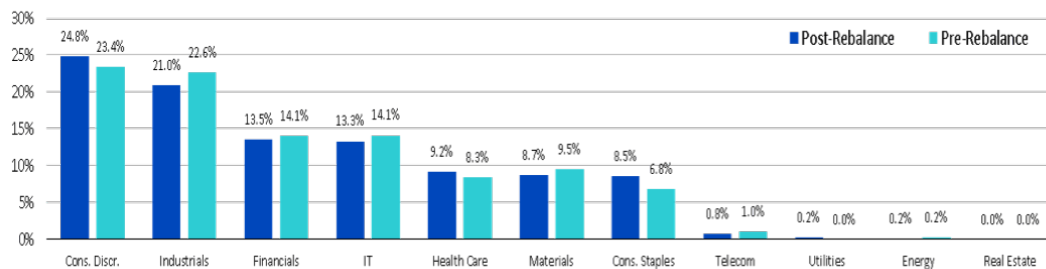
Quelle: WisdomTree, MSCI; Stand: 30.06.17. Dividendenwachstum auf lokaler Ebene berechnet. Die historische Performance ist kein Indikator für zukünftige Ergebnisse. Ein direktes Investment in einen Index ist nicht möglich.

## Spielraum für Dividendenerhöhung vorhanden

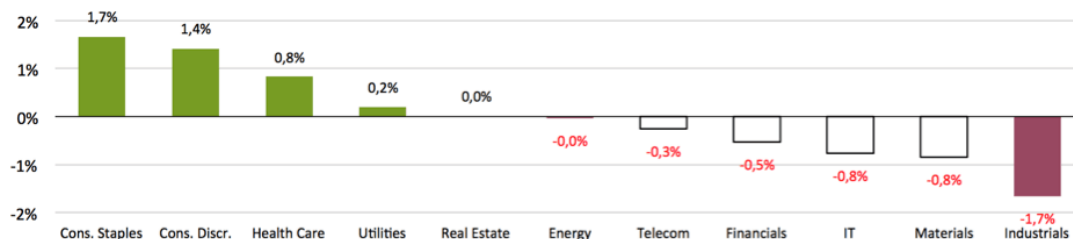
Bei der diesjährigen Anpassung in der Japan Index-Familie kam es zu keinen großen Veränderungen in der Portfolio-Allokation. Aus Branchenperspektive wurde die Gewichtung in den Sektoren Basiskonsumgüter und Nicht-Basiskonsumgüter erhöht, und die Bereiche Industrie und Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe verzeichneten die stärksten Rückgänge bei der Gewichtung. In gewisser Weise wird der Index dadurch etwas defensiver. Dies liegt daran, dass die Betas

von Unternehmen im Sektor Basiskonsumgüter historisch niedriger ausfallen – diese Veränderung war jedoch geringfügig.

## Sektorvergleich



## Relative Sektorgewichtung gegenüber vor der Anpassung



Quelle: WisdomTree. Daten vor der Anpassung vom 16.06.17. Daten nach der Anpassung vom 19.06.17. Die historische Performance ist kein Indikator für zukünftige Ergebnisse.

Aus Bewertungsperspektive befand sich der WisdomTree Japan Hedged Equity Index bereits unter den am niedrigsten notierten Indizes, die WisdomTree für das Engagement in Industrienationen berechnet – und die Anpassung des Indexes veränderte diese Statistik nicht merklich. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) vor und nach der Anpassung entsprach etwa dem 13-Fachen des Gewinns, und die Dividendenrendite betrug 2,5 %. Interessanterweise ist dies ca. 25 % höher als die Dividendenrendite von 2 % beim S&P 500, und es konnte beobachtet werden, dass das Dividendenwachstum für Japan mit den Steigerungen

der Dividenden in den USA mithalten konnte.

Angesichts der niedrigeren Eigenkapitalrendite in Japan – jedoch eines erneuten Schwerpunkts auf der Verbesserung dieser Metriken – und hoher flüssiger Mittel in den Bilanzen japanischer Unternehmen ist zu erwarten, dass japanische Aktien immer noch Spielraum für eine Erhöhung von Dividenden und Rückkäufen haben, deren Geschwindigkeit mit der der USA mithalten oder diese sogar übertreffen kann.

---

## **Aufwärtspotenzial für Risikoanlagen**

Die durch den Trump-Sieg ausgelöste „Reflation-Rallye“ dauert zwar an, hat aber inzwischen weniger mit etwaigen Trump-Effekten, als mit dem zugrundeliegenden Konjunkturaufschwung in den USA zu tun. Ich halte es für denkbar, dass der Aufschwung in den USA noch mehrere Jahre andauert. Das wäre eine gute Grundlage für weitere Kursgewinne von Aktien, Immobilien und sonstigen Risikoanlagen, da sich das höhere BIP bzw. die höheren Gesamtausgaben auch in höheren Unternehmensgewinnen und Haushaltseinkommen niederschlagen werden. An den Rohstoffmärkten lässt sich für den Rest des Jahres 2017 nur begrenztes Aufwärtspotenzial erkennen, da die starke Ausweitung der Schieferölproduktion in den USA den Ölpreis belastet und es bislang nicht

danach aussehe, dass US-Präsident Trumps geplantes Infrastrukturinvestitionsprogramm in absehbarer Zeit umgesetzt wird.

Als größten einzelnen Risikofaktor, der dem Szenario eines andauernden Aufschwungs in den USA mit positiven Folgen für Risikoanlagen entgegenstehen könnte, kann eine zu starke Straffung der Finanzkonditionen durch die US-amerikanische Notenbank (Fed) – nicht durch Zinserhöhungen, sondern durch eine Eindämmung des Kreditwachstums im privaten Sektor ausgemacht werden. Dazu könne es kommen, wenn die Fed ihre Bilanz wieder verkürzt. Es kann davon ausgegangen werden, dass die Fed die Zinsen in diesem Jahr noch einmal anheben und im Oktober oder November mit der Rückführung ihrer Bilanz beginnen wird. Verkäufe von 50 Milliarden US-Dollar an zusätzlichen Schuldtiteln pro Monat könnten zu höheren langfristigen Zinsen und restriktiveren Finanzkonditionen führen und das Bankkredit- und Geldwachstum dämpfen. Daher wird die Fed vorsichtig vorgehen müssen.

## **USA: Starke Wachstumsimpulse notwendig**

Der US-Wirtschaft stellt er für dieses Jahr ein reales BIP-Wachstum von 2,1% gegenüber dem Vorjahr in Aussicht, gefolgt von 2,4% im Jahr 2018. Um das von Präsident Trump avisierte reale BIP-Wachstum von „mindestens 3,5% und bis zu 4%“ zu erreichen, bräuchte es aber außergewöhnliche Impulse durch deutlich stärkere harte Indikatoren wie die Unternehmensgewinne und -umsätze oder die Industrieproduktion, die zuletzt schwach ausfielen. Zu den Maßnahmen, von denen mögliche Impulse ausgehen könnten, gehören die von Trump geplante Abschaffung des Dodd-Frank Act, um die



Bankenregulierung zurückzudrehen, sowie seine Infrastrukturpläne. Falls diese Veränderungen nebenbei auch zu einem schnelleren Geld- und Kreditwachstum führen sollten, wäre durchaus denkbar, dass nominale Indikatoren wie das um Lageränderungen bereinigte BIP, das nominale BIP und die Unternehmensgewinne stärker anziehen. Bisher ist davon aber wenig zu sehen. Zudem werde ein anhaltender Rückgang des Ölpreises im weiteren Jahresverlauf vermutlich zu schwächeren Investitionsausgaben führen.

Unterdessen strahlt die Erholung in den USA inzwischen auch auf andere Regionen ab und hat zum Beispiel einen großen Anteil an der Aufhellung in Europa, Japan und anderen asiatischen Ländern. In der Eurozone hat das Wachstum mehr Fahrt aufgenommen. Zudem wurde die Hürde wichtiger Wahlen erfolgreich genommen – eine Gefährdung der Währungsunion durch erstarkte populistische Bewegungen ist ausgeblieben.

Wie in den USA hat sich die Stimmung in der Eurozone schneller aufgehellt als die harten Konjunkturdaten. Als fortdauerndes Problem ist hier die von der Europäischen Zentralbank (EZB) gewählte QE-Strategie – den Wertpapierankauf von Banken an Stelle von Nicht-Banken. Dadurch werde die Kaufkraft der privaten Haushalte und Unternehmen nicht gestärkt. Es kann in der Eurozone im Gesamtjahr 2017 mit einem realen BIP-Wachstum von 1,7% gerechnet werden.

## **Bank of England vor Dilemma**

Meine BIP-Wachstumsprognose für Großbritannien beträgt nur 1,4%, da hier inzwischen die negativen Folgen des Brexit-Votums zu spüren seien. Außerdem kann davon ausgegangen werden, dass das Pfund

und die britischen Staatsanleiherrenditen unmittelbar auf jeden Fort- und Rückschritt in den jetzt anstehenden zweijährigen Verhandlungen zwischen den EU-27 und Großbritannien reagieren und sich dementsprechend volatil zeigen. Während die durch die Pfund-Abwertung importierte Inflation die realen Verbraucherausgaben dämpfe, werde die allgemeine Verunsicherung über das Austrittsverfahren die ausländischen Direktinvestitionen bremsen. Die Bank of England (BoE) steht vor einem Dilemma: Da die im August 2016 umgesetzten Maßnahmen zur Stärkung der Kreditvergabe die importierte Inflation durch eine zusätzliche Teuerung im Inland verstärken könnten, müsse die BoE einerseits die Kreditkonditionen verschärfen. Andererseits möchten sie aber die Zinsen niedrig halten, um die Investitionstätigkeit und Beschäftigung für die Dauer der Brexit-Verhandlungen zu stützen. Das jüngste Kreditwachstum der BoE wird früher oder später keine Wahl lassen, als die Zinsen anzuheben.

In Japan ist die Wirtschaft zuletzt etwas kräftiger gewachsen. Die Inflationsrate liegt aber weiter deutlich unter 2%. Dies zeige, dass die gemeinsamen Maßnahmen von Premierminister Abe und Zentralbankgouverneur Kuroda ihre Ziele verfehlt hätten. Auch hier sei ein wichtiger Grund, dass die Bank of Japan (BoJ), wie die EZB, Vermögenswerte von Banken an Stelle des privaten Nicht-Banken-Sektors angekauft habe. Damit setze die BOJ effektiv darauf, dass die Banken Kredite und damit Einlagen schaffen. Dadurch habe sich das Wachstum der japanischen Geldmenge M2 bei weitem nicht schnell genug beschleunigt, um zu nennenswerter Inflation oder Wachstum zu führen. 2017 kann in Japan von einem durchschnittlichen realen BIP-Wachstum von 1,1%

ausgegangen werden. Dabei werde eine gewisse Abwertung des Yen die Gesamtinflationsrate auf 0,5% anheben.

## **China könnte ein BIP-Wachstum von 6,5% vorlegen**

Um die Wirtschaft im Vorfeld des Nationalen Volkskongresses im Herbst in der Spur zu halten, wechselt China unterdessen weiter zwischen einer Straffung und Lockerung der Kreditkonditionen hin und her. Während sich die Außenhandelszahlen zuletzt leicht verbessert haben, begrenzen die Überkapazitäten in Basisindustrien wie Kohle und Stahl sowie die faulen Kredite im Banksystem das Investitionswachstum. Für das Gesamtjahr ist in China ein reales BIP-Wachstum von 6,5% erwartbar.

Da China das bei weitem größte Schwellenland und der größte Rohstoffkäufer am Weltmarkt ist, ist für viele Rohstoffexporteure in Schwellen- und Industrieländern sehr wichtig, ob die chinesischen Importe steigen. Sollte es China in den nächsten ein bis zwei Jahren gelingen, die Wirtschaft auf einen stetigen Erholungspfad zu lenken, wird sich der Ausblick für diese rohstoffexportierenden Volkswirtschaften deutlich verbessern. Angesichts der anhaltend unterdurchschnittlichen Erholung in den entwickelten Volkswirtschaften des Westens könnte es China aber alleine nicht gelingen, als globale Lokomotive für alle rohstoffproduzierenden Länder zu dienen. Die realen Wachstumsraten in Ländern wie Südkorea, Taiwan und Hongkong, die generell niedriger sind als in der Vergangenheit, spiegeln die Herausforderungen wider, denen sich alle exportorientierten Volkswirtschaften

gegenübersehen, wenn der globale Handel nur schleppend wächst.

---

## **Nippon is back!**

Seit dem Platzen der Immobilienblase in Japan Ende 1989 ist der Anteil japanischer Aktien in den globalen Aktienindizes von 40% auf aktuell etwa 10% gefallen. Das Interesse internationaler Investoren an Japan nahm im Zuge der Korrektur stark ab. Aktuell sind internationale Investoren sogar im Vergleich zu diesem niedrigen Wert noch deutlich untergewichtet. Japan spielt in den Portfolios vieler Investoren keine entscheidende Rolle mehr. Häufig, wenn überhaupt, wird der Japananteil nur noch in Form von Indexfonds (ETFs) abgebildet. Daher setzen sich globale Investoren nicht aktiv mit den Chancen auseinander, die der japanische Markt bietet. Japan ist daher ein vernachlässigter Markt.

Dabei bietet Japan große Chancen und ein attraktives Ertragspotential. Das sollte eigentlich nicht überraschen, da Japan nach den USA und China immer noch die drittgrößte Volkswirtschaft und der zweitgrößte Kapitalmarkt der Welt ist. Und es gibt schlagkräftige Argumente dafür, dass japanische Aktien schon bald wieder im Fokus der internationalen Investoren stehen könnten.

**Japans Performance verdient**

## **Aufmerksamkeit**

Der wichtigste Grund ist schlichtweg die sehr überzeugende Performance in den vergangenen Jahren. Vielen Investoren ist nicht bewusst, dass die Wertentwicklung japanischer Aktien in den vergangenen fünf Jahren mit +150% (20% p.a.) nicht nur höher war als bei europäischen, sondern auch deutlich über jener von amerikanischen Aktien lag. Der japanische Topix Index hat sich damit um 4% pro Jahr besser entwickelt als der amerikanischen S&P 500 Index und um 6% p.a. besser als der MSCI Europe Index. Über die gesamte Fünfjahresperiode liegt der Performancevorsprung bei beeindruckenden 42% gegenüber US-Aktien und 59% gegenüber europäischen Titeln.

## **Gute Gründe für eine nachhaltig positive Kurs- und Bewertungsentwicklung?**

Viele Entwicklungen in Japan sind deutlich nachhaltiger als in den vermeintlich sichereren Märkten Europas und Amerikas. Man könnte hier beispielsweise den Faktor „politische Stabilität“ anführen, die mit der Regierung von Shinzo Abo zweifelsfrei ungleich höher ist als die derzeitige Situation in den USA mit US-Präsident Trump. Aber auch verglichen mit vielen europäischen Ländern erscheint Japan ein Hort der Stabilität. Aus Sicht eines Investors steht darüber hinaus die Frage im Vordergrund, ob japanische Aktien Potential für nachhaltige weitere Kurssteigerungen bieten. Die folgenden Gründe sprechen dafür:

### **1. Tiefe Bewertungsniveaus im globalen**

## Vergleich

Während im oben genannten Zeitraum die Bewertungen (etwa anhand des KGV's) europäischer und amerikanischer Aktien stark angestiegen sind, liegen die Bewertungen japanischer Aktien heute sogar niedriger als vor einigen Jahren. Dies heißt nichts anderes als dass die Kurse in Europa und den USA der fundamentalen Entwicklung der Unternehmen weit vorausgelaufen sind. Im Gegensatz dazu sind die Gewinne in Japan stärker gestiegen als die Kurse, sodass die Bewertungen trotz der starken Kursanstiege sogar zurückgegangen sind.

### **2. Toyota & Co finanzieren ihre Dividenden- und Aktienrückkäufe aus ihren operativen Cash Flows – US Unternehmen betreiben Bilanzakrobatik mittels „Financial Engineering“!**

Viele Investoren erinnern sich noch, dass japanische Unternehmen bei Dividenden immer sehr knausrig waren. Dies ist heute nicht mehr so. Japanische Unternehmen hatten in den vergangenen fünf Jahren ein deutlich höheres Dividendenwachstum als amerikanische und europäische Unternehmen, mit dem Ergebnis, dass die erwartete Dividendenrendite in Japan mit 2,1% nun um 0,1% über jener amerikanischer Aktien liegt.

Bei der Frage der Nachhaltigkeit von weiteren Dividendensteigerungen sind zwei wesentliche Faktoren zu betrachten: die Ausschüttungsquote sowie die Liquidität der Unternehmen. Die Ausschüttungsquote gibt an, welcher Anteil der Gewinne in Form von Dividenden ausgeschüttet wird.

US-Unternehmen schütten bereits mehr als 50% ihrer Gewinne als Dividenden aus, japanische bisher nur etwa ein Drittel.

Damit haben japanische Unternehmen einen viel höheren Spielraum, ihre Dividenden noch deutlich stärker zu erhöhen. Um Dividenden tatsächlich auch ausschütten zu können, müssen auch die entsprechenden liquiden Mittel zur Verfügung stehen. Gesund und nachhaltig ist es, wenn Dividendenzahlungen (das gleiche gilt für Aktienrückkäufe) aus den freien Cash Flows finanziert werden, wie dies in Japan der Fall ist. Weniger nachhaltig (oder vielmehr extrem bedenklich) ist die Situation bei vielen amerikanischen Unternehmen, die Kredite aufnehmen (müssen), um ihre Dividendenzahlungen und Aktienrückkäufe zu finanzieren.

### **3. Japanische Unternehmen sind kerngesund und strotzen vor Liquidität**

Japanische Unternehmen hatten in Folge des Immobilien- und Aktienmarkt-Crashes Anfang der 1990er Jahre enorm überschuldete Bilanzen. Die binnenwirtschaftliche Schwäche in Japan seit damals ist im Wesentlichen darauf zurückzuführen, dass die Unternehmen im vergangenen Vierteljahrhundert ihre operativen Gewinne weniger für Investitionen und Gewinnausschüttungen, sondern primär zur Rückführung ihrer Schulden verwendet hatten. Dieser Prozess ist nun abgeschlossen und 56% der Unternehmen (Nicht-Banken) im Topix Index haben keine (Netto-) Verschuldung mehr, worin sie sich diametral

insbesondere von US Unternehmen unterscheiden, die durchschnittlich sehr hohe Verschuldungsniveaus aufweisen. Eine hohe Verschuldung stellt aus der Sicht von Investoren immer auch ein zusätzliches Risiko dar, das angesichts der hohen Bewertungen in den USA jedoch kaum mehr adäquat kompensiert wird.

Darüber hinaus liegt der aktuelle Börsenwert bei 42% der japanischen Unternehmen unterhalb des bilanziellen Wertes; deren Preis-Buchwert-Multiplikator ist somit kleiner als eins. In Europa ist dies nur bei 10-20% der Unternehmen der Fall, in den USA gar nur bei 5%. Die deutlich tiefere Bewertung japanischer Unternehmen dürfte also keinesfalls auf ein höheres Risikoniveau zurückzuführen sein. Sie ist vielmehr ein Indikator für eine enorme relative und absolute Fehlbewertung.

Darauf deuten auch die Eigenkapitalrenditen relativ zum Preis-Buchwert-Multiplikator hin: Im Durchschnitt handeln japanische Unternehmen nur beim 1,3fachen ihres Bilanzwertes, europäische beim 1,5fachen und amerikanische beim 2,5fachen, und das, obwohl die Eigenkapitalrentabilität in Japan deutlich gestiegen ist (wohlgemerkt aufgrund einer operativen Stärke und nicht wegen „Financial Engineering“ mit billigem Leverage). Der Bewertungsunterschied hat sich daher zuletzt sogar noch vergrößert.

#### **4. Die Bilanzen japanischer Unternehmen sind „rock solid“**

Hinzukommt, dass die Bilanzen japanischer Unternehmen „rock solid“ sind, während diejenigen amerikanischer Unternehmen viel heiße Luft



enthalten: Japanische Unternehmen weisen neben ihrer Anlageninvestitionen vor allem Beteiligungen an anderen börsennotierten Unternehmen (1/5 der Bilanzen) und Immobilienbesitz (1/10 der Bilanzen) aus. All dies ist verhältnismäßig leicht zu bewerten, zu veräußern und zu liquidieren. Immaterielle Vermögensgegenstände spielen in Japan kaum eine Rolle.

Vollkommen anders wiederum ist die Situation in den USA. Amerikanische Bilanzen weisen sehr häufig einen extrem hohen Anteil an immateriellen Vermögenswerten aus. Darin enthalten ist der sogenannte Goodwill (Firmenwert), der z.B. bei einer Unternehmensübernahme eingebucht werden muss, wenn ein Aufschlag auf die übernommenen Vermögenswerte bezahlt wurde. Die Werthaltigkeit dieser immateriellen Vermögenswerte ist sehr schwer zu beurteilen. Sie sind jedenfalls sehr risikoreich, denn letztlich ist der Goodwill nichts anderes als die vorausgezahlten Gewinne und Rendite, die erst noch erwirtschaftet werden müssen. Die Zukunft muss also erst noch halten, was da versprochen wurde (früher musste dieser Goodwill aus guten Gründen abgeschrieben werden, man wollte nicht, dass bereits in der Bilanz „spekuliert“ wurde).

Konservative Investoren klammern daher diese spekulativen Bilanzwerte aus und betrachten lediglich den „Tangible Book Value“, also nur die greifbaren Posten der Bilanz. Dabei zeigt sich die Attraktivität der japanischen Bewertungen noch deutlicher: während das Verhältnis Marktwert zu Tangible Book bei 1,5 liegt, ist dieser Wert in den USA in den vergangenen Jahren enorm angestiegen und liegt bei 8 – die Bewertung in den USA liegt somit

beim 5-fachen Wert Japans.

Noch ein Beispiel, welche Möglichkeiten sich am japanischen Aktienmarkt aufgrund der dargestellten Rahmenbedingungen bieten: Toyota Industries, ein Automobilzulieferunternehmen, das u.a. Motoren und Klimaanlage herstellt, hat ein erfolgreiches operatives Geschäft. Darüber hinaus hält dieses Unternehmen Anteile an 61 börsennotierten Unternehmen. Darunter auch am weltgrößten Automobilhersteller Toyota Motors. Genaugenommen ist Toyota Industries mit einem Anteil von über 6% sogar sein größter Aktionär. Der Wert dieser Beteiligungen liegt bei EUR 19 Mrd. Das Unternehmen wird allerdings an der Börse derzeit nur mit einem Börsenwert von EUR 15 Mrd. bewertet. Das heißt, sogar ohne Berücksichtigung des Wertes des operativen Geschäftes liegt alleine schon der Wert der Beteiligungen um 25% darüber.

## **Zusammenfassung**

Japanische Unternehmen stellen mit ihren beinahe schuldenfreien Bilanzen, die überwiegend reale Vermögenswerte und nur in einem geringen Umfang spekulativen Goodwill umfassen, und ihren im Vergleich viel niedrigeren Bewertungen eine bessere Investmentmöglichkeit als europäischen und amerikanischen Aktien dar.

Dies umso mehr, als japanische Unternehmen zu den Hauptprofiteuren der folgende großen Megatrends gehören: (1) Der Konsumwachstum der chinesischen Mittelschicht, die immer mehr High-End Elektronikgeräte nachfragt, (2) Internet of Thing, Digitalisierung und Automatisierung und (3) Elektromobilität bringen für Unternehmen wie Japan

Display (Elektronische Komponenten für Smartphones), Keyence (Sensoren), Fanc (Industrieroboter) oder Panasonic (Batterietechnologie) große Wachstumschancen und sind nur wenige Beispiele dafür, wie stark Japans Unternehmen von den aktuellen Entwicklungen profitieren.

Es deutet vieles darauf hin, dass es gut investierte Zeit ist, sich mit dem japanischen Aktienmarkt näher auseinanderzusetzen.

---

## **Comgest legt Japan-Portfolios zusammen**

Zum 21. April wurden alle Vermögenswerte und Verbindlichkeiten des Comgest Japan auf den Comgest Growth Japan übertragen, und für die Anleger des aufgenommenen Fonds wurden neue Anteile ausgegeben.

### **Verbessertes Angebot**

Der Fonds behält seinen Namen Comgest Growth Japan, ebenso wie das Management-Team und die Anlageziele bei. Diese richten sich auf Unternehmen, die in Japan ansässig sind oder dort agieren und langfristiges Wachstum bieten.

Die Zusammenlegung verbessert laut Comgest das Angebot an die internationalen Anleger durch ein kumuliertes verwaltetes Vermögen von etwa umgerechnet 284 Millionen Euro). Des Weiteren profitierten die Anleger von den auf US-Dollar,

Britischem Pfund und Euro lautenden Anteilsklassen, die von dem Dubliner Fonds als gesichert oder abgesichert angeboten werden.

“Die Verschmelzung unserer beiden Japan-Fonds entspricht dem strategischen Ansatz von Comgest, das internationale Angebot zu verbessern. Dieser kombinierte Fonds mit seinem größeren verwalteten Vermögen wird unseren Anlegern, von denen viele unter Einhaltung strikter Fondsquoten arbeiten, einen besseren Zugang verschaffen. Ebenso können Anleger durch die Angebotsbreite der währungsbesicherten Anteilsklassen unseres Dubliner Fonds die Auswirkungen der Yen-Kursschwankungen ausgleichen und so in einer Region investieren, von der wir glauben, dass sie weiterhin attraktive Möglichkeiten für langfristige Anlagen mit Qualitätswachstum bietet“, sagt Arnaud Cosserat, CEO und CIO von Comgest.

---

## **Das Leben in der Zinsfalle**

Frisch im Amt rief Japans Notenbankchef Haruhiko Kuroda vor gut drei Jahren, am 4. April 2013, die Politik der sogenannten „quantitativen und qualitativen Lockerung“ (QQE) aus. Mit seiner „neuen Dimension der geldpolitischen Lockerung“ überraschte Kuroda die Finanzmärkte und stellte sich den Schwarzsehern entgegen, die Anleger jubelten.



Hauptgebäude der japanischen Zentralbank, Bank of Japan, in Tokio, der Hauptstadt Japans.

Das Ausmaß der geldpolitischen Lockerung war enorm. Auf den ersten Blick überzeugten auch die geplanten Maßnahmen. Um ihr Inflationsziel von zwei Prozent innerhalb von rund zwei Jahren zu erreichen, stellte die Bank of Japan die Verdoppelung ihrer Ankäufe japanischer Staatsanleihen und ETFs sowie der japanischen Geldbasis in Aussicht. Zu diesem Zeitpunkt ist der Yen bereits von rund 80 auf 93 Yen gegenüber dem US-Dollar gefallen, am japanischen Aktienmarkt waren die Kurse seit Amtsantritt von Premierminister Minister Shinzo Abe und seiner Liberaldemokratischen Partei (LDP) Ende 2012 um rund 30 Prozent gestiegen. Daher gab es genug Skeptiker am Markt, die warnten, dass die Märkte die möglichen positiven Auswirkungen der Abenomics- Politik einschließlich einer mutigen Geldpolitik zum größten Teil bereits eingepreist hätten. Heute weiß man, wie falsch sie mit dieser Einschätzung lagen. Tatsächlich war dies erst der Beginn einer

dreijährigen Rallye am japanischen Aktienmarkt. Befeuert wurde diese vor allem von ausländischen Investoren, die von April 2013 bis Ende 2014 120 Milliarden US-Dollar in japanische Aktien investierten, ungewöhnlich hohe Zuflüsse für so einen kurzen Zeitraum.

Am 29. Januar 2016, fast drei Jahre nachdem Kuroda das erste Feuerwerk zündete, legte die BOJ noch einmal nach und verkündete „QQE mit Negativzins“. Diesmal fiel die Marktreaktion deutlich verhaltener aus. Der Yen reagierte mit einem kurzfristigen Rückgang von 118 auf 121 Yen gegenüber dem US-Dollar, erholte sich aber schon in der Folgewoche wieder auf 112 bis 113 Yen, gestützt durch größere Unsicherheiten über die Wachstumsaussichten in China und schwächere Rohstoffpreise. Die Anleger zeigten sich enttäuscht darüber, dass es der BOJ mit ihrer überraschenden Aktion nicht gelang, den Yen nachhaltig zu schwächen – vor allem aber verärgert darüber, dass sich die BOJ entgegen wiederholter Beteuerungen des Notenbankchefs für die Einführung von Strafzinsen entschied.

## **Kritik wird laut**

Seither sind die kritischen Stimmen noch lauter geworden, selbst unter den ausländischen Investoren, die zuvor nur Lob für die BOJ und ihren Gouverneur fanden. Nun hieß es, dass QQE offensichtlich nicht funktioniere, die BOJ intransparent sei und Kuroda die Märkte hintergehe. Das Fazit von Invesco ist deutlich einfacher: Die Verbindung von QQE und Negativzinsen funktioniert nicht. Bei gleichzeitiger Ausweitung der Geldbasis helfen Strafzinsen nicht. Ganz im Gegenteil; sie verhindern, dass das eigentliche Ziel der Geldpolitik erreicht wird, weil

beide Maßnahmen nicht zueinander passen. Der konzeptionelle Ansatz mit drei Kategorien von Zinssätzen ist jedoch gut. Die Einlagen der Banken bei der Zentralbank werden der Höhe nach in drei jeweils unterschiedliche Kategorien aufgeteilt, sodass nur auf einen Teil negative Zinsen erhoben werden.

Die Zinsen sind inzwischen so niedrig, dass weitere geringfügige Zinssenkungen die Haushalte und Unternehmen kaum zum Umdenken bewegen werden. An tiefe Zinsen haben sich die Japaner längst gewöhnt, die Kreditnachfrage wurde so bislang nicht angekurbelt. Ein positiver Aspekt hingegen ist die schrittweise Verlagerung der Geldpolitik von der Ausweitung der Geldbasis zur Zinssteuerung. Damit schlägt die BOJ einen potenziell nachhaltigeren geldpolitischen Pfad ein. Am Markt wird es bald nicht mehr genug japanische Staatsanleihen geben, wenn die Notenbank weiter so kräftig ankauft wie bisher. Dennoch haben die Märkte negativ auf die plötzliche Einführung von QQE mit Negativzins und die dadurch ausgelöste Abflachung der Zinsstrukturkurve reagiert. Auch die von hauchdünnen Zinsmargen betroffenen Finanzinstitute sowie Pensionäre und Sparer haben sich zunehmend beschwert.

In die gleiche Richtung zielt die jüngste Neuerung in der japanischen Geldpolitik, die „quantitative und qualitative geldpolitische Lockerung mit Steuerung der Zinsstrukturkurve“, die am 21. September 2016 angekündigt wurde. Durch die Aufgabe des Ankaufsziels und die Umstellung auf die Steuerung der Zinsstrukturkurve soll die Nachhaltigkeit der Geldpolitik gestärkt werden.

Dieser Schritt ist allerdings hoch kontrovers; vor allem die Frage, ob die BOJ die Anleiherenditen am langen Ende der Zinskurve überhaupt kontrollieren kann. Kuroda scheint die Kommunikation mit den Märkten in jedem Fall verbessern zu wollen. Gleichzeitig hat er, obwohl er dies vehement leugnet, inzwischen weniger Optionen für eine weitere Lockerung der Geldpolitik. Kuroda selbst sieht vier mögliche Ansätze: eine weitere Senkung der Negativzinsen, eine Ausweitung der Staatsanleihenkäufe, eine Senkung der Zinsen am langen Ende der Zinsstrukturkurve oder eine Ausweitung der ETF-Käufe. Jede einzelne dieser Maßnahmen dürfte schwierig umzusetzen sein und verspricht wenig Wirkung.

Die japanische Regierung hat noch nicht öffentlich gemacht, dass die Jahresrate des Verbraucherpreisindex ohne Lebensmittel und Energie seit September 2013 positiv ist, wenn auch das Zwei-Prozent-Ziel noch in weiter Ferne liegt.

## **Deflation: Henne-Ei-Problem**

Über die Frage, ob die Deflation Ursache oder Folge der schwachen Wirtschaftsentwicklung ist, besteht immer noch keine Einigkeit. Als Shinzo Abe und seine LDP Ende 2012 wiedergewählt wurden, kämpfte Japan bereits seit rund 15 Jahren mit Deflation und Wachstumsschwäche. Zu der Zeit wurde allgemein angenommen, dass die Deflation ein Grund für die schwierige wirtschaftliche Lage sei. Vor diesem Hintergrund wurden der ehemalige BOJ-Gouverneur Masaaki Shirakawa und die BOJ von der sogenannten „Reflationsfraktion“ stark dafür kritisiert, dass sie die Deflation nicht ausreichend bekämpften. Zu diesen Kritikern gehörte auch der derzeitige



Vizechef der BOJ, Kikuo Iwata, einer der prominentesten Befürworter einer reflationären Politik. Allein die BOJ soll schuld an der anhaltenden Deflation in Japan sein – da es ihr unter der Führung von Shirakawa an der Entschlossenheit gefehlt hat, ein Inflationsziel von zwei Prozent zu erreichen und sich ein Ziel für eine deutliche Ausweitung der Geldbasis zu setzen.

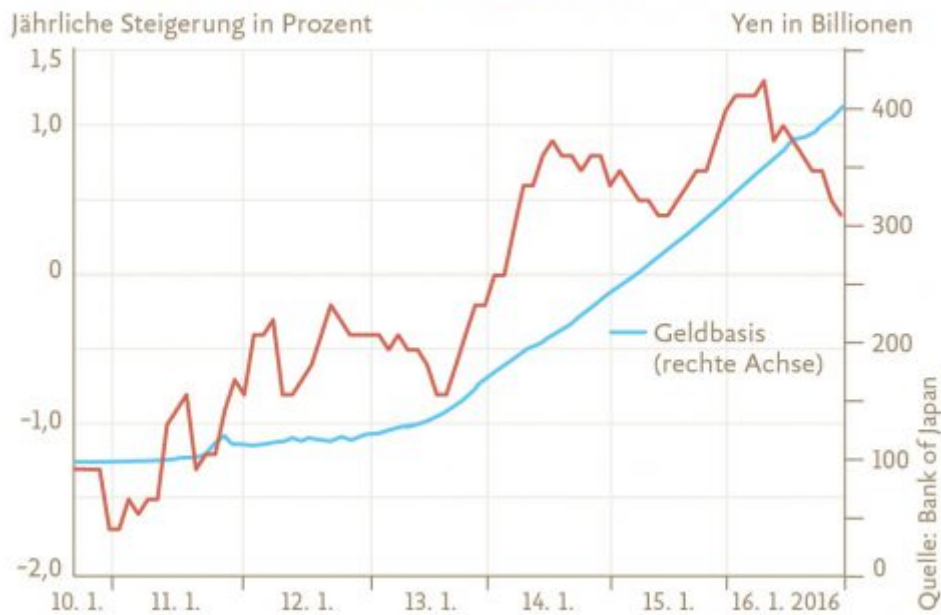
Japans derzeitiger Notenbankchef Kuroda dürfte kaum der „Reflationsfraktion“ angehören. Kuroda sagte im Februar 2016 vor dem japanischen Parlament: „Es ist nicht so, dass die Geldbasis allein die Inflation oder die Inflationserwartungen schüren wird. Wir wollen höhere Preise durch höhere Inflationserwartungen und eine geringere Lücke zwischen Angebot und Nachfrage durch QQE erreichen.“ Die von Kuroda im April 2013 eingeführte QQE-Politik ist dennoch nichts anderes als das, was die „Reflationsfraktion“ gefordert hat. Ein Grund für den Kurswechsel der Notenbank ist, dass sich die japanische Wirtschaft seit Ende 2012 auf dem Erholungspfad befand und der japanische Yen zu stark erschien. Invesco geht davon aus, dass es Kurodas Ziel war, mit einem Kurswechsel in der Geldpolitik Einfluss auf die japanischen Aktienmärkte und Währung nehmen zu können.

Wie erwartet, wertete der Yen nach der Einführung von QQE im April 2013 weiter ab. Die Aktienkurse reagierten mit heftigen Ausschlägen, die Unternehmensgewinne stiegen und der Verbraucherpreisindex begann anzuziehen. Das Zwei-Prozent-Ziel hat die japanische Teuerung allerdings nie erreicht. Stattdessen hat die BOJ ihre Inflationserwartungen in ihren Ausblicken wiederholt

zurückgenommen. Dass sie ihr Preisstabilitätsziel von zwei Prozent nicht erreicht hat und die Inflationserwartungen stattdessen rückläufig gewesen sind, führt die BOJ selbst auf mehrere Faktoren zurück. Erstens den sinkenden Ölpreis, zweitens die Nachfrageschwäche nach Anhebung der Konsumsteuer im Jahr 2014 und drittens die Wachstumsverlangsamung in den Schwellenmärkten sowie die weltweite Finanzmarktvolatilität.

Die größte Überraschung ist, dass trotz des engen Arbeitsmarktes und der geringen Arbeitslosenrate von drei Prozent die nominalen Löhne in Japan in den letzten Jahren nur minimal gestiegen sind und langsamer als die Verbraucherpreisinflation, da der schwächere Yen die Einfuhrpreise erhöht hat. Das wiederum hat die Kaufkraft der Konsumenten geschwächt. In Japan sind Vollzeitbeschäftigte, durch Lohn, Jobsicherheit, Zusatzleistungen und den resultierenden sozialen Status, deutlich bessergestellt als Nicht-Vollzeitbeschäftigte. Der Anreiz für Vollzeitbeschäftigte ist konsequenterweise groß, der Arbeitsplatzsicherheit mehr Gewicht zu geben als Lohnerhöhungen. Solange die Konditionen für Vollzeitbeschäftigte so viel besser sind als für Nicht-Vollzeitbeschäftigte, ist mit einer nennenswerten Teuerung durch Lohnwachstum in Japan daher nicht zu rechnen. Das ist einer der Gründe, warum die Abe-Regierung derzeit an Arbeitsmarktreformen arbeitet.

## KERNINFLATION UND GELDBASIS



Nach Einschätzung von Invesco bereitete der BOJ das trotz der deutlichen Yen-Abwertung ausbleibende reale Exportwachstum Kopfschmerzen. Anfangs führten Marktbeobachter die Exportschwäche auf den „J-Kurven-Effekt“ zurück. Die Importe werden bei einer Währungsabwertung zunächst teurer, sodass sich die Handelsbilanz kurzfristig verschlechtert. Durch die Abwertung der Währung exportiert das Land aber langfristig mehr, weil die Produkte für ausländische Abnehmer günstiger werden. Soweit die Theorie. In der Praxis ist eine nennenswerte Beschleunigung der japanischen Exporte – und damit der gesamtwirtschaftlichen Dynamik – ausgeblieben, weil die japanischen Unternehmen ihre Preise trotz der schwächeren Währung hochgehalten haben. Offensichtlich wurde ihnen klar, dass sie nicht mehr über den Preis, sondern über die Qualität konkurrieren.

Ein weiterer wichtiger Aspekt des japanischen Dilemmas ist das hoch kontroverse ETF-Ankaufprogramm

der BOJ. Am 29. Juli 2016 gab die BOJ bekannt, dass sie ihre Ankäufe von ETFs auf den TOPIX, den JPX Nikkei 400, den Nikkei 225 und weitere Indizes im Rahmen ihres geldpolitischen Lockerungsprogramms um sechs Billionen Yen pro Jahr aufstocken würde. Am 20. Oktober hielt die BOJ bereits diverse japanische Aktien-ETFs im Wert von zehn Billionen Yen (100 Milliarden US-Dollar). Im Oktober hat die BOJ den Ansatz ihrer ETF-Käufe angepasst, indem sie anstelle des kursgewichteten Nikkei 225 stärker auf den kapitalisierungsgewichteten TOPIX setzt, um die Marktauswirkungen ihrer ETF-Käufe zu minimieren. Die Markteingriffe der BOJ waren dennoch nie größer. Stand Juni 2016 war der japanische GPIF (Government Pension Investment Fund), einer der weltgrößten Pensionsfonds, mit rund 27 Billionen Yen in japanischen Aktien investiert. Sollte die BOJ das aktuelle Tempo ihrer ETF-Ankäufe fortsetzen, würde sie den GPIF schon in wenigen Jahren als größten Aktionär des Landes ablösen.

Corporate Governance steht auch in Japan weit oben auf der Agenda, und viele Investoren drängen die Unternehmen in ihren Portfolios dazu, ihre Kapitaleffizienz zu verbessern. Der GPIF ist einer der Treiber dieser Entwicklung, während sich die BOJ bislang zurückhaltend gibt und diesbezüglich wenig unternimmt. Aus der Kosten-Nutzen-Betrachtung heraus kann Invesco das umfangreiche ETF-Ankaufprogramm daher vor allem langfristig nicht gutheißen.

Die BOJ und Gouverneur Kuroda haben angesichts größter Herausforderungen Mut zu ungewöhnlichen monetären Entscheidungen gezeigt und haben es gewagt, völlig neue Wege in der Geldpolitik zu gehen. Das sollte trotz einiger unerwarteter Folgen

nicht vergessen werden. Gleichzeitig bleibt es aber auch dabei, dass die BOJ inzwischen weniger Optionen für zusätzliche Lockerungsmaßnahmen hat, auf die sie vermutlich auch nur als letzten Ausweg zurückgreifen würde, zum Beispiel bei einer schlagartigen Aufwertung der japanischen Währung.

## **Gelpolitik allein ungenügend**

Das Team von Invesco bleibt zuversichtlich. Dank der Anstrengungen der BOJ und ihres obersten Währungshüters ist bekannt, dass die Geldpolitik allein nicht ausreicht, um die Wirtschaft aus der Krise zu manövrieren, vor allem wenn sich ein Land in der Liquiditätsfalle gefangen ist. So scheinen auch Premierminister Shinzo Abe und seine Regierung zu sehen, dass Strukturereformen und Fiskalpolitik gefragt sind, sie also das Ruder übernehmen und der Bank of Japan die Möglichkeit geben sollten, sich für eine Weile stärker im Hintergrund zu halten. So hat die Regierung auch bereits einen Gesetzesentwurf für ein beachtliches Wachstumspaket verabschiedet und arbeitet an ihrem dritten Nachtragshaushalt.

Eine weitere gute Nachricht ist, dass sich die US-Wirtschaft im Aufschwung befindet, auch wenn die Erholung noch schleppend ist, und die Fed-Vorsitzende Janet Yellen entschlossen scheint, die Geldpolitik zu normalisieren. Dadurch werden die Renditen wieder steigen. Gelingt es der Bank of Japan, die japanischen Zinsen tief zu halten, könnte ein größerer Zinsabstand zwischen den USA und Japan die japanische Währung in den kommenden Jahren etwas schwächen und so die japanische Wirtschaft insgesamt stützen. Das würde bedeuten, dass sich die BOJ getrost im Hintergrund halten könnte. Sie müsste nicht erneut in die geldpolitische Trickkiste

greifen und sich massiver Kritik aussetzen. //

---

## **Streben nach Wachstum und Inflation**

Die drittgrößte Volkswirtschaft der Welt, Japan, erlebt eine beispiellose politische Verschiebung – mit dem Ziel, die fast zwei Jahrzehnte andauernde Wachstumsschwäche und Deflation zu durchbrechen. Der Erfolg oder das Scheitern der neuen Strategie wird sich deutlich in den Aussichten für die Weltwirtschaft niederschlagen.

Um zu verstehen, warum diese politische Verschiebung notwendig war, muss man wissen, wie es zu der derzeitigen wirtschaftlichen Lage in Japan kam. Man muss die Entstehungsgeschichte, die Art und das Ausmaß der heutigen Schwierigkeiten kennen. Die frühen Phasen des Verlusts wirtschaftlicher Dynamik begannen in den 1970er-Jahren, als sich die Wirtschaft nach einer längeren Periode starken Wachstums, gestützt auf die schnelle und erfolgreiche Adaption importierter Technologien, wieder moderater entwickelte. Gegen Ende der 1980er-Jahre erlebte Japan dann wieder einen starken Wachstumsschub, der teilweise der lockeren Geldpolitik geschuldet war. Das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) wuchs zwischen 1987 und 1990 im Durchschnitt um 5,5 Prozent.

## Verlorenes Jahrzehnt

Das neuerliche schnelle Wachstum in den späten 1980er- Jahren beflügelte unrealistische Erwartungen einer nachhaltig starken wirtschaftlichen Expansion. In Kombination mit einer lockeren Geldpolitik war dies der Beginn einer massiven Preisblase bei Aktien und Immobilien. Als die Blase platzte, brachen Aktienkurse und Grundstückspreise ein. Für Japan begann eine Phase, die heute häufig als „verlorenes Jahrzehnt“ bezeichnet wird.

Ende 2012 leitete der japanische Premierminister Shinzo Abe einen Paradigmenwechsel in der Wirtschaftspolitik ein. Diese Politik wird, von seinem Nachnamen abgeleitet, häufig „Abenomics“ genannt. Sie hat sich auf die Fahne geschrieben, das Problem des seit Jahrzehnten festgefahrenen langsamen Wachstums und der Deflation anzugehen. Den politischen Kurs Abes kann man in drei „Pfeile“ gliedern.

Der erste Pfeil zielt auf eine geldpolitische Lockerung ab, die stärker ausgeprägt und aggressiver ist als frühere geldpolitische Expansionen. Mit diesem neuen quantitativen und qualitativen Lockerungsprogramm (QQE) hat die Bank of Japan (BOJ) die monetäre Basis seit Anfang 2013 mehr als verdoppelt, die Restlaufzeiten der japanischen Staatsanleihen in ihrem Portfolio deutlich verlängert und bedeutende Direktkäufe riskanterer Anlagen getätigt. Diese Strategie hat wichtige Portfolioumschichtungen in japanischen Finanzinstituten angestoßen und signalisiert eindeutig die Entschlossenheit der BOJ, starke geldpolitische Anreize zu bieten, bis die Inflation nachhaltig auf etwa zwei Prozent steigt.

Dieses Inflationsziel wurde noch nicht erreicht. Das liegt zum Teil am drastischen Rückgang der Rohstoffpreise weltweit, der gewaltigen Gegenwind verursacht – und zum Teil an festgefahrenen Erwartungen einer Inflation nahe null sowie am Verhalten bei der Lohnfestsetzung, die schwieriger zu ändern sind als erwartet. Durch QE wurde jedoch erfolgreich eine Kerninflation im positiven Bereich geschaffen, nachdem diese über 15 Jahre lang fast immer unter null lag. Das Lockerungsprogramm wirkt sich auch maßgeblich auf Vermögenspreise aus. Der Yen verlor gegenüber dem US-Dollar fast 40 Prozent und Aktienbewertungen haben sich seit dem Beginn der QE-Maßnahmen im Jahr 2013 mehr als verdoppelt.

## **Rekordverschuldung**

Den zweiten Pfeil bildet eine besonnene Haushaltspolitik, die sich auf einem schmalen Grat zwischen der Förderung höherer Wachstums- und Inflationsziele und der Gewährleistung einer tragbaren Verschuldung bewegt. Seit eine gewagte Erhöhung der Verbrauchssteuer im April 2014 das Wachstum zum Erliegen brachte, konzentriert sich die Haushaltspolitik auf die Schaffung eines realistischen Rahmens für die mittelfristige Konsolidierung bei gleichzeitiger Förderung des kurzfristigen Wachstums durch Reduzierung der Körperschaftssteuer im Verlauf 2015 bis 2016.

Die Netto-Staatsverschuldung Japans liegt bei 245 Prozent des BIPs. Damit ist sie so hoch wie in keinem anderen Industrieland. Selbst angesichts der niedrigen Zinsen belief sich der Bruttofinanzierungsbedarf Japans 2014 auf 56 Prozent des BIP. Bisher haben äußerst günstige Bedingungen jeglichen negativen Einfluss auf die



Finanzstabilität ausgeschlossen. Japans Schulden stehen bedeutende eigene Finanzmittel gegenüber, von denen weniger als zehn Prozent von ausländischen Anlegern gehalten werden. Geldpolitische Maßnahmen unterstützen zusätzlich die Nachfrage und tragen dazu bei, die Zinsen nahe null zu halten. Von diesen günstigen Bedingungen kann jedoch nicht für immer ausgegangen werden.

Eine stärkere Inflation ist notwendig und gleichzeitig muss Japan das reale BIP-Wachstum ankurbeln. Deshalb umfasst der dritte Pfeil eine breite Palette an Strukturreformen. Während das potenzielle Wachstum im Laufe der Zeit abgenommen hat und jetzt magere 0,5 Prozent beträgt, bleibt die Produktivitätssteigerung in Japan stabil und lässt sich mit fortschrittlichen Volkswirtschaften wie den USA und Deutschland vergleichen. Strukturreformen können die Produktivitätssteigerung weiter ankurbeln, aber auch das Kapital- und das Beschäftigungsniveau müssen angehoben werden, um eine ausreichende Wirkung auf das Wirtschaftswachstum zu erzielen. Insbesondere werden zusätzliche Reformen benötigt, um den Einfluss der japanischen Bevölkerungsstruktur auszugleichen. Durch die schnell alternde Gesellschaft wird die Erwerbsbevölkerung bis 2030 um mehrere Millionen Arbeitskräfte schrumpfen. Die Regierung muss weitere Maßnahmen ergreifen, um die Erwerbsquote bei Frauen zu erhöhen, älteren Arbeitnehmern Anreize bieten, um diese länger in der Erwerbsbevölkerung zu halten, die selektive Zuwanderung fördern und die Flexibilität des Arbeitsmarktes steigern.

## **Mehrheit für „Abenomics“**

„Abenomics“ stellt einen wahren Paradigmenwechsel dar und zeigt bereits deutliche Auswirkungen, doch der Weg zu nachhaltigem stärkerem Wachstum und zu einer ebensolchen Inflation ist noch weit. Premierminister Abe wurde bei einer vorgezogenen Wahl im Dezember 2014 mit überzeugender Mehrheit für eine zweite Amtszeit gewählt. Das zeigt die nach wie vor solide Unterstützung der anhaltenden Reformbemühungen.

Angesichts der beschriebenen Widerstände dürfte die Geldpolitik vorerst locker bleiben. Voraussichtlich könnten die QQE-Maßnahmen noch aufgestockt werden – sowohl mengenmäßig als auch bezüglich der Zusammensetzung der von der BOJ aufgekauften Anlagen. Angesichts der Wahrscheinlichkeit, dass die Fed die geldpolitischen Zügel in den kommenden Monaten allmählich anzieht, wird Japan vermutlich auf absehbare Zeit eine andere Geldpolitik verfolgen als die USA. Das sollte zusätzlich Druck auf den Yen ausüben und die Renditen von japanischen Staatsanleihen in Schach halten, bis Japan bei Wachstum und Inflation überzeugendere Ergebnisse vorweisen kann.

Japans Politiker verfolgen die richtige Strategie und sind fest entschlossen, sie umzusetzen. Die Ergebnisse sind bislang durchwachsen, doch Lohndynamik, Inflationserwartungen und Wachstum gehen in die richtige Richtung. Auch Japans Unternehmenssektor passt sich allmählich an. Angesichts der robusten Produktivitätssteigerungen und der globalen Wettbewerbsfähigkeit japanischer Unternehmen, noch unterstützt durch einen schwächeren Yen, sind weitere Fortschritte bei

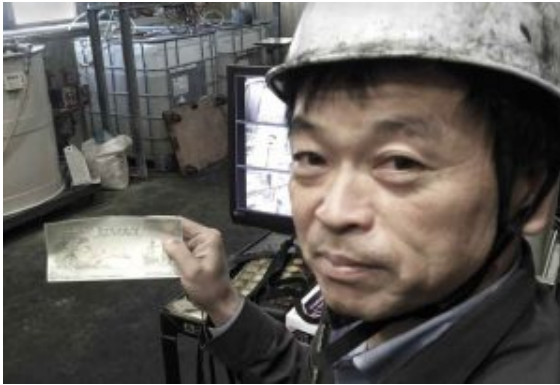
Inflation und Wachstum wahrscheinlich, wenn sich die globalen Rahmenbedingungen 2016 verbessern. Es ist nicht einfach, Wachstum und Inflation herbeizuführen. Es dürfte noch längere Zeit eine geldpolitische Unterstützung erfordern, was sich in einem schwächeren Yen und anhaltend niedrigen Anleihenrenditen niederschlägt. //

---

## **Der Held von Kesennuma**

Damals als die Welle kam, saß Masaki Takahashi im kargen Besprechungszimmer einer seiner Tankstellen. Er kramte in Bewerbungsmappen. Die Tankstellen hatte er von seinem Vater übernommen. 15 waren es, sie waren sein Leben. Alle lagen in Kesennuma, einem japanischen Fischerort etwa 250 Kilometer Luftlinie entfernt von Fukushima. Dann kam der Tag, an dem sich das Wasser auftürmte.

Takahashi dachte an seine vier Kinder, an seine Frau, die Eltern, an seine 160 Mitarbeiter. Er dachte an alle gleichzeitig, an keinen allein. „Es ist schwer, darüber zu sprechen, aber gar nicht zu sprechen, geht auch nicht“, sagt der 53-Jährige.



Masaki Takahashi, der Tankstellenbesitzer, der sein eigenes Biokraftwerk gebaut hat. In der Hand hält er einen Geldschein seiner eigenen Währung, die er nach der Katastrophe entwarf, um die regionale Wirtschaft wieder in Gang zu bringen. (Bildquelle: Oliver Stock)

## **Beginn der deutschen Energiewende**

Sechs Jahre ist es bald her, dass ein Tsunami am 11. März 2011 die Ostküste von Japan überrollte, das Atomkraftwerk in Fukushima zerstörte und bislang mehr als 18.000 Menschen sterben ließ. Eine Welle, die Japan zeitweise zwang, seine Energieversorgung komplett durch importiertes Öl und Gas sicherzustellen.

In Deutschland veranlasste die Katastrophe Angela Merkel vier Wochen später, die Energiewende auszurufen. Die Folgen spüren Energieversorger heute, deren Geschäftsmodell genauso zusammengebrochen ist wie ihr Aktienkurs. Ehemalige Börsengiganten wie RWE und Eon haben sich aufgespalten in einen alten und einen

zukunftsträchtigen Teil. „Bad Bank“ nennen Börsianer jene Nachfolgefirmer, unter deren Dach heute die herkömmlichen Kraftwerke betrieben werden. Die Folgen der Entscheidung spüren Stromverbraucher, die mehr bezahlen als jemals zuvor, weil sie den teuren Ausbau erneuerbarer Energien seither mitbezahlen. Mittelständler überlegen öffentlich, große Teile ihrer Produktion ins Ausland zu verlagern, weil sie die Energiekosten in Deutschland nicht mehr bezahlen wollen. In Japan machen dagegen, im Land der Betroffenen, machen sie weiter wie zuvor. Wie kann das passieren?

Kesennuma erreichte die Welle um 15.34 Uhr. 1.350 Menschen starben in dem Fischerort, der berühmt ist für den Bonito- Fisch, den sie hier fangen. Fünf Mitarbeiter von Takahashi waren unter den Toten. Seine Familie überlebte, weil sie sich auf dem benachbarten Hügel in Sicherheit bringen konnte. Er selbst beobachtete die Flut vom Dach des Rathauses aus. Er sah, wie die Welle Schiffe von der Länge eines Fußballfeldes anhub und mitten in den Ort hineindrückte. Zwölf Stunden blieb er da oben bei eisigen Temperaturen, sah zu, wie Menschen und Tiere, Häuser und Autos versanken. Wie ganze Stadtteile niederbrannten, weil Kurzschlüsse Brände auslösten. Gischt und Qualm vermischten sich, es roch nach Feuer und verbranntem Kunststoff. Takahashi sah die Apokalypse. Immer noch füllen sich die Augen dieses Mannes, dessen große Hände so stark und zupackend sind, mit Tränen, wenn er den wackligen Film zeigt, den ein anderer vom Dach der benachbarten Fischmarkthalle mit dem Handy aufnahm. Eigentlich verlässt Takahashi den Raum, wenn dieses Video läuft, heute schaut er zum ersten Mal zu.

Takahashi ist kein weicher Mann. „Ich war mehr verwirrt, als dass ich Angst hatte“, sagt er. „Ich konnte irgendwie keinen Bezug zur Realität herstellen.“ Das Telefonnetz war zusammengebrochen, aber E-Mails funktionierten noch. Als er erfuhr, dass sich Frau und Kinder retten konnten, galt sein nächster Gedanke der Frage: Was ist nun zu tun? Retter würden kommen, würden schwere Räumfahrzeuge mitbringen, sie bräuchten Benzin. 13 seiner Tankstellen waren zerstört, doch in einer der beiden übriggebliebenen ließ sich der Treibstoff von Hand aus den Tanks nach oben pumpen. Als am nächsten Tag Soldaten eintrafen, versorgte er ihre schweren Maschinen mit Kraftstoff. „Ich habe null ans AKW gedacht“, sagt er.

Doch während er Benzin mit der Handpumpe aus den Tanks nach oben befördert, ereignet sich auf der anderen Seite der Bucht, mit dem Fischerboot einen halben Tag entfernt, der Super-GAU: Explosionen erschüttern den Atommeiler von Fukushima, vier von sechs Blöcken werden zerstört, eine dreifache Kernschmelze nimmt ihren schrecklichen Lauf. Die radioaktive Wolke verseucht eine Zone von 30 Kilometern rund ums Kraftwerk, Regen- und Meerwasser werden kontaminiert.

Etwa 160.000 Menschen müssen die Gegend verlassen, viele kehren nie zurück. Später graben Gestalten in Schutzanzügen den Boden auf einer hektargroßen Fläche rund um das Kraftwerk ab und schichten ihn zu riesigen Haufen. Im Jahr sechs nach der Katastrophe kratzen noch immer verummte Gestalten die oberste Erdschicht in den benachbarten Wäldern ab, um der Verseuchung Herr zu werden.

Bis heute sind keine Maschinen, geschweige denn Menschen bis zum Kern des Unglücksmeilers vorgestoßen. Es gibt auffällig viele Fälle von Schilddrüsenkrebs im Gebiet um Fukushima. Doch die Regierung in Tokio sieht keinen Zusammenhang mit dem Unfall. Drei Jahre nach dem Tag, als Fukushima explodierte, verkündete Regierungschef Shinzo Abe: „Wir schalten die Kraftwerke wieder an.“ Etwa 50 Meiler, die nach der Katastrophe vom Netz genommen wurden, sollten nach einer Sicherheitsüberprüfung wieder anlaufen. Vier Reaktoren waren schon wieder in Betrieb. Einer aber schaltete sich drei Tage nach dem Neustart im Januar wegen Problemen selbst wieder ab, einen weiteren musste Betreiber Kepco auf Weisung eines örtlichen Gerichts zunächst wieder vom Netz nehmen – wegen Sicherheitsbedenken.

Atomgegner feiern die Entscheidung als Etappensieg. Sie fragen: „Wieso soll Japan, das Land der Katastrophe von Fukushima, weiter Atomkraft nutzen, während Deutschland auf Wind und Sonne setzt?“ Die Suche nach einer Antwort führt vom Fischerort Kesenuma quer durchs halbe Land nach Tokio, an die Schalthebel der Macht. „Der japanische Sicherheitsmythos ist durch den Unfall zerstört worden“, stellt Akihiro Tada fest. Er ist Direktor für die Energieversorgung im Wirtschaftsministerium. In seinem Büro stapeln sich seit Monaten Umzugskisten, Stühle gibt es viele, allerdings wenige, die nicht kaputt sind.

## **Japans kleine Energiewende**

An der Wand hängt eine Karte, die die Erdbebengebiete in Japan zeigt. Es sind viele. Tada steuert das, was in Japan als kleine Energiewende bezeichnet werden könnte und eine bescheidene Folge

des zerstörten Glaubens in die Unfehlbarkeit japanischer Atomingenieure ist: Bis zum Jahr 2030 soll nur noch knapp ein Viertel des Energieverbrauchs durch Atomstrom gedeckt werden, ein weiteres Viertel soll aus erneuerbaren Energien stammen, der Rest muss importiert werden. Bis 2030.

Bis dahin wird die japanische Bevölkerung um etwa zehn Prozent auf 110 Millionen Menschen geschrumpft sein. Eiichiro Adachi ist Chef des Japan-Research-Instituts. Er beschäftigt sich mit der Alterung der japanischen Gesellschaft. Kein Industrieland der Erde hat eine ältere Bevölkerung als Japan. Das Durchschnittsalter beträgt 46,5 Jahre. Die Folge ist, dass fast alle Wirtschaftsdaten nach unten zeigen: Exporte, Bruttoinlandsprodukt, Binnenkonsum – alles geht langfristig zurück. Adachi berät Unternehmen darin, wie sie auf das Phänomen reagieren sollen, dass die Japaner scheinbar beschlossen haben, langsam auszusterben. Er preist das Geschäftsmodell einer Fitnesskette an, die sich auf Menschen über 70 spezialisiert hat. Und er hält das Modell eines narrensicheren Handys hoch, mit dem sich wirklich nichts als telefonieren lässt.

Adachi meint: „Ältere Menschen – zumal Japaner – vermeiden Konflikte.“ Toru Takeda, Dekan an der soziologischen Fakultät der renommierten Keisen-Frauen-Universität, beschäftigt sich ebenfalls mit dem Phänomen. „Dramatische Änderungen kommen in Japan nicht vor“, sagt er. Unfälle führten dazu, dass Bewährtes korrigiert, aber eben nicht infrage gestellt wird. Ist also ein alterndes Land zu einer Wende nicht mehr bereit? Was bedeutet diese Erkenntnis für Deutschland, wo der Altersdurchschnitt nur dank junger Zuwanderer nicht



so stark wächst wie angenommen?

Ban Hideyuki ist ein Mann des sanften Widerstands. Er leitet das Nuklear-Informations-Zentrum in einem verwinkelten Hinterhaus im Herzen Tokios. Das Zentrum, gegründet 1975, ist so etwas wie die Graswurzel der Anti-Atomkraft-Bewegung in Japan. Wer Hideyuki besucht, muss die Schuhe ausziehen und anschließend durch ein Labyrinth von Aktenschränken wandern. 3.000 Mitglieder zählt seine Organisation. Nach Fukushima kamen viele Anfragen, inzwischen hat das Interesse nachgelassen. „Was Deutschland macht“, sagt Hideyuki und meint dabei die Energiewende, „muss auch in Japan das Ziel sein. Aber wir haben allenfalls den halben Weg dorthin geschafft.“ Ein Ausstiegsbeschluss ist nicht in Sicht. Parteien, die sich klar gegen die Atomkraft positionieren, verlieren bei Wahlen regelmäßig. Er sehe, dass der Einfluss seiner Organisation begrenzt sei, fügt Hideyuki selbstkritisch hinzu. Auch er hat die Revolution verschoben.

In Kesenuma sind derweil knapp sechs Jahre nach der Katastrophe die Narben, die das tosende Wasser in der Stadt hinterlassen hat, noch immer gut zu sehen. Die Trümmer sind fortgeräumt, aber viele Häuser stehen leer und sehen aus wie Fassaden einer Filmstadt. Es gibt eine ganze Geschäftsstraße mit Restaurant und Friseurladen, die aus aufeinandergestapelten Blechcontainern besteht.

## **Takahashis Währung kurbelte Wirtschaft wieder an**

Hier hat auch Takahashi, der Tankstellenbesitzer, sein Stammlokal. Hier kennt ihn jeder, denn Takahashi hat den Tsunami und die Atomkatastrophe

nicht verdrängt. Er hat sein Leben verändert und arbeitet nach Kräften daran, dass auch das Leben in Kesennuma nicht mehr so wird wie vor dem Tag als die Welle kam. Er gehört dem Wiederaufbau-Komitee an, das sich zum Ziel gesetzt hat, innerhalb von zehn Jahren alle Spuren des Tsunamis zu beseitigen.

Damals, als die Toten begraben wurden, aber alles zerstört war, als die Versicherungen nicht einmal die Hälfte ersetzten und die Not die Menschen niederdrückte, hat Takahashi eine eigene Währung gedruckt, den Reneria. In mehr als 180 Läden des Fischerorts wurden die grünlichen Scheine, die an die Dollarnote erinnern, akzeptiert. Die Menschen gaben sie aus, die Wirtschaft im Ort lief langsam wieder an.

Der Plan des Wiederaufbau-Komitees heißt: gemeinsam mit dem Meer leben. Nachhaltig. Dazu zählt, dass der Ort seine eigene Energieversorgung aufbauen will. Der Tankstellenbesitzer hat dafür ein Biomasse-Kraftwerk gebaut. Nicht irgendeines, sondern bisher eines der größten in einem Land, das nachhaltige Energieerzeugung nicht zu seinen Paradedisziplinen zählt. Das Werk versorgt zwei Hotels mit Wärme und mehr als 1.500 Haushalte mit Strom.

Eine Firma aus Köln hat die Anlage geliefert und montiert. In Takahashis Büro hängt ein Bild von der Vertragsunterzeichnung: ein Japaner und ein Deutscher im grauen Anzug, ein Stück Papier, ein Füllfederhalter. Staatsverträge werden so fotografisch festgehalten. Und Kapitulationen.

## **Größtes Biomasse-Kraftwerk Japans**

Takahashi hat Bauern und Fischer zu Waldarbeitern

gemacht, die ihm nun das Holz für sein Kraftwerk liefern. Er hat sich nicht entmutigen lassen, als die Anlage monatelang ruhte und öfter außer Betrieb war, als dass sie lief, weil die Holzqualität für die Öfen aus Köln schwer verdaulich war. Auf dem Weg, seine persönliche Energiewende zu vollziehen, hätte Takahashi beinahe aufgegeben, aber der Unternehmer in ihm ist zäh. „Eigentlich“, so sagt er, „brauchen wir einen Staatsstreich in Japan.“ Er verzieht bei diesen Worten den Mund zu jenem Lächeln, das er in den vergangenen Jahren erst mühsam wieder erlernt hat.

Vom Staatsstreich aber ist Tokio so weit entfernt wie ein Rentner vom ersten Schultag. In der Regierungsmetropole geht es nicht wie in Berlin um eine Wende, sondern darum, mit dem Unfall zu leben.

Die Havarie des Atomkraftwerks soll allenfalls eine Fußnote in der Geschichte der Energiepolitik bleiben. Die neue Normalität: Sie heißt das Leben mit dem GAU. Ein Shop, der in den Häuserschluchten der Millionenstadt Tokio im vergangenen Jahr eröffnet hat, steht wie kein anderer für diese Einstellung des offiziellen Japans. Er sieht aus wie ein deutscher Bioladen. Appetitlich türmen sich Äpfel und gut sortierte Pilze neben dem Eingang, hinter dem Verkaufsraum ist ein Café eingerichtet. Auffällig viele Mitarbeiter kümmern sich um auffällig wenig Kunden. Die Theke mit den Frischprodukten verströmt den Duft kalter Vorspeisen, wie sie die Japaner lieben. Es ist ein Fukushima-Shop. Hier werden nur Produkte aus der Region rund um das havarierte Atomkraftwerk verkauft. „Probieren Sie den frischen Geschmack von Früchten und Gemüse aus Fukushima“, steht auf einem

Schild. Der Biogas-Unternehmer Takahashi würde hier nicht zugreifen. Doch seine Stimme bleibt im offiziellen Japan bislang unerhört. //

---

## **Das Leben in der Zinsfalle**

Frisch im Amt rief Japans Notenbankchef Haruhiko Kuroda vor gut drei Jahren, am 4. April 2013, die Politik der sogenannten „quantitativen und qualitativen Lockerung“ (QQE) aus. Mit seiner „neuen Dimension der geldpolitischen Lockerung“ überraschte Kuroda die Finanz-märkte und stellte sich den Schwarzsehern entgegen, die Anleger jubelten.

Das Ausmaß der geldpolitischen Lockerung war enorm. Auf den ersten Blick überzeugten auch die geplanten Maßnahmen. Um ihr Inflationsziel von zwei Prozent innerhalb von rund zwei Jahren zu erreichen, stellte die Bank of Japan die Verdoppelung ihrer Ankäufe japanischer Staatsanleihen und ETFs sowie der japanischen Geldbasis in Aussicht. Zu diesem Zeitpunkt ist der Yen bereits von rund 80 auf 93 Yen gegenüber dem US-Dollar gefallen, am japanischen Aktienmarkt waren die Kurse seit Amtsantritt von Premierminister Minister Shinzo Abe und seiner Liberaldemokratischen Partei (LDP) Ende 2012 um rund 30 Prozent gestiegen. Daher gab es genug Skeptiker am Markt, die warnten, dass die Märkte die möglichen

positiven Auswirkungen der Abenomics-Politik einschließlich einer mutigen Geldpolitik zum größten Teil bereits eingepreist hätten. Heute weiß man, wie falsch sie mit dieser Einschätzung lagen. Tatsächlich war dies erst der Beginn einer dreijährigen Rallye am japanischen Aktienmarkt. Befeuert wurde diese vor allem von ausländischen Investoren, die von April 2013 bis Ende 2014 120 Milliarden US-Dollar in japanische Aktien investierten, ungewöhnlich hohe Zuflüsse über so einen kurzen Zeitraum.

Am 29. Januar 2016, fast drei Jahre nachdem Kuroda das erste Feuerwerk zündete, legte die BOJ noch einmal nach und verkündete „QQE mit Negativzins“. Diesmal fiel die Marktreaktion deutlich verhaltener aus. Der Yen reagierte mit einem kurzfristigen Rückgang von 118 auf 121 Yen gegenüber dem US-Dollar, erholte sich aber schon in der Folgewoche wieder auf 112 bis 113 Yen, gestützt durch größere Unsicherheiten über die Wachstumsaussichten in China und schwächere Rohstoffpreise. Die Anleger zeigten sich enttäuscht darüber, dass es der BOJ mit ihrer überraschenden Aktion nicht gelang, den Yen nachhaltig zu schwächen – vor allem aber verärgert darüber, dass sich die BOJ entgegen wiederholter Beteuerungen des Notenbankchefs für die Einführung von Strafzinsen entschied.

Seither sind die kritischen Stimmen noch lauter geworden, selbst unter den ausländischen Investoren, die zuvor nur Lob für die BOJ und ihren Gouverneur fanden. Nun hieß es, dass QQE offensichtlich nicht funktioniere, die BOJ intransparent sei und Kuroda die Märkte hintergehe. Das Fazit von Invesco ist deutlich einfacher: Die Verbindung von QQE und

Negativzinsen funktioniert nicht. Bei gleichzeitiger Ausweitung der Geldbasis helfen Strafzinsen nicht. Ganz im Gegenteil; sie verhindern, dass das eigentliche Ziel der Geldpolitik erreicht wird, weil beide Maßnahmen nicht zueinander passen. Der konzeptionelle Ansatz mit drei Kategorien von Zinssätzen ist jedoch gut. Die Einlagen der Banken bei der Zentralbank werden der Höhe nach in drei jeweils unterschiedliche Kategorien aufgeteilt, sodass nur auf einen Teil negative Zinsen erhoben werden.

Die Zinsen sind inzwischen so niedrig, dass weitere geringfügige Zinssenkungen die Haushalte und Unternehmen kaum zum Umdenken bewegen werden. An tiefe Zinsen haben sich die Japaner längst gewöhnt, die Kreditnachfrage wurde so bislang nicht angekurbelt. Ein positiver Aspekt hingegen ist die schrittweise Verlagerung der Geldpolitik von der Ausweitung der Geldbasis zur Zinssteuerung. Damit schlägt die BOJ einen potenziell nachhaltigeren geldpolitischen Pfad ein. Am Markt wird es bald nicht mehr genug japanische Staatsanleihen geben, wenn die Notenbank weiter so kräftig ankauft wie bisher. Dennoch haben die Märkte negativ auf die plötzliche Einführung von QQE mit Negativzins und die dadurch ausgelöste Abflachung der Zinsstrukturkurve reagiert. Auch die von hauchdünnen Zinsmargen betroffenen Finanzinstitute sowie Pensionäre und Sparer haben sich zunehmend beschwert. In die gleiche Richtung zielt die jüngste Neuerung in der japanischen Geldpolitik, die „quantitative und qualitative geldpolitische Lockerung mit Steuerung der Zinsstrukturkurve“, die am 21. September 2016 angekündigt wurde. Durch die Aufgabe des Ankaufsziels und die Umstellung auf die

Steuerung der Zinsstrukturkurve soll die Nachhaltigkeit der Geldpolitik gestärkt werden. Dieser Schritt ist allerdings hoch kontrovers; vor allem die Frage, ob die BOJ die Anleiherenditen am langen Ende der Zinskurve überhaupt kontrollieren kann. Kuroda scheint die Kommunikation mit den Märkten in jedem Fall verbessern zu wollen. Gleichzeitig hat er, obwohl er dies vehement leugnet, inzwischen weniger Optionen für eine weitere Lockerung der Geldpolitik. Kuroda selbst sieht vier mögliche Ansätze: eine weitere Senkung der Negativzinsen, eine Ausweitung der Staatsanleihenkäufe, eine Senkung der Zinsen am langen Ende der Zinsstrukturkurve oder eine Ausweitung der ETF-Käufe. Jede einzelne dieser Maßnahmen dürfte schwierig umzusetzen sein und verspricht wenig Wirkung.

Die japanische Regierung hat noch nicht öffentlich gemacht, dass die Jahresrate des Verbraucherpreisindex ohne Lebensmittel und Energie seit September 2013 positiv ist, wenn auch das Zwei-Prozent-Ziel noch in weiter Ferne liegt.

Über die Frage, ob die Deflation Ursache oder Folge der schwachen Wirtschaftsentwicklung ist, besteht immer noch keine Einigkeit. Als Shinzo Abe und seine LDP Ende 2012 wiedergewählt wurden, kämpfte Japan bereits seit rund 15 Jahren mit Deflation und Wachstumsschwäche. Zu der Zeit wurde allgemein angenommen, dass die Deflation ein Grund für die schwierige wirtschaftliche Lage sei. Vor diesem Hintergrund wurden der ehemalige BOJ-Gouverneur Masaaki Shirakawa und die BOJ von der sogenannten „Reflationsfraktion“ stark dafür kritisiert, dass

sie die Deflation nicht ausreichend bekämpften. Zu diesen Kritikern gehörte auch der derzeitige Vizechef der BOJ, Kikuo Iwata, einer der prominentesten Befürworter einer reflationären Politik. Allein die BOJ soll schuld an der anhaltenden Deflation in Japan sein – da es ihr unter der Führung von Shirakawa an der Entschlossenheit gefehlt hat, ein Inflationsziel von zwei Prozent zu erreichen und sich ein Ziel für eine deutliche Ausweitung der Geldbasis zu setzen.

Japans derzeitiger Notenbankchef Kuroda dürfte kaum der „Reflationsfraktion“ angehören. Kuroda sagte im Februar 2016 vor dem japanischen Parlament: „Es ist nicht so, dass die Geldbasis allein die Inflation oder die Inflationserwartungen schüren wird. Wir wollen höhere Preise durch höhere Inflationserwartungen und eine geringere Lücke zwischen Angebot und Nachfrage durch QE erreichen.“ Die von Kuroda im April 2013 eingeführte QE-Politik ist dennoch nichts anderes als das, was die „Reflationsfraktion“ gefordert hat. Ein Grund für den Kurswechsel der Notenbank ist, dass sich die japanische Wirtschaft seit Ende 2012 auf dem Erholungspfad befand und der japanische Yen zu stark erschien. Invesco geht davon aus, dass es Kurodas Ziel war, mit einem Kurswechsel in der Geldpolitik Einfluss auf die japanischen Aktienmärkte und Währung nehmen zu können.

Wie erwartet, wertete der Yen nach der Einführung von QE im April 2013 weiter ab. Die Aktienkurse reagierten mit heftigen Ausschlägen, die Unternehmensgewinne stiegen und der Verbraucherpreisindex begann anzuziehen. Das Zwei-Prozent-Ziel hat die japanische Teuerung allerdings



nie erreicht. Stattdessen hat die BOJ ihre Inflationserwartungen in ihren Ausblicken wiederholt zurückgenommen. Dass sie ihr Preisstabilitätsziel von zwei Prozent nicht erreicht hat und die Inflationserwartungen stattdessen rückläufig gewesen sind, führt die BOJ selbst auf mehrere Faktoren zurück. Erstens den sinkenden Ölpreis, zweitens die Nachfrageschwäche nach Anhebung der Konsumsteuer im Jahr 2014 und drittens die Wachstumsverlangsamung in den Schwellenmärkten sowie die weltweite Finanzmarktvolatilität. Die größte Überraschung ist, dass trotz des engen Arbeitsmarktes und der geringen Arbeitslosenrate von drei Prozent die nominalen Löhne in Japan in den letzten Jahren nur minimal gestiegen sind und langsamer als die Verbraucherpreisinflation, da der schwächere Yen die Einfuhrpreise erhöht hat. Das wiederum hat die Kaufkraft der Konsumenten geschwächt. In Japan sind Vollzeitbeschäftigte, durch Lohn, Jobsicherheit, Zusatzleistungen und den resultierenden sozialen Status, deutlich bessergestellt als Nicht-Vollzeitbeschäftigte. Der Anreiz für Vollzeitbeschäftigte ist konsequenterweise groß, der Arbeitsplatzsicherheit mehr Gewicht zu geben als Lohnerhöhungen. Solange die Konditionen für Vollzeitbeschäftigte so viel besser sind als für Nicht-Vollzeitbeschäftigte, ist mit einer nennenswerten Teuerung durch Lohnwachstum in Japan daher nicht zu rechnen. Das ist einer der Gründe, warum die Abe-Regierung derzeit an Arbeitsmarktreformen arbeitet.

Nach Einschätzung von Invesco bereitete der BOJ das trotz der deutlichen Yen-Abwertung ausbleibende reale Exportwachstum Kopfschmerzen. Anfangs führten Marktbeobachter die Exportschwäche auf den „J-

Kurven-Effekt“ zurück. Die Importe werden bei einer Währungsabwertung zunächst teurer, sodass sich die Handelsbilanz kurzfristig verschlechtert. Durch die Abwertung der Währung exportiert das Land aber langfristig mehr, weil die Produkte für ausländische Abnehmer günstiger werden. Soweit die Theorie. In der Praxis ist eine nennenswerte Beschleunigung der japanischen Exporte – und damit der gesamtwirtschaftlichen Dynamik – ausgeblieben, weil die japanischen Unternehmen ihre Preise trotz der schwächeren Währung hochgehalten haben. Offensichtlich wurde ihnen klar, dass sie nicht mehr über den Preis, sondern über die Qualität konkurrieren.

Ein weiterer wichtiger Aspekt des japanischen Dilemmas ist das hoch kontroverse ETF-Ankaufprogramm der BOJ. Am 29. Juli 2016 gab die BOJ bekannt, dass sie ihre Ankäufe von ETFs auf den TOPIX, den JPX Nikkei 400, den Nikkei 225 und weitere Indizes im Rahmen ihres geldpolitischen Lockerungsprogramms um sechs Billionen Yen pro Jahr aufstocken würde. Am 20. Oktober hielt die BOJ bereits diverse japanische Aktien-ETFs im Wert von zehn Billionen Yen (100 Milliarden US-Dollar). Im Oktober hat die BOJ den Ansatz ihrer ETF-Käufe angepasst, indem sie anstelle des kursgewichteten Nikkei 225 stärker auf den kapitalisierungsgewichteten TOPIX setzt, um die Marktauswirkungen ihrer ETF-Käufe zu minimieren. Die Markteingriffe der BOJ waren dennoch nie größer. Stand Juni 2016 war der japanische GPIF (Government Pension Investment Fund), einer der weltgrößten Pensionsfonds, mit rund 27 Billionen Yen in japanischen Aktien investiert. Sollte die BOJ das aktuelle Tempo ihrer ETF-Ankäufe fortsetzen, würde sie den GPIF schon in wenigen Jahren als größten

Aktionär des Landes ablösen.

Corporate Governance steht auch in Japan weit oben auf der Agenda, und viele Investoren drängen die Unternehmen in ihren Portfolios dazu, ihre Kapitaleffizienz zu verbessern. Der GPIF ist einer der Treiber dieser Entwicklung, während sich die BOJ bislang zurückhaltend gibt und diesbezüglich wenig unternimmt. Aus der Kosten-Nutzen-Betrachtung heraus kann Invesco das umfangreiche ETF-Ankaufprogramm daher vor allem langfristig nicht gutheißen.

Die BOJ und Gouverneur Kuroda haben angesichts größter Herausforderungen Mut zu ungewöhnlichen monetären Entscheidungen gezeigt und haben es gewagt, völlig neue Wege in der Geldpolitik zu gehen. Das sollte trotz einiger unerwarteter Folgen nicht vergessen werden. Gleichzeitig bleibt es aber auch dabei, dass die BOJ inzwischen weniger Optionen für zusätzliche Lockerungsmaßnahmen hat, auf die sie vermutlich auch nur als letzten Ausweg zurückgreifen würde, zum Beispiel bei einer schlagartigen Aufwertung der japanischen Währung.

Das Team von Invesco bleibt zuversichtlich. Dank der Anstrengungen der BOJ und ihres obersten Währungshüters ist bekannt, dass die Geldpolitik allein nicht ausreicht, um die Wirtschaft aus der Krise zu manövrieren, vor allem wenn sich ein Land in der Liquiditätsfalle gefangen ist. So scheinen auch Premierminister Shinzo Abe und seine Regierung zu sehen, dass Strukturreformen und Fiskalpolitik gefragt sind, sie also das Ruder übernehmen und der Bank of Japan die Möglichkeit geben sollten, sich für eine Weile stärker im Hintergrund zu halten. So hat die Regierung auch bereits einen Gesetzesentwurf

für ein beachtliches Wachstumspaket verabschiedet und arbeitet an ihrem dritten Nachtragshaushalt.

Eine weitere gute Nachricht ist, dass sich die US-Wirtschaft im Aufschwung befindet, auch wenn die Erholung noch schleppend ist, und die Fed-Vorsitzende Janet Yellen entschlossen scheint, die Geldpolitik zu normalisieren. Dadurch werden die Renditen wieder steigen. Gelingt es der Bank of Japan, die japanischen Zinsen tief zu halten, könnte ein größerer Zinsabstand zwischen den USA und Japan die japanische Währung in den kommenden Jahren etwas schwächen und so die japanische Wirtschaft insgesamt stützen. Das würde bedeuten, dass sich die BOJ getrost im Hintergrund halten könnte. Sie müsste nicht erneut in die geldpolitische Trickkiste greifen und sich massiver Kritik aussetzen. //