

## Gutmann Investment Mail – Mai 2013

### „Japanische Verhältnisse“ und: Was wir davon lernen können

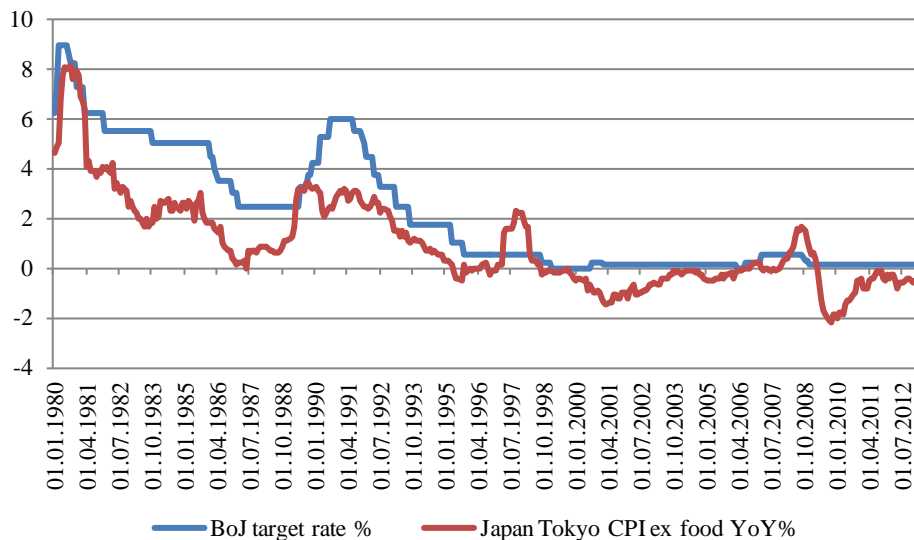
**Steuert Europa auf „japanische Verhältnisse“ zu? Oder sind wir gar schon mittendrin? Dieser Inbegriff des verzweifelten und letztlich vermeintlich gescheiterten Versuchs, Wachstum bzw. Inflation mit geld- und fiskalpolitischen Mitteln in einer Volkswirtschaft zu erzeugen, rückt aktuell – vor allem in Europa – wieder stärker in den Blickpunkt. Auch wenn die heutige Situation mit Japan vor 20 Jahren nicht vergleichbar ist, so fühlt sich doch vieles nach einer langwierigen Stagnation mit niedrigen Inflationsraten an, mit der wir konfrontiert sein könnten. Was sind die Unterschiede zu damals, wo gibt es Parallelen und weckt der Begriff der „japanischen Verhältnisse“ vielleicht Assoziationen, die mit der Realität in Japan wenig zu tun haben? Und vor allem: welche Schlüsse muss man auf der Investmentseite ziehen?**

Viel Negatives wird mit dem Terminus „Japanische Verhältnisse“ gedanklich verbunden: Unterdurchschnittliches Wachstum, Deflation, Hilflosigkeit, verzweifelte Versuche und letztlich Scheitern. Der MSCI Japan liegt dieser Tage (Ende März 2013) noch immer deutlich unter der Hälfte des Hochs von 1989. Der Verdacht liegt nahe, dass Japan nicht nur auf ein verlorenes Jahrzehnt zusteuert, sondern sogar auf eine verlorene Generation. Dabei kann man den politischen und monetären Autoritäten sicher nicht den Vorwurf machen, handlungsunwillig gewesen zu sein. Und vielleicht ist es gerade dieser Punkt, der so sehr verunsichert: dass trotz beispielloser Bemühungen und Wirtschafts-Stimuli die Entwicklung der letzten beiden Dekaden in Japan – noch bis in die 90er-Jahre oft als Vorzeigevolkswirtschaft angeführt – in dieser Form verlaufen ist.

Eines ist jedenfalls klar: Das Verständnis der „japanischen Verhältnisse“ sowie die richtige Einordnung der derzeitigen Situation ist entscheidend für den langfristigen Anlageerfolg. Denn der historische Vergleich der Assetklassen über die letzten 20 Jahre in Japan zeigt ein eindeutiges, vielleicht im damaligen Niedrigzinsumfeld nicht unmittelbar intuitives Ergebnis (s. Abschnitt Investmentimplikationen).

Um Aussagen treffen zu können, ob wir uns in Europa auf „japanische Verhältnisse“ zubegeben oder uns bereits darin befinden, muss man zuerst besagte Verhältnisse definieren. Bei dieser Definition ist man zudem mit dem Problem konfrontiert, dass es sich um einen sehr langen Zeitraum handelt, innerhalb dessen sich eine Reihe von makroökonomischen Ereignissen in unterschiedlichen Ausmaßen abgespielt hat. Dabei ist nicht immer ganz klar, was tatsächlich Ursache und was Wirkung ist. Die Asienkrise Mitte der 90er-Jahre hat Japan nur wenige Jahre nach dem Platzen der Immobilienblase – und damit zu einem denkbar ungünstigen Zeitpunkt – ereilt. Deflation bringt man immer mit „japanischen Verhältnissen“ in Verbindung, sie wurde allerdings erst ab der Millenniumswende ein strukturelles Thema und ist damit eigentlich ein recht „junges“ japanisches Phänomen. Disinflation – also laufend kleiner werdende Preisanstiege – war hingegen schon seit Krisenbeginn, Anfang der 90er-Jahre, stets zu bemerken (s. Abb. 1).

Abb. 1: Leitzins und Inflation in Japan



Quelle: Bloomberg

Auch ist die rein ökonomische Betrachtungsweise natürlich unvollständig. Ben Bernanke selbst – damals noch im Rahmen seiner akademischen Laufbahn an der Princeton University – weist in seiner mittlerweile legendären Kritik an der japanischen Geldpolitik („Japanese Monetary Policy: A self-induced Paralysis?“; Ben Bernanke (1999)) darauf hin, ob nicht sozio-kulturelle Faktoren ebenfalls eine gewichtige Rolle spielen.

*„There are questions,..., about whether the Japanese economic model, constrained as it is by the inherent conservatism of a society that places so much value on consensus, is well-equipped to deal with the increasing pace of technological, social and economic change we see in the world today.“* (B. Bernanke, 1999)

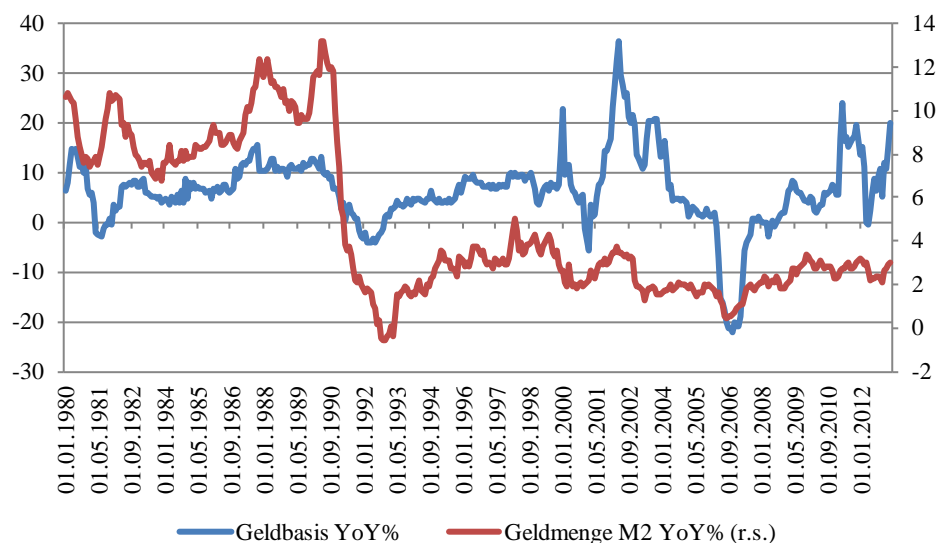
Folgt man diesem sozio-kulturellen Aspekt, gelangt man unweigerlich zu der Frage, ob die „japanischen Verhältnisse“ denn überhaupt ausschließliches Ergebnis einer vermeintlich erfolglosen Geld- und Fiskalpolitik sind, oder zumindest zum Teil auch Resultat einer bewussten – und damit vielleicht sogar erfolgreichen – Richtungsentscheidung waren. Denn trotz allem kann man in weiten Teilen der Welt von den niedrigen Arbeitslosenraten (s. Abb. 3) und dem hohen Lebensstandard in Japan nur träumen. Keine Frage: die Entwicklung der japanischen Wirtschaftsleistung war über die letzten zwei Dekaden nicht herausragend, aber es gibt starken Anlass zur Vermutung, es hätte auch viel schlimmer kommen können.

Die rein volkswirtschaftlichen Charakteristika – und damit versuchen wir wieder die japanischen Verhältnisse zu definieren – sahen und sehen zum Teil heute noch folgendermaßen aus:

- Als Auslöser gilt ein starker Immobilienpreisverfall Ende der 80er- bis Anfang der 90er-Jahre, vor allem im Bereich der Gewerbeimmobilien.
- Eine lange Phase von Wirtschaftswachstumsraten weit unter dem Potenzialwachstum.

- Eine kontinuierliche Disinflation, die sich beginnend mit Mitte der 90er-Jahre sogar in eine Deflation verwandelte (s. Abb. 1).
- Eine Geldpolitik, die vor allem zu Beginn der Krise ausschließlich über den Leitzins versuchte, aggregierte Nachfrage zu stimulieren. Erst mit Zeitverzögerung kamen außergewöhnliche Maßnahmen wie quantitatives easing etc. dazu, die sich in einer sprunghaften Ausweitung der Geldbasis widerspiegeln (s. Abb. 2).
- Eine stark ansteigende Sparneigung des privaten Sektors.
- Ein Anstieg der Arbeitslosenraten, allerdings auf nach wie vor international extrem niedrigem Niveau.
- Mehrere fiskalische Stimulusprogramme, die neben strukturellen Faktoren zu einem rasanten Anstieg der Staatsverschuldung führten.

Abb. 2: Entwicklung von Geldbasis und Geldmenge M2 in Japan (im Jahresvergleich (=YoY) %)



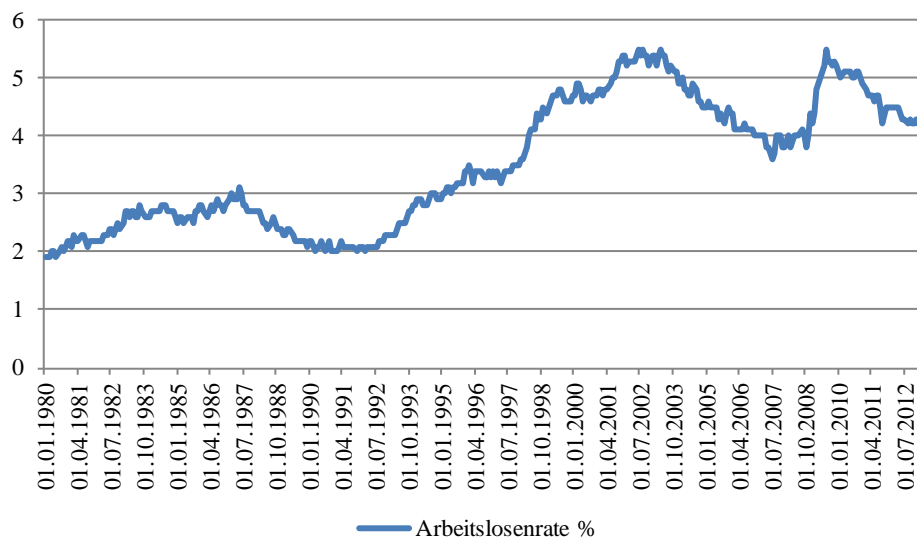
Quelle: Bloomberg

Wie es dazu kam, ist in diesem Kontext nebensächlich, wenngleich die Theorien dazu vielfältig sind: Ob es die Aufwertung des JPY war, die Anhebung der Zinsen unmittelbar vor Platzen der Blase, die zu langsame und zu wenig entschlossene Reaktion der Bank of Japan (BoJ), die nur träge voranschreitende Abarbeitung der Problemkredite in den Bankbilanzen? Oder die Besonderheiten der japanischen Wirtschafts- und Gesellschaftsstruktur? Wahrscheinlich von allem etwas. Wichtiger ist, was japanische Verhältnisse auch sind:

- Eine Arbeitslosenrate, die selbst im Hoch nie über sechs Prozent gestiegen ist (s. Abb. 3).

- Ein reales BIP pro Kopf, das in der jüngsten Dekade in etwa so viel gestiegen ist wie in den USA und wesentlich mehr als in Frankreich.
- Nach wie vor einer der höchsten Lebensstandards weltweit (gem. Human Development Index).

Abb. 3: Arbeitslosenrate in Japan in %,



Quelle: Bloomberg

Oder anders gesagt: „Japanische Verhältnisse“ beschreiben NICHT einen Zustand, der mit der großen Depression der 30er-Jahre vergleichbar ist.

### Ist eine Gegenüberstellung überhaupt möglich?

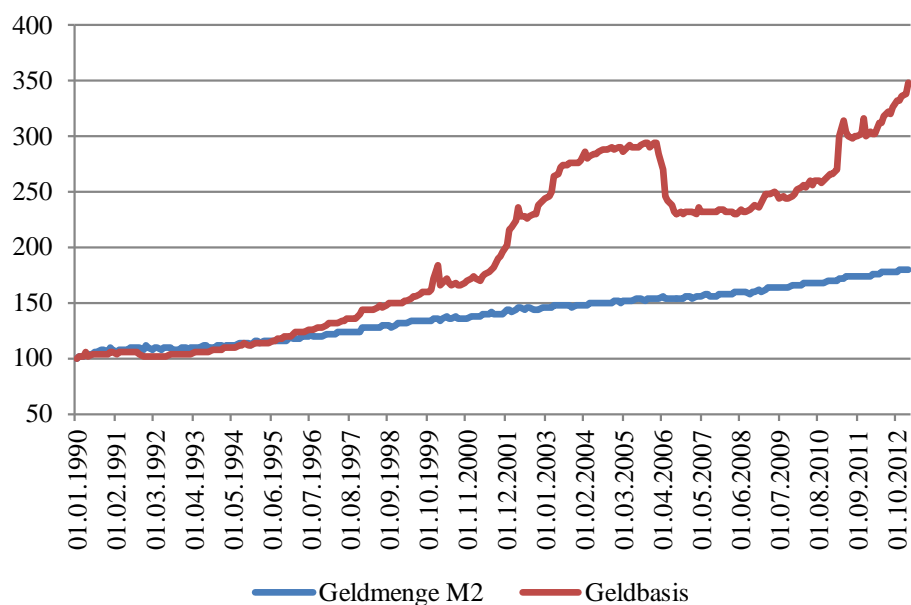
Natürlich sind gewisse Ähnlichkeiten mit der Situation der Eurozone dieser Tage nicht von der Hand zu weisen.

- Die enttäuschenden Wirtschaftswachstumsraten sowie die, trotz Ausweitung der EZB-Bilanz nicht steigen wollenden, Inflationsraten sind wohl der Hauptgrund für den Vergleich. Diese Bemühungen haben in Japan – wenn auch damals mit einiger Verspätung – ebenso stattgefunden. Die Entwicklungsdynamiken und das Auseinanderdriften von Geldbasis und Geldmenge – nicht nur in der Eurozone, sondern eigentlich in der ganzen westlichen Welt – erinnern aktuell stark an Japan vor 15 Jahren (Abb. 4).
- Das gegebene Niedrigzinsumfeld und die daraus folgende Renditekompression am langen Ende (s. Abb. 5) bei JGBs (Japanese Government Bonds).

- Die Rolle des Bankensektors in der Krise und insbesondere das sich entwickelnde Verhaltensmuster, schmerzhaftes nicht zu tätigen, sondern hinauszuzögern, erinnern an die sprichwörtliche japanische „Zombiebankenthematik“.

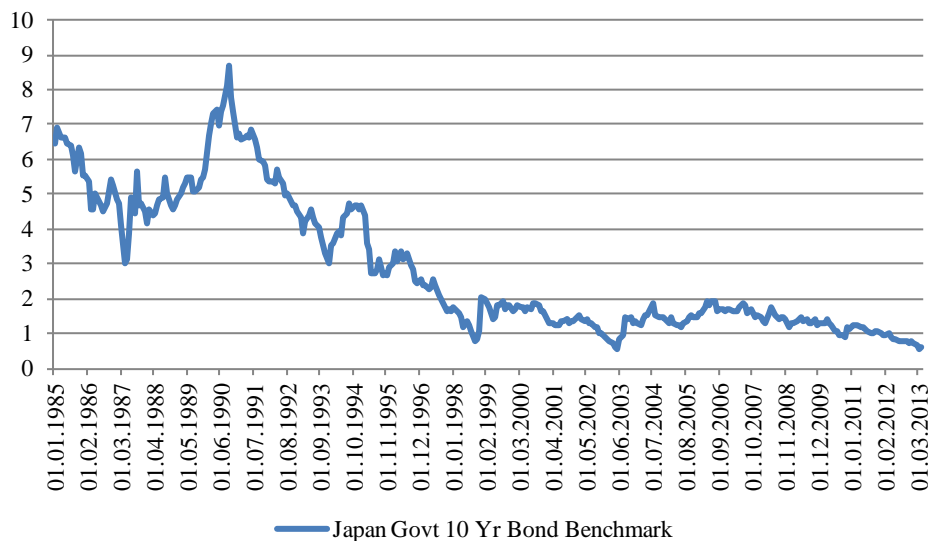
Hier sei zudem darauf hingewiesen, dass die Eurozone aufgrund ihrer aggregierten Daten vielleicht ähnlich wie Japan aussieht, im Detail der einzelnen Mitgliedsländern aber doch völlig verschiedene Dynamiken vorherrschen.

Abb. 4: Entkoppelung von Geldbasis und Geldmenge in Japan (auf 100 indexiert per 1.1.1990)



Quelle: Bloomberg

Abb. 5: Rendite auf 10-jährige JGBs

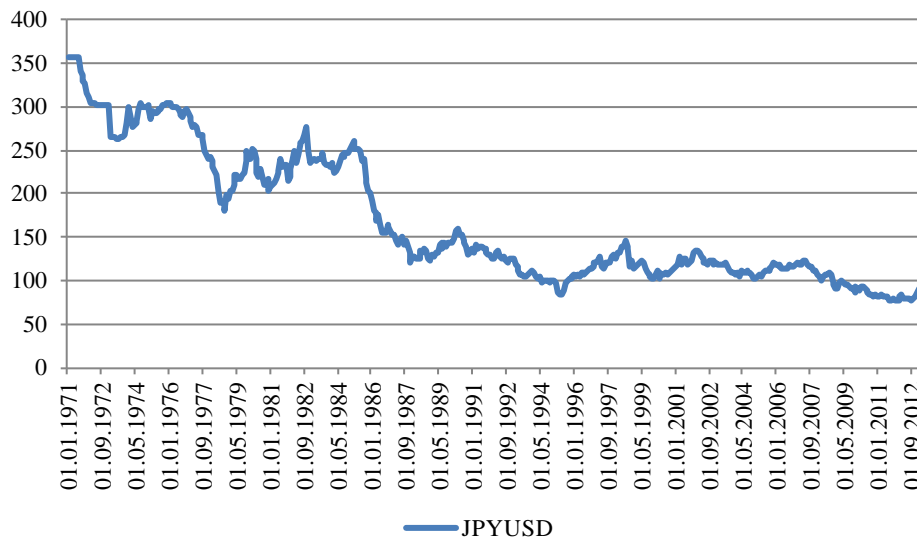


Quelle: Bloomberg

Der wiederholt geäußerte Verdacht, wir würden vor allem in der Eurozone auf „japanische Verhältnisse“ zusteuern, nimmt zu wenig Rücksicht auf die Unterschiede der damaligen Situation in Japan und der Lage, in der sich Europa heute befindet. Die Unterschiede beziehen sich vor allem auf Demographie, Gesellschaftsstruktur und Marktstruktur.

- Japans Bevölkerungswachstum betrug von 1989 bis 2009 kumulierte 3,5 Prozent, jenes der OECD-Staaten im selben Zeitraum 17 Prozent (Quelle: OECD). Die japanische Bevölkerung stagniert seit rund einem Jahrzehnt und das Durchschnittsalter liegt über dem Europas.
- Seit zumindest 20 Jahren ist in Japan netto eher eine Emigration als eine Immigration feststellbar. In den USA beispielsweise spielt Immigration eine wesentliche (wachstumstreibende) Rolle.
- Der Frauenanteil unter den Erwerbstätigen ist in Japan mit 41 Prozent extrem gering, in der Eurozone liegt er immerhin bei 45 Prozent, in den USA über 46 Prozent (Quelle: OECD, Daten 2009). Allerdings liegt die Erwerbsquote in Japan über jener der Eurozone.
- Europas Volkswirtschaften sind wesentlich heterogener, besonders im Bereich der Rentenmärkte. Damit hat die EZB naturgemäß Zusatzaspekte zu berücksichtigen. Die BoJ konnte immer von einem einheitlichen Rentenmarkt und einem einheitlichen Pool an Ersparnissen ausgehen.
- Die japanische Volkswirtschaft ist ein sehr geschlossene. Der Exportanteil im Verhältnis zum BIP lag die letzten zehn Jahre niemals über 20 Prozent, der vergleichbare Wert von EU-27 liegt bei rund 40 Prozent (Quelle: OECD). Damit hätte Japan als Volkswirtschaft auch sehr resistent gegenüber erforderlichen Anpassungen infolge von externem Wettbewerbsdruck sein können.
- Deflation ist nicht gleich Deflation: Die Auswirkungen derselben sind abhängig von der Verschuldungshöhe der betroffenen Wirtschaftseinheiten einerseits und andererseits der Fähigkeit einer Volkswirtschaft, Deflation zur Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit zu nutzen. D.h. Deflation ist umso schmerzlicher, je höher die Verschuldung im System ist (Ben Bernanke spricht in diesem Zusammenhang vom *balance sheet transmission channel of monetary policy* (B. Bernanke, 1999)) und kann auch positiv sein, wenn eine Volkswirtschaft dadurch wettbewerbsfähiger wird. Letzteres setzt allerdings eine gewisse Flexibilität der Strukturen und der Faktormärkte voraus. Und genau das ist es ja, was wir von der Eurozonenperipherie derzeit erhoffen.
- Kontinuierliche Aufwertung des JPY: Seit Anfang der 70er Jahre (Ende des Systems von Bretton Woods) hat der JPY gegenüber dem USD stets zugelegt. Besonders auffällig ist die Aufwertung ab Mitte der 80er-Jahre (von 250 auf 125), also unmittelbar vor Ausbruch der Krise (s. Abb. 6)

Abb. 6: Aufwertung des JPY zum USD



Quelle: Bloomberg

Allein wenn man rein diese letztgenannten Faktoren berücksichtigt, kommt man zu dem Schluss, dass Japan vielleicht ein wenig zu Unrecht ein Beispiel für zu schüchterne Geldpolitik war und ist. Vielmehr zeichnen „strukturelle Bremsen“ (keinerlei Bevölkerungswachstum, kaum Produktivitätsdruck auf die großteils nach innen gerichtete Volkswirtschaft, zu wenig Frauen unter den Erwerbstätigen,...) ebenso für die „japanischen Verhältnisse“ verantwortlich.

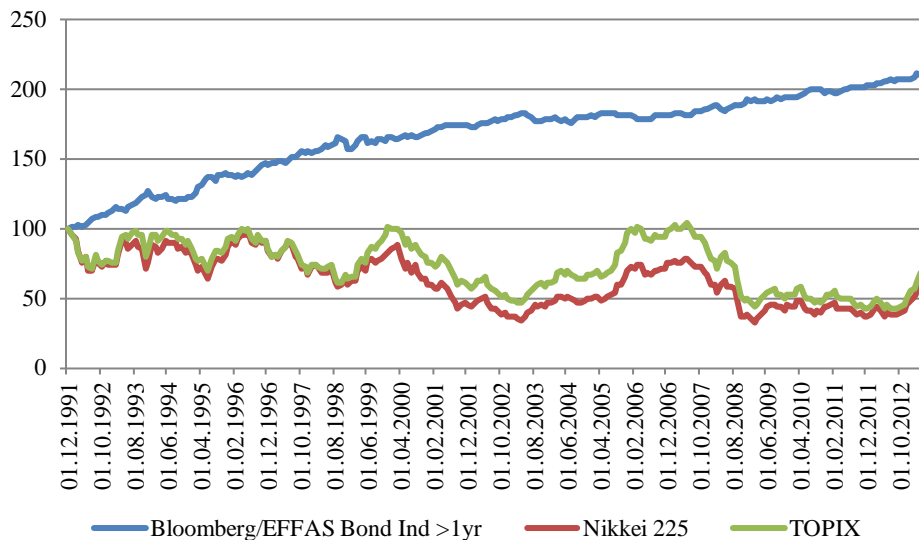
Damit wird allerdings für Europa eines klar: Die Politik der EZB allein – egal, wie nah oder fern wir uns von den „japanischen Verhältnissen“ glauben – kann nur Zeit für Struktur-reformen in Europa verschaffen, sie kann diese aber nicht ersetzen.

## Investmentimplikationen

Aktuell wird viel vom Niedrigzinsumfeld und einer daraus vermeintlich logischen Konsequenz – einer erforderlichen höheren Risikotoleranz – gesprochen. Was die Zukunft bringen wird, wissen wir nicht. Je größer aber der Glaube an „japanische Verhältnisse“ in der Eurozone ist, umso kritischer sollte dieser vermeintlich logische Schritt ins Risiko hinterfragt werden. Was können wir daher von Japan lernen?

- 1.) Wie in Abb. 7 klar zu erkennen, wurde im Falle Japans der Schritt ins Risiko aufgrund des Niedrigzinsumfeldes nicht belohnt. Ganz im Gegenteil: Während sich der Rentenindex seit 1992 mehr als verdoppelte, liegt der Aktienmarkt trotz der jüngsten Rallye nur geringfügig über der Hälfte seines Niveaus Anfang der 90er-Jahre (s. Abb. 7). Dieser Vergleich würde für Aktien noch dramatischer aussehen, wenn das – aufgrund des Immobilienpreisverfalls schwierige – Jahr 1990 zusätzlich berücksichtigt worden wäre (damals hatte sich der japanische Nikkei 225 ebenfalls fast halbiert).

Abb. 7: Performance der zwei Hauptassetklassen Renten und Aktien, auf 100 indexiert per 31.12.1991



Quelle: Bloomberg

- 2.) Abb. 5 verdeutlicht, wie lange das Niedrigzinsumfeld aufrechterhalten werden kann. Immerhin sind die Renditen auf die 10-jährigen Staatsanleihen vor nicht weniger als 15 Jahren zum ersten Mal unter ein Prozent gefallen.
- 3.) In Verbindung mit Abb. 7 wird weiters ersichtlich, dass selbst seit diesem erstmaligen Fallen der Renditen unter ein Prozent Renten in der Lage waren, höhere reale Erträge zu erzielen. Von der geringeren Volatilität ganz zu schweigen. In diesem konkreten Fall war realer Kapitalerhalt mittels Aktien nicht oder kaum möglich. Seit September 1998 (in diesem Monat fiel die Rendite der 10-jährigen JGBs erstmals unter ein Prozent) war der kumulierte Ertrag der Staatsanleihen-Benchmark größer ein Jahr bis Ende April 2013 immerhin 27 Prozent, der des TOPIX betrug im selben Zeitraum drei Prozent.

### Fazit:

Die Frage, ob und inwieweit wir in Europa Gefahr laufen, in „japanische Verhältnisse“ abzuweichen, ist nicht nur eine akademische, sondern in ihren Auswirkungen auf den Investmenterfolg eine ganz entscheidende. Je nachdem, welche Antwort man auf diese Frage gibt, kommt man zu unterschiedlichen Einschätzungen betreffend Verlauf, Ausmaß und Eintrittszeitpunkt der Zinswende. Die Analyse soll in jedem Fall zeigen, dass das Niedrigzinsumfeld allein als Argument nicht ausreicht, um sein Heil in der Flucht ins Risiko zu finden. Die Erfahrungen Japans in den letzten 20 Jahren sind ein Beispiel dafür, dass das Niedrigzinsumfeld nicht notwendigerweise zu einer „great rotation“ aus den Renten in die Aktien führen muss. Im Gegenteil!

Mag. Nikolaus Görg, CEFA, Bank Gutmann Aktiengesellschaft



Rückfragen:

Mag. Friedrich Strasser  
Mitglied des Vorstandes und Partner  
Bank Gutmann Aktiengesellschaft  
Tel.: +43-1-502 20-216, [friedrich.strasser@gutmann.at](mailto:friedrich.strasser@gutmann.at)  
[www.gutmann.at](http://www.gutmann.at)

Renate Skoff, The Skills Group  
Tel.: +43-1-505 26 25, [skoff@skills.at](mailto:skoff@skills.at)  
[www.skills.at](http://www.skills.at)

Alle Angaben wurden sorgfältig recherchiert. Für deren Richtigkeit und Vollständigkeit sowie für das Eintreten von Prognosen wird jedoch keine Gewähr übernommen und jede Haftung ausgeschlossen. Gutmann KAG weist ausdrücklich darauf hin, dass diese Unterlage ausschließlich für den persönlichen Gebrauch und nur zur Information dienen soll. Eine Veröffentlichung, Vervielfältigung oder Weitergabe ist ohne die Zustimmung der Gutmann Kapitalanlageaktiengesellschaft untersagt. Der Inhalt dieser Unterlage stellt nicht auf die individuellen Bedürfnisse einzelner Anleger ab (gewünschter Ertrag, steuerliche Situation, Risikobereitschaft, etc.), sondern ist genereller Natur und basiert auf dem neuesten Wissenstand der mit der Erstellung betrauten Personen zu Redaktionsschluss. Diese Unterlage ist weder ein Angebot noch eine Einladung zur Angebotsstellung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren. Die erforderlichen Angaben zur Offenlegungspflicht gemäß § 25 Mediengesetz finden Sie unter folgender Website: <http://www.gutmannfonds.at/Impressum.412.0.html>

© Gutmann Kapitalanlageaktiengesellschaft, Schwarzenbergplatz 16, 1010 Wien, Österreich,  
Tel.: +43-1-502 20-0, [www.gutmannfonds.at](http://www.gutmannfonds.at)

Mai 2013