



Dr. Martin W. Hüfner
Chief Economist

- > **Trotz der schlechten volkswirtschaftlichen Daten hat der japanische Nikkei in den letzten Jahren einen gewaltigen Sprung nach vorne getan.**
- > **Es gibt viele Gründe, die dafür angeführt werden können. Der bei weitem wichtigste ist der starke Gewinnanstieg bei den japanischen Unternehmen.**
- > **Bedenken, dass dies ein Hype ist und bald zu Ende gehen müsste, sind nicht fundiert.**

Eigentlich müsste der japanische Aktienmarkt langweilig, dröge und höchst unattraktiv sein. Das gesamtwirtschaftliche Wachstum ist anämisch. Es betrug in den letzten 25 Jahren im Schnitt nicht einmal 1 % p. a. Die Inflation kommt nicht in Gang. Die Menschen haben Angst vor sinkenden Preisen, also Deflation. Die Löhne sind seit einem Vierteljahrhundert kaum gestiegen. Das belastet den privaten Konsum. Alle Welt hat Angst vor einem Japan-Syndrom. Wo soll da der Saft für den Aktienmarkt herkommen?

»[...] dass die Erträge so nach oben geschossen sind, hätte ich mir nicht vorstellen können.«

Trotzdem gehört der japanische Aktienmarktindex Nikkei zu den attraktivsten unter den Industrieländern. In den letzten sechs Jahren hat er sich mehr als verdoppelt. Anleger erzielten im Schnitt eine Rendite von über 10 % p. a. (!). Dabei muss man berücksichtigen, dass der Nikkei ein Kursindex ist. Dividenden sind also nicht berücksichtigt. Die Rendite japanischer Aktien war in dieser Zeit doppelt so hoch wie die der deutschen.

Nun wissen alle, dass der japanische Aktienmarkt zu Übertreibungen neigt. In den 80er Jahren des vorigen Jahrhunderts gab es den berühmten Hype, in dem der Nikkei auf fast 40.000 kletterte und dann in einem fürchterlichen Krach auf unter 15.000 herunter rauschte. Keiner will, dass sich so etwas wiederholt. Damit ist aber derzeit auch nicht zu rechnen. Der Nikkei liegt heute mit über 20.000 weit unter den Spitzenniveaus von damals. Ich kenne keinen, der auch nur im Entferntesten daran denkt, dass die damaligen Stände wieder erreicht werden.

Wie ist die Entwicklung des Nikkeis in den letzten Jahren zu erklären? Am Markt werden viele Theorien herumgereicht, die alle ein Körnchen Wahrheit enthalten.

Eine ist, dass die Wirtschaft in Japan gar nicht so schlecht ist, wie viele meinen. Die Zahlen zum gesamtwirtschaftlichen Wachstum täuschen. Denn sie berücksichtigen nicht, dass die Bevölkerung in Japan nicht wie in den USA oder Europa steigt, sondern fällt. In den letzten zehn Jahren hat

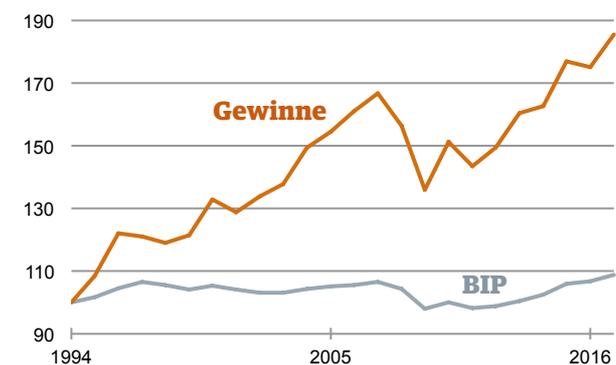
sich die Zahl der Einwohner auf der fernöstlichen Insel demografisch bedingt um über eine Million verringert. Das Wachstum der Pro-Kopf-Einkommen war daher gar nicht so niedrig.

Am Markt wird auch immer wieder auf den Wechselkursfaktor hingewiesen. Die japanischen Unternehmen profitierten von der Abwertung des Yens auf den Devisenmärkten. Kurzfristig ist das sicher richtig. Wenn der Yen schwächelt, verbessert Japan seine Position auf Kosten seiner Partner. In den letzten sechs Jahren, in denen beim Nikkei die Post abging, spielte dieser Faktor per Saldo aber keine Rolle. Der Yen notiert heute in etwa auf dem Stand von Anfang 2013.

Was dem Markt geholfen hat, sind natürlich die ultralockere Geldpolitik und die wachstumsfördernde Wirtschaftspolitik unter dem Namen "Abenomics". Die Bank von Japan war radikaler als andere Zentralbanken. Sie hielt den Kurs länger durch. Sie kaufte in erheblichem Maße selbst japanische Aktien. Unterstützt wurde sie durch eine sehr expansive Fiskalpolitik, sowie einen Deregulierungsschub in der Wirtschaft.

EXPLODIERENDE GEWINNE

Gewinne der nichtfinanziellen Unternehmen und Sozialprodukt Japan, 1994 = 100



Quelle: OECD

Das hat dem Markt natürlich geholfen. Nicht zufällig hat der Nikkei genau zu dem Zeitpunkt Fahrt aufgenommen, als Shinzo Abe an die Macht kam und sein Programm verkün-

assenagon

Hüfners Wochenkommentar

Das Geheimnis japanischer Aktien

19-22

5. Juni 2019

dete. Ganz gesund ist diese Entwicklung allerdings nicht. Hier wurde viel aufgebläht, was irgendwann wieder einmal in sich zusammenfallen muss. Das erklärt die Angst, vor einer möglichen Umsatzsteuererhöhung im Herbst.

Der wichtigste Faktor hinter der Entwicklung des Nikkeis ist aber etwas anderes. Es ist die fantastische Entwicklung der Gewinne der japanischen Unternehmen. Jeder weiß, dass die Firmen dort gut verdienen. Aber dass die Erträge so nach oben geschossen sind, hätte ich mir nicht vorstellen können.

Schauen Sie sich die Grafik an. Die Erträge haben sich in den letzten 25 Jahren um über 80 % erhöht, während das nominale Sozialprodukt nur um 8 % gewachsen ist. Die Arbeitnehmerinkommen haben in dieser Zeit fast gar nicht zugelegt. Die Regierung tut alles, um die Löhne stärker anzuheben. Andererseits ist den Arbeitnehmern ein sicherer Job lieber als höhere Löhne. Es ist klar, dass das den Aktienmarkt puscht.

Andererseits: Ist das auf Dauer nicht sozialer Sprengstoff? Ich habe mir dazu einmal die Zahlen anderer Länder angeschaut. Die OECD hat hierzu vergleichbare Zahlen für die Industriestaaten vorgelegt. Es zeigt sich: Die Gewinne in

Japan haben sich gar nicht so exorbitant erhöht. Der Anstieg war in anderen Ländern noch größer, besonders in den USA und in Österreich. Hier spielt freilich auch die Inflation eine Rolle, die manche Zahlen aufgebläht haben.

Wo das Problem liegt, ist in der Diskrepanz zum gesamtwirtschaftlichen Wachstum. Es sind nicht die Gewinne, die in Japan zu stark steigen. Es ist das Sozialprodukt, das zurückbleibt. Deshalb werden in Japan auch nicht die zu hohen Margen kritisiert, sondern das zu geringe Wachstum. Ich will die Probleme Japans damit nicht kleinreden. Ich will nur sagen, dass der Anstieg der japanischen Aktien keineswegs auf tönernen Füßen steht. Er kann noch eine Weile so weitergehen.

Für den Anleger

Manche haben um ihre Aktien Angst, wenn Deutschland in japanische Verhältnisse abrutschen sollte. Seien Sie beruhigt. Diese Befürchtungen sind nicht gerechtfertigt. Das fernöstliche Land zeigt, dass Aktienkurse auch bei niedrigem Wachstum attraktiv sein können, wenn nur die Gewinne stimmen.

Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: martin.huefner@assenagon.com. Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf www.assenagon.com.

Assenagon Asset Management S.A., Zweigniederlassung München, Prannerstraße 8, 80333 München, Deutschland

Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und beinhaltet keine vertraglichen oder sonstigen Verpflichtungen. Es ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds zu verstehen. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden. Dennoch können die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassung sowie die Assenagon Schweiz GmbH und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon Gruppe" genannt) trotz sorgfältiger Zusammenstellung der Informationen u. a. keine Gewähr oder Garantie für deren Richtigkeit, Vollständigkeit, Genauigkeit, Aktualität oder Verfügbarkeit übernehmen. Diese Informationen stellen rechtlich eine Werbemitteilung dar, die nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen genügen und unterliegen nicht einem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Alle Meinungsäußerungen geben nur die Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Assenagon Gruppe entspricht. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Darstellung dar. Diese können sich abhängig von wirtschaftlichen, politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen jederzeit ändern. Der Autor behält sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird vollständig ausgeschlossen. Die Informationen in dieser Darstellung werden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. In einigen Rechtsordnungen ist die Verbreitung derartiger Informationen unter Umständen gesetzlichen Beschränkungen unterworfen. Die vorstehenden Informationen richten sich daher nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- oder Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über derartige Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen nicht an Staatsbürger des Vereinigten Königreichs (ausgenommen jeweils (1) Informationen, deren Bereitstellung aufgrund einer Vertriebszulassung des jeweiligen Produkts erlaubt ist und (2) Personen, die unter Ausnahmeregelungen nach der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005 (die "Verordnung") fallen, wobei zu den relevanten Ausnahmeregelungen der Verordnung Artikel 49 der Verordnung (hochvermögende Unternehmen – High Net Worth Companies) zählt). Die Informationen in diesem Dokument sind weiterhin nicht für Gebietsansässige der Vereinigten Staaten oder andere Personen bestimmt, die als "US-Personen" im Sinne von Rule 902 in Regulation S des U.S. Securities Act von 1933 in der jeweils geltenden Fassung gelten. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder Bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieses Dokuments oder sonstiger Informationen, die den Anlegern ausgehändigt oder zur Verfügung gestellt wurden, bestätigt. Jede gegenteilige Äußerung stellt einen Straftatbestand dar. Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investitionsentscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage der einschlägigen Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt und Wesentliche Anlegerinformationen, welche in deutscher Sprache am Sitz der Assenagon Asset Management S.A. oder unter www.assenagon.com erhältlich sind) erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Darstellung. Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen daher lediglich der eigenverantwortlichen Informationsversorgung und Informationsbereitstellung und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Wert und Rendite der dargestellten Fondsprodukte, Wertpapiere und Finanzdienstleistungen können fallen und steigen und Anleger erhalten unter Umständen nicht den gesamten investierten Betrag zurück. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Die Berechnung der Wertentwicklung von Fondsprodukten erfolgt nach der BVI-Methode. Simulationen erfolgen auf Basis historischer Renditen. Ausgabeaufschläge und individuelle Kosten wie Gebühren, Provisionen und andere Entgelte sind in dieser Darstellung nicht berücksichtigt und würden sich bei Berücksichtigung negativ auf die Wertentwicklung auswirken. Die Assenagon Gruppe kann andere Publikationen veröffentlichen, die den in dieser Darstellung vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Dargestellte Wertentwicklungen der Vergangenheit können nicht als Maßstab oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung herangezogen werden. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt. Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der Assenagon Gruppe weder kopiert noch weitergegeben, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden. Dieses Dokument ist nur für den Gebrauch der Personen bestimmt, an welche es gerichtet ist und darf nicht von anderen Personen verwendet werden. Die steuerlichen Hinweise in dieser Darstellung sind nicht darauf gerichtet, verbindlichen steuerlichen Rechtsrat zu erteilen oder zu ersetzen und erheben nicht den Anspruch, alle etwa relevanten steuerlichen Aspekte zu behandeln, die im Zusammenhang mit dem Erwerb, dem Halten oder der Veräußerung von Fondsanteilen gegebenenfalls bedeutsam sein können. Die Ausführungen sind weder erschöpfend noch berücksichtigen sie etwaige individuelle Umstände bestimmter Anleger oder Anlegergruppen. Sie können eine einzelfallbezogene Beratung durch einen Steuerberater nicht ersetzen. Sofern Teile oder einzelne Formulierungen dieses Haftungsausschlusses der geltenden Rechtslage nicht, nicht mehr oder nicht vollständig entsprechen, bleiben die übrigen Teile in ihrem Inhalt und ihrer Gültigkeit unberührt. Informationen in E-Mails sind vertraulich und ausschließlich für den Adressaten bestimmt. Jeglicher Zugriff auf E-Mails durch andere Personen als den Adressaten ist untersagt. Sollten Sie nicht der für die jeweilige E-Mail bestimmte Adressat sein, informieren Sie bitte unverzüglich den Absender und löschen die E-Mail aus Ihrem System. Jede Veröffentlichung, Vervielfältigung oder Weitergabe wie auch das Ergreifen oder Unterlassen von Maßnahmen im Vertrauen auf erlangte Information ist untersagt. Es kann nicht garantiert werden, dass E-Mail-Übertragungen sicher und frei von Fehlern erfolgen, da E-Mails abgefangen und verfälscht werden oder Viren enthalten bzw. zu spät oder unvollständig ankommen können.