

Droht Europa die «Japanisierung»?

INVESTIEREN Euroland und Japan haben mehrere Gemeinsamkeiten. Noch ist es zu früh, die «Japanisierung» Europas anzukündigen.

Victor Aerni

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat im Januar sämtliche Marktteilnehmer mit der Nachricht überrascht, dass bis weit ins Jahr 2020 keine Zinserhöhung zu erwarten ist und das Wirtschaftswachstum der Eurozone deutlich niedriger als bisher erwartet ausfallen dürfte. Europäische und damit auch Schweizer Anleger stehen vor der Frage, ob das Tiefwachstum- und Negativzinsumfeld die neue Norm ist und ob Europa das nächste Japan wird. Die Definition des japanischen Wirtschaftsumfelds basiert auf den folgenden vier Kriterien: eine lange Periode von Wachstum unter Potenzial (rund 0,5 bis 1% p. a., Eurozone rund 1 bis 1,5%, USA rund 2 bis 2,5%), negative reale Zinsen, ein nominales Zinsniveau um null und negative Inflation.

Japan erzielte in den zwölf Jahren von 1997 bis 2009 (bis zur globalen Finanzkrise) in nur zehn von fünfzig Quartalen ein Wachstum über Potenzial. Gleichzeitig lag die durchschnittliche Inflation bei 0,2% und war in der Hälfte der Quartale sogar negativ. Seit der globalen Finanzkrise hat Japans Bruttoinlandprodukt nominal nur 12% zugelegt, in der Eurozone stieg es um 25% und in den USA als der am besten aus der Finanzkrise kommenden Industrienation sogar um 44%.

WAS DAFÜR SPRICHT

Ein Vergleich der Eurozone mit Japan zeigt mehrere Gemeinsamkeiten: Beide weisen massive Leistungsbilanz- und damit Sparüberschüsse auf. Der Überfluss an Spargeldern drückt das Zinsniveau. Zweitens sind beide Volkswirtschaften mit einer überalternden Gesellschaft konfrontiert, wobei ältere Generationen in der Tendenz mehr sparen, als sie konsumieren, was die Wirtschaft bremst.

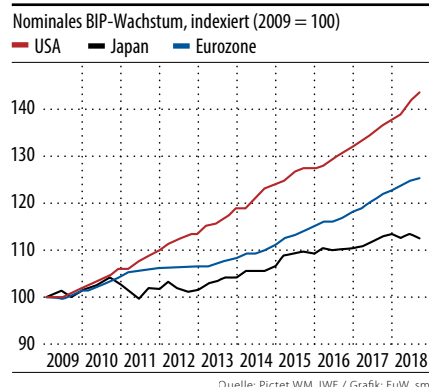
Drittens führt die Kombination der Demografie und der wegen des tiefen Zinsniveaus fehlenden Anlagerendite zu einer massiven Belastung des Pensionssystems und damit des Staatshaushalts. In der Folge fehlen die Gelder für wachstumsfördernde (Infrastruktur-)Investitionen. Viertens sind beide Bankensysteme aufgrund des tiefen Zinsniveaus und unbereinigter Altlasten unprofitabel, was die Kreditvergabe und damit wiederum das Wachstum bremst.

Es gibt aber auch Punkte, die gegen die «Japanisierung» Europas sprechen. Bis jetzt gab es in Europa nur wenige Perioden mit negativer Inflation, und die letzten zwei Jahre haben gezeigt, dass die Region auch über Potenzial wachsen kann. Dies basiert darauf, dass Europa über die Exporte stark vom Wachstum der Schwellenländer (vor allem Chinas) profitieren kann. Wir prognostizieren, dank den Schwellenländern, für 2019 weiterhin ein Wachstum von 1,3%, was dem Potenzialwachstum entspricht.

DIE ARGUMENTE DAGEGEN

Entsprechend dürfte die EZB im Verlauf von 2020 mit ersten Zinsschritten beginnen. Die Zinsen werden allerdings lange Zeit unter dem historischen Niveau notieren, und die Realzinsen nach Inflation werden negativ bleiben. Die finanzielle Repression hält demnach an.

Grosse Wachstumsunterschiede



Mehrere Studien zeigen, dass das langjährige Tiefzinsumfeld das Überleben von sogenannten Zombies ermöglicht hat – Unternehmen, die nicht wettbewerbsfähig und unprofitabel sind. Die OECD

schätzt, dass beispielsweise in Italien ungefähr 10% aller Unternehmen Zombie-Gesellschaften sind.

Mit dem Ende des Quantitative Easing (quantitative Lockerung) wird diese Unterstützung wegfallen, und die überlebenden, wettbewerbsfähigen Unternehmen werden dank einem wieder fairen Preisumfeld profitieren. Diese überfällige Strukturbereinigung dürfte der europäischen Wirtschaft mittelfristig wieder zu mehr Wettbewerbsfähigkeit verhelfen.

Entsprechend ist es noch zu früh, die «Japanisierung» Europas anzukündigen. Die Risiken bleiben aber gross, und der langfristig orientierte Investor sollte seine Anlagestrategie überdenken (vgl. Textkasten nebenan), um nicht in der finanziellen Repression gefangen zu bleiben.

Victor Aerni, Equity Partner, Pictet Wealth Management



Ein minimales Wachstum, wie seit Jahren in Japan, käme an der Börse schlecht an.

WAS TUN?

Pictet Wealth Management erwartet für die nächsten zehn Jahren eine Rendite von 0,6% p. a. für Euroliquidität, -0,4% für deutsche Staatsanleihen und 1,4% p. a. für Euro-Unternehmensanleihen. Anlegern bleiben vier Möglichkeiten, wenn sie der finanziellen Repression entgehen wollen:

- Erhöhung der Aktienquote**
 Aktien, v. a. von Qualitätsunternehmen mit starken Fundamentaldaten und stabiler Dividende, sind weiterhin attraktiv und bieten einen gewissen Schutz bei Marktkorrekturen. Wir erwarten über die nächsten zehn Jahre eine Aktienrendite von rund 5 bis 6% p. a., wobei die Dividende rund 50 bis 60% davon ausmachen dürfte.
- Erhöhung des Währungsrisikos**
 Dollar-Unternehmensanleihen aus Industrie- und Schwellenländern bieten eine verhältnismässig attraktive Rendite. Wir erwarten über zehn Jahre rund 4 bis 4,5% Rendite in Dollar, unter Inkaufnahme eines erhöhten Währungsrisikos zur Referenzwährung Euro/Franken.
- Erhöhung der Immobilienquote**
 Kотиerte Immobilienlösungen (z. B. REIT) bieten je nach Region und Währung eine stabile Ausschüttungsrendite von 3 bis 4% und sind äusserst liquide.
- Erhöhung der Illiquidität mit Privatmarktanlagen**
 Private Equity und Private Real Estate bleiben attraktive Anlageklassen mit einer erwarteten Rendite von 10 resp. 6% p. a. Dies, weil insbesondere die Refinanzierungskosten für Fremdkapital (Leverage) tief bleiben. Der Nachteil liegt darin, dass der Investor langfristig gebunden ist.

BILD: GETTY IMAGES