

Analysen & Trends

Japan vor nachhaltigem Wachstum?

Ihr Vermögen. Unsere Verantwortung.

dit • Allianz Dresdner
Global Investors



Inhalt

Japan vor nachhaltigem Wachstum?	3
Bubble-Economy	3
Gründe für die Krise	4
Teufelskreis aus Rezessionen und kurzzeitigen Erholungen	4
Zeit für einen neuen Konsens?	5
Investor´s Corner	7

Japan vor nachhaltigem Wachstum?

Weltweit entdecken Anleger Japan wieder neu. Nach nunmehr 15 Jahren Stagnation und einem Teufelskreis aus Rezession, Deflation und staatlichen Investitionsprogrammen deuten positive Wirtschaftsdaten aus dem Land der aufgehenden Sonne darauf hin, dass die lange Phase der Krisen und strukturellen Anpassungen überwunden ist.

Dieser Artikel zeichnet ein Bild der Entwicklung des japanischen Aktienmarkts seit den 80er Jahren und zeigt die Chancen eines Investments in diesem Markt auf.

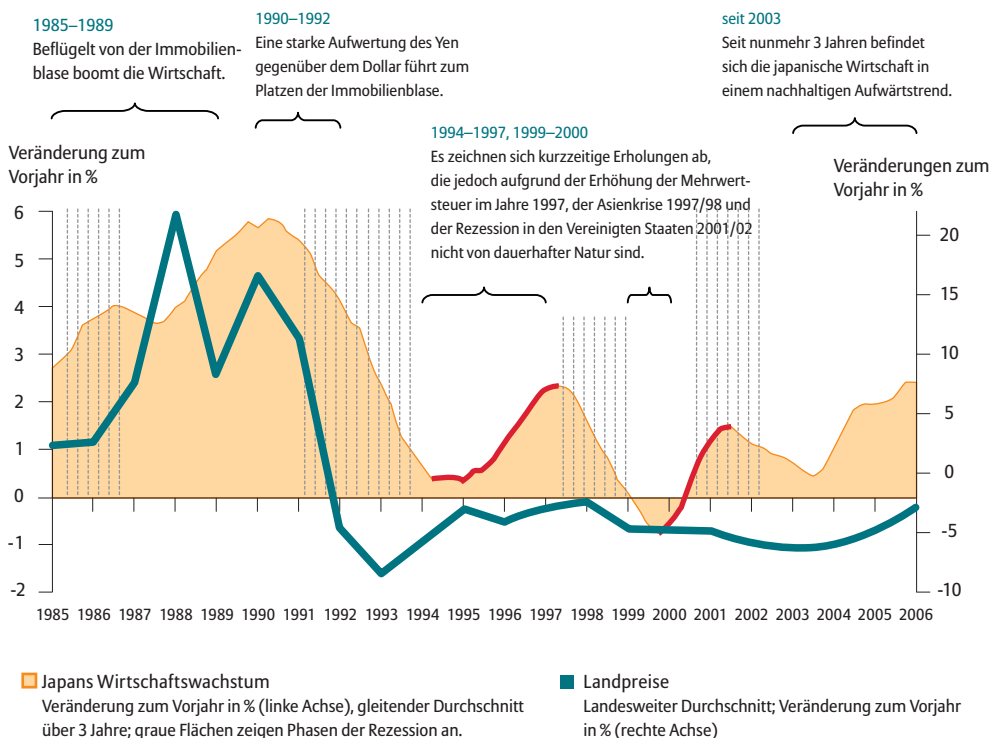
„Bubble-Economy“

Im Rahmen des Plaza-Abkommens, geschlossen am 22. September 1985 in New York, vereinbarten die Finanzminister und Zentralbanken der Bundesrepublik

Deutschland, Frankreichs, Großbritanniens und der Vereinigten Staaten eine konzertierte Abwertung des US-Dollars. Im Zuge dessen floss in Erwartung einer Yen-Aufwertung spekulatives Kapital in großem Maße in den japanischen Aktien- und Immobilienmarkt. Zudem senkte das japanische Finanzministerium die Zinsen, was Unternehmen die Aufnahme neuer Kredite erheblich erleichterte. Dies setzte eine verhängnisvolle Aufwärtsspirale in Gang; Weitere

Im Rahmen des Plaza-Abkommens, geschlossen am 22. September 1985 in New York, vereinbarten die Finanzminister und Zentralbanken der Bundesrepublik Deutschland, Frankreichs, Großbritanniens und der Vereinigten Staaten eine konzertierte Abwertung des US-Dollars.

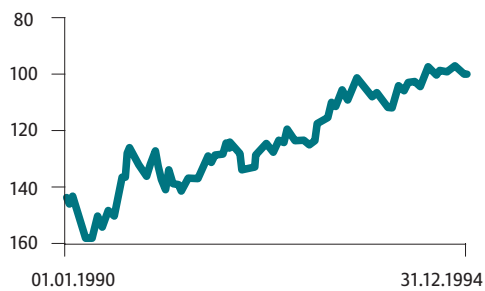
Japans Aufstieg aus der Krise



Quelle: Goldman Sachs Research, Bloomberg

Verhängnisvolle Aufwertung

Japanischer Yen in US-Dollar



Quelle: Goldman Sachs Research, Bloomberg

Spekulationsgewinne erwartend, wurden mit Immobilien besicherte Kredite aufgenommen und wiederum in den Aktienmarkt investiert. Der Wert des Nikkei-Index verdoppelte sich zwischen 1987 und 1989. Dies führte so weit, dass das Grundstück im Stadtzentrum Tokios, auf dem sich der japanische Kaiserpalast befindet, zeitweise theoretisch mehr wert war als der gesamte US-Bundesstaat Kalifornien oder ganz Kanada.

Gründe für die Krise

Das Platzen der Immobilienblase sowie eine starke Aufwertung des Yen in den Jahren 1990 bis 1992 markierten schließlich das Ende dieser Spirale und von 40 Jahren des ununterbrochenen Wachstums in Japan. Grundstücke verloren landesweit innerhalb kurzer Zeit rund 75% ihres Wertes, der japanische Aktienmarkt, der seinen Höhepunkt bei einem Nikkei-Stand von 38.915 Zählern am 29. Dezember 1989 erreicht hatte, brach bis auf 7.607 Punkte im Jahre 2003 ein. Banken, deren Kredite zu einem großen Teil zu 100% mit Immobilien besichert worden waren, mussten in großem Maße notleidende Kredite abschreiben. Die Keiretsus, das System der wechselseitigen Kapitalbeteiligungen, welches in den 80er Jahren als ein wesentlicher Erfolgsfaktor der „Japan AG“ angesehen worden war, entwickelte sich zum Verhängnis für viele Unternehmen. Hatten diese im Zuge der Blase noch – aus Angst vor einem zukünftigen, in diesem Ausmaß jedoch niemals tatsächlich eingetretenen Arbeitskräftemangel – massiv neue

Mitarbeiter eingestellt, wurden jetzt in großer Zahl Arbeitnehmer entlassen bzw. neue Kräfte nur auf der Basis von Teilzeitverträgen eingestellt, was sich in einer einbrechenden Konsumnachfrage niederschlug.

Teufelskreis aus Rezessionen und kurzzeitigen Erholungen

Angesichts der Tatsache, dass im Zuge des Platzens der Blase 40% des japanischen Volksvermögens vernichtet wurden, muten die wirtschaftlichen Folgen relativ moderat an. Das reale Bruttoinlandsprodukt wuchs im folgenden Jahrzehnt im Durchschnitt rund 1% pro Jahr – langsamer als in den anderen größeren Industrienationen und vergleichbar wie in Deutschland und Frankreich. Dies lag unter anderem an den massiven staatlichen Investitionsprogrammen: Über die Zeit verteilt investierte der Staat rund 140 Trillionen Yen (ca. 990 Milliarden Euro) vornehmlich in Bauprojekte und verhinderte so auf Kosten einer erheblichen Staatsverschuldung eine ernsthafte Depression.

Die zugrunde liegenden strukturellen Probleme der japanischen Volkswirtschaft wurden jedoch zunächst eklatant unterschätzt, tiefgreifende Maßnahmen lange Zeit nur zögerlich ergriffen. Man spricht daher auch von der Zeit der „goldenen Rezession“. Tatsächlich deuteten sich im Laufe der letzten 15 Jahre immer wieder Trendwenden an. In den Jahren 1994 bis 1997 zeichnete sich eine erste vorsichtige Wirtschaftserholung ab. Diese brach jedoch ein, nachdem die Regierung im Jahre 1997 die Mehrwertsteuer um zwei Prozentpunkte erhöhte, und auch die Asienkrise 1997/98 trug ihren Teil dazu bei. In den Jahren 1999/2000 vermag es auch der New-Economy-Boom – nicht zuletzt wegen der nachfolgenden Rezession in den Vereinigten Staaten – nicht, eine dauerhafte Erholung herbeizuführen. Der Aktienmarkt erholte sich zwischen den vier Rezessionen gleich zweimal um rund 50%, bevor anschließend neue Tiefstände getestet wurden.

Die Keiretsus, das System der wechselseitigen Kapitalbeteiligungen, welches in den 80er Jahren als ein wesentlicher Erfolgsfaktor der „Japan AG“ angesehen worden ist, entwickelte sich zum Verhängnis für viele Unternehmen.

Die zugrunde liegenden strukturellen Probleme der japanischen Volkswirtschaft wurden lange Zeit eklatant unterschätzt, tiefgreifende Maßnahmen nur zögerlich ergriffen. Man spricht daher auch von der Zeit der „goldenen Rezession“.



Zeit für einen neuen Konsens?

Dieses Mal scheint jedoch vieles anders zu sein. Die politische Lage hat sich stabilisiert, unter Ministerpräsident Koizumi wurden ab 2002 zahlreiche Maßnahmen ergriffen: Die japanische Zentralbank senkte die Leitzinsen auf Null, die Regierung unterstützte notleidende Banken mit frischem Kapital, die Kontrolle des Bankensystems wurde verschärft und der Arbeitsmarkt flexibilisiert. Im Unternehmenssektor wurden die „drei Exzesse“ – Überkapazitäten, Beschäftigung und übermäßige Verschuldung – abgebaut. Die Profitabilität japanischer Unternehmen hat sich wesentlich verbessert und der abnehmende Zwang, Verbindlichkeiten zu bedienen, macht Mittel frei für Investitionen und Lohnerhöhungen.

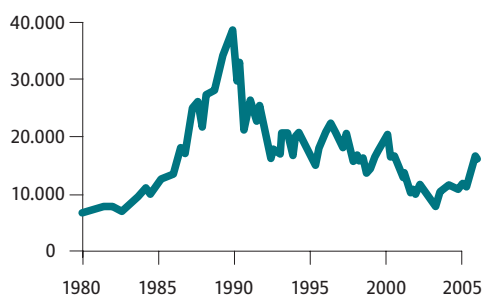
Auch im Banken- und Versicherungssektor ist die Krise überwunden. Zahlreiche Banken gingen in Konkurs, mehrere kleinere, nicht mehr überlebensfähige Institute wurden mit staatlicher Unterstützung zu schlagkräftigen Megabanken verschmolzen. Die Ergebnisse können sich sehen lassen: Notleidende Kredite wurden auf ein international vergleichbares Normalmaß reduziert, die aggregierten Ausleihungen der Banken wachsen wieder und erstmals seit 1987 steigen wieder die Preise für Immobilien in guten Lagen. Die freien Cash Flows der

Unternehmen haben historische Höchststände erreicht, was uns positiv im Hinblick auf Investitionen und Dividendenzahlungen stimmt. Nicht zuletzt kommt japanischen Unternehmen auch ihre geographische Nähe zu dem Wachstumsmarkt China zugute.

Während vergangene Zyklen zu einem großen Teil von der Entwicklung der Exporte abhängen, lassen sich Tendenzen ausmachen, dass die japanische Wirtschaft zunehmend von der Binnenkonjunktur getrieben und somit von den Unwägbarkeiten der Weltkonjunktur unabhängiger wird. So entspannt sich die Lage am Arbeitsmarkt, die Arbeitslosenquote hat sich auf einem – aus deutscher Sicht komfortablen – Niveau von rund 4,5% eingependelt und Unternehmen stellen wieder Vollzeitbeschäftigte ein. Das wachsende Lohneinkommen schlägt sich auch in dem anziehenden Konsum nieder.

Die Profitabilität japanischer Unternehmen hat sich wesentlich verbessert und der abnehmende Zwang, Verbindlichkeiten zu bedienen, macht Mittel frei für Investitionen und Lohnerhöhungen.

Nikkei-Index (Jan. 1980–März 2006)



Quelle: Bloomberg



Diese Entwicklungen haben sich bereits in den Aktienkursen niedergeschlagen. Seit dem Tief im April 2003 hat der japanische Aktienmarkt bis Anfang dieses Jahres um über 100% zugelegt. Internationale Investoren haben Japan wiederentdeckt und investieren kontinuierlich neues Kapital in den japanischen Aktienmarkt. Mangels historischer Vergleiche ist es schwer zu prognostizieren, wie sich der Aktienmarkt einer Volkswirtschaft entwickelt, die auf eine solch lange Zeit der Stagnation und Deflation zurückblickt. Wir gehen davon aus, dass Japan noch einen weiten Weg nach oben zu gehen hat. Angesichts eines nachhaltigen Wachstums der Unternehmensgewinne und der Tatsache, dass der japanische Aktienmarkt im internationalen Vergleich moderat bewertet ist, erwarten wir für die nächsten 12 bis 24 Monate weiteres erhebliches Aufwärtspotenzial.



Michael Neppert ist seit Mitte der 90er Jahre Senior Portfoliomanager beim dit. Nach Abschluss seines Studiums zum Diplom-Volkswirt 1987 kam er im selben Jahr zum dit und war neben Japan zuständig für Spanien und Frankreich. Für den dit-Japan Pazifik ist Herr Neppert seit 1988 zuständig.

Investor's Corner

Wer sich für Japan als Anlagethema interessiert, für den können u.a. folgende Fonds in Betracht kommen:

· **dit-JAPAN PAZIFIKFONDS - A - EUR (ISIN DE0008475112, TER 1,350 %)**

Der Fonds investiert vorwiegend in Aktien von Unternehmen mit Sitz in Japan. Im Mittelpunkt stehen dabei nach Ansicht des Fondsmanagements hochwertige Titel, die langfristigen Kapitalzuwachs erwarten lassen.

· **dit-WACHSTUM JAPAN - A - EUR (ISIN IE0002554024, TER 1,830 %, TER performanceabhängig 0,340 %)**

Der Fonds investiert überwiegend in Aktien mittlerer und kleinerer Unternehmen mit Sitz in Japan. Im Mittelpunkt stehen Titel, die nach Ansicht des Fondsmanagements überdurchschnittliche Gewinnzuwächse erwarten lassen. Damit soll langfristig überdurchschnittlicher Kapitalzuwachs erzielt werden.

Die von uns genannten Fonds verstehen sich als Basisinvestment und/oder als Portfoliobeimischung, bei deren Umsetzung die individuellen Verhältnisse inklusive des jeweiligen Risiko-/Ertragsziels des Anlegers berücksichtigt werden müssen. Auch empfiehlt sich die Beratung durch einen Anlagespezialisten. Verkaufsprospekte sowie alle weiteren Informationen zu den einzelnen Fonds erhalten Sie direkt bei Ihrem Anlageberater oder beim dit.

TER (Total Expense Ratio): Gesamtkosten (ohne Transaktionskosten), die dem Fondsvermögen im letzten Geschäftsjahr belastet wurden.

Impressum

Deutscher Investment Trust
Gesellschaft für Wertpapieranlagen mbH
Mainzer Landstraße 11–13
60329 Frankfurt am Main

Kapitalmarktanalyse

Hans-Jörg Naumer (hjn), Kai Stefani (ks)

Unsere aktuellen Studien finden Sie direkt unter
www.dit.de

Rubrik: Märkte/Kapitalmarktanalyse

Für unsere Vertriebspartner wurde dieser Service auf www.dit-partner.de umfassend erweitert. Schnell erreichbar per Quick-Login.

Alle Publikationen sind abonnierbar unter
www.dit.de/newsletter.html

Soweit nicht anders vermerkt, stammen die Daten von Thomson Financial Datastream.

Auf die Vergangenheit bezogene Daten erlauben keine Prognose für die Zukunft.

Dieser Veröffentlichung liegen Daten bzw. Informationen zugrunde, die wir für zuverlässig halten. Die hierin enthaltenen Einschätzungen entsprechen unserer bestmöglichen Beurteilung zum jeweiligen Zeitpunkt, können sich jedoch – ohne Mitteilung hierüber – ändern.

Für die Richtigkeit bzw. Genauigkeit der Daten können wir keine Gewähr übernehmen. Diese Publikation dient lediglich Ihrer Information. Für eine Anlageentscheidung, die aufgrund der zur Verfügung gestellten Informationen getroffen worden ist, übernehmen wir keine Haftung.



„Kapitalmarktanalyse“ – unser besonderer Service.

Die Arbeiten des Teams Kapitalmarktanalyse werden in den drei Publikationsreihen

- Kapitalmarktbrief
- Analysen & Trends
- PortfolioPraxis

zur Verfügung gestellt.

Mit dem Kapitalmarktbrief verschaffen wir Ihnen jeden ersten Freitag im Monat Einblick in Aktien- und Anleihemärkte sowie Branchen- und Länderkonjunkturen. Nach Rubriken unterteilt, informieren wir Sie über aktuelle Entwicklungen, Tendenzen und Investmentideen.

Die Reihe Analysen & Trends konzentriert sich jeweils auf ein Thema: Wir stellen Ihnen Branchen oder Regionen vor, erläutern die Bewertung einzelner Marktsegmente, gehen auf längerfristige Entwicklungen ein und bieten Ihnen so Hilfen bei der Anlageentscheidung.

In PortfolioPraxis geht es um die Kunst des Vermögensaufbaus und der Vermögensstrukturierung: Baustein für Baustein durchleuchten wir hier Möglichkeiten & Chancen für den optimalen „Mix“ in Ihrem Portfolio, verbunden mit Tipps zur Umsetzung mit den Investmentfonds des dit.

Die aktuellen Publikationen finden Sie immer direkt auf www.dit.de.

TIPP: Alle Publikationen sind direkt per E-Mail abonnierbar: www.dit.de/newsletter

Hans-Jörg Naumer
Leiter Kapitalmarktanalyse, dit

www.dit.de

Deutscher Investment Trust
Gesellschaft für Wertpapieranlagen mbH
Mainzer Landstraße 11-13
60329 Frankfurt am Main
Tel. +49 (0) 69 - 263 14 0
Fax +49 (0) 69 - 263 14 186
E-Mail: info@dit.de

