

Kolumne

Japanische Verhältnisse?

Gastbeitrag von Norbert Keimling, StarCapital AG

Europäische Anleger konnten mit US-Aktien in den letzten zehn Jahren Wertzuwächse von über 200% erzielen. Dagegen wirken die Zuwächse von 65% in europäischen Aktien und in den Emerging Markets enttäuschend. Auch über fünf oder sieben Jahre dominierten US-Aktien trotz hoher Bewertung nahezu alle anderen Regionen. Leicht entsteht der Eindruck, dass US-Aktien generell outperformen. Argumente für eine gerechtfertigte Überbewertung finden sich zuhauf.

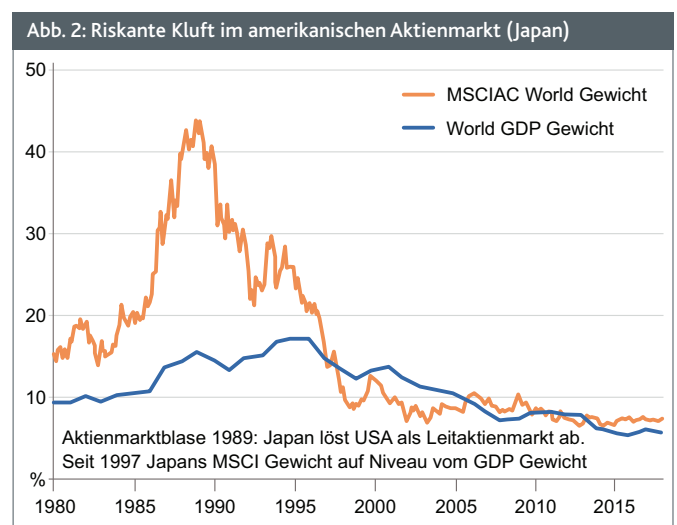
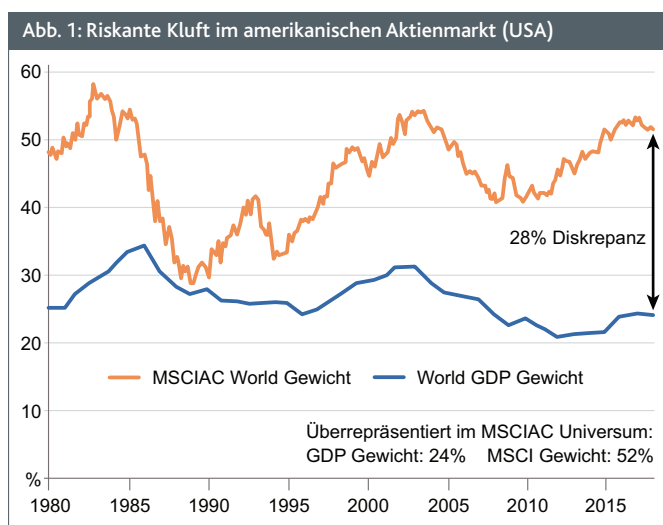
Ein Blick in die Geschichte offenbart jedoch den Trugschluss. So hätte bspw. der MSCI Europe seit Auflegung 1969 über nahezu alle Halteperioden bis zur Finanzkrise 2008 höhere Wertzuwächse als der amerikanische MSCI USA erzielt. Die überdurchschnittliche Wertentwicklung des US-Marktes im Gesamtzeitraum von 1969 bis 2018 resultiert damit allein aus den hohen Zuwächsen der letzten zehn Jahre. Dass US-Aktien infolge der Kursanstiege nach allen fundamentalen Indikatoren, welche in der Vergangenheit eine Aussagekraft hatten, um 30% bis 60% überbewertet sind, mahnt dabei nicht allein zur Vorsicht. Auch die Gewichtung von US-Aktien im Weltaktienindex hat sich zuletzt spürbar von der wirtschaftlichen Realität abgekoppelt. So stellt der US-Aktienmarkt aktuell 52% des globalen MSCI AC World Index, aber nur 24% des weltweiten GDPs.

Hier zeigen sich interessante Parallelen zu Japan Ende der 1980er-Jahre: Damals stellte Japan rund 40% im MSCI World, der

Anteil Japans an der Weltwirtschaft betrug dagegen gerade einmal 15%. Auch damals galten dauerhaft höhere Bewertungen für den Leitmarkt Japan als gerechtfertigt. Dass sich japanische Aktien in den 1980er-Jahren besser entwickelten als alle anderen wichtigen Märkte und sich Japan trotz massiver Überbewertung auch im 1987er-Crash besser behauptete als nahezu alle anderen Länder, verstärkte das Vertrauen zusätzlich. Ein Szenario, dass Japan längerfristig verlieren und andere Märkte – entgegen dem Leitmarkt – gleichzeitig steigen könnten, erschien unvorstellbar.

Nach Jahrzehnten fallender Kurse haben sich in Japan sowohl die Überbewertung als auch die Diskrepanz zwischen Index- und GDP-Gewicht normalisiert; Argumente, dass Japan dauerhaft höhere Bewertungen rechtfertigt, sind verstummt. Wie bereits in vielen vorausgegangenen Überbewertungsphasen an den Aktienmärkten rechtfertigte das japanische Erfolgsmodell genauso wenig dauerhaft höhere Bewertungen wie die Einführung des Internets Ende der 1990er-Jahre oder die Einführung der Massenproduktion und des Telefons zu Beginn des 20. Jahrhunderts.

Unter diesem Aspekt erscheint es mehr als fraglich, ob die heute genannten Gründe für eine dauerhaft höhere Bewertung von US-Aktien tatsächlich eine neue Bewertungswelt einläuten. Vielmehr könnte sich der Ausspruch Templetons „The four most expensive words are, ‚this time it’s different‘“ einmal mehr bewahrheiten. ■



Quellen: IMF, Datastream und StarCapital per 30.04.2018. Rot (blau) hervorgehobene Flächen stellen eine Unter- bzw. Übergewichtung des Landes im Weltindex relativ zum GDP dar. Vor 1994 wurde der MSCI World Index verwendet.