



Dezember 2019



Megatrend Niedrigzins und Verschuldung

Folgen eines Japan-Szenarios für die Aktienmärkte

Kurz & klar

- Mit schwachem Wachstum, (zu) geringer Inflation und Niedrigzinsen nähert sich der Euro-Raum ökonomisch dem „Japan-Szenario“ an.
- Wie in Japan sind im Euro-Raum die Dividendenrenditen in Relation zu Staatsanleiherenditen immer attraktiver geworden. Bei Negativzinsen macht dies eine längerfristige Outperformance von Aktien wahrscheinlich. Die absoluten Aktienmarktrenditen werden aber niedriger als in früheren Dekaden bleiben.
- Das Aktienkaufprogramm der Bank of Japan (BoJ) könnte in weiten Teilen als Blaupause für ein entsprechendes Programm der EZB dienen.
- Der Erfolg des BoJ-Kaufprogramms ist nicht eindeutig. Die Risikoprämien am Aktienmarkt konnten lange Zeit nicht reduziert werden. Das Kursniveau dürfte aber höher sein als ohne die Käufe.
- Während die BoJ mit einem Teil ihres Aktienkaufprogramms gezielt Investitionen der Unternehmen fördern will, könnte die EZB Nachhaltigkeitsaspekte berücksichtigen.

► Japan durchlief wichtige Entwicklungen früher als Euro-Raum

In Japan erfolgten viele Entwicklungen an den Finanzmärkten bereits in früheren Jahren, die heute in Deutschland und im Euro-Raum zu beobachten sind oder auf die Agenda rücken. Zu nennen sind Niedrigzinsumfeld, schwache Wachstumsdynamik der Wirtschaft, volatile und sich nur schleppend entwickelnde Aktienmärkte sowie Aktienkäufe der Notenbank. Dabei gibt es allerdings auch bedeutende Unterschiede zwischen der Entwicklung in Japan und im Euro-Raum. Wir konzentrieren uns im Folgenden auf Aspekte, die für die Aktienmärkte von Bedeutung sind und ziehen aus den japanischen Erfahrungen Schlüsse für zu erwartende Entwicklungen in Deutschland bzw. im Euro-Raum.

Platzen einer Überbewertungsblase in Japan Anfang der 1990er Jahre

► Überbewertungsblase in Japan Ende der 1980er Jahre

Eine Besonderheit bei der Finanzmarktentwicklung in Japan liegt in einer Überbewertungsblase Ende der 1980er Jahre, die mehrere Asset-Klassen umfasste. Der japanische Aktienmarkt (gemessen am Datastream Total Market Index Japan) erreichte Ende der 1980er Jahre nach kräftigen Kursanstiegen zuvor ein sehr hohes Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) von rund 4. Damit waren japanische Aktien auch deutlich teurer als Aktien anderer großer Industrienationen. Vergleichbare Übertreibungen gab es auch am Immobilienmarkt. Anfang der 1990er Jahre platzte die Blase. Das KBV des japanischen Aktienmarkts ging zunächst in den 1990er Jahren auf eine Bandbreite von 1,5 bis 2,5 zurück. In den Folgejahren sanken die Bewertungen weiter. In den 2010er Jahren schwankte das KBV in einer Bandbreite von etwa 1,0 bis 1,5. Ursächlich für die weitere Bewertungskontraktion war dabei auch der kontinuierliche Rückgang der Rentabilität japanischer Unternehmen.

Japan: Überbewertungsblase Ende der 1980er Jahre
Kurs-Buchwert-Verhältnis des DS Total Market Index Japan, Monatswerte



Quelle: Refinitiv, BayernLB Research

- ▶ Langjährig schwache Aktienperformance in Japan

Das Platzen der Überbewertungsblase war ein entscheidender Grund für die schlechte Aktienmarktentwicklung in der 1990er Jahren, als der japanische Aktienmarkt deutliche Kursverluste aufwies. Aber auch als ein deutlich niedrigeres Bewertungsniveau erreicht war, blieb ein nachhaltiger Kursaufschwung lange aus. Vielmehr verzeichnete der japanische Aktienmarkt (nachfolgend dargestellt am marktbreiten Topix-Index) über rund 30 Jahre eine volatile Seitwärtsentwicklung. Besonders hohe Ausschläge gab es dabei im Zuge der New-Economy-Blase sowie der Finanzkrise. Seit Mitte 2012, als der Topix einen Tiefpunkt erreicht hatte, befinden sich japanische Aktien tendenziell wieder im Aufwärtstrend. Ein Ausbruch aus der langfristigen Bandbreite nach oben ist aber noch nicht erfolgt. Erst Mitte Dezember 2019 notierte der Topix am oberen Ende der Seitwärtsspanne.

Aktienmarkt Japan: Seitwärts unter hohen Schwankungen seit den 1990er Jahren
Kursentwicklung Topix Index, Monatswerte



Quelle: Refinitiv, BayernLB Research

- ▶ Volatile Seitwärtsentwicklung bei Euro-Aktien in letzten 20 Jahren

Im Euro-Raum gab es Ende der 1980er Jahre, anders als in Japan, keine Überbewertungsblase, die es zu bereinigen galt. Die 1990er Jahre waren in Europa vielmehr wie in den USA ein goldenes Aktien-Jahrzehnt, das schließlich in der New Economy-Blase mündete. Die anschließende Aktienmarktentwicklung zeigt aber durchaus Parallelen zu Japan. Hohe Ausschläge um die Jahre 2000 und 2007, die Teil einer zwei Jahrzehnte andauernden volatilen Seitwärtsentwicklung sind. Aktuell notiert auch der EURO STOXX am oberen Rand der langjährigen Seitwärtsspanne. Im Gegensatz hierzu konnte der US-Aktienmarkt gemessen am S&P 500 und mit ihm auch der globale Aktienindex der fortgeschrittenen Länder (MSCI World) einen klaren Aufwärtstrend etablieren. Beide Indizes markierten Ende November Rekordstände (alle Indizes als Kursindizes ohne Dividenden betrachtet).

Aktienmarkt Euro-Raum: Volatil seitwärts seit Platzen der New-Economy-Blase
Kursentwicklung EURO STOXX, Monatswerte



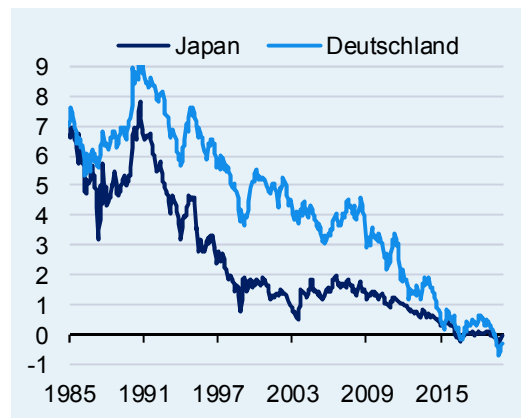
Quelle: Refinitiv, BayernLB Research

Japan: Niedrigzinsniveau und schwaches Wachstum seit Ende der 1990er Jahre

- ▶ Japan seit über 20 Jahren in einem Niedrigzinsumfeld

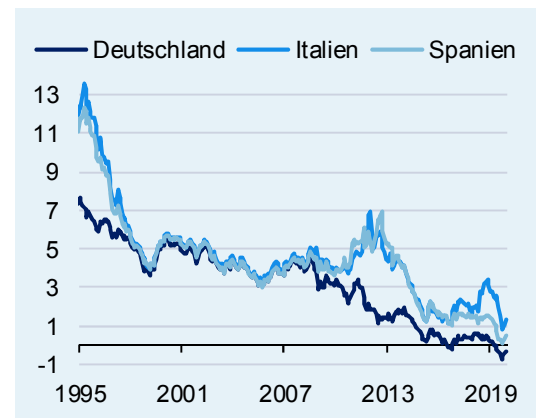
Bereits länger befindet sich Japan in einem Niedrigzinsumfeld. Der stärkste Zinsrückgang erfolgte in den 1990er Jahren. Die 1%-Marke bei der Rendite zehnjähriger japanischer Staatsanleihen wurde erstmals – zunächst nur temporär – bereits 1998 unterschritten. Danach schwankte die Rendite längere Zeit zwischen 1% und 2%, ehe die 1%-Schwelle 2012 dann nachhaltig unterschritten wurde. In Deutschland verlief die Zinsentwicklung in den 1990er Jahren in etwa parallel zu Japan, aber auf deutlich höherem Niveau. Ein weiterer Zinsschub nach unten erfolgte in Deutschland dann erst ab 2008, bis schließlich 2014 die 1%-Marke auch bei den zehnjährigen Bund-Renditen unterschritten wurden. Insofern folgt Deutschland beim Eintritt in das Niedrigzinsumfeld der Entwicklung in Japan mit einer Zeitverzögerung von rund 15 Jahren. Auch die Euro-Peripherie ist schon weitgehend in ein Niedrigzinsumfeld eingetreten mit Renditen zehnjähriger Staatsanleihen von aktuell nur noch 0,4% (Spanien) bzw. 1,2% (Italien). Zinssteigerungen gab es in den letzten Jahren hier nur temporär durch vorübergehend höhere Risiko-Spreads.

Kapitalmarktzinsen: In Japan schon seit 1998 Niedrigzinsumfeld
Rendite 10-jähriger Staatsanleihen, Monatswerte



Quelle: Refinitiv, BayernLB Research

Kapitalmarktzinsen: Auch Euro-Peripherie weitgehend in Niedrigzinsumfeld
Rendite 10-jähriger Staatsanleihen, Monatswerte



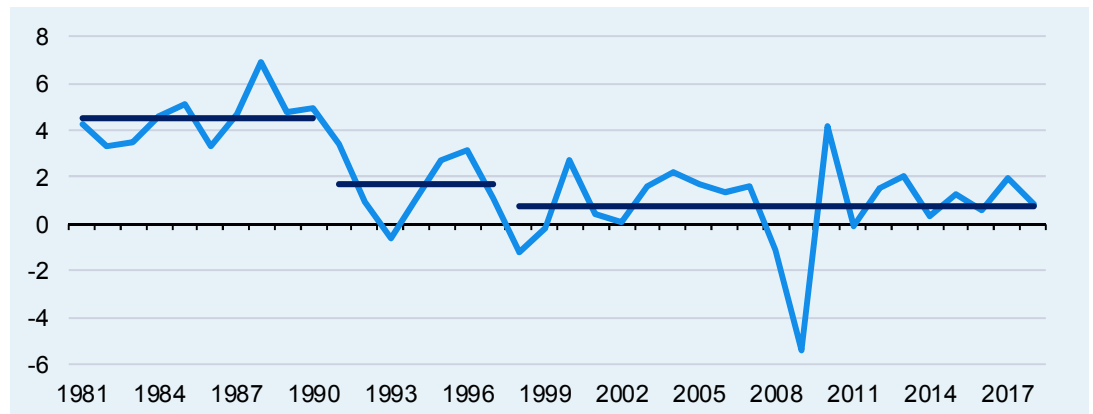
Quelle: Refinitiv, BayernLB Research

- ▶ Schwaches Wachstum ging mit Niedrigzins einher

Der Eintritt in das Niedrigzinsumfeld in Japan ging einher mit strukturell niedrigeren Wachstumsraten des Bruttoinlandsprodukts und sehr niedriger bzw. über längere Zeit negativer Inflationsraten. Der durchschnittliche reale BIP-Zuwachs liegt seit 1998 nur noch bei rund +0,8% p.a. Zum Teil ist der Wachstumsrückgang dabei auch auf die demografisch bedingte Schrumpfung des Arbeitskräftepotenzials zurückzuführen. In den 1980er Jahren hatte das Wachstum durchschnittlich noch bei etwa +4,5% p.a. gelegen.

Japan: Strukturell schwaches Wachstum

Bruttoinlandsprodukt Japan (real), Veränderung gegenüber Vorjahr, Jahreswerte

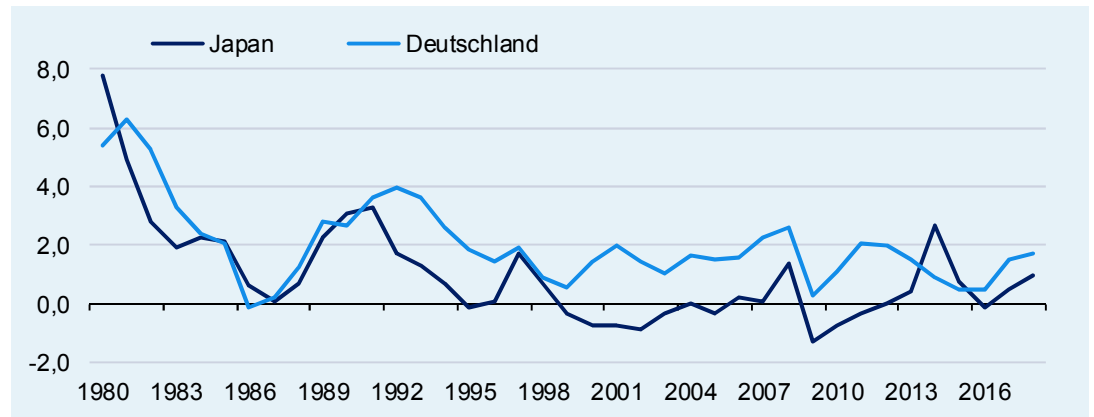


Quelle: Refinitiv, BayernLB Research

► Deflation in Japan ab 1999

Die Inflation (Verbraucherpreise) ging in Japan bereits in den 1990er Jahren kräftig zurück und fiel 1999 für fünf Jahre unter die Nulllinie, womit das Land in die Deflation abrutschte. Während strukturell niedrigere Wachstumsraten auch für den Euro-Raum und Deutschland konstatiert werden müssen (im Euro-Raum lag das durchschnittliche Wachstum seit 2008 nur bei knapp 0,8% p.a.), sind Deflationstendenzen trotz rückläufiger Inflation und Inflationserwartungen hierzulande (noch) nicht festzustellen.

Inflation: In Japan längere Zeit in negativem Terrain
Veränderung der Verbraucherpreise gegenüber Vorjahr, in Prozent, Jahreswerte



Quelle: Refinitiv, BayernLB Research

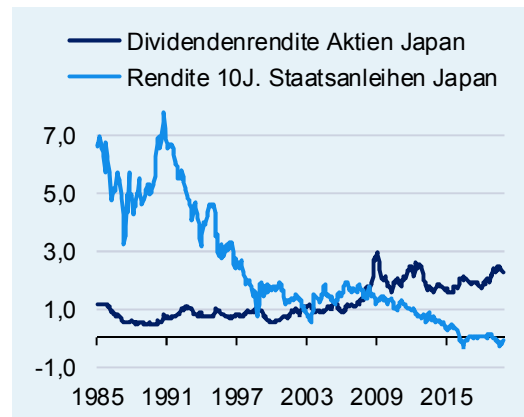
Das schwächere Wachstum und die niedrige bzw. negative Inflation, die negativ auf die Unternehmensgewinne wirkt, sind auch mit ursächlich für die schwache Aktienmarktpromance in Japan. Der Total Return (einschließlich Dividenden) des Topix betrug von 1998 bis Ende 2018 nur 2,7% p.a. Der DAX erzielte im gleichen Zeitraum einen Total Return von 4,4% p.a.

Verhältnis von Dividendenrenditen zu Kapitalmarktzinsen strukturell verändert

► Dividendenrenditen relativ zu Anleiherenditen immer attraktiver

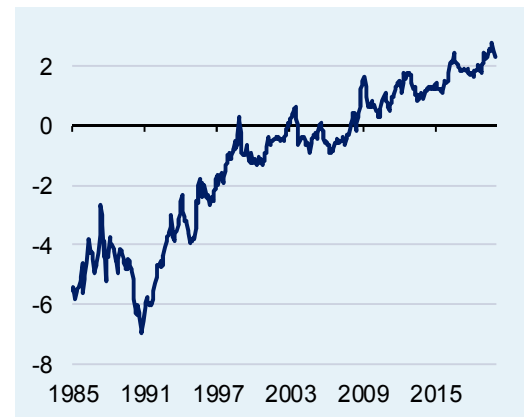
Der strukturelle Zinsrückgang hat zu einer grundlegenden Veränderung des Verhältnisses von Aktien- zu Anleihebewertungen geführt. Während die Kapitalmarktzinsen in Japan ab den 1990er Jahren immer weiter zurückgingen, blieben die Dividendenrenditen der Aktienkonstant oder stiegen sogar an. Die Differenz von Dividendenrenditen und den Renditen zehnjähriger Staatsanleihen stieg dadurch immer weiter an.

Japan: Kräftiger Zinsrückgang bei stabilen bis steigenden Dividendenrenditen
Dividendenrendite Aktienmarkt Japan (Topix) und Rendite 10-jähriger japanischer Staatsanleihen, in Prozent, Monatswerte



Quelle: Refinitiv, BayernLB Research

Japan: Dividendenrenditen übertreffen Renditen am Rentenmarkt
Differenz von Dividendenrendite Topix und der Rendite 10-jähriger japanischer Staatsanleihen, in Pp., Monatswerte



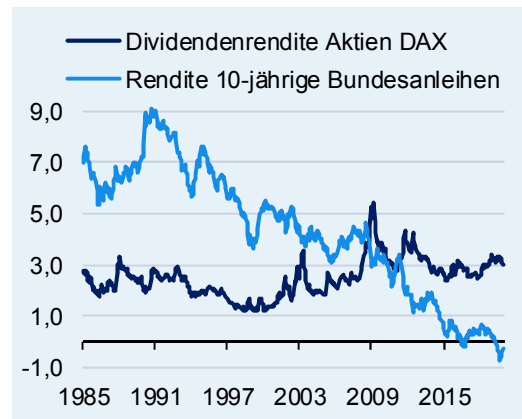
Quelle: Refinitiv, BayernLB Research

Während im Jahr 1991 die Dividendenrendite des Topix noch bis zu 7 Prozentpunkte unter der Rendite zehnjähriger japanischer Anleihen lag, wurde die Differenz erstmals im Jahr 1998 positiv. In den 2010er Jahren weitete sich die Differenz aus. Im November 2019 liegt die Dividendenrendite des Topix rund 2,5 Prozentpunkte über der zehnjährigen Bondrendite. Der Abstand ist damit annähernd auf Rekordniveau.

- ▶ Relative Renditeentwicklung von Dividenden zu Anleihen im Euro-Raum folgt der Entwicklung in Japan

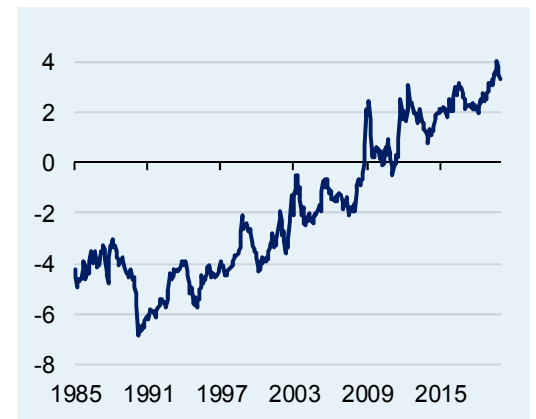
In Deutschland und im Euro-Raum insgesamt ist zeitverzögert eine ähnliche Entwicklung wie in Japan zu beobachten. Die Differenz der Dividendenrendite des DAX und der Rendite zehnjähriger Bundesanleihen wurde dabei erstmals Ende 2008 positiv, rund zehn Jahre später als in Japan. Aktuell liegt der Abstand bei rund 3,5 Prozentpunkten.

Deutschland: Stabile Dividendenrenditen bei sinkendem Zinsniveau
Dividendenrendite DAX und Rendite zehnjähriger Bundesanleihen, in Prozent, Monatswerte



Quelle: Refinitiv, BayernLB Research

Deutschland: Differenz von DAX-Dividendenrenditen und Bund-Rendite auf Rekordniveau
Differenz von Dividendenrendite DAX und der Rendite zehnjähriger Bundesanleihen, in Prozentpunkten, Monatswerte



Quelle: Refinitiv, BayernLB Research

Beurteilung der Attraktivität von Aktien nach der Dividendenrendite kann irreführen

- ▶ Attraktive Dividendenrenditen nicht immer mit Outperformance von Aktien ggü. Bonds verbunden...

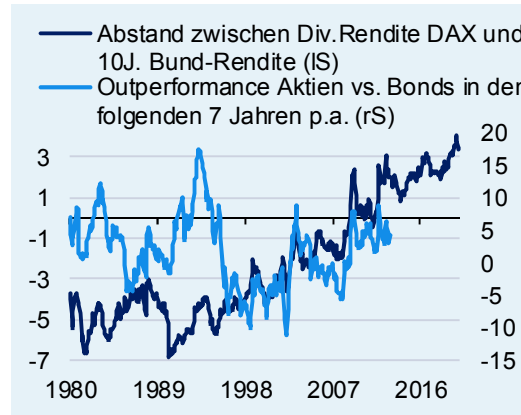
Was bedeuten diese strukturellen Entwicklungen für die Renditeerwartungen von Aktien und Anleihen? Zunächst scheint es intuitiv, dass Aktien gegenüber Anleihen umso attraktiver sind, je größer die Differenz von Dividendenrenditen und Anleiherenditen ist. Allerdings zeigt sich empirisch, dass der Zusammenhang nicht so einfach ist. Bei kürzeren Zeiträumen wird der Einfluss des Renditeabstands zwischen Aktien und Anleihen durch andere Faktoren überlagert (insbesondere durch den Einfluss des Konjunkturzyklus). Bei einer Konjunkturabschwächung beispielsweise schneiden Aktien deutlich schlechter als Anleihen ab, auch wenn die Dividendenrenditen über den Anleiherenditen liegen. Der Vorteil bei der Ausschüttungsrendite kann die Aktienkursverluste in solchen Phasen nicht aufwiegen.

- ▶ ...auch bei längerfristiger Betrachtung

Aber auch bei Betrachtung längerer Zeiträume, bei denen zyklische Schwankungen weniger stark zum Tragen kommen, weist die Differenz von Dividendenrenditen und Anleiherenditen nur eine begrenzten Prognosekraft für die zu erwartende Performance (Total Return) auf. Eine Analyse zeigt für Deutschland keinen Zusammenhang zwischen der Differenz von Dividendenrenditen und Anleiherenditen einerseits sowie der relativen Performance von Aktien zu Anleihen andererseits (Total Returns).

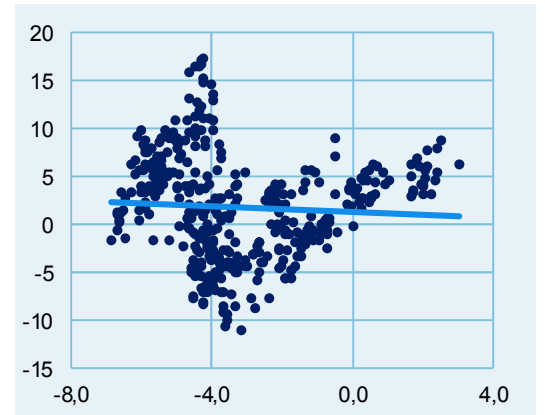
Nachfolgend haben wir hierfür die Performance in 7-Jahres-Zeiträumen betrachtet, um kurzfristige Schwankungen auszublenden. Die Ergebnisse sind aber auch für andere Zeiträume vergleichbar. Wir haben hierzu in einer linearen Regression als unabhängige Variable die Renditedifferenz von Dividenden und Anleihen und als abhängige Variable die relative Performance von Aktien (DAX) gegenüber Anleihen (10J. Bunds) in den jeweils folgenden sieben Jahren herangezogen.

Deutschland: Outperformance gegenüber Anleihen nicht abhängig von Renditeabstand
 Differenz von Dividendenrendite DAX und Rendite 10J. Bundesanleihen sowie Outperformance DAX gegenüber Bunds (Total Return) in den jeweils folgenden 7 Jahren in Prozentpunkten p.a., Monatswerte



Quelle: Refinitiv, BayernLB Research

Deutschland: Differenz von Dividenden- und Bond-Rendite mit geringer Prognosekraft
 Lineare Regression der Differenz von Dividendenrendite DAX und Rendite 10J. Bundesanleihen (X-Achse) sowie der Outperformance Aktien (DAX) gegenüber 10J. Bonds in den folgenden 7 Jahren in Prozentpunkten p.a. (Y-Achse), Beobachtungszeitraum 01/1980 bis 11/2012



Quelle: Refinitiv, BayernLB Research

- ▶ Hohe Outperformance von Aktien in den 1990er Jahren trotz niedriger Dividendenrenditen

Ein Grund, warum dieses Modell in Deutschland keinen Zusammenhang zwischen der Renditedifferenz und der langfristigen relativen Performance von Aktien und Anleihen findet, liegt empirisch in den frühen 1990er Jahren. Damals lag die Dividendenrendite deutlich unter der 10J. Anleiherendite, Aktien schienen intuitiv also relativ unattraktiv. Dennoch verzeichneten Aktien in diesem Zeitraum eine klare Outperformance gegenüber Anleihen.

Eine Erklärung hierfür zeigt sich anhand eines einfachen Dividenden-Diskontierungs-Modells. Demnach sind die Aktienpreise von den Unternehmensgewinnen bzw. Dividenden, den Zinsen, dem langfristigen (Gewinn-)Wachstum und den Risikoprämien abhängig. In den 1990er Jahren profitierten Aktien sowohl von dem kräftigen Zinsrückgang (der auch der Anleihe-Performance zugutekam) als auch von spürbar sinkenden Risikoprämien sowie steigenden Unternehmensgewinnen. Diese Effekte überlagerten den Vorteil, den Anleihen bei der laufenden Verzinsung gegenüber den Dividendenrenditen von Aktien hatten, deutlich.

Aktienkurse: Im Niedrigzinsumfeld wirken schwächeres Wachstum („g“) und höhere Risikoprämien („RP“) negativ

Gordon-Growth-Dividenden-Diskontierungs-Modell

$$P_0 = \frac{D_1}{r_e - g} = \frac{E_1 (1 - b)}{I + \beta * RP - g}$$

P_0 = Aktienpreis zum Zeitpunkt $t = 0$
 D_1 = erwartete Dividende je Aktie zum Zeitpunkt $t = 1$
 E_1 = erwartetes Ergebnis bzw. Gewinn je Aktie zum Zeitpunkt $t = 1$
 g = langfristige Dividenden- bzw. Gewinnwachstumsrate
 r_e = von Investoren geforderte Aktienrendite [CAPM: $r_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$]

I = r_f = risikoloser Zins
 RP = $r_m - r_f$ = Risikoprämie
 b = Thesaurierungsquote

Quelle: CFA Institute: Analysis of Equity Investments: Valuation, BayernLB Research

- ▶ Relativ zu Zinsen hohe Dividendenrenditen sprechen nicht zwangsläufig für Aktien...

Umgekehrt können Aktien in Phasen, in denen die Dividendenrenditen über den Anleihezinsen liegen, auch über längere Perioden hinweg schlechter als Anleihen abschneiden. In einem Niedrigzinsumfeld ist in der Regel auch das Wachstum der Wirtschaft und der Unternehmensgewinne geringer, was Aktien negativ beeinflusst. Außerdem sinken Zinsen

besonders in Phasen einer konjunkturellen Abkühlung. Dann steigen aber in der Regel die Risikoprämien, was die Aktienkurse ebenfalls drückt. Solange die Zinsen fallen, profitiert die Anleihe-Performance durch die erzielten Kursgewinne. Rückläufige bzw. niedrige Zinsen sprechen daher nicht zwangsläufig für Aktien zulasten von Anleihen.

- ...im Negativzinsumfeld steigt relative Attraktivität aber zunehmend

Allerdings ändert sich die Einschätzung, wenn die Zinsen bereits ein sehr niedriges bzw. negatives Niveau erreicht haben. In einem Negativzinsumfeld ist das Potenzial für weitere Zinsrückgänge und damit Kursgewinne von Anleihen begrenzt. Wo dieses Potenzial endet lässt sich zwar schwer bestimmen. So wurden Schätzungen zur Zinsuntergrenze im Zuge der letzten Jahre stetig abwärts revidiert, auch weil die Notenbanken die Leitzinsen teils deutlich in den negativen Bereich gesenkt haben. Klar dürfte aber sein, dass sich die hohen Kursgewinne, die Anleihen seit 1990 erzielt haben, nicht fortschreiben lassen.

Lehre aus Japan: Im Niedrigzinsumfeld setzt sich Attraktivität von Aktien durch

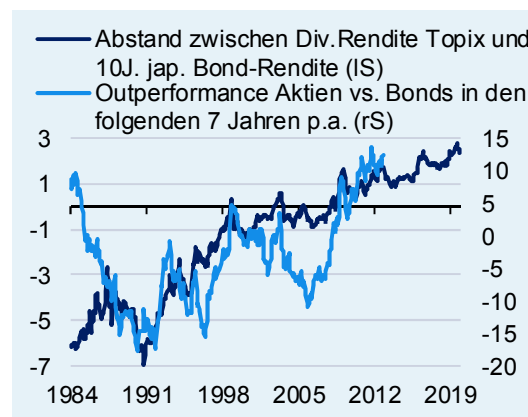
- Positiver Zusammenhang von Renditeabstand und Outperformance von Aktien vs. Bonds in Japan

In Japan, wo das Niedrigzinsumfeld schon länger andauert und zudem die Notenbank eine Steuerung der langfristigen Kapitalmarktzinsen vornimmt (und damit auch gegen weitere Zinsrückgänge vorgeht), fällt die empirische Analyse der Prognosekraft der Renditedifferenz von Dividenden und Anleihen vor diesem Hintergrund anders als in Deutschland aus, zumindest für die letzten Jahre. In Japan zeigt sich, dass Aktien gegenüber Anleihen in einem längerfristigen Zeitraum (hier: 7 Jahre) umso besser abschneiden, je höher die Dividendenrenditen gegenüber den Anleiherenditen zum Ausgangszeitpunkt sind (siehe nachfolgende Abbildungen).

Die im Gegensatz zum Euro-Raum positive Korrelation in Japan ist zwar auch durch das Platzen der Überbewertungsblase in den 1990er Jahren bedingt. Diese ließ japanische Aktien gegenüber Anleihen in diesem Zeitraum deutlich schlechter abschneiden, während im Euro-Raum Aktien in dieser Zeit die höchste Outperformance gegenüber Anleihen erzielten. Interessant ist aber vor allem der Zeitraum, als Japan in das Niedrigzinsumfeld mit 10J. Staatsanleiherenditen von unter 1% eingetreten ist. Hier zeigt sich nach Überwindung der Finanzkrise eine zunehmende Outperformance von Aktien gegenüber Anleihen.

Japan: Zunehmende Outperformance von Aktien im Niedrigzinsumfeld

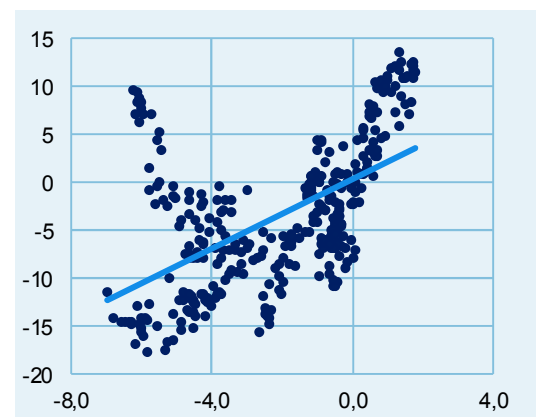
Differenz von Dividendenrendite Topix und Rendite 10J. japan. Staatsanleihen sowie Outperformance Topix gegenüber Bonds (Total Return) in den jeweils folgenden 7 Jahren in Prozentpunkten p.a., Monatswerte



Quelle: Refinitiv, BayernLB Research

Japan: Positiver Zusammenhang von Renditeabstand und Total Return von Aktien vs. Bonds

Lineare Regression der Differenz von Dividendenrendite Topix und Rendite 10J. japan. Staatsanleihen (X-Achse) sowie der Outperformance Aktien gegenüber Bonds in den folgenden 7 Jahren in Prozentpunkten p.a. (Y-Achse), Beobachtungszeitraum 01/1984 bis 11/2012



Quelle: Refinitiv, BayernLB Research

- Negativzinsniveau verbessert relative Aktien-Attraktivität auch im Euro-Raum

Für Deutschland und den Euro-Raum lässt sich die Erwartung ableiten, dass der Vorteil der höheren Dividendenrenditen mit dem Erreichen eines negativen Kapitalmarktzinsniveaus zunehmend zum Tragen kommen und zu einer nachhaltigen Outperformance von

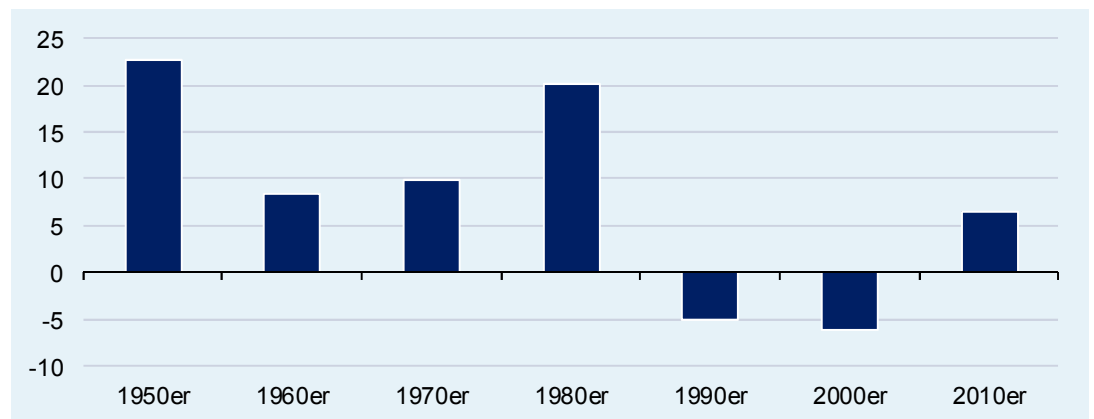
Aktien gegenüber Anleihen führen wird. Je länger der Anlagehorizont, desto größer ist die Wahrscheinlichkeit, dass der Dividendeneffekt eine Outperformance von Aktien ermöglicht.

- ▶ Langfristig gedrückte Aktienrenditen

Die relativ zu Anleihen günstige Perspektive für Aktien im Negativzinsumfeld bedeutet aber noch nicht, dass Aktien auch absolut betrachtet gut abschneiden. Die Erfahrung aus Japan und die Annahme anhaltend niedriger Wachstumsraten im Euro-Raum lässt im Durchschnitt für die kommenden Jahre deutlich niedrigere Aktienmarktrenditen als in früheren Dekaden erwarten. In Japan wurden in den 2010er Jahren nach den sehr schwachen beiden Vordekaden mit kräftigen Kursrückgängen (1990er: -5,0% p.a.; 2000er: -6,2% p.a.) im Durchschnitt zwar wieder eine Aktienmarktperformance von 6,4% p.a. realisiert (zuzüglich Dividendenrenditen von rund 2% p.a.). Insgesamt liegen die Aktienmarktrenditen im Niedrigzinsumfeld aber deutlich niedriger als in früheren Dekaden.

Aktienmarkt Japan: Insgesamt schwache Aktienperformance im Niedrigzinsumfeld

Topix, durchschnittliche Performance p.a. (nur Kursänderungen, geometrisches Mittel) in einzelnen Dekaden, in Prozent



Quelle: Refinitiv, BayernLB Research

Gegebenenfalls wird die Aktienmarkt-Performance im Euro-Raum in den nächsten Jahren durch einen weiteren Faktor gestützt, der in Japan bereits seit einigen Jahren am Wirken ist: Aktienkäufe der Notenbank.

Aktienkaufprogramm der Bank of Japan: Blaupause für die EZB?

- ▶ Ankäufe von Bankaktien zur Stabilisierung des Finanzsystems

Die Bank of Japan führte in ihrer jüngeren Geschichte verschiedene Aktienkaufprogramme mit unterschiedlicher Zielsetzung durch. In den Zeiträumen 2002 bis 2004 (bei einer Krise inländischer Banken) und 2009 bis 2010 (im Zuge der Finanzkrise) wurden Bankaktien gekauft. Die Kaufvolumina betragen rund 2 Bio. Yen bzw. 400 Mrd. Yen (etwa 16,6 bzw. 3,3 Mrd. Euro). Zielsetzung war die Stabilisierung des Finanzsystems.

- ▶ Aktienkäufe als geldpolitische Maßnahme erstmals 2010

Aktienkäufe als monetäre Lockerungsmaßnahme wurden von der BoJ im Oktober 2010 eingeführt. Das Programm, das Käufe von Exchange Traded Funds (ETF) auf Standardwerte-Indizes vorsah, war dabei zunächst nur klein (auf 450 Mrd. Yen begrenzt) und bis Ende 2011 terminiert. Die Laufzeit und das Gesamtvolumen des Programms wurden dann aber mehrmals verlängert. Ziel war im Wesentlichen die Reduzierung der Risikoprämien und die Schaffung von Wohlstandseffekten und damit eines Konjunkturimpulses.

- ▶ QQE-Aktienkäufe seit April 2013

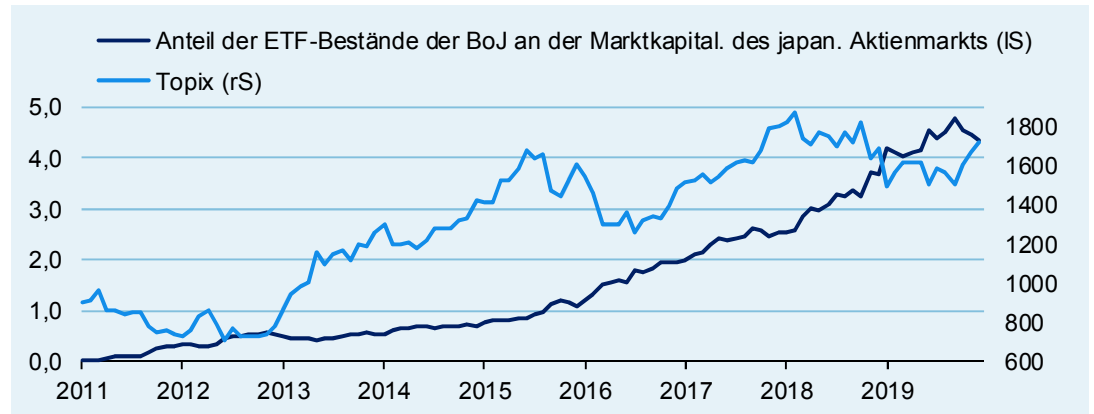
Im April 2013 wurden dann Aktienkäufe in größerem Ausmaß im Rahmen des „Quantitative and Qualitative Monetary Easing Program“ (QQE) der BoJ unter Gouverneur Haruhiko Kuroda aufgenommen. Das Programm begann mit Aktienkäufen in Höhe von 1 Bio. Yen (8,3 Mrd. Euro) jährlich. Im Oktober 2014 wurde das jährliche Ankaufvolumen auf 3 Bio. Yen (24,9 Mrd. Euro) angehoben. Im Juli 2016 fand eine weitere Anhebung auf jährlich 6 Bio. Yen (49,8 Mrd. Euro) statt, die bis heute gültig ist.

- ▶ BoJ hält knapp 5% des japanischen Aktienmarkts

Im Zuge des Aktienkaufprogramms stieg der Anteil der (über ETF gehaltenen) Aktienbestände der BoJ an der Marktkapitalisierung des gesamten japanischen Aktienmarkts immer weiter an und erreichte 2019 knapp 5%. Ende 2015 lag er erst bei etwas über 1%. Am Markt für Aktien-ETF ist die BoJ dabei der klar marktbestimmende Player. So hält die BoJ annähernd 80% der emittierten japanischen Aktien-ETF. Ein Engpassfaktor ergibt sich daraus aber nicht zwangsläufig. Mit den fortlaufenden ETF-Käufen werden anhaltend neue Aktien-ETF aufgelegt, um die Nachfrage der BoJ zu bedienen.

Japan: Knapp 5% des Aktienmarkts in der Hand der Notenbank

Anteil der ETF-Bestände der Bank of Japan an der Marktkapitalisierung des japanischen Aktienmarkts in Prozent und Topix Index, Monatswerte



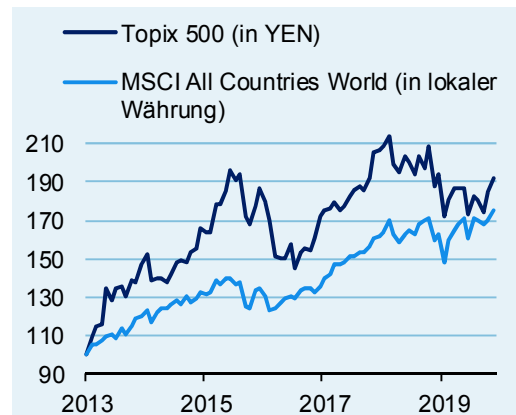
Quelle: Refinitiv, BayernLB Research

- ▶ Positive Wirkung des Aktienkaufprogramms nicht eindeutig feststellbar

Eine positive Wirkung des Aktienkaufprogramms auf den japanischen Aktienmarkt ist gemessen an der Entwicklung der Aktienindizes und der Risikoprämien bislang nicht eindeutig. Zwar stieg der Topix 500 seit Auflage des aktuellen Aktienkaufprogramms im Rahmen des QQE der BoJ unter Schwankungen deutlich (von Anfang 2013 bis Ende November 2019 um 98% bzw. um 57% in Dollar gerechnet). Dabei konnte er in jeweils lokaler Währung gerechnet den globalen Aktienindex MSCI All Countries World insgesamt auch outperformen (wobei in Phasen eines positiven globalen Marktumfeldes eine klare Outperformance erfolgte und in negativen Phasen eine Underperformance).

Aktienmarkt Japan: Globale Outperformance seit 2013 nur in lokaler Währung

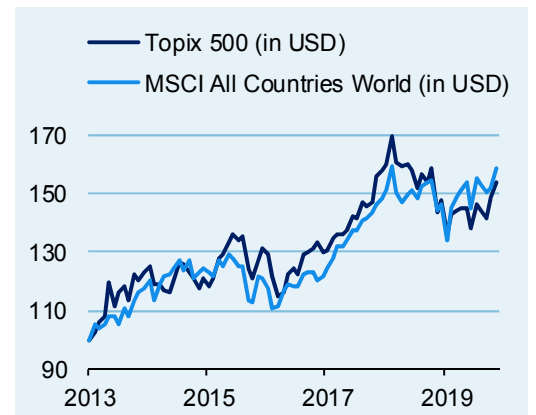
Kursentwicklung Aktienindizes in jeweils lokaler Währung, 01.01.2013 = 100, Monatswerte



Quelle: Refinitiv, BayernLB Research

Aktienmarkt Japan: Keine Abkoppelung vom globalen Aktienmarktrend

Kursentwicklung Aktienindizes in US-Dollar, 01.01.2013 = 100, Monatswerte



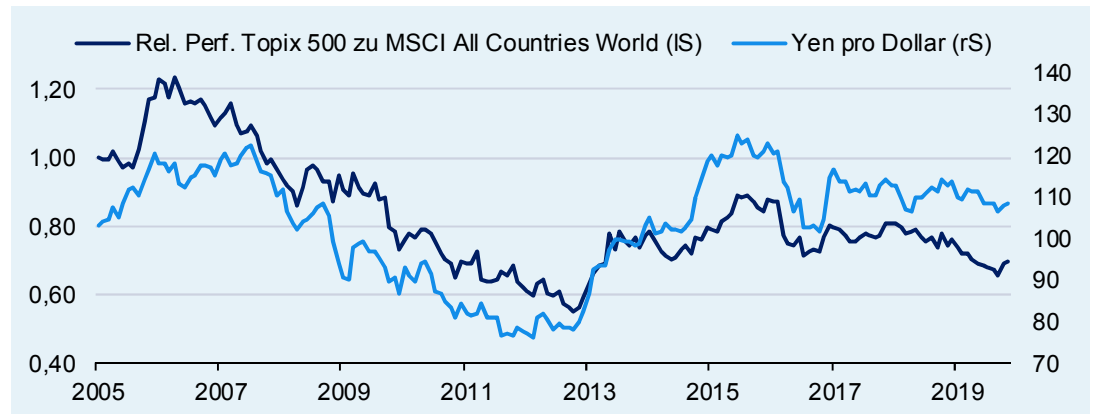
Quelle: Refinitiv, BayernLB Research

- ▶ Hoher Währungseinfluss auf Aktienmarkt in Japan

Allerdings ist der japanische Aktienmarkt wie erwähnt stark von der Währungsentwicklung abhängig. Von Anfang 2013 bis Ende 2015 wertete der Yen deutlich ab, was die Outperformance des Topix 500 in lokaler Währung gemessen zu einem großen Teil erklärt.

Aktienmarkt Japan: Hoher Einfluss der Währungsentwicklung

Relative Performance des Topix 500 zum MSCI All Countries World und Yen-Dollar-Wechselkurs, Monatswerte



Quelle: Refinitiv, BayernLB Research

► Underperformance des Topix ab Anfang 2018...

Auch währungsbereinigt (jeweils in US-Dollar umgerechnet) konnte der Topix 500 über längere Zeit etwas stärker als der MSCI All Countries World zulegen. Ab Anfang 2018 wies er jedoch trotz erhöhter ETF-Käufe der BoJ währungsbereinigt eine deutliche Underperformance auf. Diese ist unter anderem mit der 2018 global erhöhten Risikoaversion zu erklären, die den überdurchschnittlich zyklischen japanischen Aktienmarkt stärker traf. Damit hat er sich im Gesamtzeitraum ab 2013 währungsbereinigt insgesamt unterdurchschnittlich gegenüber dem MSCI All Countries World entwickelt.

► ...auch durch Sektorstruktur bedingt

Dabei ist auch die unterschiedliche Sektorstruktur der Indizes zu berücksichtigen. Im MSCI All Countries World Index bildet der US-Aktienmarkt das mit Abstand größte Gewicht und dieser wurde in den letzten Jahren maßgeblich von den großen US-Technologietiteln getrieben. Der japanische Aktienmarkt ist demgegenüber stärker von klassischer Industrie und Konsumgüterunternehmen geprägt, die in den letzten Jahren eher underperfornten.

► QQE-Programm insgesamt mit positivem Einfluss auf lokale Aktienpreise

Wird berücksichtigt, dass die BoJ durch ihre expansive Geldpolitik zu einer Schwächung des Yen maßgeblich beigetragen und damit die lokalen Aktienpreise positiv beeinflusst hat, lässt sich dennoch eine positive Wirkung des QQE-Programms feststellen. Das Kursniveau des japanischen Aktienmarkts in Yen ist durch das QQE-Programm höher als es ohne das Programm wäre.

Aktienmarkt Japan: Per saldo keine Bewertungsexpansion in den letzten Jahren

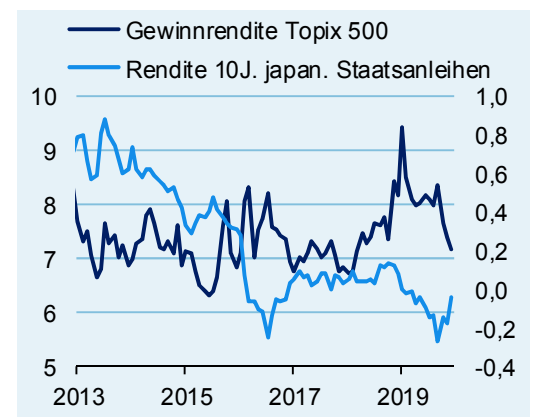
Kurs-Gewinn-Verhältnis des Topix 500 auf Basis erwarteter 12-Monats-Gewinne, Monatswerte



Quelle: Refinitiv, BayernLB Research

Aktienmarkt Japan: Temporär höhere Gewinnrendite bei sinkendem Zinsniveau

Gewinnrendite Topix 500 (inverses Kurs-Gewinn-Verhältnis) und Rendite 10J. japanischer Staatsanleihen, Monatswerte



Quelle: Refinitiv, BayernLB Research

- ▶ Keine KGV-Expansion durch Aktienkaufprogramm

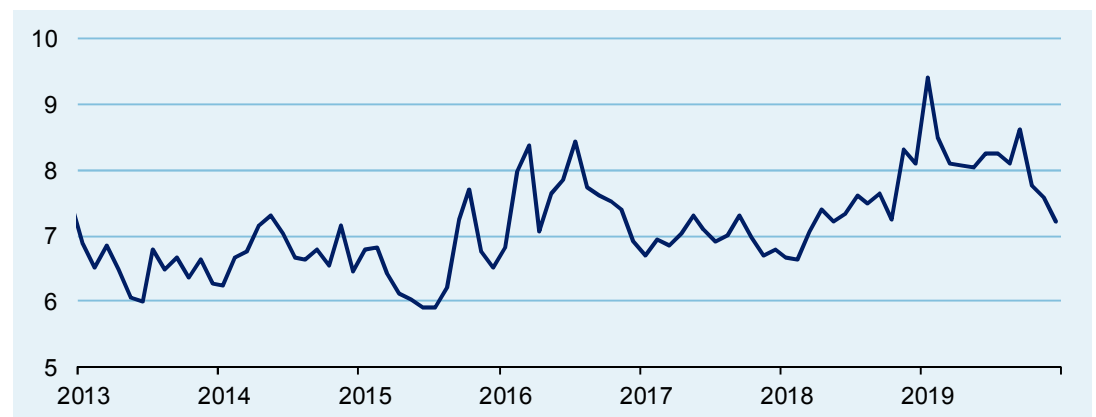
Die Bewertung des japanischen Aktienmarkts gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) konnte seit 2013 durch das Aktienkaufprogramm allerdings nicht nachhaltig gesteigert werden. Sie schwankte je nach globaler Risikolage seitwärts. Im Zuge der Markturbulzen seit 2018 ging die Bewertung zeitweise sogar kräftig zurück, konnte sich ab Anfang 2019 dann aber wieder deutlich erholen. Zu der Bewertungsexpansion 2019 hat wesentlich die global zu beobachtende Rotation in zyklischere und Value-Aktien beigetragen, die den japanischen Aktienmarkt wieder begünstigte.

- ▶ Aktienmarkt-Risikoprämie unter Schwankungen seitwärts

Die Aktienmarkt-Risikoprämien (definiert als Differenz von Aktienmarkt-Gewinnrendite und der Rendite zehnjähriger Staatsanleihen), die von 2013 bis Ende 2017 seitwärts schwankten, sind im Jahr 2018 kräftig gestiegen und seit Jahresbeginn 2019 wieder spürbar rückläufig. Per saldo ergibt sich damit seit Anfang 2013 betrachtet eine volatile Seitwärtsentwicklung. Insgesamt konnte das Ziel einer Reduzierung der Risikoprämien absolut gesehen durch das Aktienkaufprogramm also nicht erreicht werden. Dabei ist aber zu bedenken, dass das Programm – wie vorher gezeigt – keine Abkoppelung von der globalen Marktentwicklung ermöglicht. Es kann diese nur in die gewünschte Richtung korrigieren. Es ist durchaus wahrscheinlich, dass die Risikoprämien ohne Aktienkaufprogramm auf etwas höherem Niveau liegen würden.

Aktienmarkt-Risikoprämie: Trotz Aktienkaufprogramm seit 2013 nur volatil seitwärts

Risikoprämie des Topix 500 (Differenz von Gewinnrendite und Rendite 10-jähriger japanischer Staatsanleihen), Monatswerte



Quelle: Refinitiv, BayernLB Research

- ▶ Käufe von Nikkei 225-ETFs führte zu Verzerrungen bei Einzelaktien

Verzerrungen bei der Preisbildung einzelner japanischer Aktien (nach oben) sind dadurch entstanden, dass die BoJ umfangreiche Käufe von Aktien des Standardwerte-Index Nikkei 225 getätigt hat. Dieser Index ist jedoch nicht wie die allermeisten Aktienindizes nach der Marktkapitalisierung gewichtet, sondern nach der Höhe des Aktienpreises. Dies führte dazu, dass die BoJ bei einzelnen stark im Index gewichteten Unternehmen übermäßig hohe Anteile erlangt hat (bei einigen Unternehmen über 10%). Hieran entzündet sich einer der größten Kritikpunkte an dem Programm. Die BoJ hat auf diese Problematik dadurch reagiert, dass der Anteil der ETF-Käufe am marktkapitalisierungsgewichteten und marktbreiten Topix-Index zulasten des Nikkei 225 erhöht wurde. Bei diesen Käufen stellt sich die Problematik übermäßig hoher Käufe relativ zur Marktkapitalisierung einzelner Titel nicht.

EZB dürfte ETFs ankaufen und könnte Nachhaltigkeit fördern

- ▶ Aktienkäufe der EZB grundsätzlich möglich

Das Aktienkaufprogramm der BoJ könnte der EZB durchaus als Blaupause für ein eigenes entsprechendes Programm dienen. Artikel 18.1 der Satzung des Europäischen System der Zentralbanken (ESZB) erlaubt grundsätzlich den Kauf von börsengängigen Wertpapieren und damit auch von Aktien sowie börsengehandelten Indexfonds (ETF). Die Leitlinien zu den Outright-Käufen, die gegenwärtig Aktien noch nicht vorsehen, könnte der EZB-Rat jederzeit anpassen und damit den Weg für Aktienkäufe freimachen.

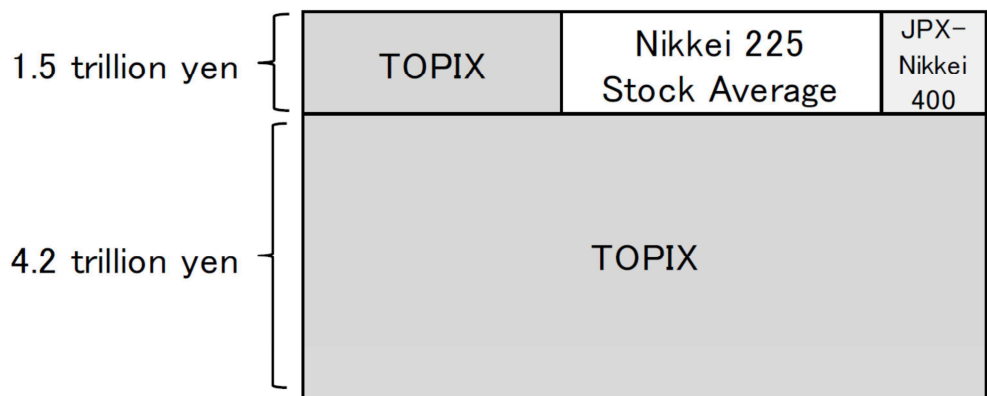
Legt man das derzeitige Kaufvolumen der BoJ zugrunde, ergäbe sich angepasst an die Marktkapitalisierung im Euro-Raum ein potenzielles Aktienkaufvolumen der EZB in der Größenordnung von etwa 6 Mrd. Euro pro Monat. Die EZB könnte aber auch mit niedrigerem Volumen einsteigen und dies später erhöhen. So ist auch die BoJ vorgegangen.

- ▶ Aktien-ETF-Käufe wären auch für EZB plausibel

Für den Fall eines Aktienkaufprogramms würden wir erwarten, dass die EZB Käufe von ETFs vornimmt, die auf Aktienindizes mit Titeln aus dem Euro-Raum aufgelegt sind. Alternativ zum Ankauf von Index-ETFs könnte die EZB auch direkt Aktien entsprechend der Gewichtung in einem marktgängigen Euro-Raum-Index kaufen. Dies halten wir jedoch auf Grund der hohen Komplexität für unwahrscheinlich. Als Basis-Index käme ein relativ marktbreiter Standardwerte-Index wie beispielsweise der EURO STOXX (nicht EURO STOXX 50) in Betracht, der etwas mehr als 300 Titel enthält. Damit würde einerseits vermieden werden, dass die Käufe zu stark auf wenige sehr große Unternehmen konzentriert werden. Andererseits weisen in diesem Fall alle Aktien eine ausreichend hohe Liquidität auf, so dass Marktverwerfungen begrenzt würden. Da der EURO STOXX wie vergleichbare Indizes im Euro-Raum nach der Marktkapitalisierung gewichtet ist, wäre mit größeren Preisverzerrungen bei Einzeltiteln wie in Japan nicht zu rechnen.

Aktienkaufprogramm der BoJ: Marktbreiter Topix-Index mit größtem Anteil

Aufteilung des jährlichen Kaufvolumens des Aktienkaufprogramms der Bank of Japan von 5,7 Bio. Yen auf einzelne Aktienindex-ETFs; zusätzlich erfolgt Aktienankauf von 300 Mrd. Yen p.a. von Unternehmen mit besonderen Anstrengungen bei Investitionen in Sach- und Humankapital



Quelle: Bank of Japan, BayernLB Research

- ▶ Ausschluss von Finanzaktien und Berücksichtigung von ESG-Aspekten möglich

Um Interessenskonflikte zu vermeiden, dürfte die EZB von dem Kauf von Bankaktien absehen wollen. Dies könnte dadurch erreicht werden, indem ein Aktienindex unter Ausschluss von Finanztiteln herangezogen wird (z.B. EURO STOXX ex-Financials). Auch die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten wäre grundsätzlich darstellbar. So existieren ESG-Aktienindizes und entsprechende ETFs (ESG steht für Environmental, Social und Governance), die sich zwar einerseits relativ eng an breite Marktindizes wie den EURO STOXX oder den MSCI Europe anlehnen. Andererseits schließen diese aber bestimmte Unternehmen mit kritischen Geschäftstätigkeiten aus (z.B. Kohle, kontroverse Waffen, Nicht-Konformität mit UN Global Compact) und passen die Aktiengewichtung zugunsten von Titeln mit höherem ESG-Rating an. Damit könnte die EZB die ESG-Anstrengungen von Unternehmen unterstützen.

- ▶ BoJ will durch spezielle Aktienkäufe Investitionen von Unternehmen anregen

Auch die BoJ weitete bei einem Teil ihres Aktienkaufprogramms die Zielsetzung über den Kauf von Marktindex-ETF hinaus aus. So werden seit März 2016 für jährlich 300 Mrd. Yen (2,5 Mrd. Euro; entspricht 5% des gesamten BoJ-Aktienkaufprogramms) speziell Aktien von Unternehmen gekauft, die besondere Anstrengungen bei den Investitionen in Sach- und Humankapital vorweisen. Dies soll das Investitionsverhalten der Unternehmen anre-

gen. Von S&P Dow Jones wurde hierfür ein spezieller Index aufgelegt, um entsprechende ETF-Käufe zu ermöglichen (JPX/S&P CAPEX & Human Capital Index).

- ▶ EZB-Käufe von ausländischen Aktien nicht zu erwarten

Auch die Verteilung der Käufe auf verschiedene Aktienindizes können wir uns für die EZB gut vorstellen. Damit könnte zum einen das Universum der zu erwerbenden Aktien erweitert werden. Zum anderen könnte damit die Länderallokation gesteuert werden. Käufe ausländischer Aktien kämen nur dann in Betracht, wenn die EZB zusätzlich aktiv eine Schwächung des Euro anstreben würde. Die Beeinflussung von Wechselkursen dürfte jedoch zunächst keine Zielsetzung eines EZB-Aktienkaufprogramms darstellen.

- ▶ Nur moderate Kurseffekte von EZB-Aktienkäufen wahrscheinlich

Basierend auf den Erfahrungen aus den ETF-Käufen der BoJ wäre auch im Euro-Raum bei einem EZB-Aktienkaufprogramm nicht zu erwarten, dass sich der Aktienmarkt vom globalen Markttrend abkoppelt und die Risikoprämien deutlich gesenkt werden können. Die Aktienkurse blieben auch dann weiterhin einer Vielzahl von Einflüssen wie der Entwicklung von Konjunktur, Unternehmensgewinnen, Wechselkursen und Zinsen ausgesetzt. Das Programm dürfte den Aktienmarkt aber stützen und würde dabei helfen, dass sich die europäischen Aktienmärkte im relativen Vergleich zu anderen Regionen günstiger entwickeln. Positive Effekte auf Wachstum und Inflation würde zudem von der mit den Aktienkäufen einhergehenden Liquiditätsausweitung ausgehen.

manfred.bucher@bayernlb.de

Das Research-Team der BayernLB

BayernLB Research

Dr. Jürgen Michels, Chefvolkswirt und Leiter Research, -21750

Anna Maria Frank, -21751; Sekretariat

Ingo Bothner, -21787; Medienfachwirt, Business Management

Christoph Gmeinwieser, -27053; CIIA, Business Management

Volkswirtschaft

Dr. Stefan Kipar, -27346

Euro-Raum, EZB, Deutschland

Manuel Andersch, -27448

G10-Währungen, UK, Schweiz

Charlotte Heck-Parsch, -23929

USA/Fed

Wolfgang Kiener, -27058

G10- & MOE-Währungen

Andreas Speer, -21305

Rohstoffe

Dr. Sebastian Schnejdar, -26386

Immobilien

Länderrisiko- und Branchenanalyse

Hubert Siplý, -21307

Länderrisikoanalyse

Dr. Alexander Kalb, -22858

Westeuropa, Südamerika

Manuel Schimm, - 26845

Asien, Nordamerika,

Gebhard Stadler, CFA, -28891

Osteuropa/GUS, Mittelamerika,

Verena Strobel, -21320

Naher und Mittlerer Osten, Afrika

Branchenanalyse

Wolfgang Linder, -21321

Auto, Chemie, Pharma, Luftfahrt, Rohstoffe & Stahl,

Öl & Gas, Transportation

Thomas Peiß, -28487

Bau, Elektroindustrie, Maschinenbau, Versorger,

Telekom, Medien, Handel

Investment Research

Dr. Johannes Mayr -21859

Zinsstrategie, Staatsanleihen, SSA

Alexander Aldinger, CFA, -24877

Asja Hossain, CFA, -27065

Dr. Norbert Wuthe, -27209

Covereds & Financials

Alfred Anner, CEFA, -27072

Covered Bonds

Dr. Ulrich Horstmann, CEFA, -21873

Versicherungen

Georg Meßner, CFA, -26396

Banken

Emanuel Teuber, -27070

Covered Bonds

Stefan Voß, -21808

Banken

Credits

Pia Ahrens, -25727

Corporate Bonds & SSD, Strategie

Matthias Gmeinwieser, CIIA, -26323

Corporate Bonds & SSD

Miraji Othman, -25888

Strategie

Christian Strätz, CEFA, CIIA, -27068

Corporate Bonds & SSD

Aktienmarkt

Manfred Bucher, CFA, -21713

Technische Analyse

Hans-Peter Reichhuber, -21780

Value Investing & Behavioral Finance

Dieter Münchow, -23384

Aktien & Strategie

E-mail: vorname.nachname@bayernlb.de

Telefon: 089 2171 + angegebene Durchwahl

Disclaimer

Diese Publikation ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe der vorliegenden Information am 19.12.2019. Die vorliegende Publikation beruht unserer Auffassung nach auf als zuverlässig und genau geltenden allgemein zugänglichen Quellen, ohne dass wir jedoch eine Gewähr für die Vollständigkeit und Richtigkeit der herangezogenen Quellen übernehmen können. Dieser Research-Bericht ist eine rein ökonomische Analyse, und kein Teil davon ist als Wertpapieranalyse oder Empfehlung zu verstehen. Insbesondere sind die dieser Publikation zugrunde liegenden Informationen weder auf ihre Richtigkeit noch auf ihre Vollständigkeit (und Aktualität) überprüft worden. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit können wir daher nicht übernehmen. Die vorliegende Veröffentlichung dient ferner lediglich einer allgemeinen Information und ersetzt keinesfalls die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung. Für weitere zeitnähere Informationen stehen Ihnen die jeweiligen Anlageberater zur Verfügung.

Aufgrund gesetzlicher Vorgaben (Wertpapierhandelsgesetz bzw. MiFID II) dürfen Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Zusammenhang mit einer von ihnen erbrachten Finanzportfolioverwaltung oder unabhängigen Honorar-Anlageberatung grundsätzlich keine Zuwendungen von Dritten annehmen oder behalten. **Eine Weitergabe dieser Unterlage an Unternehmen oder Unternehmensteile, die Finanzportfolioverwaltung oder unabhängige Honorar-Anlageberatung erbringen, ist daher nur gestattet, wenn mit der BayernLB hierfür eine Vergütung vereinbart wurde.**

Impressum

Megatrend Niedrigzins und Verschuldung
abgeschlossen am: 19. Dezember 2019

BayernLB Research
Bayerische Landesbank
80277 München (Briefadresse)
E-Mail: research@bayernlb.de

Leitung:
Dr. Jürgen Michels, Telefon 089 2171-21750

Redaktion:
Manfred Bucher, CFA, Telefon 089 2171-21713

Layout & Grafik:
Ingo Bothner, Telefon 089 2171-21787



Manfred Bucher, CFA
Senior Analyst Aktienstrategie
Telefon: 089 2171-21713
manfred.bucher@bayernlb.de

Redaktion:
Bayerische Landesbank
Unternehmensbereich 5700
80277 München (=Briefadresse)
research@bayernlb.de

Geschäftsgebäude:
Bayerische Landesbank
Briener Straße 18
80333 München (=Paketadresse)
www.bayernlb.de