

# Erleidet Amerika das gleiche Schicksal wie Japan?

Demographie und Finanzmarktentwicklung in den USA ähneln zeitvershoben dem Verlauf in Nippon

Von Thomas Signer

Fünf Jahre nach seinem Allzeithochst folgt der breite amerikanische Aktienmarkt noch immer augenscheinlich dem Trend des japanischen mit zehnjähriger Verzögerung. Auch der US-Obligationenmarkt scheint das japanische Szenario zu kopieren: Trotz anziehenden Wirtschaftswachstums und markant höherer Öl- und anderer Rohstoffpreise verharren die langfristigen US-Zinsen auf historisch tiefem Niveau. Selbst Fed-Chairman Alan Greenspan sieht darin ein «conundrum», ein Rätsel. Ist diese Parallellität zu Japan Zufall?

Vorerst ein Blick zurück: Es ist zwei Jahrzehnte her, dass in der Schweizer Bankenszene das Gespräch nicht so sehr um die Börse in Amerika kreiste, sondern um Japan. In den Achtzigerjahren lieferte der japanische Aktienmarkt Jahr für Jahr Traumrenditen. Als der Nikkei-225-Index am letzten Handelstag des Jahres 1989 mit 38 916 auf seinem Zenit stand, war die japanische Börse gemessen an der Marktkapitalisierung die grösste der Welt und überragte die amerikanische um rund ein Drittel. Parallel dazu waren die japanischen Immobilienpreise in astronomische Höhen geklettert.

## Jahrhunderthausen in Tokio

Der historische Hausmarkt in Japan ging mit einer glänzenden Wirtschaftsentwicklung einher, die von einem Investitionsboom getragen wurde; als Begleiterscheinung fiel die Arbeitslosigkeit unter 2%. Auch der Staat bekam sein Quentchen ab und erzielte von 1987 bis 1992 hohe Budgetüberschüsse. Trotzdem verharnte die Inflation gemessen am Konsumentenpreisindex auf tiefem Niveau. Vor dem Hintergrund niedriger Zinsen und fulminanter Unternehmensgewinne explodierten die Aktienkurse richtiggehend – bevor es zur Implosion kam. Heute notiert der Index noch immer rund 70% unter seinem Allzeithochst vor fünfzehn Jahren.

Auch wirtschaftlich ging es mit dem Land bergab, nachdem die Spekulationsblasen geplatzt waren. Seit Beginn der Neunzigerjahre kam Japan kaum aus der Stagnation heraus – Phasen beschleunigten Wirtschaftswachstums wurden bald von Rezessionen abgelöst. Deflation suchte die Insel heim. Um die heimische Nachfrageschwäche zu bekämpfen und noch Schlimmeres zu verhindern, verfiel die japanische Regierung einer beispiellosen Defizitpolitik und pumpte riesige Summen in die Wirtschaft, mit dem Resultat, dass der japanische Staat inzwischen hoch verschuldet ist. Das schmerzte bisher nicht sonderlich, die kurzen Zinsen in Japan verharren seit rund einem Jahrzehnt nahe null, und langfristige Regierungsoptionen rentieren weniger als 2%.

## Ein Jahrzehnt Unterschied

Was hat die Situation in Japan von gestern mit der Lage in den USA von heute zu tun? Vorerst drängt sich auch in Amerika ein Blick zurück auf. Wie Japan ein Jahrzehnt zuvor erlebte Amerika in den Neunzigerjahren einen kräftigen Hausmarkt (vgl. Grafik 1) mit ähnlichen Attributen: Trotz rapiden Wirtschaftswachstums und fast Vollbeschäftigung verharnte die Inflation gemessen am Konsumentenpreisindex auf tiefem Niveau. Analog zu Japan ein Jahrzehnt früher erzielte auch das amerikanische Finanzministerium Überschüsse während



Wallstreet zeigt sich aufgeräumt. Hält das freundliche Klima an?

BILD: BLOOMBERG

immerhin vier Jahren in Folge. Doch vor fünf Jahren kam das böse Erwachen.

Die Aktienkurse purzelten besonders im New-Economy-Bereich. Auch die Wirtschaft kam ins Stottern. Als die USA zu Beginn des Jahres 2001 in die erste Rezession seit einem Jahrzehnt fielen, konterte die Notenbank mit den aggressivsten Zinssenkungen in ihrer Geschichte. Trotz inzwischen mehrerer Zinsschritte in die entgegengesetzte Richtung seit letztem Sommer liegt die Fed funds rate (Richtsatz für Tagesgeld) mit 3,25% noch immer unter dem langjährigen Durchschnitt. Obwohl die Wirtschaft seit zwei Jahren deutlich wächst und die Rohstoffpreise massiv zulegen, bleibt das Rätsel der tiefen langfristigen Sätze bestehen. Wie am Aktienmarkt erlebte Amerika auch am Obligationenmarkt das japanische Szenario um zehn Jahre versetzt, und es gibt verschiedene Gründe dafür, dass das so bleibt.

## Spekulationsblasen

Der japanische Wirtschafts- und Börsenboom der Achtzigerjahre gleicht selbst in Details demjenigen in Amerika und damit auch demjenigen in Europa ein Jahrzehnt später. Weshalb ist das so, und was lässt sich daraus für die Zukunft schliessen? Wer den Spekulationsblasen auf den Grund geht, stösst auf mehrere kleine und einige grosse Parallelen. Auf die grossen Ähnlichkeiten sei hier das Augenmerk gerichtet.

Den Wirtschafts- und Börsenboom ermöglicht hat in Japan und Amerika der jeweilige Zeitgeist, der vom Glauben an etwas fundamental «Neues» geprägt war.

Entscheidend war, dass die Notenbankverantwortlichen diesen Glauben teilten und die Zinsen trotz des rasanten Geldmengenwachstums tief hielten.

In Amerika lieferte der Technologieschub im Zusammenhang mit dem Internet das Motiv, die New Economy zu postulieren. Die Erklärung schien plausibel zu sein: Der technologische Fortschritt forcierte die Produktivität, die höhere Gewinne ermöglichte, ohne inflationären Druck zu erzeugen. Die erwarteten hohen zukünftigen Gewinne diskontiert mit tiefen Kapitalisierungssätzen erlaubten eine markante Höherbewertung von Aktien.

In den Achtzigerjahren war auch in Nippon etwas «Neues» konstatiert worden. Japan war vom Nettoschuldner zur grössten Gläubiger nation vor allem dank der erfolgreichen Exportindustrie avanciert. Der Umstand, dass das Inselreich im merkantilistischen Sinn immer reicher wurde, bestärkte die japanischen Akteure in der Ansicht, dass das viele Geld die Zinsen auf lange Sicht tief halten würde – und mit tiefen Zinsen liess sich eine höhere Aktienbewertung rechtfertigen.

## Externe Einflüsse

Eine weitere Parallele betrifft die Rolle externer Einflüsse und Krisen. Als Japans Börse in den Achtzigerjahren fulminant zulegte und viele Beobachter im Westen einen Crash für imminant hielten, brach die Börse tatsächlich ein – aber nicht in Japan, sondern in Amerika im Herbst 1987. Tokio hielt sich in jenen turbulenten Oktobertagen bedeutend besser als Wall-

street und die europäischen Märkte. Die Standhaftigkeit des Nikkei-Index bestätigte viele Japaner im Glauben an eine neue goldene Ära. Prompt stiegen die Aktienkurse in Japan in den beiden Folgejahren nochmals fast 100%.

Das Pendant in Bezug auf Amerika findet sich in der Asienkrise. Während in den späten Neunzigerjahren viele Beobachter die grösste Gefahr in den hohen Aktienkursen in Wallstreet witterten, nahm eine Krise, die von US-Präsident Bill Clinton als «die schlimmste seit fünfzig Jahren» betitelt wurde, ihren Lauf ganz anderswo. Von Thailand aus infizierte die Asienkrise 1997 zuerst das nahe und dann das ferne Ausland. Im Umfeld von fallenden Aktienmärkten in Asien, kollabierenden Finanzhäusern in Japan und Russlands Zahlungsunfähigkeit auf seinen Fremdwährungsanleihen blieb nur Wallstreet erstaunlich fest.

Alan Greenspan wurde erneut zum Retter der Welt gekürt, als er Ende 1998 die Zinsen in raschen Schritten senkte und die Weltkonjunktur bald darauf wieder in Fahrt kam. Amerika blieb nicht nur fast unbeschadet, sondern ging im Vergleich mit anderen Wirtschaftsmächten klar gestärkt daraus hervor. In der Folge verdoppelte sich der Nasdaq ein weiteres Mal. Wie der Crash von 1987 den Aktienmarkt in Japan aufs Neue anheizte, hatte die Asienkrise den gleichen Effekt auf die US-Börsen. Etwas über zwei Jahre später war dann aber auch an den US-Märkten das Ende der Fahnenstange erreicht.

## Babyboomer im besten Alter

Am entscheidendsten scheint eine andere, kaum wahrgenommene Parallele zu sein. Die demographische Konstellation in Japan während des Börsenbooms 1990 gleicht derjenigen in Amerika ein Jahrzehnt später ziemlich genau. Der geburtenstärkste Jahrgang der japanischen Babyboomer war 42 Jahre alt, als die Bubble economy 1990 platzte (vgl. Grafik 2). Ein Jahrzehnt später war in den USA der stärkste Jahrgang der Babyboomer 41-jährig, als die New-Economy-Euphorie im Zenit stand. Mit anderen Worten trugen die Babyboomer, als sie besonders stark in der Gesellschaft im Alter von 30 bis 40 vertreten waren, den Wirtschafts- und Börsenboom. War er also nicht so sehr von technologischen oder wirtschaftlichen Faktoren getrieben, sondern von demographischen? Vieles spricht dafür.

Es ist plausibel, Bubbles mit dem unveränderlichen instinktiven Verhalten von Menschen zu erklären. Dieses scheint ausserdem sehr altersspezifisch zu sein. Man denkt und handelt ähnlich wie Leute im gleichen Alter, die zu ganz anderen Zeiten oder in anderen Kulturen lebten.

## Wird Deflation zum Thema?

Das lässt auch Schlüsse für die Zukunft zu. Die Spitze der japanischen Babyboomer eilt ihren «Verwandten» in Amerika und Europa weiterhin um ein Jahrzehnt voraus. Selbst wenn Nippons längerfristige demographische Perspektive anders als die amerikanische ist – Japans Bevölkerung von jetzt 128 Mio. wird auf rund 110 Mio. Mitte des Jahrhunderts schrumpfen, während diejenige in Amerika (vor allem zuwanderungsbedingt) von 295 auf über 400 Mio. steigen wird –, bleibt die Babyboomer-Dynamik noch auf Jahre hinaus grundsätzlich gleich. Das bedeutet, dass auch die Deflation, die Japan seit 1995 erlebt hat, auf Amerika wartet – was der Obligationenmarkt ansatzweise bereits signalisiert (vgl. Grafik 3). Damit wäre auch der US-Aktienmarkt verdammt, den Niedergang des Nikkei-Index, obschon etwas abgeschwächt, weiter zu kopieren.

Kann sich Europa über ein solches Szenario freuen? Leider nein. Schliesslich treffen fast alle Parallelen zwischen Japan und den USA auch auf Europa zu – die wichtige demographische dabei noch mehr als auf Amerika. Das würde erklären, warum bei uns das Geld fast keinen Zeitwert mehr hat. Deflation wird damit auch für Europa zur Bedrohung.

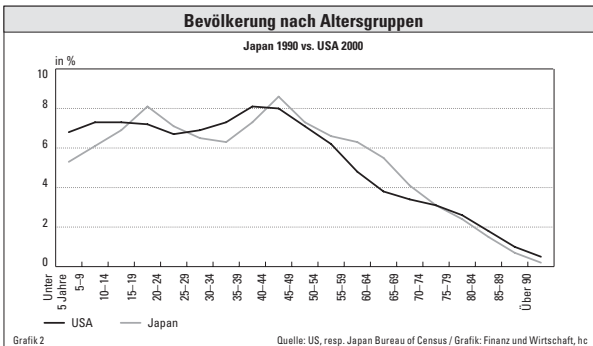
Thomas P. Signer ist unabhängiger Vermögensberater und Autor von «The Harder They Fall – Will the US follow Japan into the Abyss?». Das Buch ist 2004 im Midas Management Verlag erschienen.



Grafik 1 Quelle: Bloomberg, wöchentliche Daten / Grafik: Finanz und Wirtschaft, hc



Grafik 3 Quelle: Bloomberg, Grafik: Finanz und Wirtschaft, hc



Grafik 2 Quelle: US, resp. Japan Bureau of Census / Grafik: Finanz und Wirtschaft, hc