

Japanische Aktien: Neues Interesse dank attraktiver Bewertungen



Seung K. Kwak

Portfoliomanager
Tokio
33 Jahre Investmenterfahrung
(Stand 31. Dezember 2017)

Seung Kwak, Principal Investment Officer und Portfoliomanager der Japan Equity Strategie der Capital Group, spricht über seine Einschätzung des japanischen Aktienmarktes.

- Die Unternehmensgewinne dürften weiter steigen, da sowohl die japanische Wirtschaft als auch die Weltwirtschaft wächst und Unternehmensrentabilität, Aktionärerträge sowie Corporate Governance weitere Fortschritte machen.
- Steigende Aktionärerträge, ein besserer Gewinnausblick und höhere Aktienerträge könnten den Blick wieder auf die Bewertungen richten.
- Hersteller elektronischer Bauelemente, Unternehmen, die sich neu aufstellen, und Firmen, die vom asiatischen Wirtschaftsboom und der Nachfrage ausländischer Touristen profitieren, können für Investoren interessant sein. Wir achten allerdings sehr genau auf die Bewertungen.
- Die Zukunft von Premierminister Shinzō Abe könnte unsicher sein. Eine Änderung der Wirtschaftspolitik ist aber unwahrscheinlich.

Ende Januar ließen Sorgen wegen der US-Zinsentwicklung die Aktienmärkte weltweit fallen. Sagen Sie ein paar Worte über die Auswirkungen steigender US-Zinsen?

Seit Anfang letzten Jahres hatte ich vor der Möglichkeit höherer US-Zinsen und einer Aktienmarktkorrektur gewarnt.

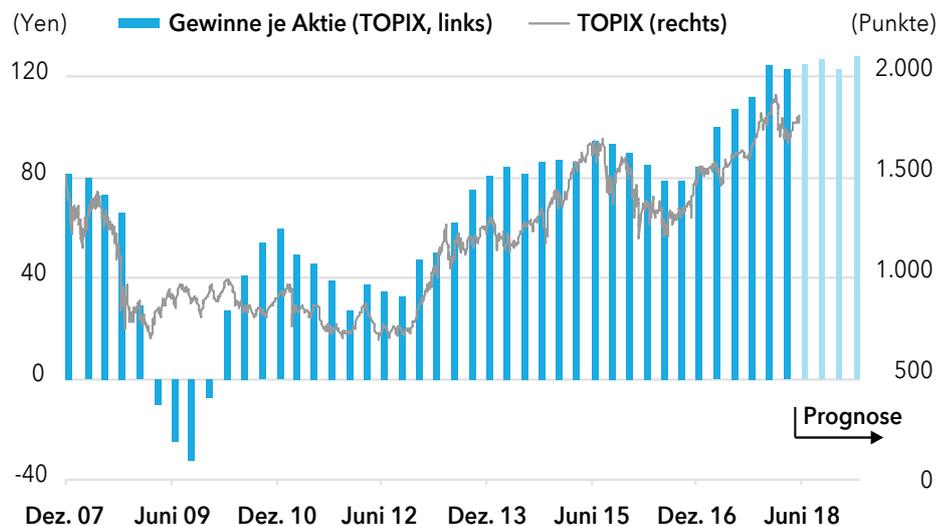
Nach Gesprächen mit Fondsmanagern weltweit war ich davon überzeugt, dass US-Aktien nicht mehr günstig bewertet sind und ein unerwartet starker Zinsanstieg den Aktienmärkten zusätzlich schaden könnte. Andererseits standen den steigenden Zinsen eine gute Konjunktur und eine niedrige Inflation gegenüber, sodass eine Marktkorrektur vielleicht nur von kurzer Dauer sein würde.

Da die Unternehmensgewinne stetig und nachhaltig wachsen und die Inflation niedrig bleibt, hatte ich eine allmähliche Normalisierung der Geldpolitik und moderat steigende Zinsen erwartet. Tatsächlich war der Aktienmarkteinbruch zu Jahresbeginn dann schnell vorbei, und die Kurse stiegen einmal mehr analog zu den Unternehmensgewinnen.

Wichtig ist, dass wir weiter auf langfristige Wachstumsfaktoren und die Bewertungen japanischer Unternehmen achten. Wir bleiben unserem Investmentansatz treu und untersuchen die Fundamentaldaten jedes einzelnen. Außerdem halten wir Marktkorrekturen für eine Chance, unterbewertete Aktien zu kaufen.

Die Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Ergebnisse. Die Aussagen einer bestimmten Person geben deren persönliche Einschätzung am Tag der Veröffentlichung wieder. Sie entspricht möglicherweise nicht der Meinung anderer Mitarbeiter der Capital Group oder ihrer Tochtergesellschaften. Diese Informationen sind weder als umfassend noch als Anlageberatung zu verstehen.

Das steigende Unternehmensgewinnwachstum dürfte japanische Aktien weiter voranbringen



Die Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Ergebnisse. Prognosen nur zur Illustration.

Stand 28. Mai 2018.

Tokyo Stock Price Index (TOPIX): 29. Dezember 2007 bis 28. Mai 2018.

Gewinne je Aktie: 4. Quartal 2007 bis 1. Quartal 2019 (Summe über vier Quartale). Angaben ab dem 2. Quartal 2018 sind Prognosen von Bloomberg. Quellen: Bloomberg, Capital Group

Japanische Unternehmen waren mit ihren Gewinnprognosen äußerst zurückhaltend. Glauben Sie dennoch, dass die Unternehmensgewinne immer weiter steigen?

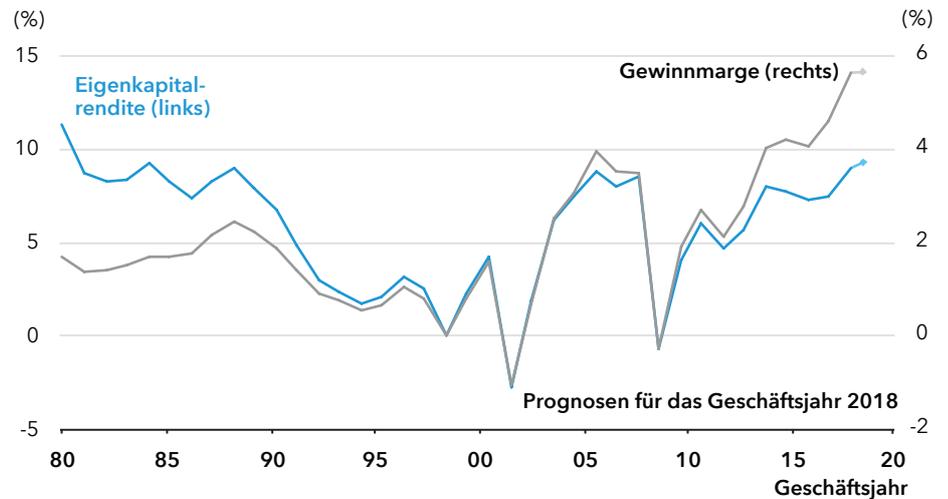
Die Unternehmen im ersten Segment der Tokioter Börse, also die Großunternehmen, berichteten für das Geschäftsjahr bis März 2018 über hohe Gewinne. Beispielsweise stiegen sie im verarbeitenden Gewerbe um mehr als 30%.¹ Hauptgrund waren die hohen Umsätze des Exportsektors, zu dem etwa Hersteller elektronischer Bauelemente zählen. Sie profitierten von der besseren Weltkonjunktur. Der recht stabile Wechselkurs des Yen gegenüber dem US-Dollar war für die Unternehmensgewinne ebenfalls hilfreich.

Zugleich waren die Gewinnprognosen japanischer Unternehmen außerordentlich konservativ, denn sie fürchteten viele Risikofaktoren – beispielsweise den Handelskonflikt zwischen den USA und China, die Auswirkungen steigender US-Zinsen auf die Emerging

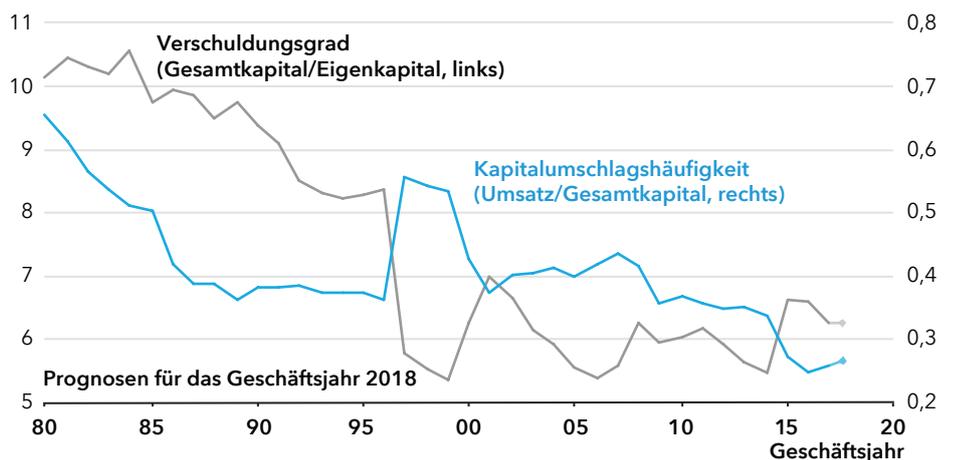
Markets, politische Instabilität in Europa, Probleme der Regierung Abe und weltweite politische Unsicherheiten. Außerdem fürchtete man, dass all dies den Yen aufwerten lässt. Diese Besorgnis zeigt sich auch im USD/JPY-Wechselkurs, den die Unternehmen für ihre Gewinnprognosen für das Geschäftsjahr 2018 zugrunde legen. Im Median sind das etwa 105 Yen je US-Dollar und damit mehr als früher. Vor ziemlich genau zwölf Monaten war es ähnlich, doch letztlich stiegen die Unternehmensgewinne dann doch ordentlich.

Wir glauben, dass die Unternehmensgewinne auch weiter kräftig zulegen, vor allem wegen der boomenden Binnen- und Weltwirtschaft. Für das Geschäftsjahr, das im März 2019 endet, erwarten wir daher erneut Gewinne in Rekordhöhe, wie schon im Jahr zuvor. Unterdessen rechnet der Marktkonsens damit, dass die Hersteller elektronischer Bauelemente und der übrige Elektrosektor sowie die Sektoren NE-Metalle und Einzelhandel überdurchschnittlich rentabel sein werden.

Eigenkapitalrenditen steigen, aber nicht so stark wie die Gewinnmargen



Eigenkapitalrendite unter Druck, wenn die Kapitalumschlagshäufigkeit unter 1 fällt



Die Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Ergebnisse. Prognosen nur zur Illustration.

Geschäftsjahr 1980 bis Geschäftsjahr 2018.

Angaben für die Aktien des TOPIX. Analyse auf Basis der DuPont-Zerlegung. Geschäftsjahr 2018 auf Basis von Schätzungen von Nomura Securities. Quellen: Nomura Securities, Capital Group

Die Eigenkapitalrendite ist längst nicht so stark gestiegen wie die Gewinnmargen. Rechnen Sie mit weiteren Verbesserungen?

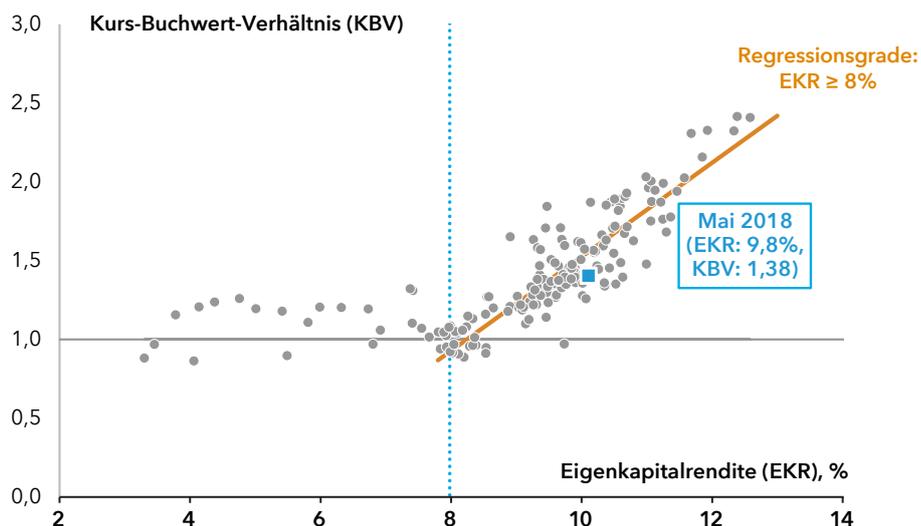
Die Gewinnmargen haben sich nach dem Einbruch im Zuge der Lehman-Insolvenz erholt und befinden sich jetzt auf Allzeithochs. Obwohl die Eigenkapitalrenditen im Geschäftsjahr 2017 ein 30-Jahres-Hoch erreicht haben, müssen sie zu den Gewinnmargen noch aufschließen.

Nach unserer Analyse hat die Eigenkapitalrendite stark unter einer abnehmenden Kapitaleffizienz, also der abnehmenden Kapitalumschlagshäufigkeit, gelitten. Der Schlüssel für eine höhere Eigenkapitalrentabilität sind daher Investitionen sowie Fusionen und Übernahmen, Restrukturierungen – etwa durch Verkäufe nicht rentabler Geschäftsteile –, die Umschichtung von Kapital in Wachstumsbereiche und Ausschüttungen an die Aktionäre.

Wenn ein Unternehmen sein Kapital nicht effizient nutzt und der Wettbewerb zunimmt, schadet dies seiner Position im Wettbewerb und an den Kapitalmärkten massiv. Für uns ist es kritisch

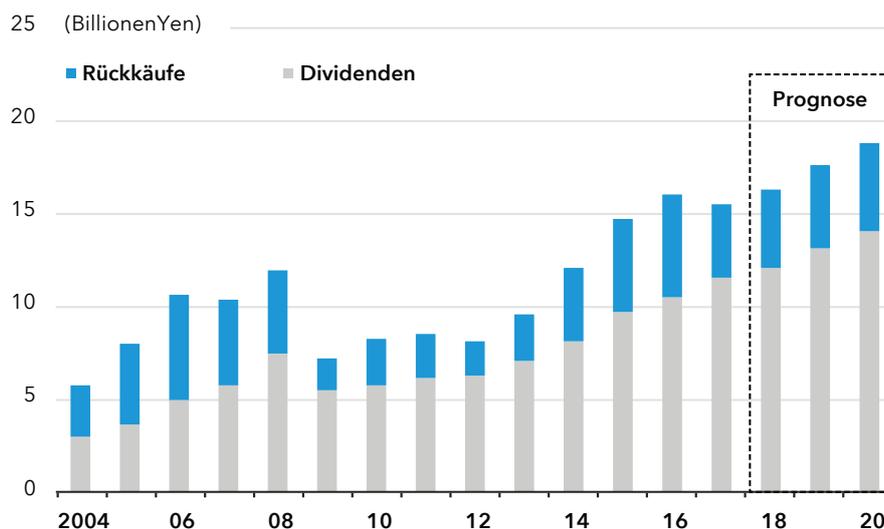
dem Unternehmensmanagement durch Engagement und Gespräche ein Dringlichkeitsgefühl zu vermitteln, so dass sie aufmerksamer auf die Kapitaleffizienz achten. Aber das braucht Zeit.

Eine höhere Eigenkapitalrendite könnte zu einem höheren Kurs-Buchwert-Verhältnis führen



TOPIX: Januar 2004 bis Mai 2018.
Eigenkapitalrendite auf Basis der für die nächsten zwölf Monate erwarteten Gewinne laut Thomson Reuters Datastream. Quellen: Thomson Reuters Datastream, Capital Group

Aktionärerträge: Der Aufwärtstrend dürfte anhalten



TOPIX: 2004 bis 2020.
Angaben ab dem Kalenderjahr 2018 auf Basis der Gewinnschätzungen von Bloomberg.
Quellen: Bloomberg, Capital Group

Die Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Ergebnisse. Prognosen nur zur Illustration.

Verbessert sich die Corporate Governance?

Seit der Einführung des Corporate-Governance-Kodex im Jahr 2015 hat sich hier einiges getan. Beispielsweise ernennen immer mehr Unternehmen externe Boardmitglieder. Im März 2018 wurde der Kodex revidiert, damit er noch wirksamer wird. Außerdem wurden Richtlinien für den Dialog zwischen Investoren und Unternehmen vorgelegt. Sie sollen die Kommunikation mit Investoren systematisieren.

Die Capital Group hat schon den Dialog mit Unternehmen gesucht, lange bevor der Stewardship Code in Kraft trat. Oft waren sie davon nicht sehr begeistert. Nach vielen langen Gesprächen wurden sie aber zunehmend offener für einen Austausch über die Aktionärserträge.

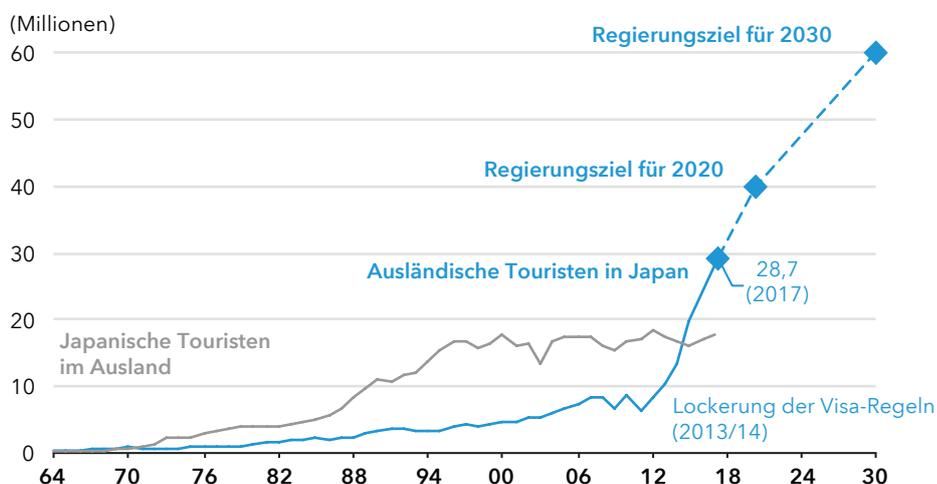
Können Verbesserungen der Aktionärs-erträge dazu führen, dass man erneut auf die niedrigen Bewertungen achtet?

Steigende Aktionärserträge können Aktionären nützen. Wir glauben aber, dass man dann auch wieder stärker auf die Bewertungen achtet. Die Ertragskraft der Unternehmen wird immer besser, und wir gehen davon aus, dass weitere Fortschritte bei der Kapitaleffizienz zu einer höheren Rentabilität und damit zu steigenden Bewertungen führen können. Aber auch das braucht Zeit.

In Japan verbessern sich die Aktionärs-erträge durchweg, doch im Vergleich zu den USA und zu Europa sind sie noch immer niedrig. Es gibt also noch viel Luft nach oben. Wenn man durch höhere Aktionärserträge und effizienten Kapitaleinsatz versteckte Unternehmenswerte hebt, kann dies zu positiven Rückkopplungen für den japanischen Aktienmarkt und die Volkswirtschaft führen.

Alles in allem glauben wir, dass die Aktienbewertungen steigen, denn die Unternehmen haben ihre Gewinnprognosen angehoben, und die Aktionärs-erträge machen Fortschritte. Wir rechnen auch mit stabilen japanischen Aktienkursen, wenn die Unternehmensgewinne unerwartet hoch ausfallen und die Aktienbewertungen steigen.

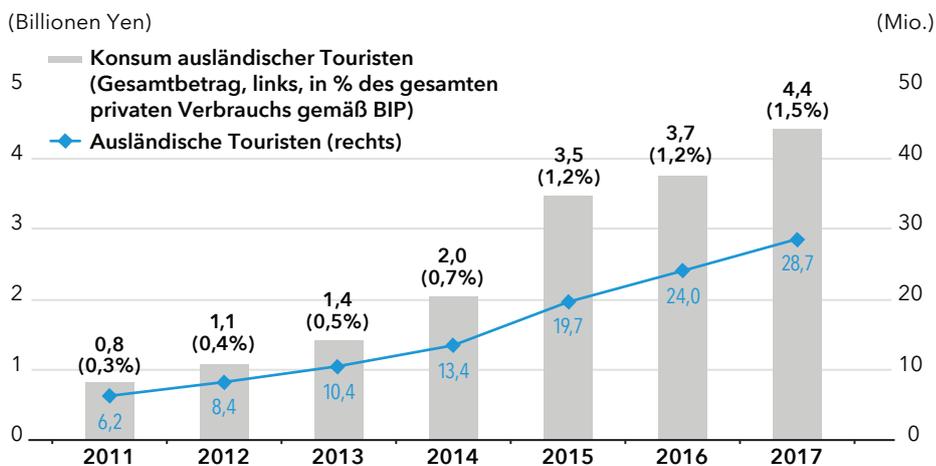
Wachsender ausländischer Tourismus in Japan



Nur zur Illustration.

1964-2017. Quellen: Japanische Tourismusorganisation, japanische Regierung, Capital Group

Der Konsum ausländischer Touristen dürfte das japanische Wirtschaftswachstum weiter stärken



2011-2017. BIP: Bruttoinlandsprodukt.

Quellen: Japanische Tourismusorganisation, japanische Regierung, Capital Group

Was sind die wichtigsten Themen im Japan Equity Portfolio?

Schon lange ist der wachsende ausländische Tourismus in Japan für uns ein interessantes Thema. Es gibt keine Anzeichen für eine abflauende Dynamik, und auch der Konsum der Touristen nimmt immer weiter zu. Weil die Mittelschicht in Asien wächst, dürften die ausländischen Touristen in Japan immer mehr Geld ausgeben. Hinzu kommen zwei wichtige Großereignisse: die Rugby-WM 2019 und die Olympischen Spiele in Tokio 2020.

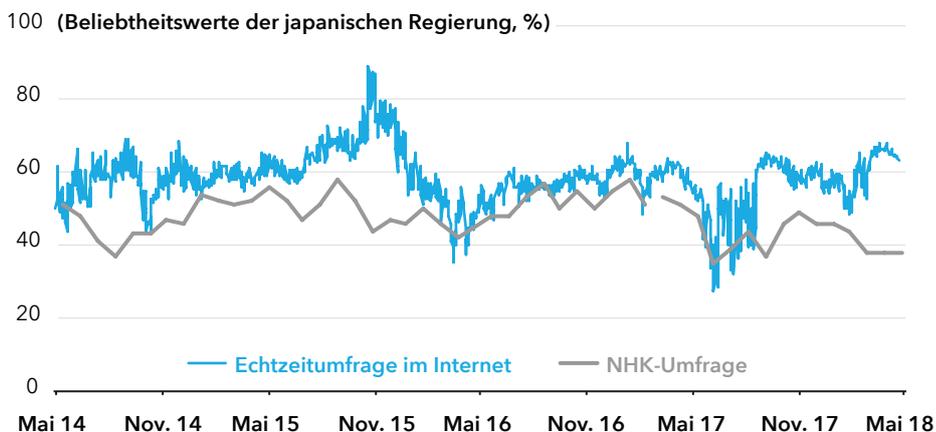
An den anderen wichtigen Investmentthemen für das Portfolio hat sich nicht viel geändert. In den Sektoren Informationstechnologie und Maschinenbau setzen wir weiter auf Unternehmen, die vom Internet der Dinge² und der Fabrikautomatisierung profitieren dürften.

Attraktiv sind auch Bank- und Finanzwerte, denen die Reflation voraussichtlich nützt, sowie wachstumsstarke Nischenunternehmen mit weltweiten Wettbewerbsvorteilen. Darüber hinaus bevorzugen wir Firmen, die sich restrukturieren und von nicht rentablen Geschäftsteilen trennen, sowie Unternehmen, die ihre Ressourcen stärker auf Wachstumsbereiche konzentrieren.

Die Bewertungen behalten wir genau im Blick, da die japanischen Aktienkurse weiter steigen. In den letzten Jahren verzeichneten Publikumsfonds mit den Schwerpunkten Robotik und künstliche Intelligenz hohe Zuflüsse. Die Aktienkurse von Unternehmen aus diesen Bereichen sind daher kräftig gestiegen, bisweilen stärker als die tatsächlichen Firmenwerte. Man sollte bei der Analyse solcher Firmen sehr genau aufpassen.

² Das Internet der Dinge (Internet of Things, IoT) ist ein Netzwerk aus physischen Objekten oder „Dingen“ mit einer Technologie, die Informationen erfassen und übertragen kann.

Die Beliebtheitswerte der Regierung dürften nicht mehr weiter fallen



Nur zur Illustration.

Echtzeitumfrage: 1. Mai 2014 bis 4. Juni 2018.

NHK (japanische Rundfunkgesellschaft): April 2017 bis Mai 2018 (neue Befragungsmethode ab April 2017).

Quellen: NHK, Echtzeitumfrage

Die Zukunft der skandalgeplagten Regierung Abe scheint zuletzt immer unsicherer geworden zu sein. Glauben Sie, dass die Abenomics aus dem Tritt geraten? Welche anderen Risiken gibt es?

Die Beliebtheitswerte der Regierung Abe litten unter dem umstrittenen Verkauf staatlicher Grundstücke an einen Privatschulenbetreiber zu einem Schnäppchenpreis und einer Vielzahl von Skandalen, in die Beamte verwickelt waren. Doch die öffentliche Meinung scheint sich zu ändern, da das Vertrauen in die Opposition ebenfalls nicht besonders groß ist und man an der Glaubwürdigkeit der Medien zweifelt.

Dennoch achten wir genau auf die Entwicklungen vor der Neuwahl der LDP-Führung im September. De facto wird auf dem Parteitag über den nächsten Premierminister entschieden. Doch selbst wenn Abe zurücktreten muss, geraten die Abenomics nicht zwangsläufig aus dem Tritt. Schließlich stehen sie vor allem für eine Wiederbelebung des Wirtschaftswachstums, steigende Unternehmensgewinne, steigende

Beschäftigung und höhere Löhne. Wenn die neue Regierung eine ähnliche Politik wie Abe verfolgt, dürften sich Marktunruhen vermeiden lassen.

Außerhalb Japans besteht das Risiko, dass steigende US-Zinsen einen erneuten Ausverkauf amerikanischer Aktien nach sich ziehen. Außerdem könnte ein unerwarteter Anstieg der Inflation die Fed zu einer überraschend schnellen Straffung der Geldpolitik veranlassen, was den Aktienkursen vermutlich schaden wird. Dies könnte Folgen für die Aktienmärkte weltweit haben. Weitere Risiken sind mögliche politische Instabilitäten in den großen Ländern Europas, Protektionismus und eine neue Politik in China mit dem Ziel eines ausgewogeneren und nachhaltigeren Wachstums. Diese externen Faktoren könnten auch die Volatilität japanischer Aktien steigen lassen.

Vor diesem Hintergrund werden wir Unternehmen weiter anhand ihrer langfristigen Gewinnperspektiven und Bewertungen beurteilen. Ziel ist, die Positionen in ausgewählten unterbewerteten Aktien aufzustocken.

Risikofaktoren, die vor einer Anlage zu beachten sind:

- **Diese Präsentation ist keine Investmentberatung oder persönliche Empfehlung.**
- **Wert und Ertrag von Anlagen können schwanken, sodass Anleger ihr investiertes Kapital möglicherweise nicht oder nicht vollständig zurückerhalten.**
- **Die Ergebnisse der Vergangenheit sind kein Hinweis auf künftige Ergebnisse.**
- **Wenn Ihre Anlagengewährung gegenüber der Währung aufwertet, in der die Anlagen des Fonds denominiert sind, verliert Ihre Anlage an Wert.**
- **Je nach Strategie können Risiken bei Investitionen in Emerging Markets und/oder High-Yield-Anleihen auftreten. Emerging-Market-Anlagen sind volatil und ggf. auch illiquide.**

Dieses von der Capital International Management Company Sàrl (CIMC), 37A Avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxemburg, herausgegebene Dokument dient nur der Information. CIMC wird von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF, der Luxemburger Finanzmarktaufsicht) reguliert und ist eine Tochtergesellschaft von Capital Group Companies, Inc. (Capital Group). Das Dokument richtet sich ausschließlich an professionelle Investoren und bildet keine Grundlage für Privatanleger. Die Capital Group trifft angemessene Maßnahmen, um Informationen aus Quellen zu beziehen, die sie für verlässlich hält. Das Unternehmen gibt aber keine Garantie und übernimmt keine Verantwortung für die Richtigkeit, Verlässlichkeit oder Vollständigkeit der Informationen. Sie sind weder umfassend noch eine Anlage-, Steuer- oder sonstige Beratung.

© 2018 Capital Group. Alle Rechte vorbehalten. **CR-326898 STR DE (DE AT)**