

# Schroders TalkingPoint



## Japan steht vor einem wichtigen Wendepunkt

Von Taku Arai, Produktmanager japanische Aktien beim britischen Vermögensverwalter Schroders

April 2012



**Taku Arai**  
Produktmanager  
japanische Aktien

Nach der Katastrophe von Fukushima geht es in Japan bergauf. Wir sind daher sehr zuversichtlich, dass auch der japanische Aktienmarkt vor einem wichtigen Wendepunkt steht. Wir beobachten in den Unternehmen eine zunehmende Dynamik. Aus unserer Sicht ist der japanische Aktienmarkt schon seit einiger Zeit deutlich unterbewertet, was Anlegern gute Einstiegsmöglichkeiten bietet.

### Atempause für die Deflation und den hohen Yen-Kurs?

Die japanischen Exportunternehmen sind es gewohnt, gegen die nahezu konstante Beeinträchtigung durch den starken Yen anzukämpfen. Natürlich hat eine stärkere Währung auch wirtschaftliche Vorteile. Das wäre zum Beispiel bei steigenden Rohstoffpreisen der Fall. Doch im Großen und Ganzen war der Yen bislang ein enormes Wachstumshindernis. Das gilt insbesondere für das zurückliegende Jahrzehnt, weil die Politik das Deflationsproblem in Japan wiederholt nicht lösen konnte und alle Bemühungen durch eine weitere Aufwertung des Yen zunichte gemacht wurden. Obwohl die japanischen Unternehmen unserer Meinung nach in der Lage sind, ihre Gewinne auch in einem derart schwierigen Umfeld weiter zu steigern, könnte sich jedes Anzeichen einer Yen-Schwäche zweifellos sehr positiv auf die Anlegerstimmung auswirken. In den vergangenen Monaten ist die japanische Währung bereits unter ihr Rekordhoch von 76 Yen gegenüber dem US-Dollar gefallen, was mit einer deutlichen Bewegung an den Aktienmärkten einherging.

Diese jüngste Kursschwäche wurde unter anderem durch verschiedene Ankündigungen der japanischen Notenbank (Bank of Japan, BoJ) ausgelöst, die nach Ansicht vieler Marktteilnehmer eine seit langem erwartete Wende in der Geldpolitik signalisierte, vor allem in Bezug auf die Inflationsrichtwerte. Die japanische Notenbank hat einen wichtigen ersten Schritt gemacht, aber es wird sich erst noch zeigen, ob sie tatsächlich einen signifikanten Kurswechsel eingeschlagen hat. Dass der japanische Aktienmarkt derzeit attraktiv erscheint, hängt nicht nur von einem schwächeren Yen ab. In den vergangenen Monaten wurde bereits deutlich, dass auch schon vergleichsweise kleine Trendwenden in der Währungsentwicklung ein bedeutendes Potenzial auf dem japanischen Aktienmarkt freisetzen kann.

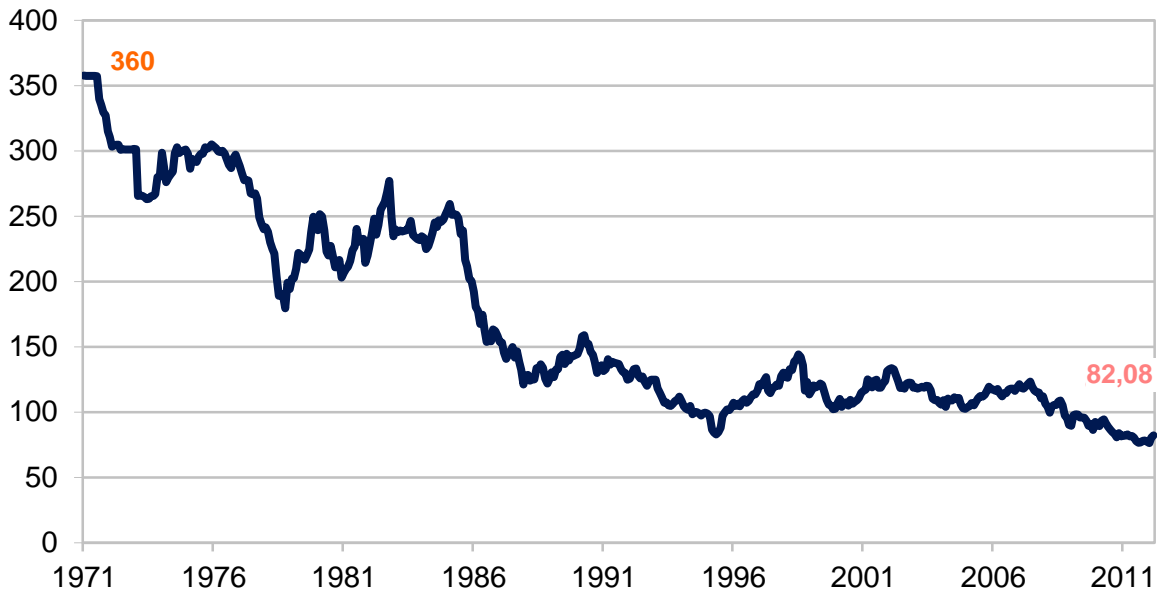
Während sich eine Veränderung des langfristigen Währungstrends erst nach einiger Zeit auf die gesamtwirtschaftlichen Daten auswirken würde, kann man sich den unmittelbaren Effekt für die Unternehmen durchaus vorstellen – die echten Daten stehen aber noch aus. Aufgrund des steigenden Wechselkurses und der Deflation waren die japanischen Unternehmen kontinuierlich gezwungen, Innovationen umzusetzen und Kosten einzusparen. Nur so konnten sie ihre Gewinnschwelle schnell genug senken, um überhaupt noch ein Gewinnwachstum zu erzielen. Diese grundlegende Effizienzsteigerung ist in den vergangenen Jahren weitestgehend unbemerkt geblieben. Allerdings ist der operative Verschuldungsgrad der japanischen Unternehmen dadurch deutlich gestiegen. Das bedeutet, dass bessere Bedingungen im aktuellen Marktumfeld ein höheres Gewinnwachstum bewirken dürften, als es unter denselben Bedingungen zu einem früheren Zeitpunkt der Fall gewesen wäre.



**Schroders**

Mehr als 200 Jahre Investments für Ihre Zukunft

Abbildung 1: Wechselkurs japanischer Yen/US-Dollar

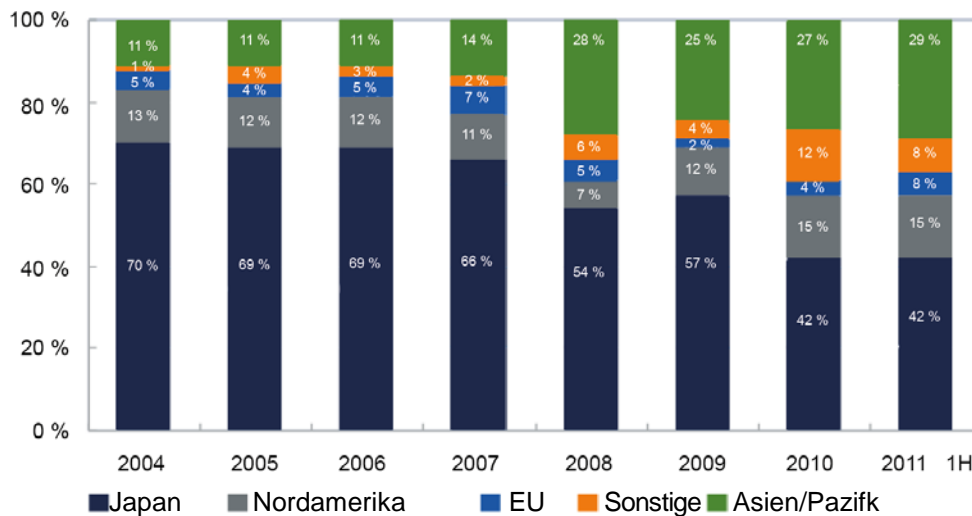


Quelle: Bloomberg; Stand: 30.03.12

### Ein neues Umfeld für japanische Unternehmen

Bereits 30 Prozent der japanischen Unternehmensgewinne werden mittlerweile in Asien erzielt. Dank seiner Produktionsstandorte in anderen asiatischen Ländern profitiert Japan bereits seit Jahrzehnten von den geringeren Kosten in der Region. Für die japanischen Unternehmen war dies ein wichtiger Teil ihrer Strategie, um trotz des anhaltend hohen Yen-Kurses an den Exportmärkten konkurrenzfähig zu bleiben. In den vergangenen Jahren konnte daher beobachtet werden, dass sich die Anteile unter den Ländern, in denen Japan seinen Gewinn erwirtschaftet, mit der Zeit verschoben haben (siehe unten). Neben den typischen Beispielen in der Unterhaltungselektronik und Automobilbranche gibt es noch viele andere, traditionell auf den heimischen Markt ausgerichtete japanische Firmen wie Dienstleister, Einzelhändler und Konsumgüterhersteller, die ebenfalls begonnen haben, sich ein Standbein in anderen Teilen Asiens aufzubauen und vor Ort zu expandieren.

Abbildung 2: In Asien erwirtschafteter Gewinn ist gestiegen

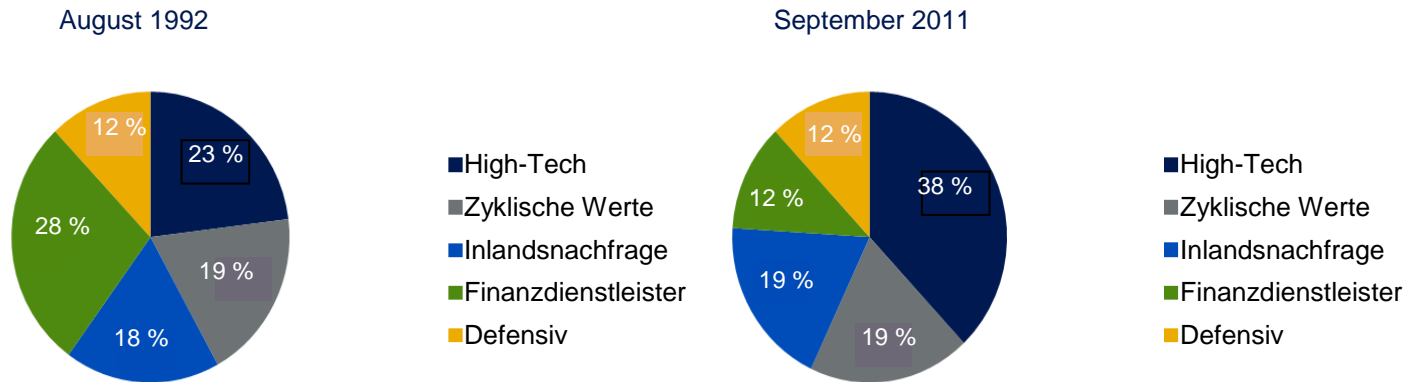


Quelle: Nomura, Nomura 400 Unternehmen ohne Finanzsektor (Stand: Dezember 2011)

Die Entwicklung der asiatischen Volkswirtschaften und der zunehmende Wohlstand der asiatischen Verbraucher bietet weiterhin hervorragende Gelegenheiten für japanische Unternehmen, da diese nicht nur die Technologie, sondern auch über die Herstellungsprozesse verfügen, die notwendig sind, um dieser Nachfrage gerecht zu werden.

Japan hat bewiesen, dass es sich erstaunlich gut an neue Gegebenheiten – sowohl externer als auch interner Art – anpassen kann. Noch vor 20 Jahren dominierte der Finanzsektor den japanischen Markt, doch heute ist dieser aufgrund sinkender Immobilienpreise und notleidender Kredite erheblich geschrumpft. Die japanischen Weltmarktführer im verarbeitenden Gewerbe entwickelten sich dagegen in dieser Zeit weiterhin gut, obwohl sie durch den hohen Yen-Kurs massiv belastet wurden. Der Anteil verschiedener Sektoren am japanischen Aktienmarkt hat sich in den vergangenen zwei Dekaden massiv verändert. In Zukunft dürften auch die inländischen Dienstleistungssektoren an Bedeutung gewinnen.

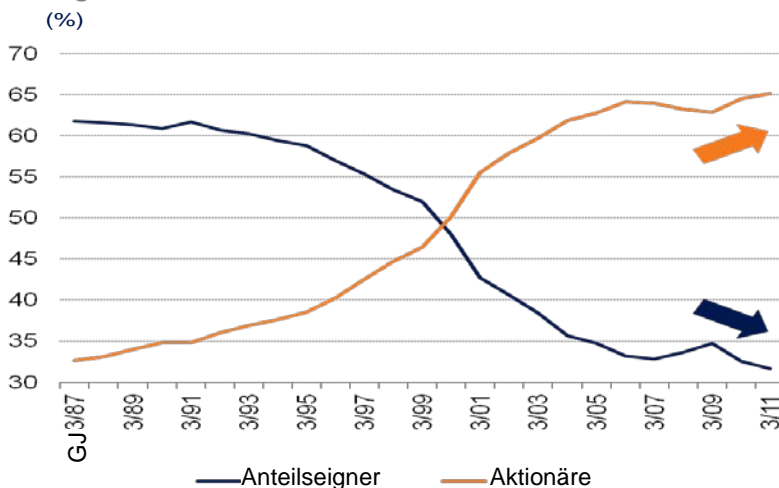
Abbildung 3: Marktkapitalisierung nach Sektor



Quelle: Astra Manager, Citi Investment Research and Analysis

Dramatisch verändert hat sich auch der Aktienmarkt in Japan. In der Vergangenheit waren die Anteilseigner zumeist Banken, Versicherungen sowie Muttergesellschaften oder angegliederten Unternehmen. Diese traten als stabile, freundliche und relativ passive Aktionäre auf, die in Bezug auf die Rentabilität keinerlei Druck auf die Geschäftsleitung ausübten. Das hat historisch betrachtet zu einer generell ungenügenden Unternehmensführung geführt – und dieses Bild hält sich noch bis heute. Doch die Besitzer der Aktien in Japan haben sich stark verändert. Heutzutage dominieren aktive Anteilseigner, darunter ausländische Investoren, Treuhandbanken (die in der Regel betriebliche Pensionsfonds verwalten) und Privatanleger, während die Überkreuzbeteiligungen zwischen den Unternehmen rapide gesunken sind. Durch diese neuen Besitzverhältnisse geraten die Chefetagen japanischer Unternehmen zunehmend unter Druck, im Sinne der Aktionärsfreundlichkeit und Unternehmensführung gewisse Erwartungen zu erfüllen. Im Rahmen unseres umfangreichen Programms an Unternehmensbesuchen und Gesprächen mit japanischen Führungskräften beobachten wir diesen Trend bereits seit vielen Jahren aus erster Hand – die nachfolgenden Daten sind ein zusätzlicher Beleg. Für uns steht außer Frage, dass dieses hohe Maß an Transparenz gegenüber den Aktionären die Rentabilität steigert und noch attraktivere Anlagechancen eröffnet.

Abbildung 4: Art der Aktieninhaber



Quelle: Goldman Sachs Global ECS Research, anhand einer Anlegerumfrage der Japanese Stock Exchanges Conference, Stand der Daten: Ende des Geschäftsjahrs 2010. Anteilseigner = Geschäftsbanken + Versicherungen + Unternehmen, Aktionäre = ausländische Investoren + Treuhandbanken (Pensionsfonds) + Privatanleger

## Bewertungen bleiben sehr attraktiv

Der japanische Aktienmarkt erscheint schon seit einiger Zeit deutlich unterbewertet. Doch Anleger sind aufgrund niedriger Bewertungsniveaus noch nicht wieder in den Markt eingestiegen. Das Marktumfeld sollte sich in nächster Zeit zumindest normalisieren und die niedrigen Bewertungen lassen Spielraum für eine signifikante Marktkorrektur. Der japanische Aktienmarkt erscheint hierbei nicht nur im Vergleich zu anderen Industrienationen unterbewertet, sondern auch im historischen Vergleich (gemessen am Kurs-Buchwert-Verhältnis, Abb. 5).

Abbildung 5: Kurs-Buchwert-Verhältnis im TOPIX



Quelle: Bloomberg; Stand: 30.3.12

## Fazit

Insgesamt dürfte Japan gut positioniert sein, um von der allmählichen Verbesserung der Weltwirtschaft zu profitieren, während sich seine eigene Wirtschaft zugleich von den traumatischen Ereignissen im Jahr 2011 erholt. Der anhaltende Beitrag der asiatischen Präsenz und die solide Position japanischer Unternehmen verleihen unserer positiven Einschätzung weiteres Gewicht. Obwohl wir die strukturellen Probleme der japanischen Wirtschaft zur Kenntnis nehmen, halten wir es für unwahrscheinlich, dass sie in absehbarer Zeit erneut zu unangenehmen Überraschungen führen werden. Gleichzeitig diskontieren die Bewertungen offenbar ein weitaus schlechteres Szenario als wir es tun, sodass wir Spielraum für eine bedeutende Marktkorrektur sehen.

Ferner sollte man nicht vergessen, dass es in Japan mehr als 3.700 börsennotierte Unternehmen gibt, die in einer Vielzahl von Branchen angesiedelt sind. Damit gehört Japan zu den vielfältigsten Aktienmärkten der Welt. Dieser ist im Research jedoch vergleichsweise unterrepräsentiert – vor allem bei den Mid- und Small-Cap-Werten.

## Wichtiger Hinweis

Die hierin geäußerten Ansichten und Meinungen stammen von Taku Arai, Produktmanager japanische Aktien, und stellen nicht notwendigerweise die in anderen Mitteilungen, Strategien oder Fonds von Schroders ausgedrückten oder aufgeführten Ansichten dar.

Nur für professionelle Anleger und Berater. **Dieses Dokument ist nicht für Privatkunden geeignet.**

Dieses Dokument dient nur Informationszwecken und ist keinesfalls als Werbematerial gedacht. Das Material ist nicht als Angebot oder Werbung für ein Angebot gedacht, Wertpapiere oder andere in diesem Dokument beschriebene verbundene Instrumente zu kaufen. Keine Angabe in diesem Dokument sollte als Empfehlung ausgelegt werden. Dies ist kein Ausschluss und keine Beschränkung der Verpflichtung oder Haftung, die SIM gemäß dem Financial Services Markets Act 2000 (in seiner gültigen Fassung) oder einer anderen Gesetzgebung gegenüber seinen Kunden hat. Individuelle Investitions- und/oder Strategieentscheidungen sollten nicht auf Basis der Ansichten und Informationen in diesem Dokument erfolgen. Herausgegeben von Schroder Investment Management Limited, 31 Gresham Street, London EC2V 7QA. Zugelassen und unter der Aufsicht der Financial Services Authority.