



DREI JAHRE ABENOMICS



JOËL LE SAUX
Portfolio Manager

"Nach drei Jahren Abenomics erscheinen die Ergebnisse auf den ersten Blick recht mager, aber in einigen Jahren hat der Markt Shinzo Abe vielleicht als den Mann in Erinnerung, der Japan aus der Deflation herausgeführt hat."



YOKO OTSUKA
Analyst

Der folgende Artikel gibt die Ansichten des Portfoliomanagers zum Zeitpunkt der Publikation wieder.

ENDE DER DEFLATION

Nach drei Jahren Abenomics erscheinen die Ergebnisse auf den ersten Blick recht mager, aber in einigen Jahren hat der Markt Shinzo Abe vielleicht als den Mann in Erinnerung, der Japan aus der Deflation herausgeführt hat.

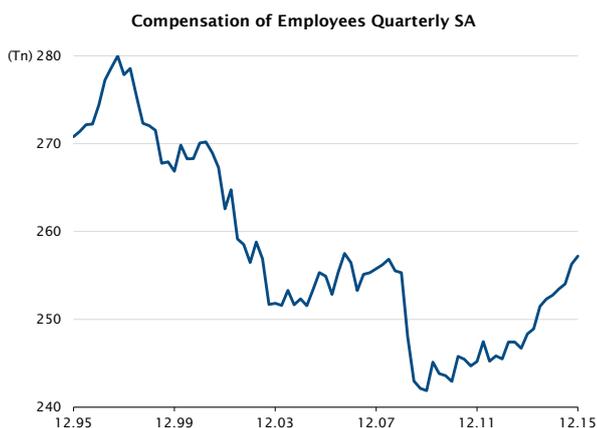
Obwohl das japanische Wirtschaftswachstum hinter dem der USA und der EU zurückblieb, verzeichnete Japan in den letzten drei Jahren ein reales BIP-Wachstum von 0,7% p.a. Der schleppende Privatkonsum war auf den Gegenwind der Konsumsteuererhöhung von 5% auf 8% im April 2014 zurückzuführen. Alle erinnerten sich an die letzte Anhebung im April 1997 von 3% auf 5%, als das Land in die Deflation abrutschte. Diesmal passierte das nicht. Tatsächlich war die Kerninflationsrate im Jahr 2015 bei rund +0,5% verankert. Das bedeutet, dass die fünfzehnjährige Deflationsphase beendet ist. Es könnte noch einige Jahre dauern, bis die Menschen diese Tatsache wirklich akzeptieren, aber aus Umfragen geht hervor, dass sie sich allmählich auf diesen «neuen Normalzustand» eines Umfelds mit positiver Inflation einstellen.

Die Nachhaltigkeit dieser Inflation wird von den Lohnrends sowie von der Nachdrücklichkeit der Preissetzung der Unternehmen beeinflusst. Der erste Punkt ist allgemein bekannt, da der japanische Unternehmensverband «Keidanren» seine Mitglieder – die Grossunternehmen – drängte, mit einer Anhebung der Löhne und Boni ein Beispiel zu setzen. Der zweite Punkt ist jedoch an die Rentabilität der Unternehmen gebunden. Insgesamt mag das durchschnittliche Lohnwachstum der letzten Zeit vielleicht unbedeutend erscheinen. Dies ist jedoch hauptsächlich auf den Mix von Voll- und Teilzeitkräften unter

den Erwerbstätigen zurückzuführen. Teilzeitkräfte, bei denen die kurzfristige Nachfrage hoch ist, erhalten wesentlich weniger Lohn, als Vollzeitkräfte, die ein Anrecht auf Bonuszahlungen haben. Den Beleg für die gute Verfassung des Arbeitsmarktes – Arbeitslosenquote von 3,4%, ein 20-Jahres-Tief – liefert das Wachstum der Arbeitseinkommen im BIP um 1,4% p.a. während der Amtszeit von Premierminister Abe.

BEI DEN GELDPOLITISCHEN MASSNAHMEN GEHT JAPAN EBENFALLS AUFS GANZE

Ein anderer Teil der Abenomics war die unkonventionelle Geldpolitik der Bank of Japan, die im April 2013 und im Oktober 2014 zwei QQE-Programme (quantitative und qualitative Lockerung) einführte. Diese Massnahmen sollen das vom Gouverneur der Bank of Japan Haruhiko Kuroda gesteckte Inflationsziel von 2% unterstützen. Aber diese Hoffnung schwindet, hauptsächlich aufgrund des fallenden Ölpreises. Während der reale direkte Effekt dieser QQE darin bestand, dass



Quelle: Bloomberg, SYZ AM. Daten per 31.01.2016



Quelle: Bloomberg, SYZ AM. Daten per 31.01.2016

die Rendite der 10-jährigen japanischen Staatsanleihen auf 0% fiel, wurden die Massnahmen allgemein mit dem Rückgang des Yen um 30% gegenüber dem US-Dollar assoziiert. Tatsächlich ist der Yen, nachdem er vor der Amtsübernahme von Abe auf einem nicht nachhaltigen Niveau ein Allzeithoch erreicht hatte, jetzt wieder auf Werte wie vor der globalen Finanzkrise von 2007 zurückgekehrt. Dieses Niveau erscheint angemessener als das 2012 markierte Allzeithoch von 75 JPY/USD. Dank der Yen-Schwäche wurde das Ziel von Haruhiko Kuroda jedoch zum Teil



erreicht, da sich Japan wieder aus der Deflation herausarbeitete, insbesondere über die Güterimporte.

Angesichts der demographischen Struktur Japans wäre ein Inflationsziel von 1% geeigneter, als das unrealistische 2%-Ziel der Bank of Japan. Moderate Lohnerhöhungen dürften indes die Dynamik in Gang halten, vor allem aufgrund des strukturellen Arbeitskräftemangels: Die Pensionierung der Baby-Boomer und die abnehmende Zahl junger Arbeitskräfte schaffen zwei wichtige Engpässe. Der Privatkonsum dürfte sich allmählich verbessern und die vor kurzem eingeführten Negativzinsen dürften ebenfalls keine wesentlichen Auswirkungen auf die Realwirtschaft haben, da die Zinssätze ohnehin sehr niedrig waren.

Vor allem sollte man nicht vergessen, dass der Fertigungssektor 27% zum BIP beiträgt, im massgeblichen Tokyo Stock Exchange Index aber ein Gewicht von 57% hat. Die Auslandsproduktion börsennotierter Unternehmen, auf die ein grosser Prozentsatz der Gewinne im Topix entfällt, ist im BIP ebenfalls nicht enthalten. Toyota - 4% im Topix - produziert zum Beispiel über die Hälfte seiner Autos im Ausland. Diese fliessen nicht in das japanische BIP ein. Ausserdem unterscheiden sich das BIP-Wachstum und das Wachstum börsennotierter Unternehmen grundlegend. Das Umsatzwachstum der 500 grössten Unternehmen ohne Finanzunternehmen wuchs in den letzten zehn Jahren im Schnitt pro Jahr um 2,3%, während das nominale BIP unverändert blieb. Der kumulative Effekt ist enorm, da die Umsätze der Unternehmen in den letzten zehn Jahren um 27% stiegen, während das BIP auf der Stelle trat. Diese Fakten veranschaulichen, dass sich die Anleger trotz der herrschenden Verwirrung der Unterschiede zwischen der Wirtschaftsstruktur und der Struktur börsennotierter Unternehmen bewusst sein sollten.

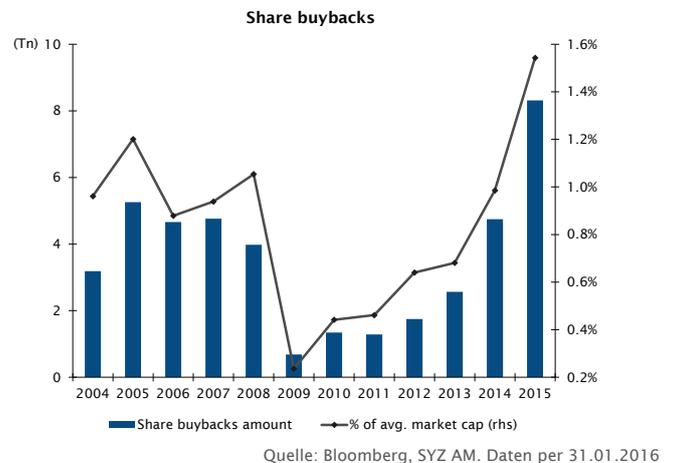
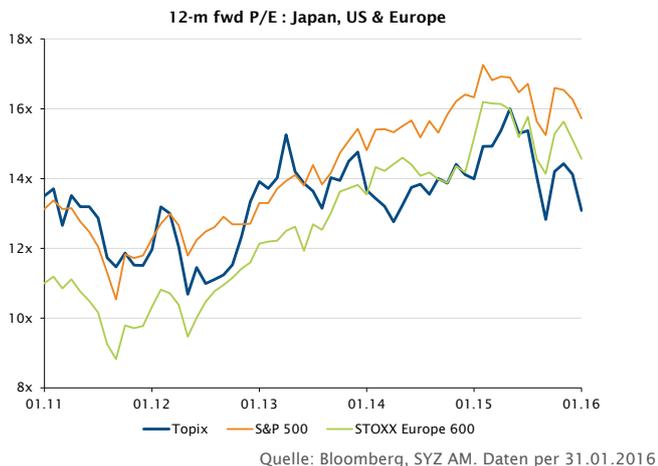
UNSICHERES WIRTSCHAFTSWACHSTUM, BOOMENDER AKTIENMARKT

Während der drei Jahre der Abenomics verzeichnete der japanische Aktienmarkt deutlich zweistellige Erträge, die in Lokalwährungen gemessen höher waren als die Erträge der Aktienmärkte in den USA oder in Europa. Kluge Anleger sicherten deshalb ihr japanisches Währungsengagement ab und litten nicht unter dem Rückgang des Yen gegenüber dem Euro oder dem US-Dollar.

Die Erträge waren dem kräftigen Gewinnwachstum zu verdanken. Exporteure, insbesondere Autobauer und weltweit führende Hersteller von Elektronikkomponenten, profitierten von der Yen-Schwäche. Der robuste US-Konsum und das rasante Wachstum des Smartphones-Marktes, vor allem beim iPhone, sorgten für zusätzliche Rückenwinde. Das Wachstum der inlandsorientierten Unternehmen war in der Regel geringer als das der Exporteure, da sie nicht vom schwachen Yen profitierten, war aber trotzdem erheblich besser als die makroökonomischen Daten vermuten lassen. Börsennotierte Inlandsunternehmen haben ein überproportional hohes Engagement in Ballungszentren, in denen die Bevölkerung wächst. Auch hier ist das BIP ein sehr schlechter Massstab der «Kabutocho» (Tokioter Börse).

Da die gute Marktperformance mit einem soliden Gewinnwachstum einherging, blieben die Kurs-Gewinn-Verhältnisse (KGV) praktisch unverändert. Die Konsensschätzungen richten sich auf ein weiteres zweistelliges Gewinnwachstum im Geschäftsjahr 2016 (das im April beginnt), deutlich über dem mittleren einstelligen Bereich der westlichen Märkte. Die Bewertungen im Topix deuten jedoch darauf hin, dass die Marktteilnehmer bereits ein schwächeres Wachstum vorweggenommen haben: Mit 12,1 weist das prognostizierte KGV auf Sicht von zwölf Monaten den grössten je verzeichneten Abschlag gegenüber dem KGV von 15,6 für den S&P 500 und 14,1 für den Stoxx Europe 600 auf.

Ab diesem Jahr dürfte sich das Gewinnwachstum in der Annahme des vom IWF geschätzten globalen BIP-Wachstums von 3,4% auf einen mittleren bis hohen einstelligen Bereich normalisieren. Die Unternehmenssteuersenkung von 32% auf 30% stärkt die Gewinne von Inlandsunternehmen um 3%. Aktienrückkäufe, die sich im Jahr 2015 auf 1,5% der Marktkapitalisierung beliefen, werden ein weiterer Faktor sein. Mittlerweile zählen Aktienrückkäufe zur Strategie der Unternehmensleitungen zur Verbesserung der Aktionärs- und Eigenkapitalrenditen. Dies ist auf die hohen Gewinne, die soliden Bilanzen und den neu eingeführten Corporate-Governance-Kodex zurückzuführen. Darüber hinaus schütten japanische Unternehmen eine Dividendenrendite von 2% aus.

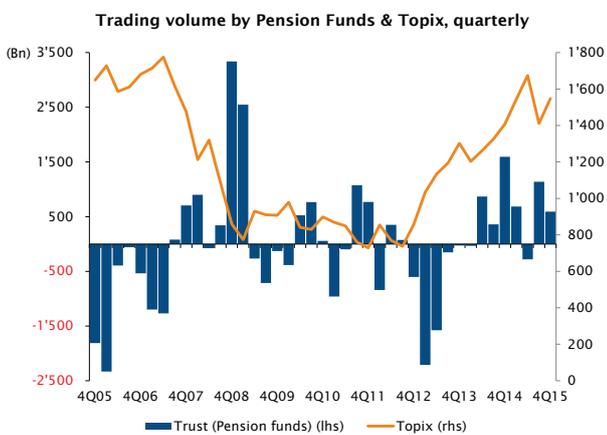




LOKALE UND AUSLÄNDISCHE ANLEGER KAUFEN JAPANISCHE AKTIEN

Nach einem Jahrzehnt mit einem katastrophalen Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage bei japanischen Aktien trat im Oktober 2014 eine beispiellose Wende ein. Inländische Institutionen, insbesondere der staatliche Pensionsinvestmentfonds (GPIF), der grösste Pensionsfonds der Welt, veränderten ihre Asset-Allokation und wurden zu Nettokäufern von Aktien. Ausländische Institutionen, die die Anlageklasse jahrelang vernachlässigt hatten, kehrten ebenfalls zurück und hielten im Jahr 2014 mit 32% ihre bisher höchste Quote. Darüber hinaus nahmen die Unternehmen ihre Aktienrückkaufprogramme wieder auf, die nach der globalen Finanzkrise fast zu Stillstand gekommen waren.

Die Nettoeinkäufe der Pensionsfonds dürften künftig allerdings abnehmen, da sie sich ihrer Zielallokation nähern. Zusammen mit den anhaltenden Aktienrückkäufen dürfte sich das Verhältnis zwischen Angebot und Nachfrage ab diesem Jahr ebenfalls normalisieren. Anleger mit langjähriger Erfahrung unterschätzen in der Regel den positiven Effekt einer geringeren Volatilität, die das Risiko-Rendite-Profil dieser Anlageklasse erheblich verbessert. Tatsächlich bieten diese Normalisierung des Gewinnwachstums, die geringere Volatilität und die günstigeren Bewertungen eine gute Diversifikationsmöglichkeit für europäische Anleger, da japanische Unternehmen nur begrenzte Umsätze in Europa erzielen.



CHANCEN SIND ÜBERALL ZU FINDEN – SELEKTIV VORGEHEN!

Angesichts der Turbulenzen an den globalen Aktienmärkten seit Anfang des Jahres ist ein Engagement in den besten Unternehmen durch eine geschickte Aktienausswahl von grösster Bedeutung. Die Prognosesicherheit der Gewinne im Automobilsektor und die attraktiven Bewertungen dieser Unternehmen erscheinen interessant. Die Konjunkturabhängigkeit ist nicht so gross wie man meinen möchte, da die Nachfrage hauptsächlich von Ersatzkäufen getragen wird. Globale Marktakteure, vor allem mit einem hohen Engagement – oder wachsenden Marktanteilen – in den USA sollten in der Lage sein, weiterhin eine gute Gewinndynamik zu halten, da der US-Konsum solide bleibt. Ein weiterer Vorteil dieser Unternehmen ist die Tatsache, dass sie auf eine lokale Produktion, nahe an den Endverbrauchern umgestellt haben und damit weniger anfällig für Yen-Bewegungen sind.

Die gute Verfassung des Arbeitsmarktes ist seit Jahren eines der wichtigsten Anlagethemen. Dank der rückläufigen Zahl junger Arbeitnehmer und der zunehmenden Nachfrage in arbeitsintensiven Dienstleistungssektoren ist der Arbeitskräftemangel mittlerweile ein struktureller Faktor geworden. Personaldienstleister profitieren am meisten davon. Im Grossraum Tokio verleiht die Zunahme der Erwerbstätigen auch Bahnunternehmen Auftrieb, da die Zahl der Pendler zunimmt. In diesen Branchen liegt die Prognosesicherheit des Wachstums weit über dem Durchschnitt.

Im Gegensatz dazu wurden Unternehmen mit Engagement in China und Schwellenländern vermieden, da sich die Wirtschaftslage in diesen Ländern verschlechtert. Engagements in Rohstoffunternehmen kamen trotz der sehr niedrigen Bewertungen nicht in Frage, da die Erholung der Rohstoffmärkte höchst unsicher ist und Abschreibungen drohen.

Ein gutes makroökonomisches Umfeld ist natürlich eine erfreuliche Unterstützung für den japanischen Aktienmarkt aber nicht unbedingt nötig. Anlagechancen sind überall und jederzeit zu finden – unabhängig vom wirtschaftlichen Hintergrund. Mit dem richtigen Anlageprozess kann man in jedem Teil des Marktes Juwelen finden: zyklische, defensive, inlandsorientierte, exportorientierte, kleine, mittlere und grosse Unternehmen. Ohne Dogma.