

Überblick

- Die extreme Volatilität an den weltweiten Aktienmärkten im dritten Quartal hat auch den japanischen Markt belastet. Aufgrund der Kreditkrise verweigerten Hedge Funds ihren Anlegern zum Teil den Kapitalabzug und der Private Equity-Markt bleibt weitgehend blockiert. Da die Aktienmärkte relativ liquide sind, haben sie den Druck der Anleger, die ihre Investitionen zu Geld machen wollen, besonders stark zu spüren bekommen.
- Die japanischen Banken zeigen, dass sie in der Lage sind, von den Turbulenzen im Finanzsektor zu profitieren, und verzeichnen daher Kursgewinne. Wir halten an unserem Engagement im Sektor in vollem Umfang fest.
- Unsere Positionen im Technologiesektor schneiden seit einiger Zeit unterdurchschnittlich ab. Sie dürften sich jedoch erholen, sobald die Anleger sich wieder auf die Fundamentaldaten konzentrieren und ihr Handeln nicht mehr ausschliesslich von ihrer Angst vor der globalen Finanzkrise bestimmt wird.

Performance

Die aussergewöhnlichen Ereignisse im amerikanischen und europäischen Finanzsektor sorgten im dritten Quartal für eine erhebliche Volatilität an den internationalen Finanzmärkten. Die USA legten als Reaktion auf diese Ereignisse ein gigantisches Rettungsprogramm zum Kauf der derzeit quasi wertlosen Vermögenswerte der Banken auf und verboten den Leerverkauf von Finanzaktien. Der japanische Aktienmarkt folgte über weite Strecken des Quartals dem allgemeinen Abwärtstrend, sodass der Topix im Berichtsquartal in Lokalwährung ein Minus von 16,9% verzeichnete. In Euro betrug der Verlust dagegen lediglich 7,0%. Zu Beginn des vierten Quartals wuchsen erneut die Zweifel, ob die Banken der westlichen Industrieländer in der Lage sein würden, die Krise zu überstehen, was weitere hohe Verluste an den internationalen Märkten, darunter auch in Japan, zur Folge hatte.

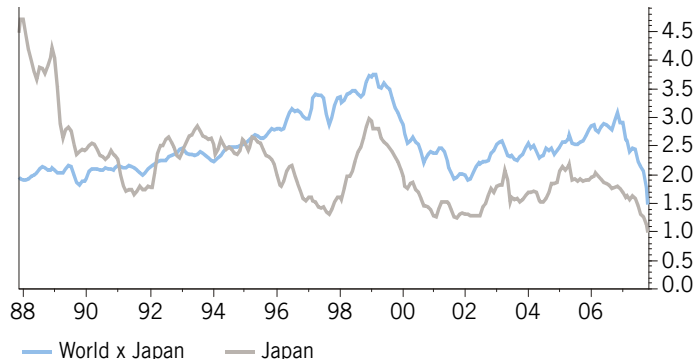
Wir waren bei der Ausrichtung unserer Portfolios davon ausgegangen, dass Japan in diesem angespannten Kreditumfeld einen gewissen Schutz bieten würde, da der Finanz- und Unternehmenssektor des Landes nach Jahren der Restrukturierung finanziell äusserst stabil ist. Dabei hatten wir jedoch die Auswirkungen der Zwangsverkäufe auf den japanischen Markt unterschätzt, die dadurch zustande kamen, dass ein grosser Teil des Anlegervermögens in Hedge Funds und Private Equity-Anlagen gebunden war, deren Liquidität noch geringer war als normalerweise. Aktien liessen sich aufgrund ihrer höheren Liquidität dagegen relativ leicht verkaufen, wenngleich die erzielten Verkaufserlöse insgesamt eher niedrig waren.

Die japanischen Banken schneiden mittlerweile allerdings wieder besser ab als der globale Bankensektor sowie der Gesamtmarkt, sodass unsere Portfolios – auch dank unseres begrenzten Engagements in Rohstoffen – am Quartalsende leicht vor dem Topix-Index lagen.

Anlagestrategie

Zum ersten Mal in der Geschichte ist das Kurs-Buchwert-Verhältnis des gesamten japanischen Marktes unter den Wert von 1 gesunken (siehe Grafik), während das Kurs-Gewinn-Verhältnis mit 11,8 ein Allzeittief erreicht hat – und dies, obwohl die Bilanzen der grossen Unternehmen so solide sind wie nie zuvor und die Abstände zwischen den Dividendenrenditen und den Renditen von Staatsanleihen Rekordhöchststände erreicht haben. Angesichts dieser Niveaus sind wir zuversichtlich, dass der unvermeidliche Druck auf die Unternehmensergebnisse als Folge der schwächeren Nachfrage und der steigenden Kosten – darin eingeschlossen die Yen-Aufwertung – bereits weitgehend in den Aktienkursen berücksichtigt ist.

Kurs-Buchwert: Japan und Welt ohne Japan



Quelle: FactSet

Auf diesen Bewertungsniveaus eröffnet sich langfristig orientierten Anlegern unserer Meinung nach erhebliches Renditepotenzial, so etwa im Technologiesektor, der von der Angst der Anleger vor einer Wachstumsverlangsamung besonders hart getroffen wurde. Viele der international führenden Technologiewerte im Portfolio notieren derzeit erstmals mit einem deutlichen Abschlag auf ihren Buchwert, was wir angesichts der soliden Bilanzen dieser Unternehmen für ungerechtfertigt halten. Sony beispielsweise wurde von der schwachen Performance von Sony Ericsson und der Euro-Abwertung in Mitleidenschaft gezogen. Damit notiert die Aktie zurzeit auf einem Zehnjahrestief im Verhältnis zum Markt und mit einem Abschlag von 22% auf ihren Buchwert. Aufgrund der attraktiven Bewertungen im Sektor gehen wir davon aus, dass die Anleger – wie bereits im Bankensektor – auch im Technologiesektor schliesslich erkennen

werden, welches Wertpotenzial die Titel bieten, denn die meisten von ihnen sind technologisch führende Unternehmen in langfristigen Wachstumsmärkten.

Ein weiteres Beispiel für die aussergewöhnlich niedrigen Bewertungen am japanischen Aktienmarkt ist Toyota. Nach dem jüngsten Ausverkauf wird der Titel bei einer Rendite von 4% auf der Basis relativ konservativer Gewinnschätzungen mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 11,2 und einem Buchwert von unter 0,85 gehandelt. Hierbei ist zu beachten, dass in Japan aufgrund der geringen Übernahmeaktivitäten der Markenwert sowie der Wert von geistigem Eigentum nie in die Bilanzen eingeflossen sind. Mit anderen Worten: Der Marktbewertung der Aktie nach zu urteilen, wäre es bei einem Neuanfang ganz einfach möglich, ein Unternehmen wie Toyota von Grund auf neu aufzubauen. Wir teilen diese Sichtweise keinesfalls. Toyotas hervorragende Kompetenz im Autobau beruht auf jahrelangen Investitionen in Forschung und Entwicklung. Wenn der Erfolg des Unternehmens lediglich eine Kapitalfrage wäre, würden ihm andere Unternehmen weltweit Marktanteile wegnehmen.

Wenngleich die Verkaufszahlen im Automobilssektor eindeutig rückläufig sind, besteht ein deutlicher Unterschied zwischen den Bewertungen von Toyota und denen seiner europäischen Wettbewerber – und dies, obwohl Toyota technologisch führend und besonders gut aufgestellt ist, um von der wachsenden Autonachfrage in den Schwellenländern zu profitieren. Der Titel bleibt daher eine unserer grössten Positionen in den Portfolios.

Unsere Gewichtung im japanischen Bankensektor haben wir dieses Jahr auf ein neutrales Niveau angehoben, da die japanischen Banken dank ihrer soliden Kapitalbasis und ihres nur begrenzten Engagements in den problematischen Kreditinstrumenten künftig wieder überdurchschnittlich gut abschneiden dürften. Unserer Einschätzung nach boten sie gute Voraussetzungen, um von den Problemen im Finanzsektor zu profitieren, etwa durch den Kauf von attraktiv bewerteten Vermögenswerten der westlichen Finanzinstitute, die ihre nicht zum Kerngeschäft zählenden Geschäftszweige abtossend. Diese Einschätzung war zwar etwas verfrüht, mittlerweile sind die M&A-Aktivitäten jedoch in Gang gekommen. So übernahm Mitsubishi UFJ 20% an Morgan Stanley, während sich Sumitomo Mitsui bei Barclays einkaufte und Nomura das Europa-Geschäft von Lehman Brothers erwarb. Dank dieser Transaktionen können sich die japanischen Banken allmählich vom globalen Trend absetzen. Sie schneiden im bisherigen Jahresverlauf inzwischen besser ab als der globale Bankensektor und der japanische Gesamtmarkt. Wir beabsichtigen daher, an unserem Engagement in diesem Sektor in vollem Umfang festzuhalten.

Darüber hinaus bleiben wir im Bereich Bau und Wohnungsbau übergewichtet. Die Erholung der Bautätigkeit, die nach den Änderungen an den Bauverordnungen im letzten Jahr verzeichnet wird, dürfte der Branche zugute kommen. Teure defensive Sektoren sowie Bereiche mit Rohstoffbezug wie Stahl und Handelsunternehmen gewichten wir dagegen weiterhin unter.

Ausblick

Der japanische Aktienmarkt war für fundamental orientierte Anleger in den letzten zwölf Monaten ein besonders schwieriger Markt. Eine Analyse dieses Zeitraums ergibt, dass wachstumsschwache Titel mit hohen Kurs-Buchwert-Verhältnissen besser abgeschnitten haben als günstigere Aktien mit wachsenden Gewinnen. Ursache dafür sind die hohen Mittelflüsse. Ausländische Anleger haben sich in ihren Portfolios meist auf Bereiche konzentriert, in denen Japan weltweit führend ist. Diese Bereiche wurden daher von den Mittelabflüssen besonders stark getroffen, sodass die defensiveren und binnenmarktorientierten Werte im Vergleich zum Gesamtmarkt nun teuer erscheinen.

Die Anleger werden vermutlich abwarten, bis sie mehr Klarheit über die Auswirkungen der Finanzkrise auf das weltweite Wachstum haben, bevor sie sich wieder auf fundamentale Daten wie solide Bilanzen, Bewertungen oder Technologieführerschaft konzentrieren. In den Gewinnprognosen der japanischen Unternehmen müssen darüber hinaus erst noch die negativen Folgen der rapiden Yen-Aufwertung berücksichtigt werden. Langfristig werden sich die japanischen Unternehmen jedoch an den neuen Wechselkurs anpassen, und wir sind zuversichtlich, dass sie auch auf dem aktuellen Niveau wettbewerbsfähig bleiben werden.

Es gibt ermutigende Anzeichen dafür, dass die japanischen Anleger im Zuge der Auflösung der Carry Trades wieder an den Markt zurückkehren, um nach Anlagen zu suchen, die ihnen höhere Renditen bieten als Staatsanleihen oder Bankeinlagen. So verzeichneten Online-Broker einen kräftigen Anstieg der Zahl der Neueröffnungen von Privatkonten. Auch der Wille der Anleger, ihre Papiere zu verkaufen, scheint allmählich nachzulassen, da die Aktien schlechte Nachrichten nun offenbar besser verkraften. Die Lage an den Finanzmärkten ist derzeit allerdings so unvorhersehbar, dass kaum eingeschätzt werden kann, ob dieser positive Trend Bestand haben wird.

Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Erträge.

Die Meinungen sind die des Fondsmanagers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und stimmen möglicherweise nicht mit der Meinung zu einem späteren Zeitpunkt überein. Die Meinungen dienen dem Verständnis des Anlageprozesses und sind nicht als Anlageempfehlung gedacht. Holdings und Allokationen können sich ändern. Anleger sollten Indizes nicht direkt kaufen. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass die Marktprognosen erzielt werden. Die Preise von Fondsanteilen und die Erträge von Fonds können sowohl fallen als auch steigen und Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Erträge. Die Informationen sind nur für den Gebrauch der Person, für welche sie bestimmt sind und dürfen weder reproduziert noch an andere Personen verteilt werden. Sie sind nicht als Anlage-, Rechts-, Steuer- oder andere Beratung zu verstehen und sollen nicht als Grundlage für Anlage- oder andere Entscheidungen dienen. Produkte und Dienstleistungen können sich von Land zu Land unterscheiden. Diese Informationen sind nicht zur Veröffentlichung in Grossbritannien bestimmt. Die Nennung einzelner Wertpapiere stellt keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf dieser Wertpapiere dar. Bitte kontaktieren Sie Ihren Anlageberater für weitere Informationen zu erhältlichen GAM Produkten. GAM ist ein Unternehmen der Julius Bär Gruppe.