

Wie verlässlich ist das japanische Comeback?

Während 13 Jahren Bärenmarkt haben Investoren bereits mehrere erfolglose Erholungsansätze der japanischen Wirtschaft erlebt. Doch nachdem sich bereits der überwältigende Sieg der Liberaldemokratischen Partei (LDP) positiv auf die Marktstimmung ausgewirkt hat, zeigt nun auch die japanische Wirtschaft endlich ernstzunehmende Anzeichen

einer echten Belebung. Nach einer schmerzhaften Phase der Umstrukturierungen und staatlichen Reformen erwirtschaften die Unternehmen nun wieder solide Gewinne, und die Wirtschaft scheint auf einen nachhaltigen Wachstumspfad eingeschwenkt zu sein. Die folgende Analyse erläutert, warum wir an ein nachhaltiges japanisches Comeback glauben.



*Von Kiyohide Nagata
Head Japan Large Cap Equity Team
Invesco, Tokio*

Die Erholung der japanischen Wirtschaft dürfte nachhaltiger und robuster sein, als die meisten Marktteilnehmer glauben. Nach den jüngsten Bestandskorrekturen scheint der kurzfristige Konjunkturzyklus in Japan seinen Tiefpunkt zu überwinden. Der mittelfristige «Juglar»-Konjunkturzyklus, der auf

der Zyklizität der Anlageinvestitionen basiert, erreichte seinen Tiefpunkt im Jahr 2002 (s. Grafik «Anlageinvestitionen und Bauzyklus in Japan»: Inländische Werkzeugmaschinenaufträge), ebenso der langfristige «Kuznets»-Zyklus, der von der Zyklizität der Bauaktivitäten bestimmt ist (s. Grafik «Anlageinvestitionen und Bauzyklus in Japan»: Begonnene kommerzielle Bauprojekte). Nachdem dieser Index seinen letzten Tiefpunkt 20 Jahre zuvor, im Jahr 1982, erreicht hatte, setzte eine langfristige Erholung ein, die 1990 ihren Höhepunkt erreichte.

Die gleichläufige Erholung der mittel- und langfristigen Konjunkturzyklen erinnert an die goldenen Jahre Japans in den frühen 90er Jahren. Während der 80er Jahre stützte dieser parallel laufende mittel- und langfristige Konjunkturzyklus die japanische Wirtschaft bis zum Platzen der Blase an den Aktien- und Immobilienmärkten Anfang der 90er Jahre.

Das Comeback der japanischen Unternehmen

Neben der allgemeinen wirtschaftlichen Erholung verbessert sich auch die Situation der japanischen Unternehmen. Sie ernten nun die Früchte mehrjähriger Restrukturierungen in Form steigender Gewinne. Der konsequente Abbau von Fixkosten und schlankere Managementstrukturen haben die Gewinnschwelle in den ver-

gangenen Jahren erheblich gesenkt. Japanische Unternehmen werden das vierte oder fünfte Jahr in Folge steigende Gewinne vermelden. Den höheren Cash-flow nutzen sie zum Schuldenabbau. Daher ist auch ihre Fremdkapitalabhängigkeit auf das Niveau der frühen 80er Jahre vor der Blasenbildung zurückgegangen.

Die nächsten Schritte

Jetzt, da die Unternehmen ihre Bilanzgesundung beendet haben, richten sie ihr Augenmerk stärker auf die profitable Nutzung ihrer massiven Liquiditätsüberschüsse. Der zunehmende Druck von seiten der ausländischen Aktionäre zwingt die Unternehmen, ihre Wachstumsinvestitionen zu verstärken und sich mehr auf die Steigerung des Shareholder Value zu konzentrieren. Nach Angaben des japanischen Wirtschaftsministeriums waren im Jahr 1992 noch 46% aller gelisteten Aktien in Überkreuzbeteiligungen gebunden; nur 6% wurden von ausländischen Investoren gehalten. Im Jahr 2004 lag der Anteil der in Überkreuzbeteiligungen gebundenen Aktien nur noch bei 24%, während der ausländische Anteilsbesitz auf 22% gestiegen war. Zu den Prioritäten der Unternehmen zählt nun auch die Erhöhung der Anlageeffizienz.

Wohin mit der überschüssigen Liquidität?

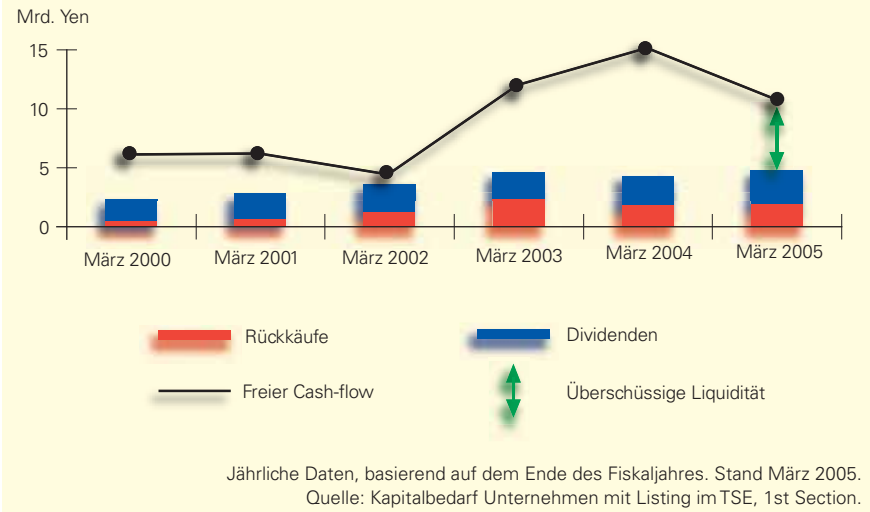
Angesichts der massiven Liquiditätsüberschüsse, die japanische Unternehmen angehäuft haben, stellt sich die Frage des Einsatzes dieser Barreserven. Die Unternehmen verfolgen einen offensiven Ansatz mit dem Ziel

- 1.) einer aktiven Erhöhung der Anlageinvestitionen
- 2.) einer aktiven Beteiligung an Mergers & Acquisitions (M&A)
- 3.) einer Erhöhung der Forschungs- und Entwicklungsausgaben

1.) Aufgrund der überalterten Produktionsmittel und des Rückzugs der Dankai-Generation (Babyboomer) aus dem Berufsleben in den nächsten Jahren werden die Unternehmen ihre Anlageinvestitionen erhöhen müssen. Nur durch die Erneuerung und Aufrüstung ihrer Anlagen werden sie in der Lage sein, mit den technologischen Entwicklungen Schritt zu halten und die im Rahmen des Generationenwechsels vorgenommene Verringerung der Beschäftigtenzahlen zu kompensieren. In Japan florieren die «Scrap-and-Build» (Abriss-und-Neubau)-Aktivitäten.

2.) Bei grundsätzlicher Wahrung von Vorsicht verfolgen immer mehr Unternehmen aggressive M&A-Strategien, um ihr Wachstumspotential und ihre Kapitaleffizienz zu erhöhen. In der ersten Jahreshälfte 2005 belief sich die Anzahl der M&A-Transaktionen mit einem Volumen von mehr als 10 Milliarden Yen auf annualisierter Basis auf über 130 – laut Nomura Research ein historischer Rekord.

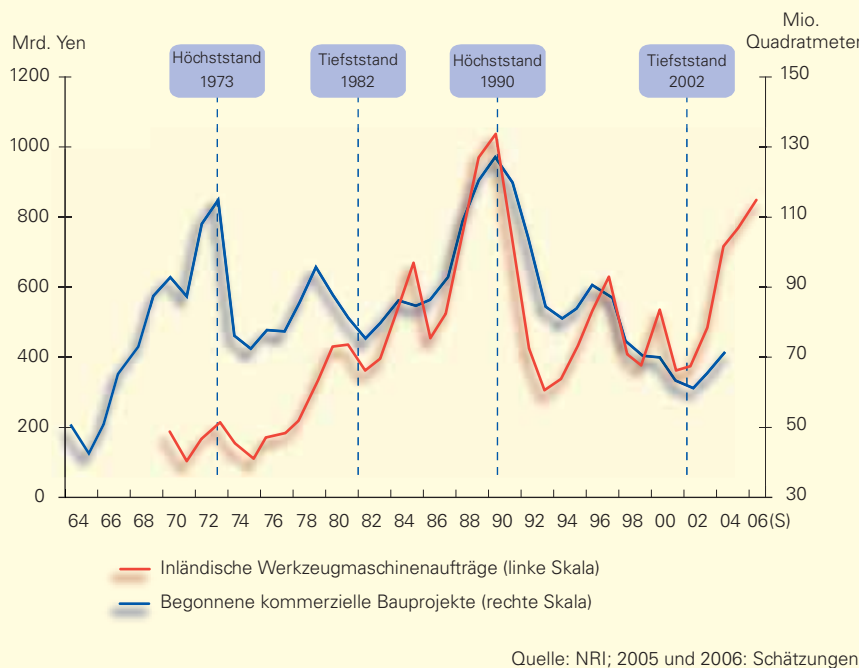
Japanische Unternehmen: Dividenden, Aktienrückkäufe und freier Cash-flow



3.) In den vergangenen Jahren konnten es sich die japanischen Unternehmen aufgrund ihrer Fokussierung auf die Bilanzgesundheit nicht leisten, umfangreich in Forschung und Entwicklung zu investieren. Während dieser Phase verloren die japanischen Unternehmen im Vergleich zu ihren internationalen Wettbewerbern – insbesondere zu den asiatischen Konkurrenten, die mittlerweile technologisch aufgeschlossen haben – an Wettbewerbsfähigkeit. Angesichts der aktuellen Erholungstendenzen haben die japanischen Unternehmen nun jedoch aus-

reichend Zuversicht gewonnen, um neue Forschungsprojekte zur Förderung ihrer langfristigen Geschäftsstrategien zu starten. Vor allem investieren die früheren Anführer der Produktionsverlagerungen ins Ausland nun in Forschung und Entwicklung und Produktion im eigenen Land. Die japanischen Unternehmen konzentrieren sich auf wichtige Technologien, mit deren Hilfe sie ihr Wachstum steigern können. Ihre Antwort auf die internationale Arbeitsteilung ist die Fokussierung auf höherwertige, weltweite Produktion.

Anlageinvestitionen und Bauzyklus in Japan



Fazit

Das Investmentteam von Invesco Japan ist überzeugt, dass Japan seine Wachstumsschwäche überwunden hat und der Ausblick für japanische Aktien nun sehr positiv ist. Der Aktienmarkt wird vom soliden, nachhaltigen Wachstum der japanischen Wirtschaft profitieren. Unterstützend wirken dabei die durch mehrjährige Restrukturierungsbemühungen gewonnene neue Leistungsstärke der Unternehmen sowie die Tatsache, dass die Unternehmen ihre hohen Liquiditätsüberschüsse nun in M&A-Geschäfte und Forschung und Entwicklung investieren, die ihre Wettbewerbsfähigkeit und ihr langfristiges Wachstumspotential steigern werden. Damit bieten japanische Aktien Investoren eine attraktive mittel- bis langfristige Investmentperspektive. ■