

## ING Investment Management

20. Dezember 2007

Investment-Kommentar von Hisanori Gondo, Head of Equities Investments, ING Mutual Funds Management Company, Japan

### Unterschätzen Sie Japan nicht!

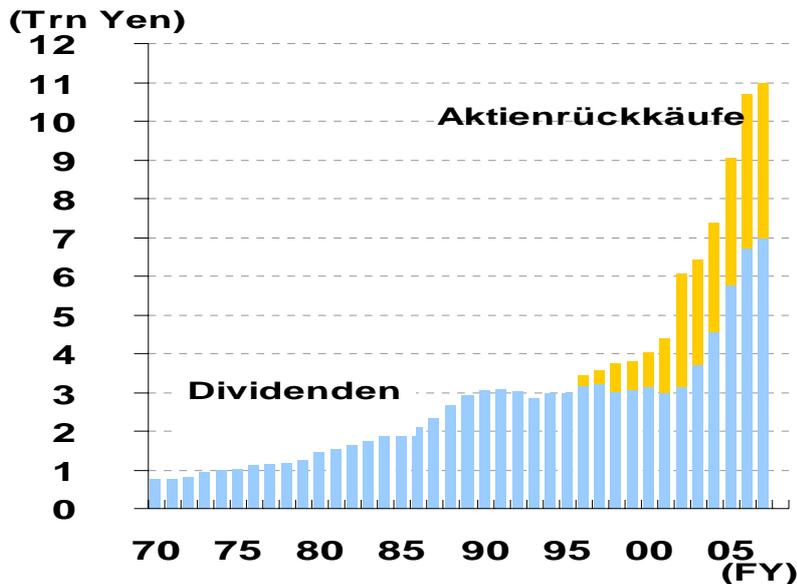
Viele Investoren sind unzufrieden mit der Entwicklung des japanischen Aktienmarkts. Das ist verständlich, denn die dortigen Indizes schneiden derzeit schlechter ab als die der meisten anderen entwickelten Länder. Dennoch gibt es für übermäßigen Pessimismus keinen Grund. Denn einige Faktoren sprechen für eine gute Entwicklung japanischer Aktien in der Zukunft.

Zum einen befinden sich die Gewinnspannen der Unternehmen auf Rekordniveau. Die Ursache dafür liegt in den umfangreichen Restrukturierungen, die die Unternehmen im Zuge der Japan-Krise in den neunziger Jahren des vergangenen Jahrhunderts durchgeführt haben. Diese Restrukturierungen beinhalteten umfangreiche Stellenstreichungen, eine Fokussierung auf die Kernziele und Ausgliederung unprofitabler Unternehmensteile sowie massive Abschreibungen und damit verbundene hohe Verluste.

So konsolidierte etwa der japanische Bankensektor von ursprünglich 20 große in nur noch drei Mega-Banken, im Stahl-Sektor sind von ehemals fünf großen Herstellern ebenfalls nur noch zwei übrig und auch im Bereich „Automotive“ gab es starke Veränderungen: Diese führten etwa bei Nissan Motor zum Abbau von 21.000 Arbeitsplätzen, einer Reduzierung der Fabriken von sieben auf vier und einem Abbau der Zulieferer von 1145 auf 700.

Als Konsequenz aus den Restrukturierungen hat sich die Profitabilität japanischer Gesellschaften in den vergangenen Jahren stark erhöht. Während die Gewinnmargen in den Jahren 1988 bis 1993 aufgrund unrentabler Investitionen sowie steigender Kapital- und Personalkosten verfielen, sind sie mittlerweile auf einem Allzeithoch. Das gilt auch für den Cash Flow, der ebenfalls von der gestiegenen Profitabilität und dem Ende der deflationären Phase in der japanischen Wirtschaft profitiert. Unter Berücksichtigung der wirtschaftlichen Stärke ist das Cashflow-Niveau japanischer Gesellschaften mittlerweile beinahe genau so hoch wie das amerikanischer Unternehmen.

Auch im Bereich der Corporate Governance gibt es Fortschritte: Sowohl die Höhe der Dividendenzahlungen als auch die Anzahl von Aktienrückkäufen hat deutlich zugenommen (siehe Abbildung).



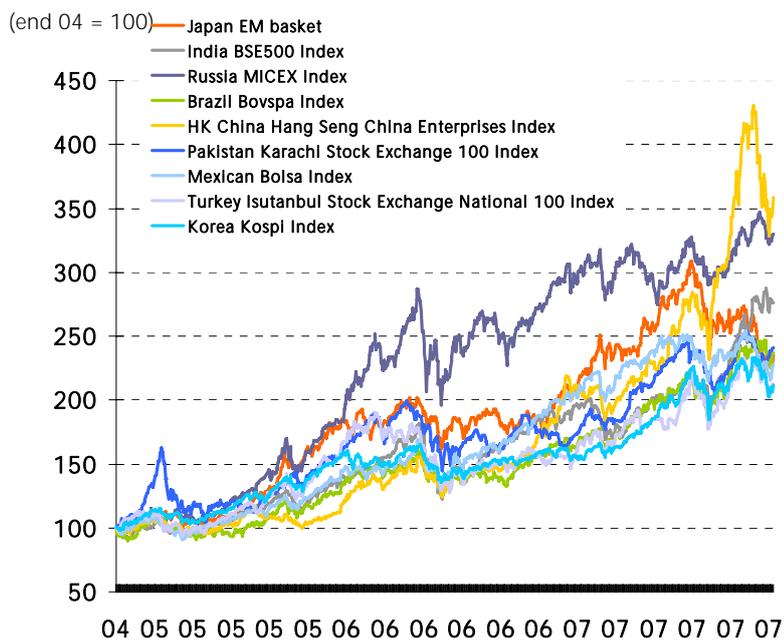
Das verdeutlicht, dass Investoren bei japanischen Unternehmen einen deutlich höheren Stellenwert genießen als noch vor einigen Jahren. Dieser Trend dürfte anhalten, und zwar aus drei Gründen: Zum einen sind Investoren heutzutage ein rares Gut, das schnell wieder verschwindet, wenn die Rahmenbedingungen nicht stimmen. Zum zweiten erhöht sich der Prozentsatz ausländischer Teilhaber an japanischen Firmen ständig. Diese sorgen für eine stärkere Berücksichtigung von Aktionärsinteressen. Zum dritten steigt der Cash Flow wie gesehen ständig an, und damit auch die Möglichkeiten, die Anteilseigner zu beteiligen.

Japans Unternehmen haben noch weitere Vorteile zu bieten, etwa ihr großes Exposure in den aufstrebenden Emerging Markets. Die Sektoren Baustoffe, Industriewerte und Konsumgüter, die für den Handel mit aufstrebenden Ländern besonders interessant sind, machen insgesamt beinahe 50 Prozent der gesamten Marktkapitalisierung der japanischen börsennotierten Gesellschaften aus – in Europa und den USA sind es nur 28 beziehungsweise 25 Prozent. Viele japanische Gesellschaften profitieren also überproportional von der guten Entwicklung in den Schwellenländern. Das gilt besonders vor dem Hintergrund, dass japanische Maschinen und Technologien auch weiterhin in der Welt einen exzellenten Ruf genießen.

Börsennotierte Gesellschaften aus den Sektoren Baustoffe, Industriewerte und Konsumgüter kommen in Japan zusammen auf eine Marktkapitalisierung von etwa 3,2 Billionen US-Dollar. Die gemeinsame Marktkapitalisierung aller notierten Gesellschaften an den chinesischen Börsen in Shanghai und Shenzhen liegt demgegenüber kaum höher, nämlich bei 3,8 Billionen. Davon ist allerdings nur etwa ein Drittel in ausreichenden Größenordnungen handelbar. Dazu kommen Handelsbeschränkungen für ausländische

Investoren, die chinesische Aktien in der Regel ein Jahr lang halten müssen, bevor sie sie wieder verkaufen können. Insgesamt ist die Anzahl von Aktien mit ausreichender Liquidität in keinem Emerging Market so groß wie in Japan. Der japanische Markt stellt deshalb eine hervorragende Möglichkeit dar, von den aufstrebenden Volkswirtschaften der Emerging Markets zu profitieren.

Kaum verwunderlich haben japanische Titel, die sich auf den Handel mit Schwellenländern konzentrieren, in der Vergangenheit hervorragend abgeschnitten (siehe Chart).



Darin entwickelt sich ein von uns zusammen gestellter Basket mit japanischen Titeln, die schwerpunktmäßig in den Emerging Markets tätig sind, auffallend ähnlich zu der Entwicklung der Gesamtmärkte in Ländern wie Korea, Indien, Pakistan, Türkei, Brasilien und Mexiko. In der Vergangenheit war die japanische Wirtschaft stark abhängig von der in den USA. Diese Abhängigkeit hat jedoch in den vergangenen Jahren nachgelassen, insbesondere seit der japanischen Wirtschaftserholung im Jahre 2003. Dafür gibt es drei Hauptgründe: Zum einen exportieren die heimischen Unternehmen heutzutage in eine viel größere Anzahl verschiedener Länder. Darüber hinaus zog nach vielen Jahren endlich die Inlandsnachfrage an und zum dritten hat die Bedeutung der USA an der weltweiten wirtschaftlichen Entwicklung gegenüber anderen Ländern an Bedeutung verloren: Der Internationale Währungsfonds beziffert sie in ihrem World Economic Outlook vom Oktober 2007 auf nur noch etwa 12,5 Prozent in den Jahren 2002 bis 2006 gegenüber etwa 22,5 Prozent in den Jahren 1992 bis 1999.

---

Trotz dieser guten Entwicklungen sind die Bewertungen japanischer Aktien keinesfalls hoch. Für dieses Jahr weisen sie ein Kurs-Gewinn-Verhältnis von 15,0 auf gegenüber den USA mit 15,9 und Europa mit 13,0 Prozent. Allerdings fällt das Gewinnwachstum japanischer Titel mit 18,8 Prozent deutlich höher aus als in den USA (4,6 Prozent) und Europa (9,9 Prozent). Im kommenden Jahr soll das japanische Wachstum nach den derzeitigen Schätzungen zwar schwächer ausfallen, wir denken allerdings, dass diese Prognose zu einem Großteil der japanischen Zurückhaltung geschuldet ist und im Laufe des Jahres nach oben korrigiert werden wird.

## **Wir raten deshalb: Unterschätzen Sie Japan nicht!**

### **Rechtliche Hinweise:**

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen dienen ausschließlich informativen Zwecken und stellen auf keinen Fall ein Angebot, insbesondere einen Prospekt oder eine Aufforderung zum Handel, Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, bzw. zur Teilnahme an einer Handelsstrategie, dar. Diese Publikation ist ausschließlich für professionelle Anleger bestimmt. Obwohl der Inhalt dieser Publikation mit großer Sorgfalt zusammengestellt wurde, können wir keine - weder ausdrückliche noch stillschweigende - Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben übernehmen. Wir behalten uns das Recht vor, jederzeit und unangekündigt Änderungen oder Aktualisierungen der in dieser Publikation enthaltenen Informationen vorzunehmen. Weder ING Investment Management (die für diesen Zweck ING Asset Management (Europe) B.V. als Rechtsperson angibt) noch irgendeine andere zur ING-Gruppe gehörende Gesellschaft oder Körperschaft noch irgendwelche Vorstandsmitglieder, Geschäftsführer oder Mitarbeiter können direkt oder indirekt für irgendwelche in dieser Publikation enthaltenen Informationen und/oder Empfehlungen haftbar oder verantwortlich gemacht werden. Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen sind auf keinen Fall als Erbringung einer Investmentdienstleistung zu verstehen. Wenn Sie Investmentdienstleistungen in Anspruch nehmen möchten, wenden Sie sich bitte an unser Büro, das Sie gerne näher beraten wird. Die Verwendung der in dieser Publikation enthaltenen Informationen erfolgt ausschließlich auf eigene Gefahr. Wir sind weder direkt noch indirekt für irgendwelche Verluste oder Schäden, die dem Leser durch die Verwendung dieser Publikation oder durch eine darauf basierende Entscheidung entstehen, haftbar. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Bitte beachten Sie, dass der Wert der Anlage steigen oder sinken kann und die Wertentwicklung in der Vergangenheit nicht notwendigerweise aussagekräftig für die Wertentwicklung in der Zukunft ist und in keinem Fall als aussagekräftig betrachtet wird. Diese Publikation und die darin enthaltenen Informationen sind streng vertraulich und dürfen zu keinem Zeitpunkt ohne unsere vorherige Zustimmung kopiert, vervielfältigt, verbreitet oder Dritten zugänglich gemacht werden. Jegliche Ansprüche, die sich aus oder im Zusammenhang mit den Bedingungen dieses Haftungsausschlusses ergeben, unterliegen niederländischem Recht. Für alle in dieser Publikation genannten Produkte oder Wertpapiere gelten andere Risiken und Geschäftsbedingungen, die von jedem Anleger vor einem Anlagegeschäft einzeln durchzulesen sind. Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen stellen auf keinen Fall eine Werbung für den Kauf oder Verkauf von Kapitalanlagen bzw. für die Zeichnung von Wertpapieren dar. Bezüglich der in dieser Publikation genannten Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise weitere Informationen über bestimmte für diese Produkte oder Wertpapiere geltende Beschränkungen aufgrund der jeweiligen gesetzlichen Bestimmungen erforderlich. Diese Publikation ist nicht als Werbung für den Kauf oder Verkauf von Kapitalanlagen bzw. für die Zeichnung von Wertpapieren gedacht und auch nicht für Personen in Ländern bestimmt, in denen die Verbreitung solcher Materialien aufgrund geltender Vorschriften oder Gesetze verboten ist. Allein verbindliche Grundlage für den Erwerb von ING Investmentfonds sind die jeweiligen Verkaufsprospekte mit Risikohinweisen und ausführlichen Informationen, die Sie kostenlos bei ING Asset Management B.V., Niederlassung Deutschland, Westhafenplatz 1, 60327 Frankfurt am Main, oder unter [www.ing-investments.de](http://www.ing-investments.de) erhalten.

### **Über ING Investment Management:**

ING Investment Management ist der globale Asset Manager der ING Gruppe. Mit annähernd Euro 400 Milliarden Euro Assets under Management (Q3 2007), vertreten in 31 Ländern und 2.934 Mitarbeitern, (Europa: 850, Americas: 975, APAC: 1109) darunter 2.500 Investment-Experten, gehört die ING Investment Management (ING IM) weltweit zu den Top 25 im Asset Management. ING IM Europe hat Niederlassungen in 15 europäischen Ländern mit Euro 156 Milliarden Assets under Management (Q3 2007). ING Investment Management bietet Investmentprodukte und Lösungen im ING Unternehmensverbund für institutionelle Kunden und Vertriebspartner. Die globale Präsenz bietet eine breite Palette von Investmentstrategien. Dies ermöglicht das Angebot integrierter Lösungen von Finanzdienstleistungen für alle Kundengruppen, sowohl in Europa als auch auf globaler Ebene. ING Investment Management ist seit Januar 2007 mit einer Niederlassung in Frankfurt am Main vertreten.

### **Kontakt**

Birgit Stocker  
-Head of PR Germany-

---

**ING Investment Management**

Westhafenplatz 1  
60327 Frankfurt am Main

T: +49 69 50 95 49 - 15

Email: [birgit.stocker@ingim.com](mailto:birgit.stocker@ingim.com)

Web: [www.ing-investments.de](http://www.ing-investments.de)