

Autor



Ross Cartwright
Lead Strategist,
Investment Solutions Group

Im Überblick

- **Reflation und Reformen hauchen japanischen Aktien neues Leben ein.**
- **Europa ist billig. Na und?**

Reflation und Reformen hauchen japanischen Aktien neues Leben ein

Japanische Aktien legen seit dem 1. Quartal 2023 kontinuierlich zu. Dafür gibt es zwei Gründe: die Reflation der japanischen Wirtschaft und die beschleunigten Strukturreformen. Die neue Geld- und Fiskalpolitik sorgt nach wie vor für Wachstum und eine höhere Wirtschaftsleistung, und dank der Börsenreformen achten Unternehmen jetzt mehr auf ihre Rentabilität und den Shareholder Value.

Die Reflationsphase des Konjunkturzyklus ist gut für Aktien

Das Wachstum nimmt zu, und die japanische Wirtschaft befindet sich im Aufschwung. Die Bank of Japan hat ihr achtjähriges Negativzinsexperiment beendet, den Leitzins von -10 bis 0 Basispunkten auf 0 bis 10 Basispunkte angehoben und das Versprechen einer nahezu waagerechten Zinsstrukturkurve kassiert. Dennoch dürften die Zinsen auch weiterhin deutlich unter dem nominalen Wirtschaftswachstum liegen und damit die Konjunktur stützen. Auch in Japan hat die Inflation nach Corona zugelegt. Die jüngsten Tarifvereinbarungen führten zu Lohnerhöhungen von 5,3% für Angestellte, was es letztmals in den frühen 1990ern gab.¹ Die steigenden Reallöhne werden den japanischen Konsum vermutlich fördern.

Höhere Aktionärerträge durch Reformen

Japanische Unternehmen werden zunehmend aktionärsfreundlicher. Die Tokioter Börse treibt die Governancereformen voran. Sie sorgt für einen effizienteren Kapitaleinsatz, indem sie Kurs-Buchwert-Verhältnisse unter 1 bestraft und börsennotierte Unternehmen zu einer höheren Rentabilität zwingt. Für weitere Fortschritte sorgen die Abschaffung von Überkreuzbeteiligungen und die Ernennung von mehr unabhängigen und weiblichen Boardmitgliedern. Immer häufiger führen die Boards konstruktive Gespräche mit Investoren und sorgen so für mehr Transparenz.

Die Buchwerte japanischer Unternehmen sind recht niedrig. Die Eigenkapitalrenditen sind ebenfalls niedriger als im Westen, und die Kassequoten sind im Schnitt etwa doppelt so hoch wie in den USA.² Die Maßnahmen der Börse haben auch höhere Dividenden und mehr Aktienrückkäufe zur Folge. Außerdem legen die Unternehmen jetzt Pläne zur Steigerung des Kurs-Buchwert-Verhältnisses und der Eigenkapitalrentabilität vor.

Nicht alle Unternehmen ändern sich gleich schnell, aber oft sorgt auch der schwache Yen für eine höhere Rentabilität. Die langfristige Entwicklung bleibt günstig, aber manche Titel sind teuer geworden. Daher muss man in Japan besonders wählerisch sein.



Europa ist billig. Na und?

Europäische Aktien sind billig, vor allem im Vergleich zu US-Titeln. Aber vielleicht sind sie noch nicht billig genug. Dennoch ist es wahrscheinlicher geworden, dass die Bewertungsaufschläge amerikanischer Titel fallen oder zumindest nicht weiter steigen, vor allem, wenn sich die europäische Wirtschaft nach den zuletzt erfreulichen Zahlen weiter erholt.

Die Bewertungsabschläge europäischer Aktien gegenüber US-Titeln sind heute so hoch wie selten. Aber reicht das? Auch sektorbereinigt ist Europa billig. Ist das gerechtfertigt? Und was müsste passieren, damit sich das ändert? Oder ist ohnehin damit zu rechnen, dass die amerikanischen Bewertungsaufschläge unverändert bleiben oder fallen?

Ende April war der S&P 500 auf Basis der erwarteten 12-Monats-Gewinne um 53% höher bewertet als der MSCI Europe. Das ist mehr als das Doppelte des 20-Jahres-Durchschnitts von 21%. Aber der Durchschnitt ist nicht alles – man denke an den 1,80 m großen Mann, der beim Überqueren eines Flusses ertrank, der im Schnitt nur 1,50 m tief war. Auf Sektorebene sieht es aber kaum anders aus: Alle europäischen Sektoren sind günstiger bewertet als ihre amerikanischen Pendanten, und selbst ohne die Magnificent Seven beträgt der amerikanische Bewertungsaufschlag noch immer etwa 30% und damit ebenfalls mehr als der 20-Jahres-Durchschnitt. Wie heißt es so schön? Die Geschichte ist dazu da, dass man aus ihr lernt. Sich allein auf Mean Reversion zu verlassen, ist naiv. Was wollen uns die Märkte also sagen?

Der langfristige Bewertungsaufschlag sagt uns tatsächlich, dass amerikanische Unternehmen strukturell im Vorteil sind. Die USA sind stärker gewachsen, und die Wachstumsaussichten sind nach wie vor besser. Ja, aus diesen und anderen strukturellen Gründen ist ein Aufschlag gerechtfertigt. Aber wie hoch soll er sein? 53% halten wir schon für recht extrem.³ Beim Investieren geht es darum, Risiken einzugehen, für die man belohnt wird. Ein weiterer starker Anstieg der amerikanischen Bewertungsaufschläge scheint nicht zu erwarten, aber fallen müssen sie auch nicht. Sie müssen einfach nur auf dem derzeitigen Niveau bleiben, damit sich Aktien beiderseits des Atlantiks ähnlich entwickeln.

Aufgrund der Benchmarkstruktur ist der Anteil von Substanzwerten in Europa höher, und wer in Europa investiert, setzt natürlich auf ein steigendes Welt-BIP. Ein gesamteuropäisches Portfolio reagiert nur wenig auf die europäische Inlandskonjunktur. Im Gegenteil: Handtaschen von LVMH werden weltweit geschätzt. Die Adipositas-Medikamente von Novo Nordisk lösen ein globales Problem. ASML ist wichtig für den wachsenden internationalen Halbleitersektor. Und dann ist da noch Diageo mit Marken wie Guinness, Johnnie Walker, Casamigos, Tanqueray, Bulleit, Seedlip und vielen anderen.

Da sich die Erdgaspreise wieder auf einem akzeptableren Niveau eingependelt haben und die Reallöhne in ganz Europa wieder steigen, zeichnet sich aber auch eine Erholung der europäischen Binnenwirtschaft ab. Wenn die Wachstumsdifferenz gegenüber den USA nachlässt, könnte der Bewertungsaufschlag amerikanischer Titel fallen, während europäische Aktien überdurchschnittlich zulegen. Niemand sagt, dass europäische Aktien teuer seien oder dass wir es mit einer Preisblase zu tun hätten. Außerdem verbessern sich in Deutschland Wirtschaftslage und Geschäftsklima, und die Marktbreite bleibt hoch.



Anleger sollten sich überlegen, ob sie für die erwarteten Gewinne amerikanischer Unternehmen wirklich 50% mehr zahlen wollen. Wenn Märkte und Einzelwerte steigen, dann aufgrund spannender Geschichten, die oft mehr als ein Körnchen Wahrheit enthalten. Wenn sie aber fallen, hat das meist mit den Fundamentaldaten zu tun. Alles in allem glauben wir, dass ein konstanter oder fallender Bewertungsaufschlag von US-Titeln in den nächsten Jahren wahrscheinlicher ist als ein weiterer Anstieg. Man erzielt keinen Mehrertrag, wenn man sich auf das konzentriert, was der Markt schon weiß und die Kurse bereits abbilden. Man verdient, wenn man sich gegen den Konsens stellt. Das ist manchmal ungemütlich und erfordert einen langen Atem, vor allem, wenn man sich an den Bewertungen orientiert.

Mir kommt all das wie ein Déjà-vu vor. Fast 13 Jahre lang, von den späten 1990ern bis zu den frühen 2010ern, lagen australische Aktien (in Landeswährung) vor internationalen Titeln. Australische Anleger ließen sich kaum dazu bewegen, ihren starken Home Bias aufzugeben. Heute ist das anders, und seit den frühen 2010ern fahren sie mit internationalen Aktien wesentlich besser. Aber diese Erkenntnis kam ihnen erst, nachdem australische Aktien jahrelang hinten gelegen hatten. ▲

Anmerkungen

¹ Reuters: Japan union group announces biggest wage hikes in 33 years, presaging shift at central bank, 15. März 2024.

² FactSet Portfolio Analysis.

³ FactSet.



„Standard & Poor's®“ und „S&P®“ sind eingetragene Handelsmarken von Standard & Poor's Financial Services LLC (S&P); Dow Jones ist eine eingetragene Handelsmarke von Dow Jones Trademark Holdings LLC (Dow Jones). S&P Dow Jones Indices LLC hat ihre Nutzung genehmigt, und MFS darf sie zu bestimmten Zwecken nutzen. Der S&P 500® ist ein Produkt von S&P Dow Jones Indices LLC. Das Unternehmen hat MFS die Nutzung des Index genehmigt. Die Produkte von MFS werden von S&P Dow Jones Indices LLC, Dow Jones, S&P oder ihren Tochterunternehmen nicht gefördert, angeboten, vertrieben oder beworben. Weder S&P Dow Jones Indices LLC noch Dow Jones, S&P oder ihre Tochterunternehmen treffen eine Aussage darüber, ob diese Produkte empfehlenswert sind.

Quelle der Indexdaten: MSCI. MSCI gibt keinerlei explizite oder implizite Garantien oder Gewährleistungen und übernimmt keinerlei Haftung für die hierin enthaltenen MSCI-Daten. Die MSCI-Daten dürfen weder weitergegeben noch als Grundlage für andere Indizes, Wertpapiere oder Finanzprodukte genutzt werden. Dieses Dokument wurde von MSCI weder erstellt noch genehmigt oder geprüft.

Die hier dargestellten Meinungen sind die der MFS Investment Solutions Group, eines Teils der Vertriebspartei von MFS. Sie können von denen der Portfoliomanager und Analysten von MFS abweichen. Die Einschätzungen können sich jederzeit ändern. Sie dienen ausschließlich Informationszwecken und dürfen nicht als Anlageberatung, Wertpapierempfehlung oder Hinweis auf beabsichtigte Transaktionen von MFS verstanden werden.

Herausgegeben von: **USA:** MFS Institutional Advisors, Inc. (MFSI), MFS Investment Management und MFS Fund Distributors, Inc. (SIPC-Mitglied); **Lateinamerika:** MFS International Ltd.;

Kanada: MFS Investment Management Canada Limited. **Hinweise für Anleger in Großbritannien und der Schweiz:** Herausgegeben in Großbritannien und der Schweiz von MFS International (U.K.) Limited (MIL UK), einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung (Private Limited Company) mit Sitz in England und Wales, Zulassungsnummer 03062718. Das Investmentgeschäft von MIL UK steht unter der Aufsicht der britischen Financial Conduct Authority. MIL UK, ein indirektes Tochterunternehmen von MFS®, hat seinen Sitz in der One Carter Lane, London, EC4V 5ER. **Hinweise für Anleger in Europa (ohne Großbritannien und Schweiz):** Herausgegeben in Europa von MFS Investment Management (Lux) S.à.r.l. (MFS Lux), einem in Luxemburg für das Management von Luxemburger Fonds zugelassenen Unternehmen, das institutionellen Investoren Investmentprodukte und -leistungen anbietet. Der Unternehmenssitz ist in der Rue Albert Borschette 4, L-1246 Luxemburg, Tel. +352 282 612 800. Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an professionelle Investoren. Andere dürfen sich nicht darauf verlassen. Auch darf das Dokument nicht an Personen weitergegeben werden, wenn eine solche Weitergabe gegen die geltenden Vorschriften verstoßen würde.

Singapur: MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M). **Australien/Neuseeland:** MFS International Australia Pty Ltd. (MFS Australia) ist ein in Australien unter der Nummer 485343 eingetragener Finanzdienstleister. MFS Australia steht unter der Aufsicht der Australian Securities and Investments Commission. **Hongkong:** MFS International (Hong Kong) Limited (MIL HK) ist eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die der Aufsicht der Hong Kong Securities and Futures Commission (SFC) untersteht und von ihr zugelassen wurde. MIL HK darf Wertpapiere handeln, regulierte Assetmanagementgeschäfte abschließen und bestimmte Investmentdienstleistungen „professionellen Investoren“ gemäß Securities and Futures Ordinance (SFO) anbieten. **Für professionelle Investoren in China:** MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, China, ist eine registrierte chinesische Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die Finanzmanagementberatung anbieten darf. **Japan:** MFS Investment Management K.K. ist zugelassen als Financial Instruments Business Operator, zugelassen als Kanto Local Finance Bureau (FIBO, Nr. 312), Mitglied der Investment Trust Association, Japan, und Mitglied der Japan Investment Advisers Association. Da die von den Investoren zu tragenden Gebühren von verschiedenen Umständen abhängen –

Produkte, Dienstleistungen, Anlagezeiträume und Marktumfeld –, können weder deren Gesamthöhe noch die Berechnungsmethoden im Voraus offengelegt werden. Alle Finanzinstrumente gehen mit Risiken einher, unter anderem dem Risiko von Marktschwankungen, sodass Investoren ihr investiertes Kapital verlieren können. Investoren sollten vor einer Anlage den Verkaufsprospekt und/oder die in Art. 37-3 des Financial Instruments and Exchange Act genannten Dokumente sorgfältig lesen. **Bahrain:** Dieses Dokument wurde nicht von der Zentralbank von Bahrain genehmigt, die auch nicht für dessen Inhalt verantwortlich ist. Im Königreich Bahrain werden diese Produkte nicht öffentlich angeboten. Dieses Dokument soll nur vom Empfänger gelesen werden und darf nicht an die Öffentlichkeit weitergegeben, ausgegeben oder ihr zugänglich gemacht werden. Die Zentralbank von Bahrain ist in keiner Weise für die Genauigkeit und Vollständigkeit der Aussagen und Informationen in diesem Dokument verantwortlich und erklärt ausdrücklich, keinerlei Haftung für jedwede Verluste zu übernehmen, die daraus entstehen, dass man sich auf den Inhalt dieses Dokuments ganz oder teilweise verlässt. Das Board und das Management des Herausgebers sind für die in diesem Dokument enthaltenen Informationen verantwortlich. Board und Management erklären, dass die in diesem Dokument enthaltenen Informationen nach ihrer Kenntnis und nach ihrem besten Wissen und Gewissen korrekt und frei von Auslassungen sind, die die Verlässlichkeit dieser Informationen beeinträchtigen können. Um dies zu gewährleisten, haben Board und Management mit gebührender Sorgfalt gehandelt. **Kuwait:** Dieses Dokument ist nicht für die Veröffentlichung in Kuwait bestimmt. Die hierin enthaltenen Informationen wurden nicht von der Kuwait Capital Markets Authority oder einer anderen zuständigen kuwaitischen Behörde für ein Angebot in Kuwait zugelassen. Diese Informationen werden in Kuwait weder privat noch öffentlich zugänglich gemacht. In Kuwait finden keine Werbemaßnahmen, Vertragsangebote oder Geschäftsanbahnungsaktivitäten statt mit dem Ziel, diese Informationen zu verbreiten. **Oman:** Für Einwohner des Sultanats Oman: Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind kein öffentliches Wertpapierangebot im Sultanat Oman gemäß dem Commercial Companies Law of Oman (Royal Decree 4/74) oder dem Capital Market Law of Oman (Royal Decree 80/98). Diese Informationen werden nur einem begrenzten Kreis von Unternehmen zugänglich gemacht, die als „Sophisticated Investors“ gelten (gemäß Artikel 139 der Executive Regulations of the Capital Market Law). Der Empfänger bestätigt, ein Sophisticated Investor zu sein, der die nötige Geschäfts- und Finanz erfahrung hat und die Chancen und Risiken einer Anlage einschätzen kann. **Südafrika:** Dieses Dokument wurde nicht vom Financial Services Board genehmigt. Weder MFS International (U.K.) Limited noch die einzelnen Fonds sind in Südafrika für den öffentlichen Vertrieb zugelassen. **Vereinigte Arabische Emirate (VAE):** Dieses Dokument und die darin enthaltenen Informationen sind kein öffentliches Wertpapierangebot in den Vereinigten Arabischen Emiraten und sollen dies auch nicht sein, sodass sie nicht als solches verstanden werden sollten. Diese Informationen werden nur einem kleinen Kreis steuerbefreiter Investoren in den VAE zugänglich gemacht, die zu einer der folgenden Kategorien von Non-Natural Qualified Investors gehören: (1) Investoren, die ihre Anlagen selbstständig managen können, konkret (a) die Bundesregierung, lokale Regierungen, staatliche Stellen und Behörden oder Unternehmen im vollständigen Besitz einer dieser Institutionen, (b) internationale Institutionen und Organisationen oder (c) Personen, die eine Lizenz zur Ausübung geschäftlicher Tätigkeiten in den VAE haben, sofern Investieren ein Geschäftszweck dieser Personen ist, oder (2) Investoren, die von einem von der SCA zugelassenen Investmentmanager vertreten werden (jeder ein „Non-Natural Qualified Investor“). Diese Informationen und Daten wurden nicht von der Zentralbank der Vereinigten Arabischen Emirate, der Securities and Commodities Authority, der Dubai Financial Services Authority, der Financial Services Regulatory Authority oder einer anderen einschlägigen Zulassungsbehörde oder staatlichen Behörde der VAE (die „Behörden“) genehmigt, zugelassen oder registriert. Die Behörden sind in keiner Weise für Anlagen verantwortlich, die einer der genannten Empfänger in seiner Eigenschaft als Non-Natural Qualified Investor tätigt. **Saudi-Arabien:** Dieses Dokument darf im Königreich Saudi-Arabien nicht verbreitet werden, ausgenommen an Personen, die gemäß den Investment Funds Regulations der Capital Market Authority empfangsberechtigt sind. Die Capital Market Authority übernimmt keine Haftung für die Genauigkeit und Vollständigkeit dieses Dokuments und schließt explizit jegliche Haftung für Verluste aus, die dadurch entstehen, dass man dieses Dokument nutzt bzw. sich auf irgendeinen Teil dieses Dokuments verlässt. Potenzielle Käufer der hierin angebotenen Wertpapiere sollten die Richtigkeit der Informationen zu den Wertpapieren selbst überprüfen. Wenn Sie den Inhalt dieses Dokuments nicht verstehen, sollten Sie einen zugelassenen Finanzberater konsultieren. **Katar:** Dieses Material bzw. dieser Fonds wird nur einer begrenzten Anzahl von Investoren angeboten, die willens und fähig sind, die Risiken einer Anlage in dieses Material bzw. diesen Fonds unabhängig zu prüfen. Dieses Material ist kein öffentliches Angebot und darf nur vom genannten Empfänger verwendet werden. Es darf an keine andere Person weitergegeben oder ihr gezeigt werden, mit Ausnahme von Mitarbeitern, Agenten oder Beratern im Zusammenhang mit der Prüfung durch den Empfänger. Dieser Fonds war und wird nicht bei der Zentralbank von Katar registriert. Auch ist keine Zulassung nach den Gesetzen des Staates Katar vorgesehen. In Katar werden keine Transaktionen vorgenommen. Alle Anfragen zum Material bzw. dem Fonds sollten an Ihren Ansprechpartner außerhalb Katars gestellt werden.

werden.