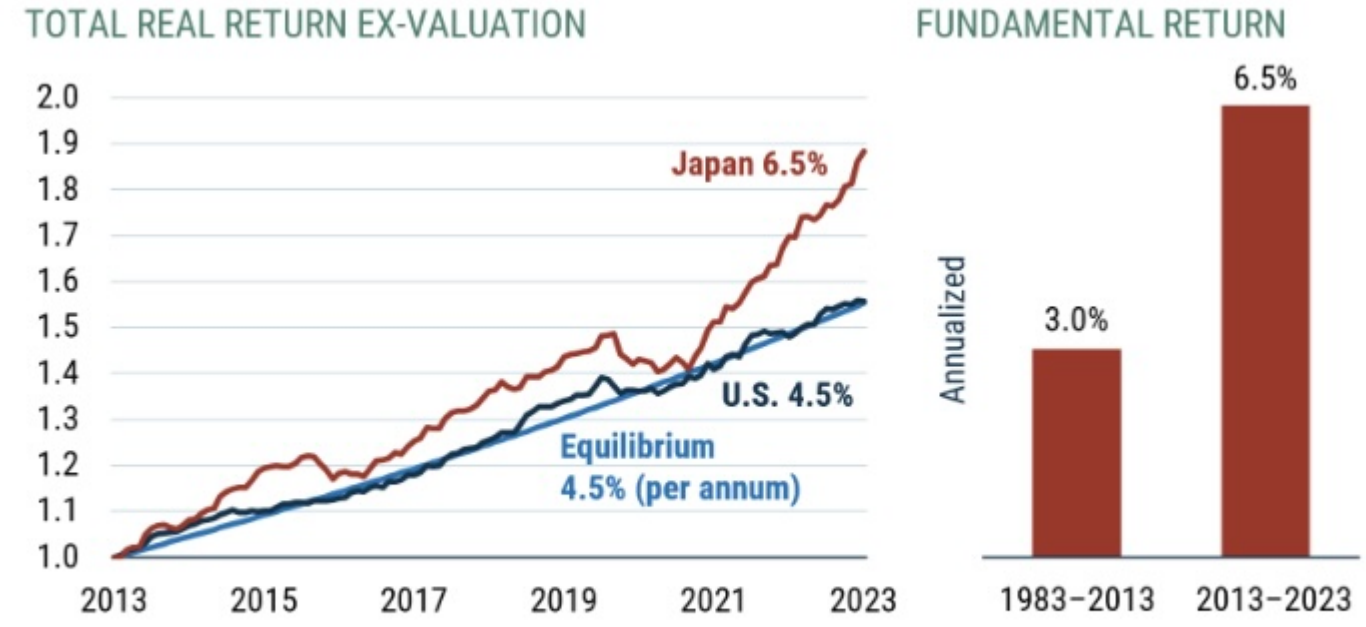
Japanse stealth bull-markt

Beschrijving

De Japanse beurs behaalde vorig jaar het hoogste rendement van de afgelopen tien jaar. Met een plus van 28 procent eindigde de Nikkei op 33.464. Het vorige record was van 10 jaar terug, een plus van 57 procent net na de start van Abenomics. In de afgelopen tien jaar groeiden Japanse bedrijven veel sterker dan Amerikaanse bedrijven, alleen door een sterker stijgende Amerikaanse waardering (k/w expansie) en valutaire verschillen presteerde de Amerikaanse beurs beter dan de Japanse beurs. Ondanks die goede prestaties wordt Japan in breed gespreide aandelenportefeuilles nog altijd onderwogen. Japan is dan ook een typische valuebelegging: underloved, underresearched, underowned.

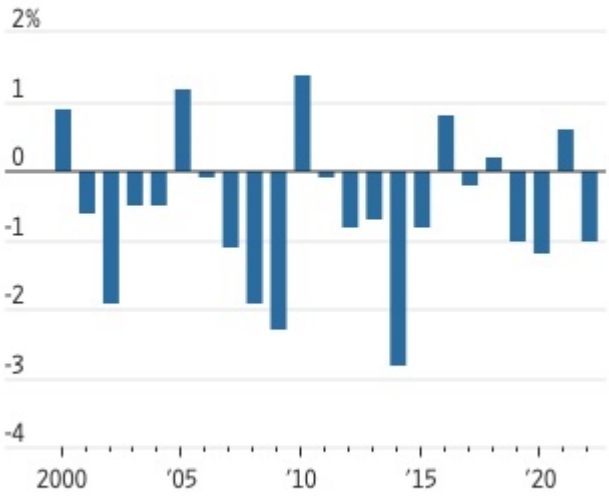


As of 9/30/2023 | Source: GMO, Compustat, WorldScope, Shiller, MSCI

Succes Abenomics

De goede prestaties van de Japanse aandelenmarkt zijn een direct gevolg van Abenomics. Het drie-pijlen beleid van Shinzo Abe is een combinatie van fiscaal beleid, monetair beleid en structurele hervormingen. Onder die structurele hervormingen viel ook een verbetering van de corporate governance en met name dat laatste begint nu op de aandelenmarkt vruchten af te werpen. Nu is Shinzo Abe al weer twee jaar geleden overleden, maar premier Kishida volgt zijn beleid, wel met wat aanpassingen. Zo was Kuroda duidelijk een andere centrale bankier dan zijn opvolger Ueda die door Kishida werd benoemd.

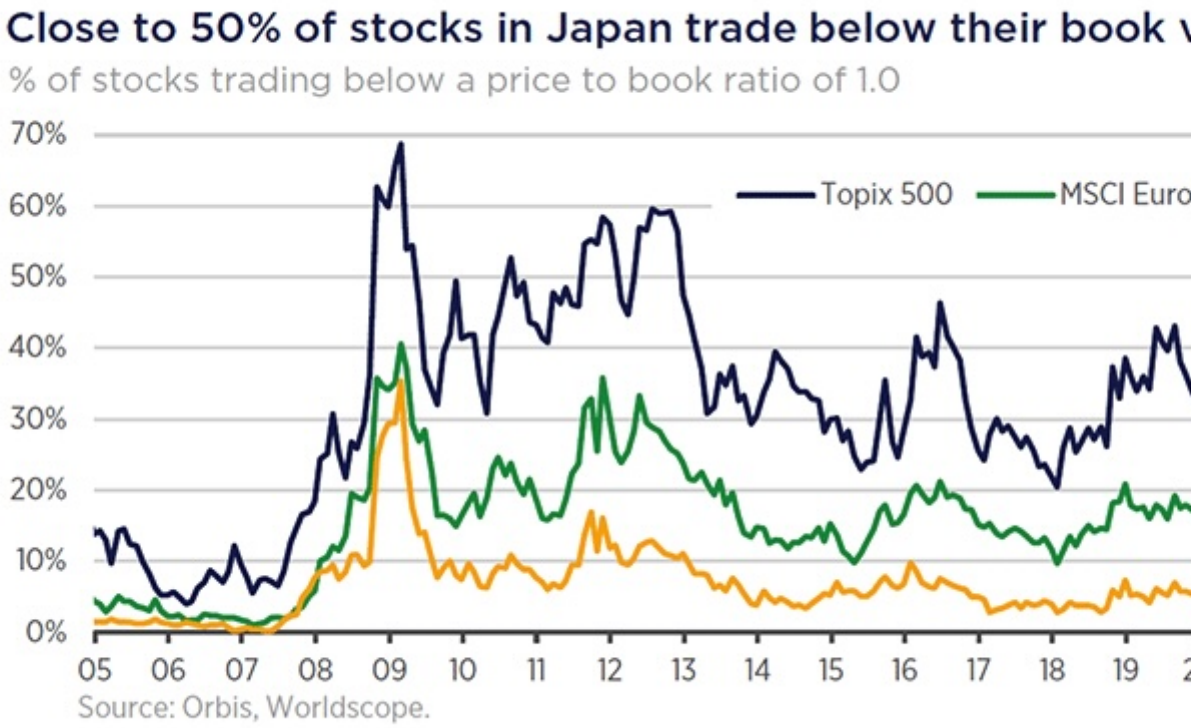
Real wages after inflation have generally declined in Japan.



Note: Total cash earnings at establishments with five or more employees.
Source: Statistics Bureau, Japan

Naming and Shaming

Op het gebied van corporate governance maakt Kishida net als Abe gebruik van het sterke effect van â??naming and shamingâ?? in de Japanse cultuur. Onder Abe konden bedrijven alleen onderdeel zijn van bepaalde indices als het rendement op het eigen vermogen maar hoog genoeg was. Bedrijven die dat niet haalden, hadden in het openbaar wat uit te leggen. Kishida zette vorig jaar een volgende stap doordat bedrijven die beneden de boekwaarde noteren en die minder dan 8 procent rendement op het eigen vermogen genereren voortaan op een lijst komen te staan. De bedrijven op die lijst worden verplicht om een verbeteringsplan op te stellen. Doelstelling is een hogere winstgevendheid met daaraan gekoppeld een hogere waardering. Maar liefst 65 procent van deze ondergewaardeerde bedrijven reageerde door meer aandelen in te kopen en meer dividend uit te keren.

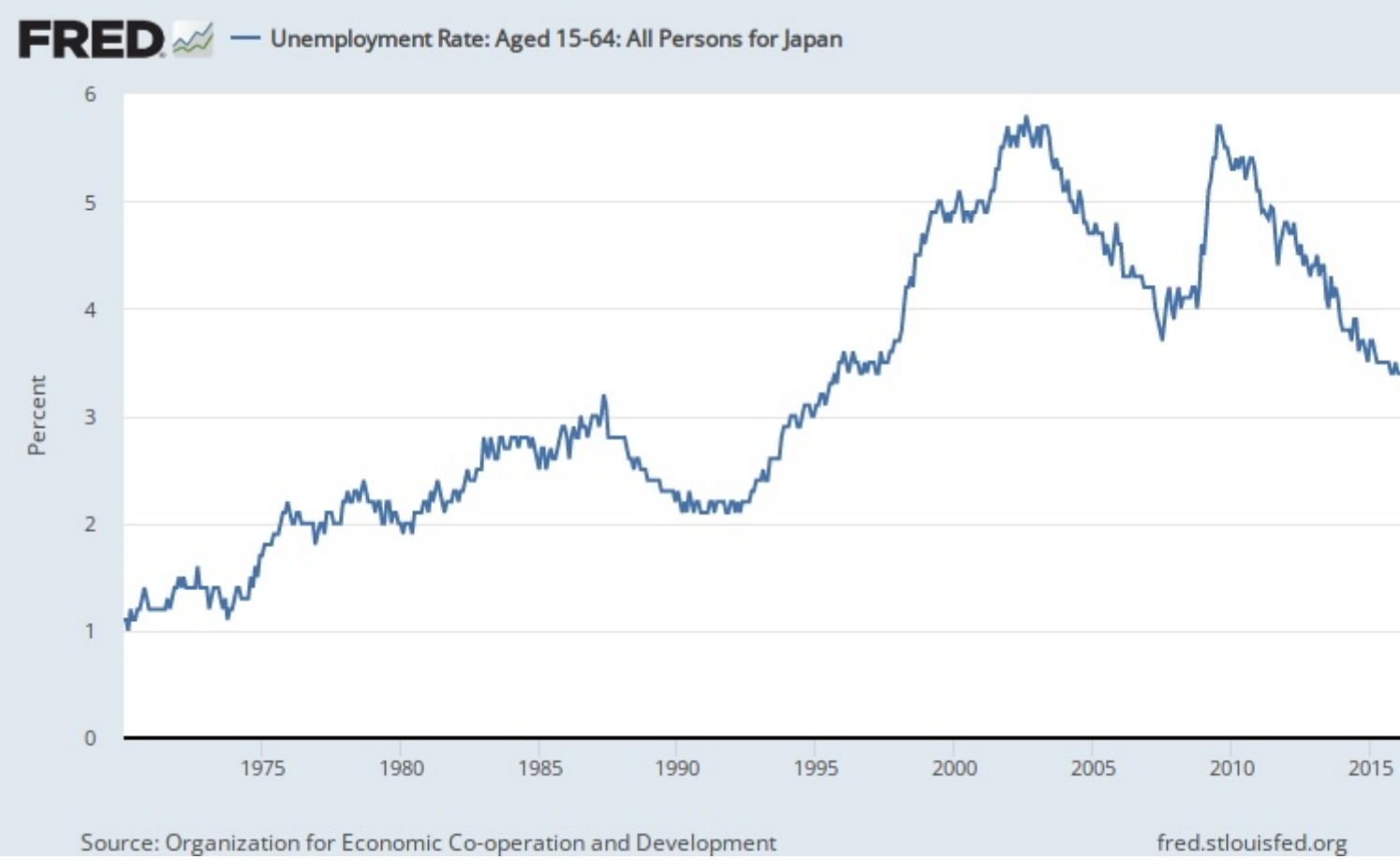


Einde Zaibatsuâ??s

Japan was jarenlang een gesloten markt voor activistische beleggers en private equity, maar ook dat is dankzij Abenomics gewijzigd. De Japanse economie is anders georganiseerd dan die in de Verenigde Staten en Europa. Dat is te danken aan generaal McArthur (dezelfde generaal die met het voorstel kwam dat het Koreaanse probleem maar opgelost moest worden met een â??limited nuclear strikeâ??). Door McArthur ontstond het systeem van de Zaibatsu. Doelstelling was om de macht van de monopolies te breken, maar het gevolg was wel dat er conglomeraten ontstonden die met elkaar op verschillende gebieden concurreerden en dat drukte het rendement op het geÃ¯nvesteerde vermogen. Het gevolg is dat er in Japan veel concurrerende producenten zijn, bijvoorbeeld op het gebied van autoâ??s, maar ook bijvoorbeeld printers. Nieuwe regels van de overheid moeten er voor zorgen dat er sprake is van meer consolidatie.

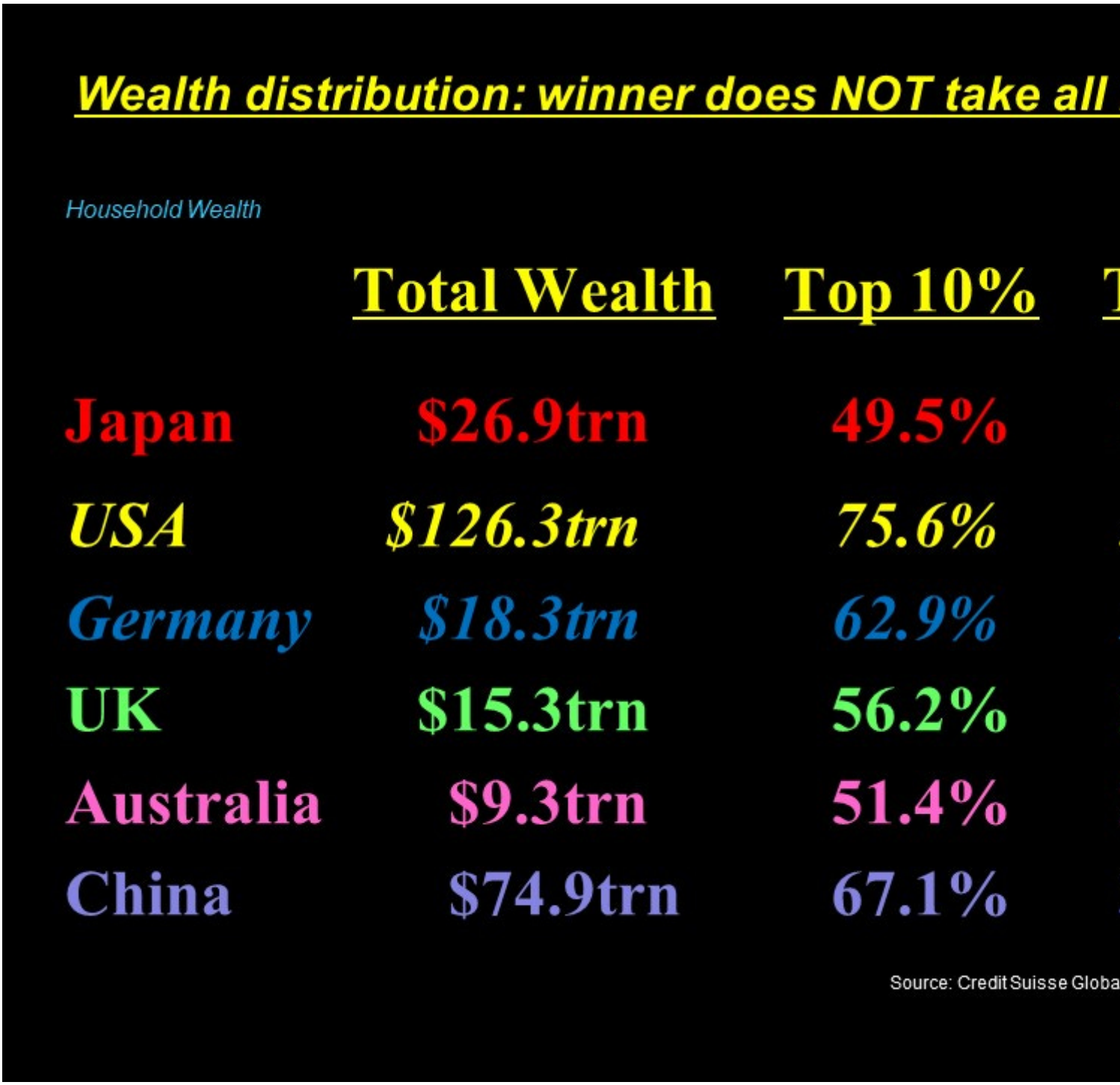
Flexibilisering arbeidsmarkt

Onderdeel van Abenomics is ook de hervorming van de arbeidsmarkt. Japanners hadden altijd een baan-voor-het-leven en de beloning was gebaseerd op senioriteit. Nu is het principe veel meer loon-naar-werken. Ook zijn de pensioenen ontkoppeld waardoor het eenvoudiger is om van baan te veranderen. Het belang van een flexibilisering van de arbeidsmarkt is groot. De werkloosheid is laag, maar er werken relatief weinig vrouwen. Verder weigert Japan vrij pertinent immigranten, liever zet men daarvoor meer robots in. Wat dat betreft profiteert Japan bovengemiddeld van kunstmatige intelligentie.



Japan als renteniersnatie

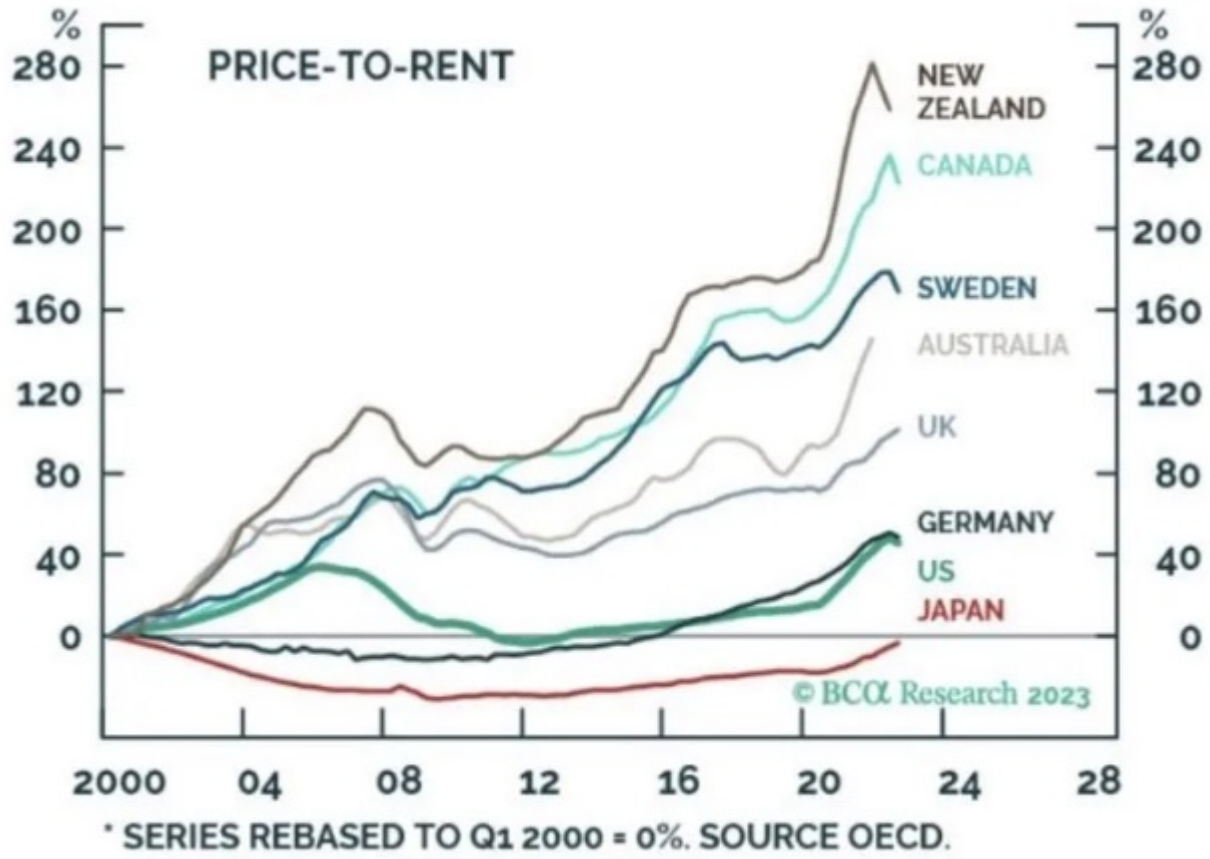
Kishida probeert van Japan ook een betere renteniersnatie te maken, een beetje vergelijkbaar zoals de Verenigde Staten in de jaren zeventig. Dat was de periode dat steeds meer Amerikanen begonnen te beleggen, mogelijk gemaakt door de Employee Retirement Income Security Act en de introductie van 401Ks. Op dit moment staat er nog zoâ??n 15 biljoen dollar aan cash aan de zijlijn. Volgens Goldman Sachs kunnen de nieuwe regels ervoor zorgen dat Japanners de komende vijf jaar tussen de 5 en de 9 biljoen yen extra in de Japanse aandelenmarkt gaan investeren.



Goedkope yen

Buitenlandse beleggers profiteren voorlopig nog van de goedkope yen. Zeker voor de Nederlandse vakantieganger is werkelijk alles in Japan goedkoop, inclusief vastgoed en de aandelenmarkt. De vraag is natuurlijk wanneer de yen aan kracht gaat winnen. Mogelijk dat de combinatie van een verkrappend Japans monetair beleid en een versoepelend Amerikaans monetair beleid de yen in beweging kan zetten. Als de beweging richting een sterkere yen eenmaal is ingezet, kan het snel gaan. Op dit moment is de discount ten opzichte van fair value zoâ??n 40 procent, terwijl de dollar juist duur is. Sinds de jaren zeventig is de yen niet meer zo goedkoop geweest. Dat helpt Japanse bedrijven

overigens om goed te concurreren met China en bijvoorbeeld ook met Duitsland.



First and Second Section

De Japanse aandelenmarkt (TOPIX) bestaat uit twee delen. In de First Section zitten vooral de large caps, in de second section de small caps. De value zit tegenwoordig vooral in de small caps (waar niemand naar kijkt), ook omdat het in vergrijzende Japan niet altijd eenvoudig is om opvolgers te vinden. Nog altijd hebben Japanse bedrijven bij elkaar netto geen schulden, een direct gevolg van de twee verloren deflatiedecennia. Die balansen moeten dus nog worden geoptimaliseerd. Op korte termijn profiteren vooral small caps met boekwaardes beneden de 0,7 van de nieuwe regels, maar ook Japanse banken zien de curve graag versteilen. Verder worden Japanse aandelen steeds vaker gebruikt als proxy om in China te beleggen, niet zo vreemd omdat China tegenwoordig de belangrijkste exportmarkt voor Japanse bedrijven is.

Japanse stealth bull-markt

Japan is het enige land in de wereld dat baat heeft bij oplopende inflatie. Jarenlang heeft de centrale bank geprobeerd om de inflatie omhoog te krijgen. Nu dat eindelijk is gelukt, lijkt men deze situatie te willen koesteren. Met inflatie komen ook hogere lonen en dat zal de vraag stimuleren. Eerder dit jaar verhoogde Uniqlo de lonen met 40 procent. Veel andere bedrijven komen ook met forse verhogingen. Daarmee ontstaat eindelijk de positieve spiraal met belangrijke gevolgen voor de Japanse economie. Een sterkere yen kan ook de drempelvrees wegnemen van buitenlandse beleggers die tot op heden de koerswinsten zagen afkalven door de zwakkere yen. Japan kan bovengemiddeld profiteren van kunstmatige intelligentie. Niet omdat Japanners zo creatief zijn, maar vooral omdat Japanners zo goed zijn in het perfectioneren van bestaande technologie. Ze ontdekken meestal de nieuwste technologie niet, maar zijn wel zeer goed in staat om â??whatâ??s in the boxâ?? te verbeteren. Japan profiteert ook van de bovengemiddelde groei in AziÃ«. Zo bezien draait het in de toekomst meer om groei, dan om value in Japan.

Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer