

Japan som investeringsdestination

Af porteføljeforvalter Morten Springborg og porteføljeforvalter Lars Wincentzen

Budgetunderskuddet i Japan er i en kategori for sig selv, og centralbankens nye kvantitative lempelser er af en størrelse, man aldrig tidligere har set. Valutaen er som følge heraf svækket kraftigt, men aktiemarkedet, specielt eksportsektoren, udviser fornyet optimisme. Vi besøgte for nylig en række japanske selskaber for at vurdere, hvor attraktivt det japanske aktiemarked er i lyset af "Abenomics". Dette er betegnelsen for den økonomiske reformpolitik, som premierminister Abe præsenterede i januar 2013 i form af "Three Arrows"-programmet.

Japan befinder sig i en kritisk situation. Økonomien er efter forårets momsstigning faldet tilbage i recession, handelsbalancen er negativ, efter at de japanske atomreaktorer er blevet slukket, og landet er derfor blevet ekstremt afhængig af importeret energi. Hertil kommer, at centralbanken har øget en i forvejen ekstremt aggressiv pengepolitik. På den baggrund rejste vi for nylig endnu engang til Japan for at sondre terrænet for investeringsmuligheder.

Vi havde hørt fra lokale kontakter, at det efterhånden kun er meget få vestlige investorer, der besøger landet. De fleste har givet op efter 25 års økonomisk ørkenvandring og dårlige afkast på aktiemarkedet. Paradoksalt nok oplever Japan i dag et boom i turismen, der er steget fra ca. 4 mio. turister for 10-15 år siden til nu 13 mio. turister, tiltrukket af meget lave priser efter det store fald i yennen de sidste par år. Vi kunne ved selvsyn konstatere, at man nu får utrolig meget for pengene. En japansk Big Mac koster en tredjedel mindre end i Danmark, ligesom en hotelovernatning koster en tredjedel af tilsvarende i USA. Dette er udmærkede indikatorer for den fun-

damentale undervurdering af yennen, der i reale handelsvægtede termer nu er billigere, end den har været i 40 år.

Politisk opbakning til eksperimental økonomisk politik

I november udkrev premierminister Abe valg til parlamentet før tid, hvilket han vandt sammen med koalitionspartneren Komeito. Sejren skal ses som en vigtig opbakning til Abes politiske "Three Arrows"-program. Programmet er kontroversielt, da det bygger på en ekstremt aggressiv finans- og pengepolitik, der har til formål at bekæmpe deflationen og kickstarte økonomien, hvorefter strukturelle reformer skal gennemføres.

Vores syn på denne politik er, at det på kort sigt er vigtigst at forholde sig til pengepolitikken. Siden kvantitative lempelser blev introduceret i 2012, er yennen blevet kraftigt svækket. I slutningen af oktober overraskede Bank of Japan med et yderligere pengepolitisk tiltag. Centralbanken ville trykke nye penge og opkøbe værdipapirer for USD 720 mia. svarende til 16 pct. af landets BNP hvert år, indtil inflationen runder to pct. 16 pct. er dobbelt så meget som det løbende budget-

” Sejren skal ses som en vigtig opbakning til Abes politiske "Three Arrows"-program, der bygger på en ekstremt aggressiv finans- og pengepolitik.

underskud. Til sammenligning købte den amerikanske centralbank, hvad der svarer til fem pct. af BNP, da den købte mest. Centralbanken vil således løbende reducere udbuddet af statsobligationer.

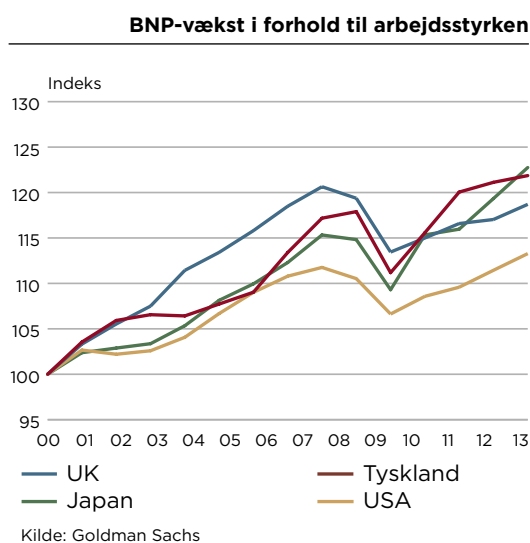
Disse tiltag vil forøge divergensen i pengepolitikken mellem de store økonomiske blokke, og effekten har da også udmøntet sig i yderligere fald i yen-kursen. Japan er en pioner i deflationær økonomi og eksporterer nu deflationen til resten af verdenen, gennem sin mere konkurrencedygtige eksportsektor. Dette er formentlig et af de få ”produkter”, verden ikke ønsker at købe fra Japan.

Japans kerneproblem er en aldrende befolkning

Den japanske økonomi har i to årtier været præget af deflation, og siden 2000 har den gennemsnitlige inflation målt ved CPI (forbrugerprisindeks) været -0,15 pct. I samme periode har den japanske vækst ligget lavest blandt de store udviklede økonomier. Væksten i BNP per indbygger har dog været på niveau med de fleste udviklede økonomier, og målt som BNP i forhold til arbejdsstyrken har væksten faktisk været den højeste og samtidig markant højere end i USA. Dette er effekten af en aldrende befolkning og faldende befolkningstal.

Er det realistisk, at Japan kan vokse hurtigere end over de sidste 15 år, og vil en aggressiv pengepolitik kunne ændre på økonomiens reelle akilleshæl, nemlig at landet har verdens ældste befolkning, samt at arbejdsstyrken mindskes? Sandsynligvis ikke.

Figur 1:



Faldende befolkningstal og verdens højeste statsgæld

Gældsrestruktureringen af bankerne blev gennemført for ti år siden. Overkapaciteten i økonomien er fjernet, aktier og ejendomspriser stiger igen, og jobmarkedet er det strammeste siden 1992 med få kvalificerede ansøgere til hver ledig stilling. Økonomien behøver med andre ord ikke mere stimulering, hvorfor årsagen til de massive pengepolitiske lempelser skal findes andetsteds. Vi mener, at årsagen er den uholdbare gældssituation.

” Selv hvis Abes ”Three Arrows”-program mirakuløst skulle være i stand til at løfte produktiviteten og øge arbejdsudbuddet, vil dette ramme økonomien gennem stigende renter.

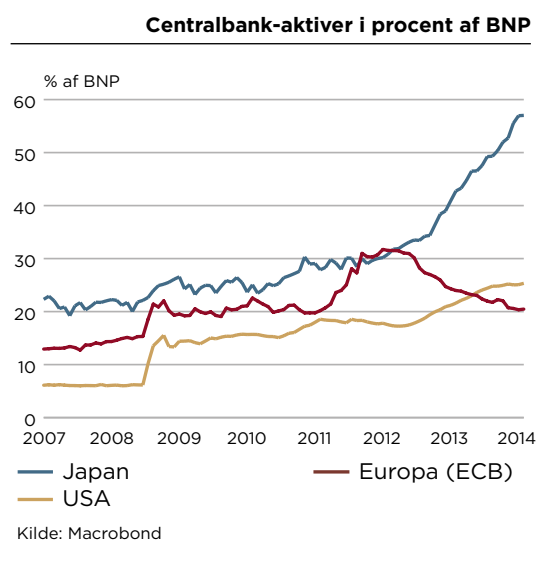
Japan har en bruttogæld på 240 pct. af BNP og en nettogæld på 135 pct. og har i mange år ligeledes haft et underskud på de offentlige finanser på ca. 8 pct. af BNP. Dette betyder, at 16 pct. af statens indtægter går til rentebetalinger til trods for, at den 10-årige statsrente pt. ligger på 0,3 pct. Japan kan således ikke bære en markant rentestigning. Selv hvis Abes ”Three Arrows”-program mirakuløst skulle være i stand til at løfte produktiviteten og øge arbejdsudbuddet, vil dette ramme økonomien gennem stigende renter, hvorfor højere vækst ikke i sig selv er løsningen.

Den japanske statsgæld er overvejende ejet af japanerne selv. Udenlandske investorer ejer kun 8 pct. Set i dette lys, er det ikke sandsynligt, at landet havner i en betalingsbalancekrise. Den demografiske udvikling udgør dog et alvorligt problem. En aldrende befolkning nedsparer, og de største ejere af japanske statsobligationer er landets pensionskasser. Pensionssektoren er i dag nettosælger af statsobligationer for at kunne udbetale til pensioner, og disse salg vil kun accelerere over de kommende år. Dette vil alt andet lige presse renterne op. Japan kan som sagt ikke bære højere renter, hvorfor den japanske centralbank vil være nødsaget til at træde til med opkøb. I dag er den japanske centralbank den dominerende køber og kontrollerer derfor renterne.

Centralbanken ejer i dag ca. 25 pct. af de japanske statsobligationer, svarende til omtrent 60 pct. af BNP – et niveau, der ikke tidligere er set i verdenshistorien – og dette vil kun stige i takt med, at pensionssektoren ændrer sin aktivallokering. Verdens største pensions-

kasse, japanske Government Pension Investment Fund (GPIF), har samtidig med centralbankens seneste tiltag i november annonceret, at man vil øge allokeringen til japanske og udenlandske realaktiver, hovedsageligt aktier, og sælge obligationer. GPIF har i dag investeret ca. 65 pct. i japanske og udenlandske obligationer, hvor vestlige pensionskasser typisk ligger med en andel på 35 pct.

Figur 2:



GPIF planlægger at sælge knap halvdelen af sine japanske statsobligationer, og der er ingen naturlige købere foruden centralbanken. Denne ændrede aktivallokering er i vores øjne forklaringen på centralbankens øgede opkøb af statsobligationer. Den japanske opsparing skal ændres fra obligationer til aktier. Målsætningen for den japanske regering og centralbank er at skabe inflation for dermed at have en chance for at håndtere statsgælden. Stigende inflation giver dog tab på obligationsbeholdningerne, hvilket vil kunne destabilisere det finansielle system. Dermed opstår behovet for en stærkere ejer af den japanske statsgæld, nemlig centralbanken. Uanset hvad, så vil det japanske samfund skulle bære tabet på den store gæld, hvad enten det er gennem pensionssystemet og bankerne eller gennem centralbankens tab af egenkapitalen, og yennens mulige fald de kommende år.

Det er klart, at denne politik er inflationær og via forværret bytteforhold med udlandet udhules købekraften for almindelige japanske forbrugere. Dette rammer samtidig de mindre hjemmemarkedsorienterede virksomheder.

Den tredje del i Abes "Three Arrows"-program drejer sig om strukturelle reformer, hvilket potentielt er meget positivt for aktiemarkedet. Dette indebærer bl.a. liberalisering af arbejdsmarkedet for at skabe mere fleksibilitet. Hertil kommer en skattereform, som i første omgang vil sænke selskabsskatten fra 35 til 29 pct. Senere vil en reform af de nuværende lukrative afskrivningsregler kunne finansiere yderligere lempelser. Det sidste forhold vil kunne få stor betydning for mange selskaber, der i dag udnytter afskrivningsreglerne og kun betaler meget lidt eller ingen skat. Kun 30 pct. af selskaberne, hvilket typisk er de store selskaber, betaler i dag (en meget høj) selskabsskat. En normalisering af skatteraten mod internationalt niveau vil have meget stor betydning for disse selskaber, herunder de selskaber vi er investeret i.

Aktieudvælgelse i Japan

Eksportselskaberne står som en klar vinder, da den faldende yen styrker deres konkurrenceevne. Vores strategi er at finde eksportselskaber med unikke markedspositioner inden for japanske kernekompetencer såsom industriteknologi.

” Vores strategi er at finde eksportselskaber med unikke markedspositioner inden for japanske kernekompetencer såsom industriteknologi.

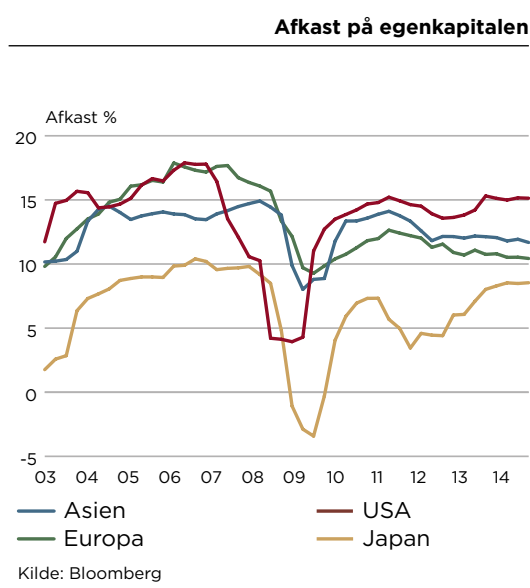
Vi har siden 1990 fulgt det japanske aktiemarked. Stagnationen i den økonomiske vækst og de lave eller negative inflationsrater har skabt svære forhold for de indenlandske selskaber. Som en fokuseret aktieinvestor har det været nemt blot at ignorere det japanske aktiemarked. Manglen på gode investeringsmuligheder har vi selv observeret gennem talrige virksomhedsbesøg, og det kommer til udtryk ved virksomhedernes lave afkast på egenkapitalen.

Der blæser dog nye vinde over Japan. Regeringen har udarbejdet reformer for "god virksomhedsledelse", som har fokus på at øge antallet af uafhængige bestyrelsesmedlemmer, og som henstiller til et minimumsmål for egenkapitalforrentningen på 8 pct. Resultatet er, at virksomhederne nu arbejder med sammensætningen af bestyrelserne.

I begyndelsen af 2014 blev JPX400-indeksset introduceret. Det er et indeks, der er konstrueret således, at kun de 400 selskaber med

den højeste egenkapitalforrentning er med. Flere institutionelle investorer, herunder GPIF, anvender aktivt indekset, hvorfor det i stigende grad er vigtigt for de store virksomheder at sikre sig en plads i indekset. Dette er en revolution for japanske virksomheder, der gennem årtier har været ledet ud fra hierarkiske konfucianistiske principper og intern ledelsesudvælgelse, der ikke har været fokuseret på kvalitet men på anciennitet. Det er slut. Vi tror, at fokus herfra vil være på at øge virksomhedernes kapitalafkast.

Figur 3:



I C WorldWide har vi altid haft fokus på selskaber af høj kvalitet og med gode vækstudsigter. C WorldWide/Globale Aktier har i løbet af 2014 øget investeringerne i Japan til 7,4 pct. fordelt på fire selskaber. Disse fire selskaber har alle unikke forretningsområder og er særdeles lønsomme, som det fremgår af tabellen.

Selskabers margin og forrentning af egenkapital for 2014

Selskab	Driftsmargin	Forrentning
Keyence	49%	12%
Fanuc	36%	13%
Rakuten	17%	16%
Komatsu	12%	12%

Keyence og Fanuc har meget høje driftsmarginer, men en ganske lav egenkapitalforrentning. Det skyldes, at begge selskaber har meget store kontantbeholdninger, som ikke skaber nogen ind-

tjening. Fanuc har ca. USD 8 mia. i kontanter, mens Keyence har USD 3,5 mia., svarende til 15-20 pct. af selskabernes markedsværdi. Herudover ejer Fanuc ca. 18 pct. af egne aktier. Når vi møder selskaber med en sådan høj forsigtighed, spørger vi altid ind til dette. Den forretningsmæssige logik ville være opkøb af selskaber internationalt, men det gør de ikke. Forklaringen skal formentlig findes i ønsket om at være uafhængige af deres banker samt at kunne modstå selv meget svære markedsforhold uden hjælp. Det er dog en pseudoforklaring, forstået på den måde, at Keyence og Fanuc er så profitable, at de selv gennem den seneste finanskriser gav overskud.

Keyence og Fanucs høje marginer skyldes deres meget unikke fran-

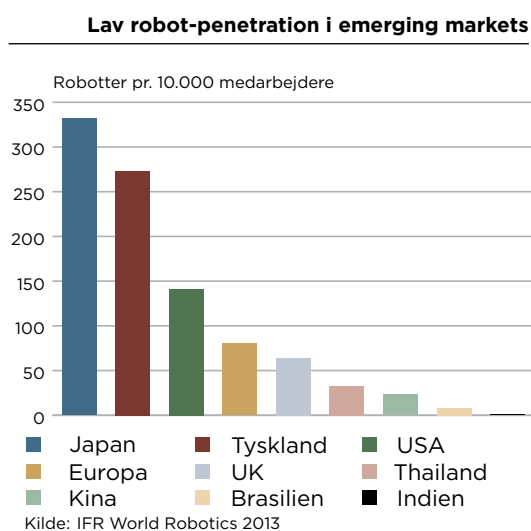
” Automatiseringen er en nødvendighed i den vestlige verden som følge af den aldrende befolkning og faldende arbejdsstyrke, men også som led i at opretholde konkurrenceevnen.

chises. Begge selskaber udspringer af Japans førerskab inden for automatisering. Fanuc er således en af verdens største producenter af robotter, robotmaskiner (mindre robotter) og CNC-enheder (Computer Numerical Control). CNC-enhederne er computerprocessorer, der tilsluttes og styrer værktøjsmaskiner, hvilket er et marked, hvor Fanuc har over 50 pct. global markedsandel. Alle Fanucs forretningsområder oplever vækst drevet af det strukturelle behov for at automatisere manuelle processer. Automatiseringen er en nødvendighed i den vestlige verden som følge af den aldrende befolkning og faldende arbejdsstyrke, men også som led i at opretholde konkurrenceevnen. I emerging markets er udbredelsen af robotter stadig lav, men da lønningerne er på vej hastigt opad, er det i stigende grad nødvendigt og fordelagtigt at automatisere.

Keyence er verdensledende inden for sensorer og andet måleudstyr. Sensorerne bruges i et væld af industrier med henblik på at øge hastigheden på produktionsprocesserne. En sensor kan opfatte ting markant hurtigere end det menneskelige øje, hvorfor et transportbånd, som før var overvåget af arbejdere, vil kunne sætte hastigheden op med 10-20 gange ved at anvende sensorer. Keyence skaber således selv sine markeder ved at være i tæt dialog med sine industrikunder, og potentialet er enormt. Keyence producerer ikke selv sine produkter, men har fuldkommen kontrol over sine produktrettigheder samt produktkvaliteten. Dette er forklaringen

på selskabets meget høje profitabilitet. Væksten drives af nye produkter og fokus på global ekspansion. Det internationale salg steg for eksempel over 30 pct. i 2013 og 2014, og vi forventer, at den høje vækst vil fortsætte og retfærdiggøre en relativ høj prisfastsættelse af aktien.

Figur 4:



Hele aktiemarkedet kan overraske positivt via en ændret adfærd som regeringens reform for ”god virksomhedsledelse” kan bidrage til. De japanske aktieselskaber oplever allerede i dag en forbedret indtjening. Egenkapitalforrentningen er steget fra 4 pct. for to år siden til 8 pct. i dag, og hvorfor skulle japanske selskaber ikke kunne få et afkast på niveau med internationale konkurrenter i takt med, at der opstår lidt inflation i økonomien, og de massive kontantbeholdninger i det japanske erhvervsliv aktiveres gennem M&A, investeringer og aktietilbagekøb. Mængden af tilbagekøb er faktisk allerede steget 60 pct. i forhold til sidste år. Japan er et risikabelt marked, men også et marked, der har meget stort potentiale.

” Hele aktiemarkedet kan overraske positivt via en ændret adfærd som regeringens reform for ”god virksomhedsledelse” kan bidrage til.

Vores syn på Japan

De japanske politikere har truffet adskillige tvivlsomme valg over de sidste 30 år, og resultatet har været uproduktive investeringer, sådan at landet i dag har verdens relativt største offentlige gæld. Når Japan samtidig har verdens hurtigst aldrende arbejdsstyrke, ja så fanges landet i en gældsfælde. De eneste udveje er monetarisering (centralbankens finansiering af gælden), bankerot eller inflation. Vi tror, Japan har valgt monetarisering fulgt af inflation. Yen'en er historisk billig, og tilpasningen til en mere rimelig yen-kurs går via enten styrkelse af valutaen eller inflation. Vi tror, at det vil ske gennem gradvis stigende inflation i takt med, at den strukturelle mangel på arbejdskraft bliver tydeligere, hvorved økonomien vil opleve et stigende lønpres. Virksomhederne vil fokusere på automatisering af både service og industri, hvorfor vores primære investeringer i Japan er Keyence og Fanuc.