

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Japan mit Navigationsproblemen zwischen Trumps Vorstellungen und dem Freihandel

Ein altes japanisches Sprichwort hat der japanische Premierminister ganz offenbar bei seinen Besuchen in Washington und Brüssel vollumfänglich beherzigt: „Wer ruhig leben will, darf nicht sagen, was er weiß, und nicht glauben, was er hört“.

Nachdem das lange verhandelte Freihandelsabkommen mit den USA durch Donald Trump in einer seiner ersten Amtshandlungen vom Tisch gefegt wurde, konzentriert sich die Europäische Union auf eine möglichst reibungslose und schnelle Übereinkunft mit Japan als zweitem großem Industrieland neben Kanada. Premierminister Shinzo Abe kam allerdings ohne große Euphorie in dieser Angelegenheit am 21. März nach Brüssel. Eigentlich war der Plan alles bis Ende 2016 unter Dach und Fach zu bringen und dann mit Pomp und Glamour zu unterschreiben. Doch einige knifflige Themen warten nach wie vor auf einen Kompromiss.

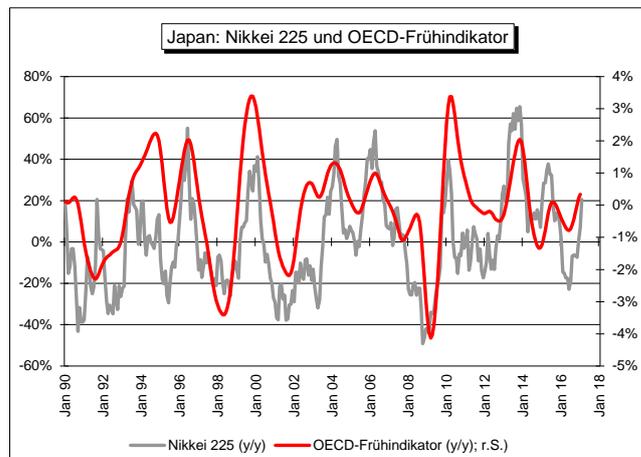
So tut sich Japan sehr schwer mit der Forderung der Europäer nach einer Marktöffnung für Agrarprodukte. Die in der japanischen Verfassung verankerte Selbstversorgung im Krisenfall hat zu einer hochsubventionierten und kaum konkurrenzfähigen Landwirtschaft geführt. Auch der Vorschlag der Europäer, ähnlich wie beim Abkommen mit Kanada Investitionsgerichte statt privater Schiedsgerichte für die Lösung von Problemen zwischen internationalen Investoren und Gastländern zu installieren, löst in Tokio bisher keinen Jubel aus. Im Gegenzug sieht Europa vor allem die unbegrenzte Einfuhr japanischer Fahrzeuge und die zunehmenden Übernahmen europäischer Unternehmen als Gefahr.

Umso erstaunlicher war dann der Auftritt des Premierministers bei seinem Besuch in Europa in den vergangenen Tagen. Sowohl bei der gemeinsamen Eröffnung der diesjährigen CeBIT (Akronym für Centrum für Büroautomation, Informationstechnologie und Telekommunikation) in Hannover mit Kanzlerin Merkel als auch bei seinen Gesprächen in Brüssel sahen sich die Europäer einer regelrechten Charmeoffensive ausgesetzt. Auf das Thema Freihandel bezogen gipfelte diese in der Pressekonferenz mit EU-Kommissionspräsident Juncker in folgendem Wunsch: „Japan, die EU und die Vereinigten Staaten sollten Hand in Hand daran arbeiten, die freie und offene Weltordnung zu erhalten“ befand Abe und vollzog einen demonstrativen Schulterchluss mit den Europäern gegen die diffusen protektionistischen Pläne des neuen US-Präsidenten.

Nach Aussagen beider Seiten stehen die Chancen nun gut, das Abkommen in diesem Jahr zu unterzeichnen. Unklar bleibt aber, wie stark die Achse Washington – Tokio einer Einigung mit den Europäern im Wege steht. Abe war als erster Regierungschef zum Amtsantritt bei Donald Trump und wirkte sehr bemüht, es dem neuen starken Mann im Weißen Haus Recht zu machen. Schließlich hatte der US-Präsident im Vorfeld des Besuchs Japan und China der Währungsmanipulation beschuldigt und in der ihm eigenen

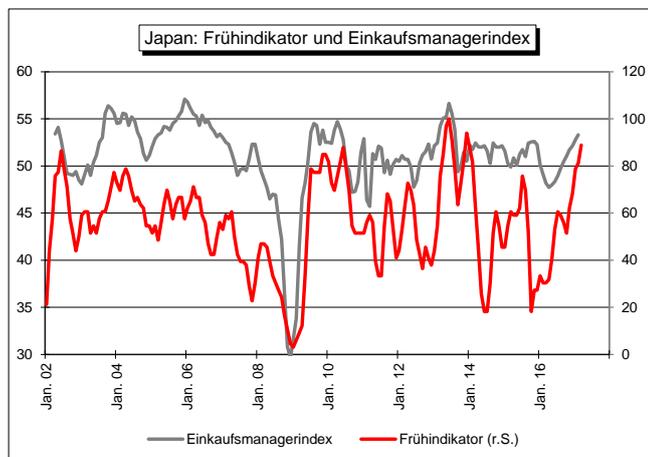
Art gepoltert, Japan verschaffe sich nicht zu akzeptierende Wettbewerbsvorteile durch aktive Wechselkursbeeinflussung. Tokio erklärt den Währungseffekt jedoch scheinheilig als leider entstandenen Kollateralschaden. Die massiven Käufe von Staatsanleihen und die damit verbundene Erhöhung der heimischen Geldmenge diene ausschließlich der Bekämpfung einer zähen japanischen Deflation.

Schadensbegrenzung war also die Hauptdevise während des Gipfeltreffens. Auch da war viel von freiem Handel und gegenseitigen Vorteilen die Rede, von Fairness und Ausgewogenheit. Abe brachte zudem Geschenke mit. Bis zu 100.000 neue Jobs wollen japanische Firmen in den USA schaffen, Schnellbahnstrecken bauen und Dollar-Anleihen für Infrastrukturprojekte zeichnen. Verflüssigtes Schiefergas könnte aus den Staaten importiert und neue Waffensysteme gekauft werden. Abe hat dafür bei Trump einiges an Lob geerntet und durfte mit nach Florida zum Golf. Angela Merkel dagegen wurde bei ihrem Besuch eher kühl und pragmatisch abgefertigt und schnell wieder nach Hause geschickt. Das lässt schon auf den ersten Blick zweierlei Maß in der Behandlung von Regierungschefs verbündeter Staaten erkennen, auch wenn Golf mit hoher Wahrscheinlichkeit nicht zu den Kernkompetenzen von Frau Merkel gehört und schon deshalb nicht ganz oben auf der Agenda stand.

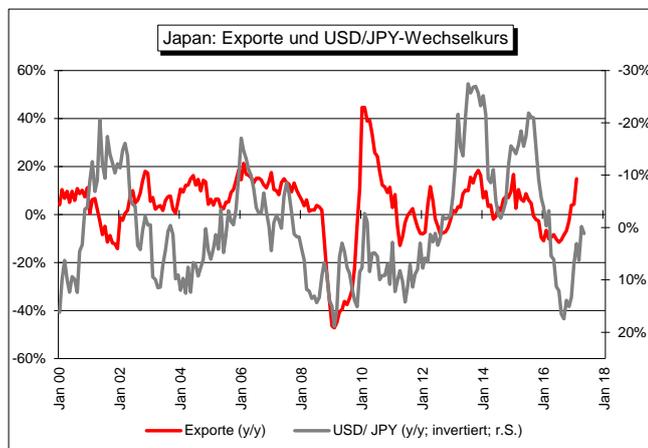


Unsere Kritik an ausbleibenden Reformen und einer tatsächlichen Modernisierung der japanischen Volkswirtschaft halten wir zwar nach wie vor aufrecht. Allerdings gibt es auch eine Reihe von wirtschaftlichen Erfolgen zu konstatieren. Seit der Übernahme der Regierungsverantwortung durch Herrn Abe im Dezember 2012 ist das nominale BIP um immerhin neun Prozent gestiegen und die Arbeitslosigkeit auf einen Rekordwert von 3,1% gesunken. Im Gegenzug stieg die Zahl der offenen Stellen auf das höchste Niveau seit 1991. Die durchschnittliche Eigenkapitalrendite der japanischen Unternehmen stieg deutlich auf nun 8,1%. Am Aktienmarkt legte der Nikkei 225, der bekannteste Index des Landes, in Landeswährung gerechnet um über 80% zu. Da gleichzeitig der Yen gegenüber Dollar und Euro insgesamt zweistellig verlor, schmälert dies allerdings den Erfolg ausländischer Anleger. Trotz des deutlichen Anstieges der Aktienmärkte ist die Bewertung mit einem

Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von 14,5 und einem Kurs-Buchwert Verhältnis (KBV) von 1,3 vergleichsweise moderat. Knapp 60 Prozent der Unternehmen werden aktuell unter ihrem inneren Wert gehandelt.

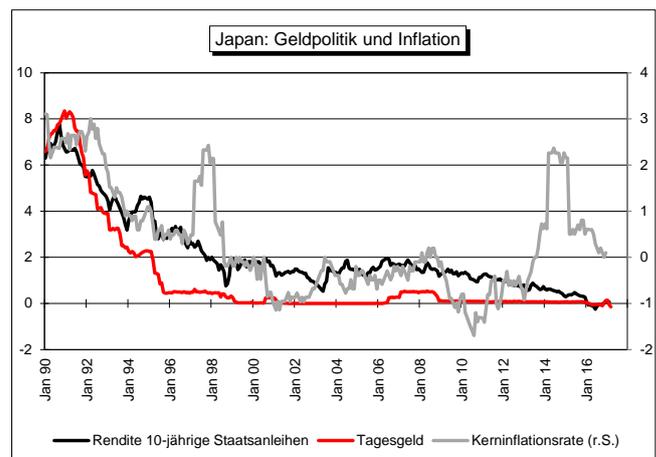


Wir kommen deshalb nicht umhin positive Entwicklungen, insbesondere in Bezug auf die japanischen Unternehmen festzustellen. Ein grundlegender Wandel in der Unternehmensführung hat letztlich auch zu positiven Effekten für die Anleger geführt. Die Entdeckung des Shareholder Value einerseits und eine ausschüttungsfreundliche, an den Kapitalrenditen orientierte, offene Kommunikation andererseits hat die bis vor wenigen Jahren übliche, eher konspirative Öffentlichkeitsarbeit abgelöst.



Die Dividendenrenditen sind im Durchschnitt des 2000 Werte umfassenden marktbreiten Topix-Index seit 2012 um fast 50 Prozent angestiegen. Hinzu kommen Aktienrückkäufe auf breiter Front. Das war möglich, weil trotz nur gering wachsender Umsätze die Profitabilität überproportional zulegen konnte. Selbst wenn man die erheblichen Effekte der günstigen Rohstoff- und Energiepreise heraus rechnet, bleibt es bei dieser Aussage. Parallel zur Verbesserung der Ausschüttungen konnten die Unternehmen ihre Verschuldung halbieren und hohe Liquiditätspolster aufbauen. Für das laufende Jahr geht die Mehrzahl der Analysten von einer erneut zweistelligen Gewinnsteigerung um 12 bis 13% aus. Dabei liefert die erwartete Abschwächung des Yen nach seiner Zwischenerholung in 2016 etwa die Hälfte des Erfolges. Der verbleibende Rest des erwarteten Zuwachses bezieht sich auf organisches Ertragswachstum.

Trotz aller Finten und Ausflüchte ist es natürlich Ziel der Bank von Japan, den Yen schwach zu halten und mit ihrer Geldpolitik einerseits Inflation zu importieren und andererseits sowohl die Erträge der Exportindustrie zu optimieren als auch den Konsum der eigenen Bevölkerung anzuregen. Gleichzeitig verschafft diese Politik den Firmen größere Spielräume für die gewünschten Gehaltssteigerungen. Angesichts der inzwischen sehr geringen Arbeitslosenquote und einer nach wie vor kaum vorhandenen Zuwanderung dürfte der Druck diesbezüglich im laufenden Jahr deutlich steigen und Preisüberwälzungsspielräume in Gang setzen. Bereits im Januar hat die Notenbank angesichts dieser absehbaren Entwicklungen die Prognosen für das Wirtschaftswachstum in diesem und im nächsten Jahr erhöht. Für das am 1. April 2017 beginnende Fiskaljahr wird nun ein reales Wachstum von 1,5% (zuvor 1,3%) erwartet. Das Potentialwachstum liegt im Vergleich dazu bei bescheidenen 0,5%. Zur Erreichung dieses Ziels wird die extrem lockere Geldpolitik fortgesetzt: unter anderem werden in diesem Jahr Staatsanleihen im Wert von 80 Billionen Yen und Aktien-Indexfonds für 6 Billionen Yen gekauft. Bereits im Januar konnte die Bank of Japan dann auch erstmals steigende Preise vermelden. Es bleibt aber abzuwarten, ob dies lediglich ein Währungseffekt ist oder ob die Früchte der beschriebenen Geldpolitik tatsächlich beginnen, nachhaltig zu reifen.



Als kurztreibend könnten sich auch Faktoren entwickeln, die eher struktureller Natur sind. Anhaltende Aktienrückkäufe der Unternehmen, Anlagen großer Pensionskassen und der Notenbank, aber auch ein wachsendes Interesse der bisher eher unterinvestierten internationalen Investoren gilt es, angesichts der beschriebenen Gemengelage im Auge zu behalten. Dennoch bleiben die langfristigen Aussichten für die alternde japanische Volkswirtschaft trotz dieser Entwicklungen unserer Meinung nach mit vielen Fragezeichen versehen. Japanische Aktiengesellschaften haben jedoch heute wieder deutlich mehr Interesse verdient als noch vor wenigen Jahren. Während in den USA die Zinsen langfristig weiter steigen, ist in Japan davon keine Rede. Der schwache Yen dürfte die Exporte weiter beflügeln und die Nachfrage nach japanischen Aktien angesichts einer nirgends so eklatanten Negativverzinsung ankurbeln.

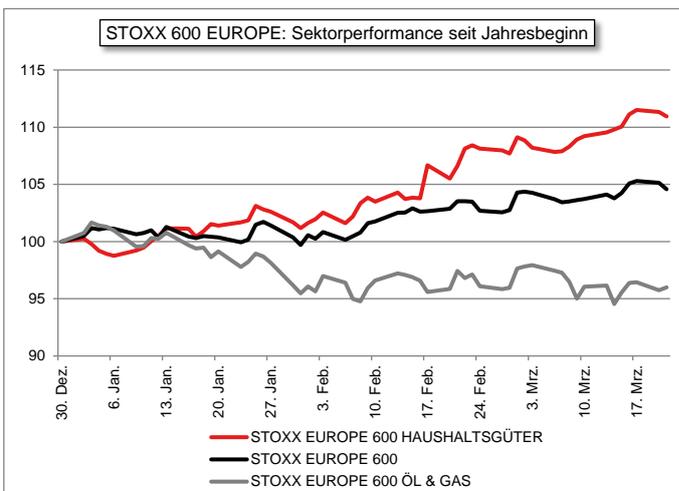
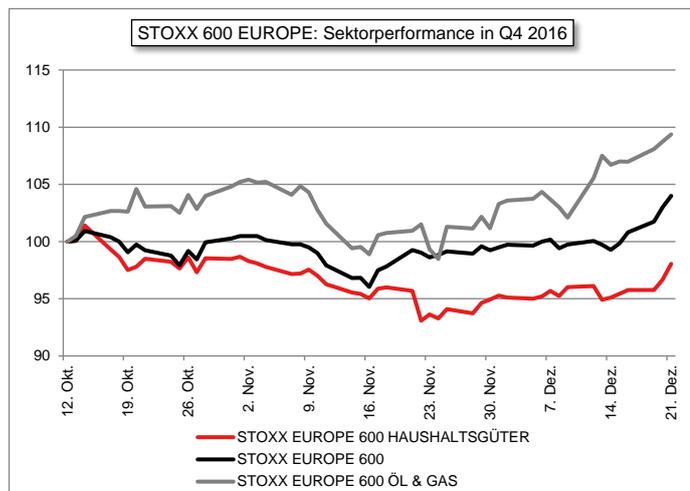
Dr. Frank Geilfuß, Bankhaus Löffelbecker

Wochenausblick für die Zeit vom 27. März bis 31. März 2017

	Okt	Nov	Dez	Jan	Feb	Mrz	Veröffentlichung
D: Ifo-Geschäftsklimaindex	110,5	110,4	111	109,9	111	110,5	27. März
D: Ifo-Geschäftserwartungen	106	105,4	105,5	103,2	104	103,5	27. März
D: Ifo-Lageeinschätzung	115,2	115,7	116,7	116,9	118,4	117,5	27. März
D: Importpreise, m/m	0,9%	0,7%	1,9%	0,9%	0,2%		30. März
D: Importpreise, y/y	-0,6%	0,3%	3,5%	6,0%	6,9%		30. März
D: vorl. Inflationsrate, m/m	0,2%	0,1%	0,7%	-0,6%	0,6%	0,2%	30. März
D: vorl. Inflationsrate, y/y	0,8%	0,8%	1,7%	1,9%	2,2%	1,6%	30. März
D: vorl. Kerninflationsrate, y/y	1,2%	1,2%	1,5%	1,2%	1,3%	1,2%	30. März
D: Einzelhandelsumsätze, m/m	1,5%	-0,7%	0,0%	-0,8%	0,5%		31. März
D: Veränderung Arbeitslose in 1000	-15	-8	-19	-25	-15	-10	31. März
D: Arbeitslosenquote	6	6	6	5,9	5,9	5,9	31. März
E-19: M3, y/y	4,5%	4,7%	5,0%	4,8%	4,9%		27. März
E-19: Geschäftsklima	0,56	0,43	0,77	0,76	0,82	0,75	30. März
E-19: Wirtschaftsvertrauen	106,3	106,5	107,8	107,9	108	107,5	30. März
E-19: Konsumentenvertrauen	-8	-6,2	-5,1	-4,8	-6,2	-5,0	30. März
E-19: Industrievertrauen	-0,7	-1,1	0	0,8	1,3	1,0	30. März
E-19: vorl. Inflationsrate, y/y	0,5%	0,6%	1,1%	1,8%	2,0%	0,9%	31. März
E-19: vorl. Kerninflationsrate, y/y	0,8%	0,8%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	31. März

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: „Die Letzten werden die Ersten sein“...



... so oder so ähnlich kann die aktuelle Sektorperformance an den Aktienmärkten beschrieben werden. Nach der überraschenden Wahl Donald Trumps zum neuen US-Präsidenten, der Öl-Fördermengenbegrenzung seitens der OPEC sowie dem Anziehen der Weltkonjunktur im vierten Quartal 2016 endete das Jahr mit einem versöhnlichen Ausklang an den Aktienmärkten. Die genannten Einflussfaktoren ließen allerdings nicht nur die Kurse kräftig steigen, sondern gingen auch mit einer ausgeprägten Sektor-Rotation hin zu zyklischen Werten einher. Daher ist es kaum verwunderlich, dass der zyklische Öl- und Gas-Sektor im vierten Quartal zu den besten und der defensive Haushaltsgüter-Sektor zu den schlechtesten Sektoren gehörte. Verwunderlich ist jedoch, dass es, wenn man sich die Performance der verschiedenen Sektoren im ersten Quartal 2017 anschaut, mit der beschriebenen Sektor-Rotation bereits wieder vorbei zu sein scheint. Denn während der Sektor mit der besten Performance in diesem Jahr mit

10,9% der defensive Sektor Haushaltsgüter ist, folgt als Schlusslicht mit einem Minus von -4,0% der zyklische Sektor Öl & Gas. Ist dies bereits ein Zeichen für das Ende der Hausse oder schlimmer noch das erste Anzeichen für eine neue Krise? Wir denken nicht. Wir sind der Meinung, dass die aktuelle Sektorperformance hauptsächlich politisch motiviert ist. Die Ernüchterung, dass auf Trumps Wahlversprechen bislang keine Taten gefolgt sind, sowie die Wahl Ende April in Frankreich, an deren Ausgang einige Schwarzseher das Schicksal der Eurozone knüpfen, haben dafür gesorgt, dass seit einigen Wochen wieder der „Risk-On“ Modus an den Aktienmärkten gespielt wird. Da die Konjunkturdynamik jedoch seit Jahresbeginn sogar noch etwas zugenommen hat, sind wir der Meinung, dass sich – sobald die politischen Unsicherheiten wieder etwas aus dem Fokus der Anleger rücken – auch die Zykliker wieder durchsetzen sollten.

	Stand	Veränderung zum			
	23.03.2017 16:59	16.03.2017 -1 Woche	22.02.2017 -1 Monat	22.12.2016 -3 Monate	30.12.2016 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	20732	-1,0%	-0,2%	4,1%	4,9%
S&P 500	2357	-1,0%	-0,3%	4,2%	5,3%
Nasdaq	5822	-1,3%	-0,7%	6,9%	8,1%
DAX	12022	-0,5%	0,2%	4,9%	4,7%
MDAX	23396	-1,1%	-0,9%	6,1%	5,4%
TecDAX	1977	-0,6%	3,0%	11,2%	9,1%
EuroStoxx 50	3449	0,3%	3,3%	5,5%	4,8%
Stoxx 50	3135	-0,1%	1,1%	4,5%	4,1%
SMI (Swiss Market Index)	8619	-0,6%	0,4%	4,6%	4,9%
FTSE 100	7342	-1,0%	0,5%	3,9%	2,8%
Nikkei 225	19041	-2,8%	-1,7%	-2,0%	-0,4%
Brasilien BOVESPA	63491	-3,5%	-7,4%	10,9%	5,4%
Russland RTS	1124	2,6%	-1,9%	-0,1%	-2,4%
Indien BSE 30	29332	-0,9%	1,6%	12,9%	10,2%
China Shanghai Composite	3249	-0,6%	-0,4%	3,5%	4,7%
MSCI Welt (in €)	1843	-1,7%	-2,5%	1,5%	2,8%
MSCI Emerging Markets (in €)	967	-0,2%	-0,9%	11,1%	9,6%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	160,04	32	-495	-313	-411
Bobl-Future	131,25	-13	-320	-209	-238
Schatz-Future	112,16	-12	-45	-13	-14
3 Monats Euribor	-0,33	0	0	-1	-1
3M Euribor Future, Dez 2017	-0,22	1	3	3	0
3 Monats \$ Libor	1,16	0	10	16	16
Fed Funds Future, Dez 2017	1,23	-2	9	8	0
10-jährige US Treasuries	2,42	-10	1	-13	-2
10-jährige Bunds	0,42	-2	16	26	32
10-jährige Staatsanl. Japan	0,06	-1	-3	0	1
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,02	6	24	13	18
US Treas 10Y Performance	573,34	1,2%	0,4%	1,7%	0,7%
Bund 10Y Performance	605,51	0,4%	-1,3%	-0,7%	-1,2%
REX Performance Index	483,05	0,1%	-0,8%	-0,1%	-0,5%
IBOXX AA, €	0,78	-1	15	6	11
IBOXX BBB, €	1,56	-2	8	1	6
ML US High Yield	6,37	14	32	-15	-9
JPM EMBI+, Index	801	0,8%	0,5%	4,3%	3,7%
Wandelanleihen Exane 25	6947	0,0%	-0,2%	0,8%	0,5%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	421,59	0,2%	-1,5%	1,4%	0,2%
MG Base Metal Index	300,56	-1,3%	-1,7%	7,0%	7,4%
Rohöl Brent	50,55	-2,1%	-9,4%	-8,4%	-10,9%
Gold	1245,57	1,3%	1,0%	10,0%	7,6%
Silber	17,57	1,3%	-2,1%	10,4%	9,5%
Aluminium	1911,75	1,3%	1,9%	10,0%	12,2%
Kupfer	5780,00	-1,9%	-4,1%	5,0%	4,7%
Eisenerz	86,00	-5,5%	-9,9%	12,4%	7,5%
Frachtraten Baltic Dry Index	1190	1,5%	47,6%	28,2%	23,8%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,0786	0,6%	2,6%	3,3%	2,3%
EUR/ GBP	0,8613	-0,8%	1,8%	1,3%	0,9%
EUR/ JPY	119,89	-1,4%	0,9%	-2,4%	-2,8%
EUR/ CHF	1,0704	0,1%	0,6%	0,0%	-0,3%
USD/ CNY	6,8843	-0,2%	0,1%	-1,0%	-1,0%
USD/ JPY	111,16	-1,9%	-1,9%	-5,4%	-4,9%
USD/ GBP	0,7986	-1,2%	-0,5%	-1,8%	-1,3%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com	Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite	+49 40 3282-2439	cjasperneite@mmwarburg.com	Dr. Rebekka Haller	+49 40 3282-2452	rhaller@mmwarburg.com
Dr. Jörg Rahn	+49 40 3282-2419	jrahn@mmwarburg.com	Bente Lorenzen	+49 40 3282-2409	blorenzen@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den herein bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikrofilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.