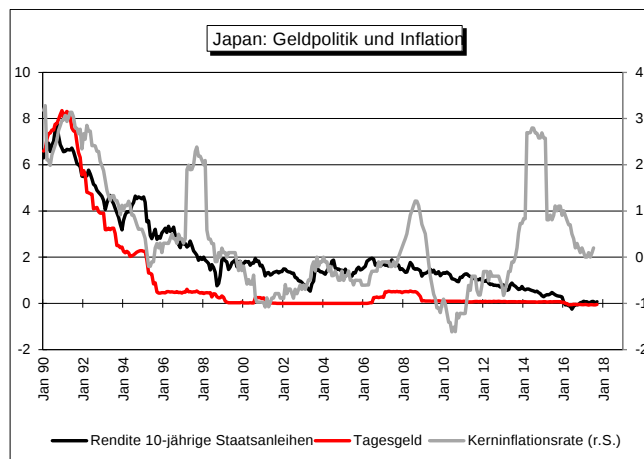


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Japan hat gewählt! Banzei oder Harakiri?¹

So richtig glauben konnte es Premierminister Shinzo Abe selbst nicht. Hat er tatsächlich vergangenen Sonntag bei vorgezogenen Neuwahlen mit seiner Liberaldemokratischen Partei (LDP) mehr als die Hälfte aller Sitze im japanischen Parlament erkämpft? Bei einer Fortsetzung der bewährten Koalition mit der kleinen shintoistischen Komeito Partei reicht es wahrscheinlich sogar für eine Zweidrittelmehrheit, sodass ein Durchwinken der angekündigten Verfassungsänderungen problemlos möglich wäre. Wieder einmal waren die Prognosen im Vorfeld völlig andere. Noch im August hinterließen Vorwürfe der Vetterwirtschaft und mutmaßlicher Gefälligkeiten für politische Freunde und Unterstützer deutliche Kratzer am liberaldemokratischen Lack. Die Idee, auf dem Fundament einer robusten wirtschaftlichen Entwicklung Wahlen vorzuziehen, um sich die Macht für weitere vier Jahre zu sichern, erschien plötzlich gar nicht mehr so schlau. Neue politische Kräfte, mit denen vor dem Sommer fast niemand gerechnet hatte, erschienen mit populären Programmen auf der politischen Bühne und konnten dabei dankbar auf die Skandale der Regierenden verweisen. Deren Uneinigkeit und Unerfahrenheit hat das Establishment der regierenden LDP jedoch eiskalt genutzt und mit dem vorgezogenen Termin gleichzeitig den beginnenden Prozess der Formierung ernsthafter Konkurrenten wieder beendet. Letztlich konnte weder die Demokratische Partei noch die von der populären Tokioter Gouverneurin Yuriko Koike gegründete „Partei der Hoffnung“ den erneuten Triumphzug Abe's verhindern.

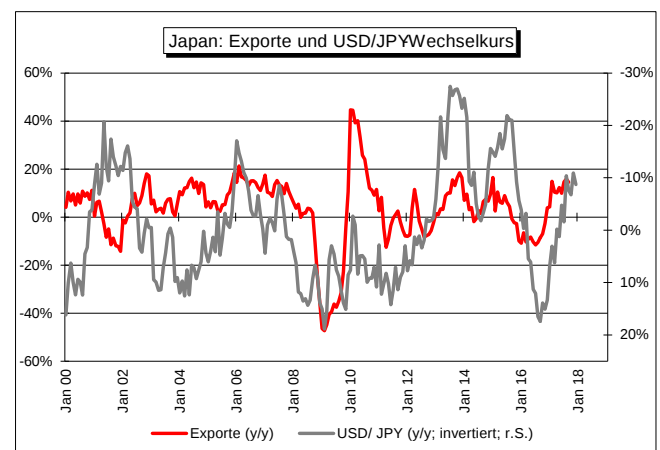


Neben einer schwachen Opposition und einem Taifun, den die Wetterexperten mit „Harvey“ vergleichen und der viele Wähler vom Gang zu den Wahlurnen abhielt (die Wahlbeteiligung lag auf einem historischen Tiefstand von knapp 50 Prozent) war wohl auch der nordkoreanische Präsident Kim Jong-un mitverantwortlich für das nun vorliegende Ergebnis. Die Eskalation der Drohungen zwischen Washington und Pjöngjang hinterließ in Japan ebenso viel Angst wie die im Japanischen Meer landenden nordkoreanischen Raketen. Abe hat dies genutzt und eine „nationale

Krise“ beschworen, für deren Überwindung er und nur er ein klares Mandat benötige. Die Opposition war sich nicht einig in dieser Frage und konnte nur Experimente statt einer tragfähigen und vereinten Strategie anbieten. In Krisen greift man jedoch lieber – nicht nur in Japan – auf Bewährtes zurück.

Angesichts der Bedrohungen aus Nordkorea wird es dem wiedergewählten Präsidenten das erste Anliegen sein, die angespannte Stimmung zu nutzen, um sein Lieblingsprojekt einer Verfassungsänderung durchzusetzen. Die seit dem Ende des Zweiten Weltkrieges gültige pazifistische Verfassung, die Japan erhebliche militärische Beschränkungen auferlegt, soll gekippt werden. Das würde auch die Männerfreundschaft zu Donald Trump festigen, der sich bekanntermaßen mehr solcher Kollegen an den Schalthebeln der Macht wünscht. Bei der eigenen Bevölkerung ist das Projekt eher umstritten, mehr als 50 Prozent der Japaner lehnen eine Verfassungsänderung in dieser Frage ab.

Darüber hinaus will die LDP im Zusammenwirken mit der japanischen Notenbank auch in der Wirtschaftspolitik den eingeschlagenen Kurs weiter fortsetzen. Nach anfänglichen Reibungsverlusten war dieser inzwischen auch messbar und erfolgreich. Ziel der Bank von Japan bleibt es, den Yen zu schwächen. Mit Hilfe einer schwachen Währung soll einerseits Inflation importiert und andererseits die Ertragskraft der Exportindustrie optimiert werden. Tokio erklärt den in Washington und anderen Orten argwöhnisch beobachteten Wechselkurseffekt als Kollateralschaden. Die anhaltenden, massiven Käufe von Staatsanleihen und die damit verbundene Erhöhung der Geldmenge diene ausschließlich der Verhinderung eines Rückfalls in die Deflation. Zur Erreichung dieses Ziels wird die extrem lockere Geldpolitik fortgesetzt; allein in diesem Jahr werden Staatsanleihen im Wert von 600 Milliarden Euro und Aktien-Indexfonds für 45 Milliarden Euro gekauft.

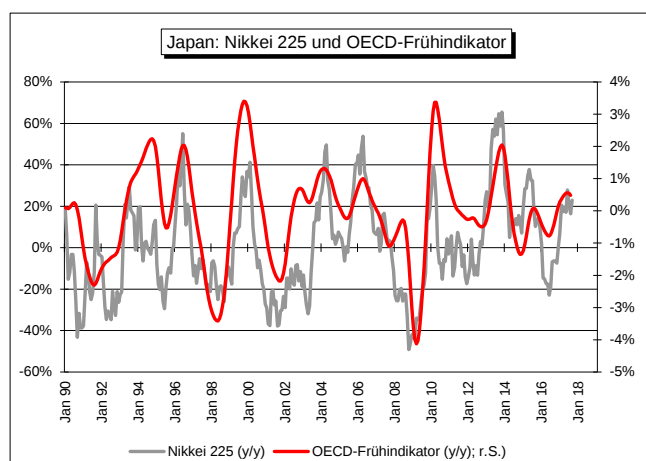


Die inzwischen schon bedrohlichen Engpässe am Arbeitsmarkt (zuletzt kamen auf 151 Jobangebote nur 100 Jobsuchende) sollen auch weiterhin ohne Zuwanderung bewältigt werden. So soll unter anderem eine Erhöhung und Kanalisierung der Sozialleistungen (Ausbau der Betreuungskapazitäten für Kinder und pflegebedürftige alte Menschen) dafür sorgen, dass mehr Frauen in den Arbeitsmarkt inte-

¹ Aufbruch oder Selbstmord (frei übersetzt)

griert werden. Denn allein in diesem Jahr geht der Anteil der Erwerbstätigen an der Gesamtbevölkerung um mehr als 800.000 Personen zurück. Ein neues Konjunkturpaket zur Bekämpfung dieser Misere über insgesamt 15 Milliarden Euro soll zu diesem Zweck noch in diesem Jahr geschnürt werden. Der immer angespanntere Arbeitsmarkt sollte in absehbarer Zeit zu etwas höheren Löhnen und Gehältern führen und damit auch zu höheren Einzelhandelsumsätzen und mehr Investitionen in langlebige Konsumgüter.

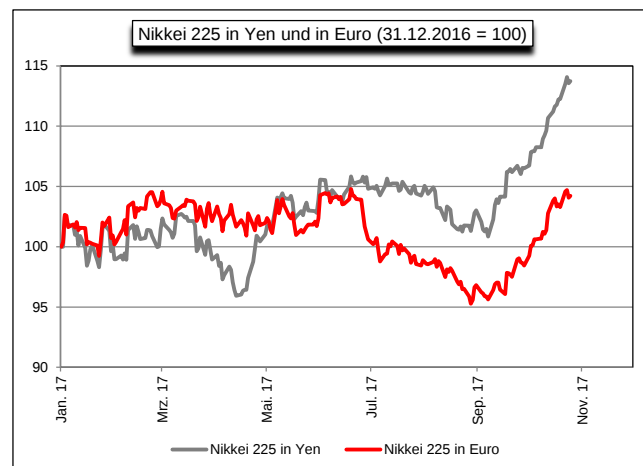
Wir konstatieren neben diesen makroökonomischen und geldpolitischen Weichenstellungen auch positive Veränderungen in Bezug auf die japanische Unternehmensführung, die zu immer spürbareren Effekten für die Anleger führt. Die Entdeckung des Shareholder Value mit einer anlegerfreundlichen Ausschüttungspolitik sowie eine offenere Unternehmenskommunikation haben die bis vor wenigen Jahren übliche konspirative Öffentlichkeitsarbeit abgelöst. Die Dividendenrenditen sind im Durchschnitt des 2000 Werte umfassenden marktbreiten Topix-Index seit 2012 um fast 60 Prozent gestiegen. Zudem werden vermehrt Aktienrückkaufprogramme eingesetzt. Japans Firmen haben im Nachgang zur weltweiten Finanzkrise riesige Barreserven angehäuft. Das Finanzministerium in Tokio beziffert diese auf den Rekordwert von 1,5 Billionen Euro, die zunehmend aktionärsfreundlich verwendet werden. Auch die Profitabilität der Unternehmen konnte in den vergangenen Jahren aufgrund zahlreicher Rationalisierungen überproportional stark zulegen. Die durchschnittliche Eigenkapitalrendite der japanischen Unternehmen stieg deutlich auf nun 8,1 Prozent. Trotz des Anstiegs der Aktienmärkte auf ein 20-Jahres-Hoch 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. Ganz nebenbei konnten die Unternehmen innerhalb der letzten zehn Jahre ihre Verschuldung halbieren.



Als kurstreibend für japanische Aktien könnten sich auch Faktoren herausstellen, die eher struktureller Natur sind. Kapitalanlagen großer Pensionskassen und der Notenbank, aber auch ein wieder wachsendes Interesse der bisher eher unterinvestierten internationalen Investoren könnten zu einer Fortsetzung des Höhenflugs beitragen. Japan rückt jedoch auch aufgrund anderer Faktoren wieder stärker in den Fokus der Anleger. Herausragende Innovationen, wie

das erste fast nur von menschenähnlichen Robotern betriebene Hotel in Nagasaki oder die pünktlich zu den Olympischen Spielen 2020 in Tokio geplante Schnellbahn, die für die 550 km bis nach Osaka nur noch eine Stunde benötigt, sind Ausdruck einer Innovationsfreude, die anderen Orten so kaum zu finden ist. Schon seit Jahrzehnten sind die japanischen Investitionen in Forschung und Entwicklung sowohl absolut als auch relativ signifikant höher als in fast allen anderen Industrieländern. Dies dürfte in einer Zeit, in der Wachstum immer stärker aus den Korrekturen vergangenen Fehlinvestitionen generiert wird, ein enorm bedeutender Faktor sein.

Die langfristigen Aussichten für die alternde japanische Volkswirtschaft bleiben unserer Meinung nach trotz all dieser hoffnungsvoll stimmenden Ansätze allerdings mäßig. Irgendwann werden die begrenzten eigenen Bevölkerungsressourcen erschöpft sein, die Alterung macht keine Pause, und Roboter kaufen weder Mobiltelefone, noch Automobile. Aus Anlegersicht haben japanische Aktiengesellschaften aber zumindest auf Sicht der nächsten Monate mehr Aufmerksamkeit verdient als noch vor einiger Zeit. Während in den USA die Zinsen moderat steigen und in Europa die Anleihekäufe der Europäischen Zentralbank zurückgeführt werden, 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. Auch wenn viele der beschriebenen Tatsachen bereits in den Kursen eingepreist zu sein scheinen und die Aktienindizes sich in der Nähe ihrer 20-Jahres-Hochs bewegen, sind interessante Titel in Japan keine Mangelware. Dabei muss jedoch nach wie vor die entgegengesetzte Entwicklung zwischen dem Yen und der japanischen Börse einkalkuliert werden. In diesem Jahr hat der Nikkei 225 in Yen gerechnet bisher rund 13 Prozent zugelegt und befindet sich damit auf Augenhöhe mit dem DAX. In Euro gerechnet bleiben von diesem schönen Ergebnis jedoch nur 4 Prozent übrig. Daher gehört zu einem Japaninvestment auch immer eine sorgfältige Analyse der Wechselkursentwicklung. Wie sagt schon ein altes japanisches Sprichwort: „Es ist besser, daran zu denken, wie man nicht verliert, als daran, wie man gewinnt“.



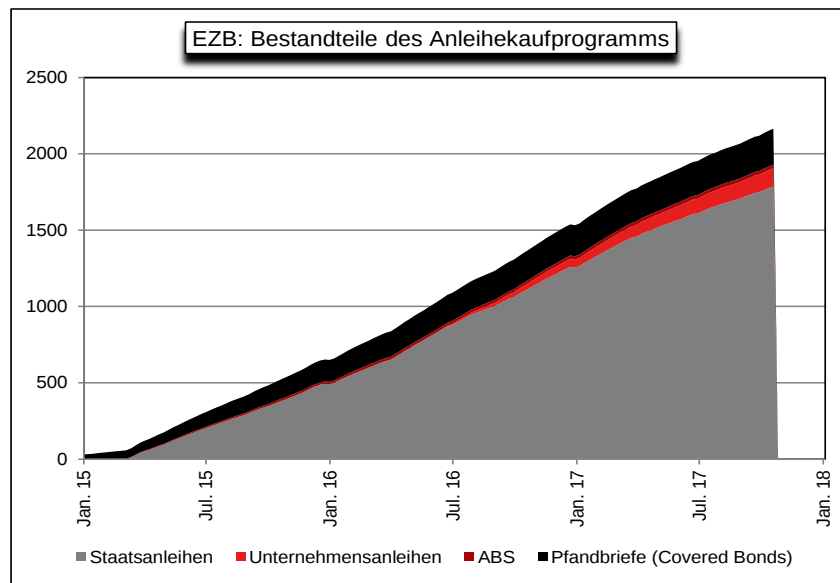
Wir bedanken uns bei unserem Kollegen Dr. Frank Geilfuß aus Berlin für die freundliche Unterstützung.

Wochenausblick für die Zeit vom 30. Oktober bis 3. November 2017

	Mai	Jun.	Jul.	Aug.	Sep.	Okt.	Veröffentlichung
D: Importpreise, m/m	-1,0%	-1,1%	-0,4%	0,0%	0,3%		27. Oktober
D: Importpreise, y/y	4,1%	2,5%	1,9%	2,1%	2,4%		27. Oktober
D: Einzelhandelsumsätze, m/m	0,2%	1,3%	-1,2%	0,5%	0,6%		30. Oktober
D: vorl. Inflationsrate, y/y	1,5%	1,6%	1,7%	1,8%	1,8%	1,7%	31. Oktober
D: vorl. Kerninflationsrate, y/y	1,3%	1,6%	1,7%	1,6%	1,5%	1,5%	31. Oktober
D: Veränderung Arbeitslose in 1000	-8	5	-10	-6	-22	-14	2. November
D: Arbeitslosenquote	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,6%	5,5%	2. November
D: Market PMI verarb. Gewerbe	59,5	59,6	58,3	59,4	60,6	61,0	2. November
E-19: Geschäftsklima	0,9	1,15	1,04	1,08	1,34	1,30	30. Oktober
E-19: Wirtschaftsvertrauen	109,3	111,1	111,3	111,9	113	113,2	30. Oktober
E-19: Konsumentenvertrauen, final	-3,3	-1,3	-1,7	-1,5	-1,2	-1,0	30. Oktober
E-19: Industrievertrauen	2,8	4,5	4,5	5	6,6	7,4	30. Oktober
E-19: vorl. Inflationsrate, y/y	1,4%	1,3%	1,3%	1,5%	1,5%	1,5%	31. Oktober
E-19: vorl. Kerninflationsrate, y/y	0,9%	1,1%	1,2%	1,2%	1,1%	1,2%	31. Oktober
E-19: Market PMI verarb. Gewerbe	57,0	57,4	56,8	57,4	58,1	58,7	2. November

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Ein vorsichtiger Schritt der EZB in Richtung geldpolitischer Normalisierung



Ab Januar 2018 wird die Europäische Zentralbank ihre Anleihekäufe reduzieren. Seit April 2017 wurden Wertpapiere mit einem durchschnittlichen Volumen von 60 Milliarden Euro pro Monat angekauft (davor 80 Milliarden Euro). Von Januar 2018 an bis mindestens September 2018 verringert sich das monatliche Kaufvolumen auf 30 Milliarden Euro. Insgesamt hat die EZB mittlerweile Anleihen in einem Umfang von 2,1 Billionen Euro auf ihrer Bilanz, davon entfallen knapp 1,8 Billionen Euro auf Staatsanleihen, 230 Milliarden Euro auf Covered Bonds, 120 Milliarden Euro auf Unternehmensanleihen und 25 Milliarden auf Asset Backed Securities. Zwar fehlen noch die Details zur genauen zukünftigen Ausgestaltung, aber man kann wohl davon ausgehen, dass der Hauptteil des reduzierten Ankaufovolumens auf die Staatsanleihen entfällt. Bis September 2018 dürften monatlich fünf bis sechs Milliarden Euro in Unternehmensanleihen investiert werden (bislang rund sieben Milliarden Euro), der Rest in Staatsanleihen. Zudem wird die EZB alle fällig werdenden Wertpapiere

und die Zinszahlungen wieder reinvestieren, was das monatliche Ankaufovolumen zusätzlich erhöht. Alles in allem kann nur von einem sehr vorsichtigen ersten Schritt einer geldpolitischen Normalisierung gesprochen werden, denn die EZB-Bilanz wird weiter wachsen, wenn auch in etwas geringerem Tempo als zuvor. Die Geldpolitik in der Eurozone bleibt somit sehr expansiv, nennenswerte Effekte auf das allgemeine Zinsniveau erwarten wir nicht, zumal die Anleihekäufe auch nach September 2018 nicht abrupt eingestellt werden. Weitere Anpassungen der Geldpolitik, sprich Zinserhöhungen, sind erst weit nach dem Ende des Kaufprogramms zu erwarten, also nicht vor dem Jahr 2019. Sollte sich der Konjunkturausblick oder die Finanzierungsbedingungen in der Eurozone verschlechtern, könnte der EZB sogar eine erneute Ausweitung des Ankaufovolumens beschließen. Anleger, die auf höhere Zinsen hoffen, müssen sich also auch weiterhin in Geduld üben.

	Stand	Veränderung zum			
	26.10.2017 17:30	19.10.2017 -1 Woche	25.09.2017 -1 Monat	25.07.2017 -3 Monate	30.12.2016 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	23413	1,1%	5,0%	8,3%	18,5%
S&P 500	2565	0,1%	2,7%	3,5%	14,6%
Nasdaq	6564	-0,6%	3,0%	2,4%	21,9%
DAX	13145	1,2%	4,4%	7,2%	14,5%
MDAX	26511	1,9%	3,4%	7,7%	19,5%
TecDAX	2490	-0,2%	3,3%	10,2%	37,4%
EuroStoxx 50	3631	0,8%	2,6%	4,5%	10,4%
Stoxx 50	3186	0,0%	1,6%	1,9%	5,8%
SMI (Swiss Market Index)	9190	-0,5%	0,5%	2,8%	11,8%
FTSE 100	7481	-0,6%	2,5%	0,6%	4,7%
Nikkei 225	21740	1,4%	6,6%	8,9%	13,7%
Brasilien BOVESPA	76876	0,8%	3,3%	17,1%	27,6%
Russland RTS	1120	-1,7%	-1,0%	10,8%	-2,8%
Indien BSE 30	33147	1,8%	4,8%	2,9%	24,5%
China Shanghai Composite	3408	1,1%	2,0%	5,1%	9,8%
MSCI Welt (in €)	2023	0,7%	3,3%	3,2%	4,2%
MSCI Emerging Markets (in €)	1114	1,0%	3,9%	5,0%	16,5%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	163,14	86	121	154	-101
Bobl-Future	131,51	-5	9	-34	-212
Schatz-Future	112,24	2	7	24	-5
3 Monats Euribor	-0,33	0	0	0	-1
3M Euribor Future, Dez 2017	-0,33	0	-1	-1	0
3 Monats \$ Libor	1,37	1	4	6	38
Fed Funds Future, Dez 2017	1,28	1	4	4	0
10-jährige US Treasuries	2,44	12	22	12	0
10-jährige Bunds	0,43	3	3	-7	23
10-jährige Staatsanl. Japan	0,07	0	4	0	2
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,02	5	4	-6	18
US Treas 10Y Performance	577,95	-1,0%	-1,7%	-0,2%	1,5%
Bund 10Y Performance	606,59	-0,8%	-0,7%	0,9%	-0,5%
REX Performance Index	482,01	-0,3%	-0,2%	0,2%	-0,7%
IBOXX AA, €	0,75	6	2	-8	8
IBOXX BBB, €	1,26	5	-1	-11	-24
ML US High Yield	5,95	-1	-4	0	-51
JPM EMBI+, Index	835	-0,8%	-0,5%	1,7%	8,2%
Wandelanleihen Exane 25	7306	0,0%	0,8%	1,7%	5,7%
Rohstoffmärkte					
CRB Spot Index	429,95	0,3%	0,2%	-2,5%	1,6%
MG Base Metal Index	348,33	0,8%	4,7%	12,4%	24,5%
Rohöl Brent	58,60	1,7%	0,2%	17,1%	3,3%
Gold	1272,41	-1,2%	-2,5%	1,7%	9,9%
Silber	16,92	-1,8%	-0,6%	2,7%	5,4%
Aluminium	2172,75	1,3%	2,3%	13,8%	27,5%
Kupfer	6983,75	0,7%	9,0%	12,7%	26,4%
Eisenerz	62,05	2,7%	-12,0%	-5,4%	-22,2%
Frachtraten Baltic Dry Index	1573	-0,6%	4,7%	60,5%	63,7%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,1692	-1,2%	-1,5%	0,0%	10,9%
EUR/ GBP	0,8873	-1,2%	0,8%	-0,7%	3,9%
EUR/ JPY	133,14	0,0%	0,0%	2,2%	7,9%
EUR/ CHF	1,1648	0,9%	0,7%	5,3%	8,5%
USD/ CNY	6,6392	0,3%	0,3%	-1,7%	-4,5%
USD/ JPY	113,75	1,1%	1,8%	1,7%	-2,7%
USD/ GBP	0,7590	0,2%	2,4%	-1,0%	-6,2%

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
Julius Böttger	+49 40 3282-2229	jboettger@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 hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.