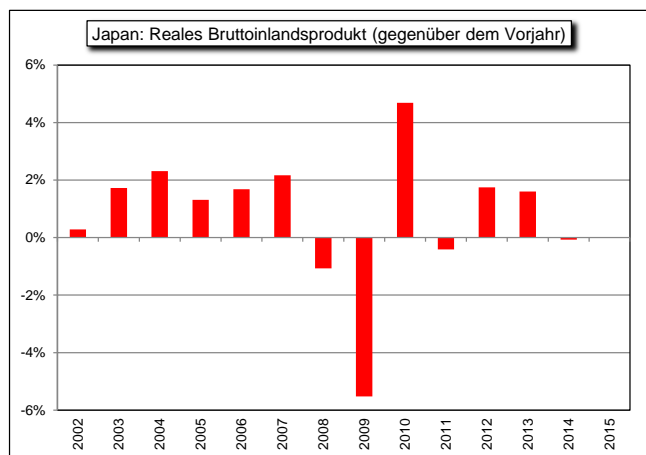


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Japan: Wo bleibt der dritte Pfeil?

Der japanische Ministerpräsident Abe, der sich Ende vergangenen Jahres durch vorgezogene Neuwahlen die Legitimation für sechs weitere Jahre an der Macht geben ließ, spricht nach wie vor über einen Umbau der nicht nur sprichwörtlich in die Jahre gekommenen Volkswirtschaft. In Anlehnung an alte schintoistische Mythen versprach die Regierung bereits nach ihrer Wahl 2012 den Abschuss von drei Pfeilen, um Japan wieder auf Fahrt zu bringen. Zumindest einer dieser Pfeile ist offenbar im Köcher stecken geblieben, und ein weiterer hat seine Wirkung zuletzt klar vermindert.

Zunächst wurde mit einer ultralockeren Geldpolitik die heimische Währung drastisch abgewertet. Dies führte in vergleichsweise kurzer Zeit zu einer deutlich verbesserten Wettbewerbsfähigkeit der japanischen Unternehmen und damit zu einem beachtlichen Wirtschaftswachstum in 2013. Mit dem zweiten Pfeil erreichte die Administration eine nochmals expansiveren Fiskalpolitik und tatsächlich einen zumindest temporären Sieg über die grassierende Deflation. Nur der dritte Pfeil, der aus unserer Sicht für den langfristigen Erfolg der Reformen die größte Bedeutung hat, blieb bislang im Köcher. Die Rede ist von den längst überfälligen Strukturreformen, die Japan wirtschaftlich zukunftsfähig machen sollen.



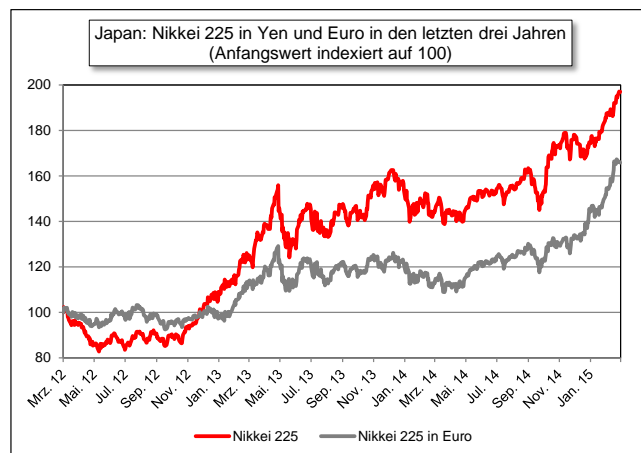
Trotz der inzwischen zumindest temporär durch stark verteuerte Importe überwundenen Deflation trauen die Japaner ihren Kapitalmärkten noch nicht über den Weg und halten nach wie vor viel Bargeld oder Termineinlagen. Der Anteil dieser praktisch nicht verzinsten Anlagen am liquiden Vermögen liegt nach Schätzungen der japanischen Notenbank immer noch bei mehr als 50%. Nur rund 14% des Vermögens liegen dagegen in Aktien- oder Investmentfonds, im internationalen Vergleich ein geringer Wert. Es waren daher vor allem ausländische Investoren, die nach den Daten der Bank of Japan rund 30% aller japanischen Aktien halten, sowie die Bank von Japan selbst, die die Hausse am japanischen Aktienmarkt beflügelt haben.

Ein ähnliches Phänomen stellen wir bei einer vergleichenden Untersuchung des Cash-Managements der Firmen fest. Deren Barreserven in Höhe von geschätzt 2,2 Billionen

Euro liegen heute deutlich höher als vor dem Beginn der sogenannten Abenomics (gemeint ist die nach dem japanischen Ministerpräsidenten Abe benannte Politik der Reflationierung). In einem deflationären Umfeld war dies angesichts der risikofreien Zunahme des Vermögens sinnvoll und plausibel. Nach der ersehnten Rückkehr der Inflation verliert diese Strategie jedoch ihre Basis.

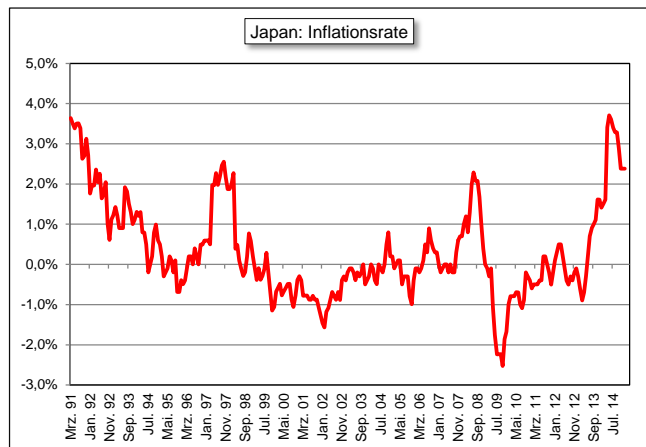
Neben dem vorläufigen Ende der Deflation kann die aktuelle Administration auch eine deutliche Belebung der Industrieproduktion und eine klare Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit der japanischen Unternehmen auf der Habenseite verbuchen. Insbesondere die Gewinne der exportorientierten Firmen sind angestiegen. Der Arbeitsmarkt hat sich weiter erholt und die Frühindikatoren signalisierten zuletzt eine Verbesserung der realwirtschaftlichen Zeitreihen in den kommenden Monaten. Auch bei den Investitionen scheint sich eine Trendwende vollzogen zu haben: Seit mehr als 20 Jahren waren die Wachstumsraten in diesem Bereich der Wirtschaft nicht mehr so hoch wie in den letzten Quartalen. Die hohen Cash-Bestände der japanischen Unternehmen deuten allerdings darauf hin, dass das volle Potenzial bei den Investitionen noch nicht freigesetzt worden ist, und die Unternehmen insofern scheinbar immer noch eher auf der vorsichtigen Seite stehen.

So war es auch die Binnenwirtschaft, von der zuletzt weniger erfreuliche Neuigkeiten kamen: Zumindest im Schlussquartal fiel die Investitionstätigkeit der heimischen Industrie mit einem Quartalsplus von nur 0,2% etwas hinter die sehr positive Entwicklung der Vorquartale zurück. Das größte Sorgenkind ist jedoch das zurückhaltende Einkaufsverhalten der Bevölkerung, die das Wachstum zuletzt verstärkt gebremst hat. Vor diesem Hintergrund legte das Bruttoinlandsprodukt Ende 2014 gegenüber dem Vorquartal nur um bescheidene 0,4% zu. Die Schätzungen beliefen sich zuvor auf 0,6%. Auf Gesamtjahressicht schrumpfte die japanische Wirtschaft 2014 um 0,1%.



Trotzdem kennt der japanische Aktienmarkt seit dem Regierungswechsel 2012 nur noch eine Richtung. Mit einem Kursplus von fast 100 Prozent ist der Nikkei 225 einer der am stärksten gestiegenen Indizes der letzten 3 Jahre, zumindest in lokaler Währung gerechnet. Gleichzeitig zur Hausse am Kabutocho hat sich der Yen gegenüber dem

Euro und dem USD erheblich verbilligt, und so einen Teil der Kursgewinne aus Euroanlegersicht wieder aufgezehrt: In Euro gerechnet war auf Drei-Jahres-Sicht aber immer noch ein sehr ordentliches Kursplus von immerhin fast 65% zu verzeichnen.



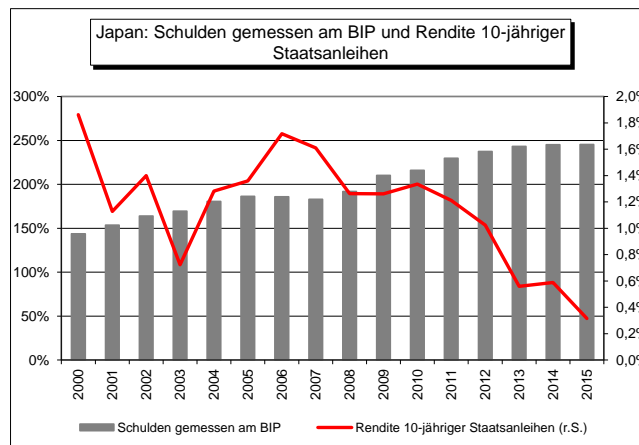
Hauptgrund für beide Entwicklungen ist die Einbindung der Notenbank in die Wirtschaftspolitik der Regierung. Erklärtes Ziel von Ministerpräsident Abe ist die Bekämpfung der Deflation und die Ankurbelung der Exporte durch eine drastische Verminderung des Außenwertes der Währung. Zu diesem Zweck wurde die Bank von Japan zu dem aus damaliger Sicht hoch gegriffenen Inflationsziel von 2 Prozent genötigt und der unbegrenzte Ankauf von Anleihen beschlossen. Mittlerweile zeigen sich jedoch auch die Erfolge dieser Politik: Dank der deutlich teureren Importe wurde das Inflationsziel mittlerweile sogar überschritten – für eine dauerhafte Inflation in der von der japanischen Zentralbank angepeilten Größenordnung müssten allerdings auch die Löhne steigen. Dafür gibt es mittlerweile erste Anzeichen; ob es sich um eine nachhaltige Entwicklung handelt, bleibt jedoch abzuwarten.

Die aktivistische Rolle der japanischen Notenbank in der Wirtschaftspolitik ist nicht neu. Auch historisch steht die Notenbank im fernöstlichen Inselreich dem Finanzministerium und dem Büro des Premierministers verglichen mit der EZB oder früher der Deutschen Bundesbank deutlich näher. Bereits in den 70er Jahren des vergangenen Jahrhunderts wurde die Bank von Japan durch die Politik zu einer verstärkten Konjunkturankurbelung missbraucht. Erst 1998, im Nachgang zur Liberalisierung des Finanzmarktes, wurde eine zumindest formale Unabhängigkeit erreicht.

Das diese Autonomie ein hohes Gut ist, welches nicht leichtfertig auf dem Altar politisch erwünschter Zyklusverlängerung geopfert werden sollte, hat sich in der japanischen Politik jedoch nie manifestiert. Andererseits ist die Tokioter Zentralbank jedoch auch wegen dieser politischen Einflussnahme ihren Aufgaben in der Vergangenheit nicht in der gleichen Weise wie ihre europäischen oder amerikanischen Pendanten gerecht geworden. Die Maßnahmen gegen die grassierende Deflation waren permanent zu

schwach, die Bankenkrise der 90er Jahre wurde zu spät als Bedrohung erkannt und die eingeleiteten Maßnahmen verpufften nahezu wirkungslos oder waren zumindest nicht von langer Dauer.

Das Resultat dieser Politik war auch eine massive Ausweitung der Staatsverschuldung, die mittlerweile auf ein Niveau angestiegen ist, das von keinem der anderen Industrieländer auch nur annähernd erreicht wird. Japans Staatsschulden liegen bereits bei fast dem zweieinhalbfachen der Wirtschaftsleistung und damit weit höher als bei Europas Sorgenkindern.



Die Schuldenlast kann angesichts der anhaltend niedrigen Zinsen und der Anleihekäufe durch die japanische Notenbank vergleichsweise gut bewältigt werden. Mehr als 95% der Staatsschulden werden von den Japanern selbst finanziert und die Abhängigkeit von ausländischen Geldgebern ist traditionell sehr gering. Darüber hinaus verfügen Unternehmen und Haushalte über enorme Rücklagen und der Staat über ein anschauliches Auslandsvermögen. Die Hälfte der japanischen Unternehmen ist quasi schuldenfrei und die Cash-Reserven sind zuletzt sogar weiter angestiegen.

Wir haben jedoch bereits mehrfach darauf hingewiesen, das sich dies vor dem Hintergrund der demographischen Veränderungen zwangsläufig ändern wird. Ein immer größerer Anteil der Bevölkerung fällt künftig als Sparer aus und wird als Rentner eher entsparen. Der Anteil der über 65-jährigen wächst voraussichtlich von heute 23% auf über 40% in den nächsten 50 Jahren. Wirtschaftspolitisch spürbar wird diese Entwicklung auch anhand der jüngsten Steuereränderungen schon heute. Inzwischen ist es lukrativer, den Verbrauch anstatt der Einkommen zu besteuern.

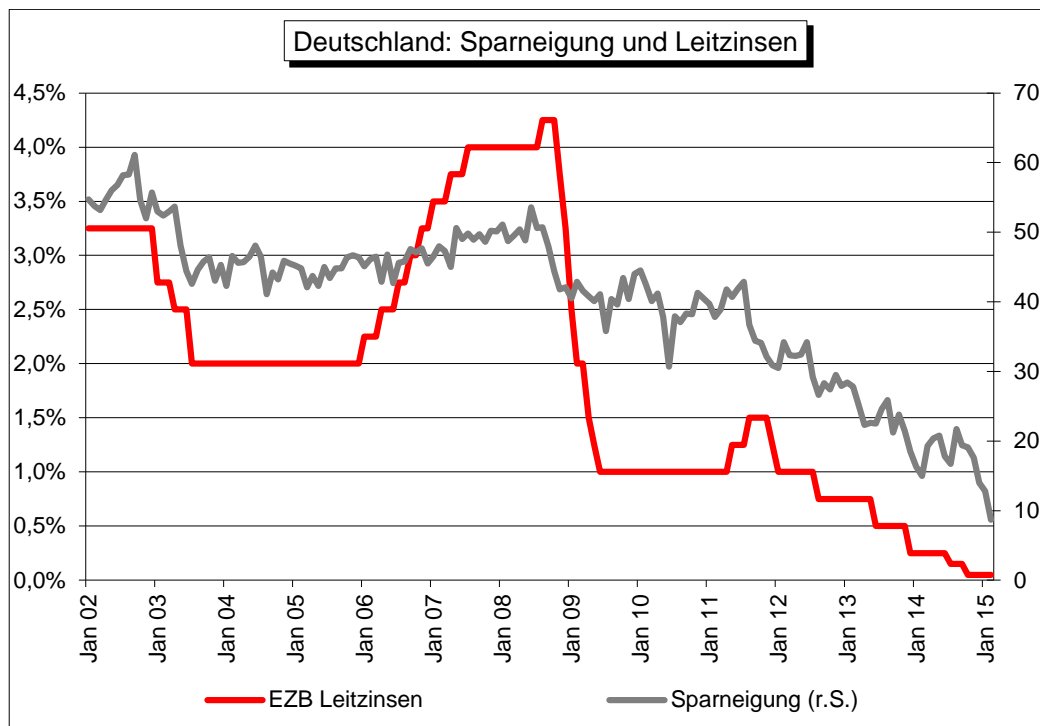
Unser Optimismus bezüglich der wirtschaftlichen Entwicklung Japans und die entsprechenden Rückschlüsse auf die Trends am dortigen Kapitalmarkt hält sich angesichts dieser Gemengelage insgesamt in Grenzen. Die schnellen Gewinne aus den ersten zwei Pfeilen von Ministerpräsident Abes Strategie – die expansivere Geld- und Fiskalpolitik – haben Wirkung gezeigt. Nun bleibt abzuwarten, ob Japan auch strukturell die Voraussetzungen für einen länger anhaltenden Aufschwung schaffen wird.

**Wochenausblick für die Zeit vom 30. März bis 3. April 2015**

	Okt	Nov	Dez	Jan	Feb	Mrz	Veröffentlichung
D: Konsumentenpreise, m/m	-0,3%	0,0%	0,0%	-1,1%	0,9%	<b>0,6%</b>	30. März
D: Konsumentenpreise, y/y	0,8%	0,6%	0,2%	-0,4%	0,1%	<b>0,4%</b>	30. März
D: Arbeitslose, Veränderung in Tsd., sa.	-23	-16	-25	-8	-20	<b>-10</b>	31. März
D: Arbeitslosenquote, sa.	6,6%	6,6%	6,6%	6,5%	6,5%	<b>6,4%</b>	31. März
D: Einkaufsmanagerind. verarb. Gew.	51,8	50,0	52,1	50,9	51,1	<b>52,4</b>	1. April
E-19: Industrier vertrauen	-5,0	-4,3	-5,2	-5,0	-4,7	<b>-4,4</b>	30. März
E-19: Konsumentenvertrauen	-11,1	-11,6	-10,9	-8,5	-6,7	<b>-3,7</b>	30. März
E-19: Konsumentenpreise, flash, y/y	0,4%	0,3%	-0,2%	-0,6%	0,6%	<b>-0,5%</b>	31. März
E-19: Arbeitslosenquote, sa	11,5	11,4	11,3	<b>11,2</b>	<b>11,1</b>		31. März
E-19: Einkaufsmanagerind. verarb. Gew.	50,7	50,4	50,6	51,0	51,1	<b>51,9</b>	1. April

MMWB-Schätzungen in rot

**Chart der Woche: Deutscher Konsum mit starkem Rückenwind**



Derzeit stehen alle Zeichen auf grün für den deutschen Konsum: Die Gesellschaft für Konsumforschung (GfK) meldete, dass die Stimmung unter den deutschen Verbrauchern auf den höchsten Wert seit Oktober 2001 angestiegen ist. Die Situation am Arbeitsmarkt hellt sich bereits seit längerer Zeit Monat für Monat auf. Zudem liegt die Teuerungsrate in Deutschland niedrig und die Gewerkschaften erreichen höhere Lohnabschlüsse, so dass die durchschnittlichen Realeinkommen der Verbraucher steigen. Selbst der unter Ökonomen umstrittene Mindestlohn trägt zunächst dazu bei, dass das allgemeine

Einkommensniveau weiter ansteigt. Und angesichts des Kapitalmarktfeldes, in dem Zinsanlagen immer geringer rentieren, nimmt auch die Neigung der Verbraucher ab, Geld auf die hohe Kante zu legen. Dies alles spricht für einen starken privaten Verbrauch, zumal bei allen hier aufgeführten Faktoren abzusehen ist, dass die positive Dynamik in den kommenden Monaten anhalten wird. Daher hat der Konsum das Potenzial, in diesem Jahr zum stärksten Wachstumstreiber für die deutsche Wirtschaft zu werden.

	Stand 26.03.2015 15:11	Veränderung zum			
		19.03.2015 -1 Woche	25.02.2015 -1 Monat	25.12.2014 -3 Monate	31.12.2014 YTD
<b>Aktienmärkte</b>					
Dow Jones	17719	-1,3%	-2,8%	-1,7%	-0,6%
S&P 500	2061	-1,4%	-2,5%	-1,0%	0,1%
Nasdaq	4877	-2,3%	-1,8%	2,2%	3,0%
DAX	11865	-0,3%	5,8%	19,6%	21,0%
MDAX	20689	-0,5%	4,7%	21,5%	22,2%
TecDAX	1611	-1,8%	2,3%	17,4%	17,5%
EuroStoxx 50	3684	0,4%	4,0%	15,7%	17,1%
Stoxx 50	3444	-0,7%	2,8%	14,1%	14,7%
SMI (Swiss Market Index)	9188	-1,5%	2,3%	1,8%	2,3%
Nikkei 225	19746	1,4%	6,2%	10,9%	13,2%
Brasilien BOVESPA	51858	1,8%	0,1%	1,9%	3,7%
Russland RTS	882	4,0%	-0,2%	4,5%	11,6%
Indien BSE 30	28112	-1,3%	-3,1%	3,3%	2,2%
China Shanghai Composite	3661	2,2%	13,4%	19,1%	13,2%
MSCI Welt (in €)	1756	-2,5%	2,1%	13,2%	13,5%
MSCI Emerging Markets (in €)	976	-1,7%	1,6%	14,2%	12,8%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>					
Bund-Future	158,33	-36	-112	316	246
Bobl-Future	129,28	-11	-197	-72	-100
Schatz-Future	111,19	-2	-14	13	10
3 Monats \$ Libor	0,27	0	1	1	1
10-jährige US Treasuries	1,92	-6	-6	-34	-25
10-jährige Bunds	0,22	3	-11	-38	-32
10-jährige JGB	0,33	0	-1	1	0
US Treas 10Y Performance	572,93	0,5%	0,6%	3,5%	2,7%
Bund 10Y Performance	597,47	-0,3%	1,1%	4,0%	3,4%
REX Performance Index	476,83	0,3%	0,5%	1,3%	1,1%
Hypothekenzinsen USA	3,78	0	2	-5	-5
IBOXX AA, €	0,79	3	8	-15	-10
IBOXX BBB, €	1,42	4	0	-40	-37
ML US High Yield	6,57	-6	15	-36	-38
JPM EMBI+, Index	706	1,7%	0,9%	1,9%	2,1%
Wandelanleihen Exane 25	6954	0,0%	1,5%	7,6%	7,6%
<b>Rohstoffmärkte</b>					
CRB Index	424,97	3,0%	-1,5%	-6,4%	-5,0%
MG Base Metal Index	292,93	3,9%	3,1%	-4,1%	-3,6%
Rohöl Brent	55,23	3,3%	-6,8%	-8,9%	-3,7%
Gold	1197,35	2,3%	-0,6%	1,9%	0,9%
Silber	17,07	5,8%	3,6%	8,5%	8,4%
Aluminium	1769,00	-0,5%	-0,5%	-3,5%	-3,1%
Kupfer	6149,50	4,6%	6,0%	-3,3%	-3,4%
Frachtraten Baltic Dry Index	598	2,4%	14,1%	-23,5%	-23,5%
<b>Devisenmärkte</b>					
EUR/ USD	1,10	2,9%	-3,2%	-10,1%	-9,5%
EUR/ GBP	0,74	2,1%	0,5%	-6,0%	-5,1%
EUR/ JPY	131,13	1,6%	-2,8%	-10,8%	-9,7%
EUR/ CHF	1,05	-0,7%	-2,4%	-12,5%	-12,5%
USD/ JPY	119,50	-1,1%	0,5%	-0,5%	-0,2%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite	+49 40 3282-2439	cjasperneite@mmwarburg.com
Matthias Thiel	+49 40 3282-2401	mthiel@mmwarburg.com
Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
Rebekka Haller	+49 40 3282-2452	rhaller@mmwarburg.com

Diese Ausarbeitung 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. 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 und ersetzt nicht eine kunden- und produktgerechte Beratung. 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.