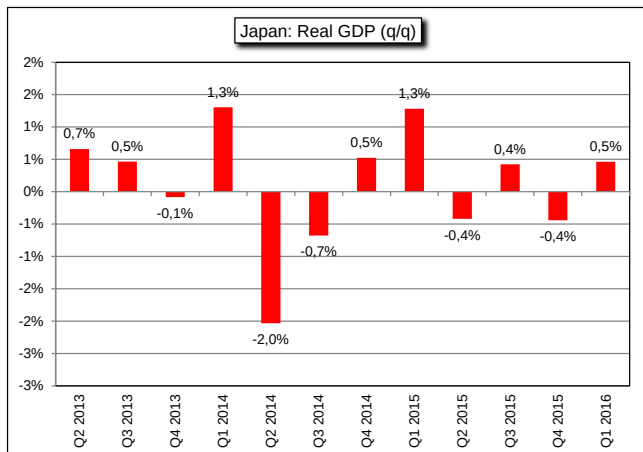


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Japan: Zunehmende Diskrepanz zwischen Wunsch und Wirklichkeit

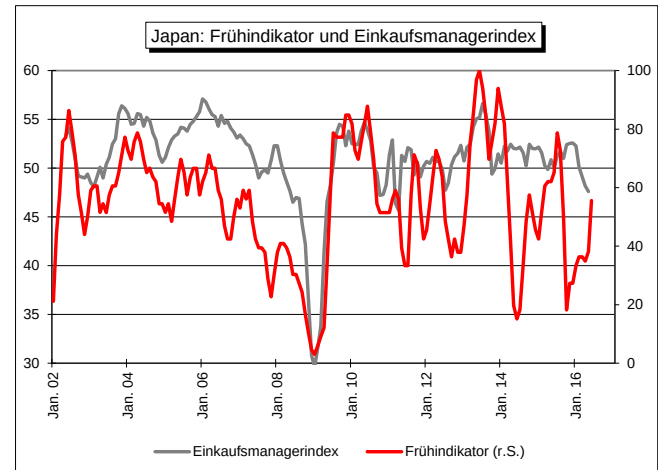
Damit hat zuletzt keiner mehr gerechnet: Die nun vorliegenden Daten zum japanischen Wachstum im ersten Quartal 2016 sind signifikant besser ausgefallen als erwartet. Im Vergleich zum Vorquartal stieg das Bruttoinlandsprodukt immerhin um 0,5%, die Jahresrate lag bei 1,9%. Nicht wenige hatten im Quartalsvergleich sogar mit einem Rückgang gerechnet. Auch die für das Wachstum entscheidende Komponente, der private Verbrauch, wurde zuvor eher kritisch gesehen. Jetzt zeigt sich, dass die gestiegenen Realeinkommen offenbar doch Wirkung entfalten. Die Steigerung war mit 0,6% zwar nicht wirklich stark, da sich die Preissteigerungsrate jedoch gefährlich nahe der Nulllinie aufhält war diese Steigerung augenscheinlich ausreichend. Der darüber hinaus wirkende kalendarische Effekt eines zusätzlichen Arbeitstages hat hier allerdings ebenfalls gewirkt und schmälert die Erfolgsbilanz. Noch im 4. Quartal 2015 war die Wirtschaftsleistung um 0,4% gesunken und die Gefahr einer technischen Rezession (zwei Minusquartale in Folge) hing wie ein Damoklesschwert über dem Land der aufgehenden Sonne.



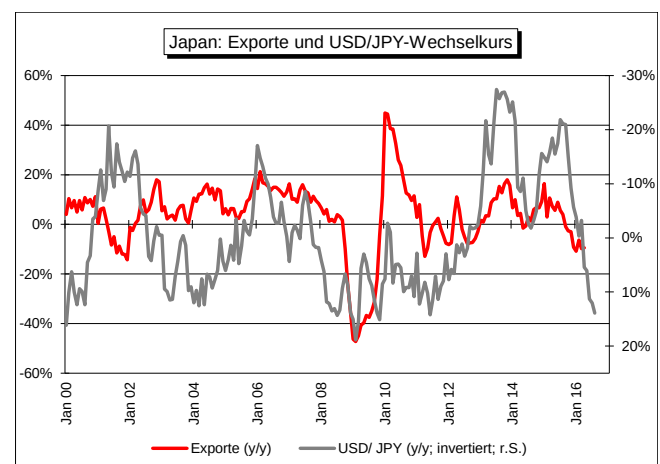
Darüber hinaus kann die aktuelle japanische Regierung bei aller begründeten Kritik an ausbleibenden Reformen auch eine deutliche Belebung der Industrieproduktion und eine klare Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit japanischer Unternehmen auf der Habenseite verbuchen. Insbesondere die Gewinne der exportorientierten Firmen haben sich spürbar erhöht und die Margen verbessert.

Das war es dann aber auch schon mit den Entwarnungen für die drittgrößte Volkswirtschaft der Erde. Abgesehen von der Gefahr allfälliger Revisionen der ermutigenden Daten hat sich Japans Wirtschaft langfristig wenig positiv entwickelt. Aufgrund der jüngsten Stärke des Yen haben die Unternehmen ihre Investitionen weiter zurückgefahren. Das insgesamt wenig dynamische Wachstum der Weltwirtschaft und die Bremsspur in China belasten die Exportation Japan zunehmend. Die bereits im Februar durch die Notenbank eingeführten Negativzinsen haben nicht wie erhofft zu einer Ausweitung der Kapitalausgaben geführt. Selbst der mit viel Hoffnung erwartete private Wohnungs-

bau hat in diesem Umfeld bisher mehrheitlich enttäuscht. Das verheerende Erdbeben im Frühjahr hat ebenfalls zu Produktionsausfällen geführt und wird das Wachstum im zweiten Quartal zusätzlich mindern.



Premierminister Abe, der zunächst mit schnellen Erfolgen bei der Konjunkturbelebung und Deflationsbekämpfung aufwarten konnte, sieht sich heute auf beiden Feldern erneut gefordert. Zusätzliche Staatsausgaben mit Konjunkturprogrammen über 6 Mrd. Euro zum Wiederaufbau der Erdbebengebiete auf Kyushu sind beschlossen. Ein Nachtragshaushalt in zweistelliger Milliardenhöhe ist in der Diskussion und die Lohnerhöhungsappelle von Notenbank und Regierung an die Unternehmen sind eindringlicher geworden. Von der Aufbruchsstimmung der letzten Jahre ist nicht viel übrig geblieben.

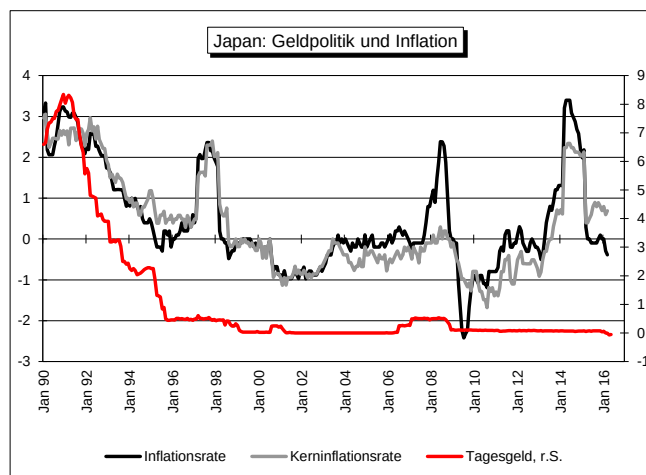


Gewohnt blumig und in Anlehnung an alte shintoistische Mythen versprach die Regierung bereits nach ihrer Wahl 2012 den Abschuss von drei Pfeilen, um Japan wieder auf Kurs zu bringen. Zumindest einer dieser Pfeile ist offenbar bis heute im Köcher stecken geblieben und ein weiterer hat mehr Kollateralschäden angerichtet als beabsichtigt. Sehen wir uns das Trefferbild im Detail an:

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. Im Gegenzug wurden jedoch die Importe immer teurer und Japan wurde im vergangenen Jahr zeitweise von einem Land mit großen Leistungsbilanzüberschüssen zu einem mit Leistungsbilanzdefiziten. Nicht auszudenken, wie stark dieser Effekt geworden wäre, wenn nicht gleichzeitig die Preise für fast alle wichtigen Rohstoffe auf Talfahrt gegangen wären.

Mit dem zweiten Pfeil beschloss die Administration dann eine nochmals expansivere Fiskalpolitik und einen zumindest temporären Sieg über die grassierende Deflation. Diese war jedoch nur in einer ersten Schlacht und mit Hilfe importierter Preistreiber besiegt worden. Nachdem alles andere nicht schnell genug ging, hat die Bank von Japan im Sommer 2015 einen neuen Preisindex kreiert. Zuletzt ist selbst dieser Index, der quasi als Kernrate ohne frische Lebensmittel und Energiepreise berechnet wird, wieder rückläufig gewesen. Dies ist umso erstaunlicher, als die Preise traditionell im April wegen des Beginns des neuen Geschäftsjahres eher steigen.



Der dritte Pfeil, der aus unserer Sicht für den langfristigen Erfolg des Gesamtpaketes die größte Bedeutung hat, wurde bisher noch gar nicht abgeschossen. Die Rede ist von den längst überfälligen Strukturreformen, die Japan nicht nur wirtschaftlich zukunftsfähig machen sollen. Dazu sollte eine Strukturpolitik gehören, die den demographischen Herausforderungen der Alterung und des Bevölkerungswachstums Substantielles entgegensetzt. Darüber hinaus erscheint angesichts der weiter gestiegenen Staatsverschuldung (über 240% gemessen am BIP) eine Verbreiterung der Einnahmehasis des Staates dringend erforderlich. Beides könnte überdies die Bekämpfung der Deflation hilfreich flankieren.

Die offensichtliche Unfähigkeit zu entscheidenden Reformen hat auch bei der Stimmung der Unternehmen Spuren hinterlassen. Inzwischen rechnen laut jüngstem Tankan-Bericht fast 80% der Firmenlenker mit einer Rückkehr der Deflation in diesem oder im nächsten Jahr. Unzureichende Investitionen vor dem Hintergrund fehlender wirtschaftlicher Dynamik halten an. Unternehmer denken immer lauter über Investitionen außerhalb Japans nach und lassen den Gedankenspielen auch Taten folgen. Neben China gilt Japan aktuell als aggressivster Aufkäufer von Firmen weltweit. Dabei spielt neben der beschriebenen Skepsis bezüglich

der Bewältigung der gesellschaftlichen Probleme jedoch auch die Diversifikation im Angesicht verheerender Naturkatastrophen eine Rolle, und der starke Yen erleichtert Übernahmen und Zukäufe ebenfalls. Wie reagiert die Administration auf diese Alarmsignale?

Offenbar setzen Regierung und Notenbank wegen der nachlassenden Wirkung geldpolitischer Instrumente nun stärker auf fiskalpolitische Maßnahmen. Die bereits mehrfach vertagte zweite Stufe der Erhöhung der Mehrwertsteuer von acht auf zehn Prozent wurde zuletzt von 2017 auf 2019 verschoben. Der Staat ist offensichtlich auf die Steuergelder nicht mehr angewiesen, neue Schulden bringen aktuell wegen der negativen Zinsen ja sogar Einnahmen. Über Nachtragshaushalte und diverse Sonderprogramme will man nun direkt in Infrastruktur, Bildung und Sozialsysteme investieren. Da gleichzeitig die Geldpolitik ihren expansiven Kurs beibehält, ist dies nichts anderes als eine Form der direkten Finanzierung des Staates.

Einerseits liegen Japans Staatsschulden bereits bei mehr als dem Doppelten der Wirtschaftsleistung und damit höher als bei Europas Sorgenkindern. Andererseits kann die Schuldenlast jedoch derzeit angesichts der anhaltend niedrigen Zinsen 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 immer noch ansehnliches Auslandsvermögen. Die Hälfte der japanischen Unternehmen ist quasi schuldenfrei, und die Cash-Reserven sind vergleichsweise höher als im internationalen Durchschnitt.

Erste wohlwollende Stimmen vermuten bei einer erfolgreichen Fortsetzung dieser gekoppelten Maßnahmen sogar eine sukzessive Rückführung der Bruttoverschuldung des Staates und stärkere Effekte als bei der ursprünglichen Variante nur über die Geldpolitik. Dafür gibt es jedoch in der Wirtschaftsgeschichte keinen belastbaren Präzedenzfall.

Unser Pessimismus bezüglich der wirtschaftlichen Entwicklung Japans ist angesichts der beschriebenen Gemengelage aktuell nicht geringer geworden. Der Ausgang des wirtschaftspolitischen Experiments ohne tiefgreifende Reformen nur über die Geld- und Fiskalpolitik bleibt offen und wird von Europa aus mit wachsendem Interesse verfolgt, ist man doch hier mit ähnlichen Problemen konfrontiert. Rückschlüsse auf die Trends am fernöstlichen Kapitalmarkt lassen sich daraus jedoch nur bedingt ableiten. Starke Cash Flows, wachsende Dividendenrenditen und günstige Bewertungen sprechen bei einer isolierten Betrachtung klar für ein Engagement in japanischen Aktien. Neben einer stringenten Branchenauswahl mit Fokussierung auf Exportunternehmen bleibt die Währungskomponente aus Sicht des Euroanlegers die signifikante Stellgröße des Anlageerfolges. Ohne eine entsprechende Absicherung dürften die möglichen Kursgewinne auch weiterhin allzu oft den Währungsverlusten zum Opfer fallen. Wie sagt doch so treffend ein japanisches Sprichwort: „*Nigashita sakana wa ōkii* (Der entwischte Fisch ist immer der größte)“.

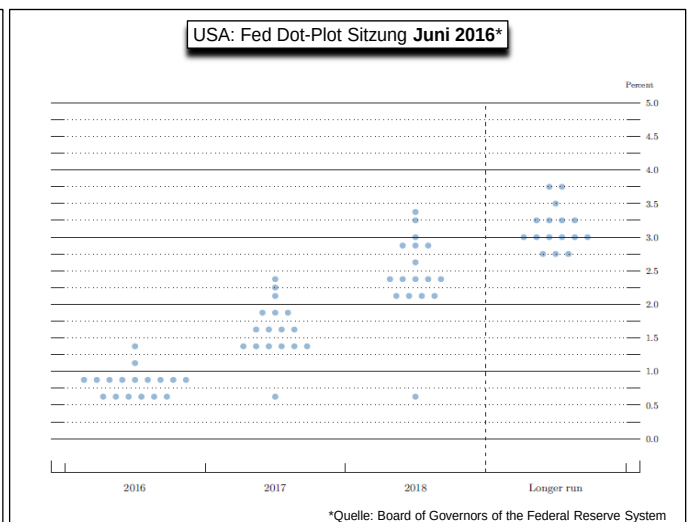
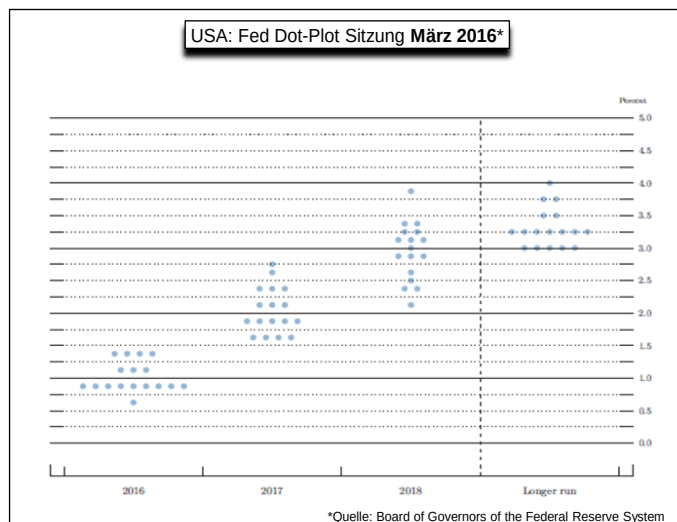
Dr. Frank Geilfuß, Bankhaus Löffelbecker

Wochenausblick für die Zeit vom 20. bis 24. Juni 2016

	Jan	Feb	März	April	Mai	Juni	Veröffentlichung
D: Produzentenpreise, m/m	-0,7%	-0,5%	0,0%	0,1%	0,2%		20. Juni
D: Produzentenpreise, y/y	-2,4%	-3,0%	-3,1%	-3,1%	-2,9%		20. Juni
D: ZEW Konjunkturerwartungen	10,2	1,0	4,3	11,2	6,4	8,0	21. Juni
D: ZEW Lageeinschätzung	59,7	52,3	50,7	47,7	53,1	52,0	21. Juni
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew.	52,3	50,5	50,7	51,8	52,1	52,3	23. Juni
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl.	55,0	55,3	55,1	54,5	55,2	55,0	23. Juni
D: Importpreise, m/m	-1,5%	-0,6%	0,7%	-0,1%	0,2%		24. Juni
D: Importpreise, y/y	-3,8%	-5,7%	-5,9%	-6,6%	-6,2%		24. Juni
D: Ifo-Geschäftsklimaindex	107,4	105,8	106,8	106,7	107,7	107,4	24. Juni
D: Ifo- Lageeinschätzung	112,6	113	113,8	113,2	114,2	114,0	24. Juni
E-19: Konsumentenvertrauen	-6,3	-8,8	-9,7	-9,3	-7,0	-6,2	22. Juni
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew.	52,3	51,2	51,6	51,7	51,5	51,7	23. Juni
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl.	53,6	53,3	53,1	53,1	53,3	53,1	23. Juni

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Zinsphantasie weicht Ernüchterung



Wie von einem Großteil der Marktteilnehmer erwartet, hat die amerikanische Notenbank Fed den Leitzins gestern unangetastet gelassen. Die Fed-Funds-Rate liegt weiterhin in einer Spanne zwischen 0,25% und 0,50%. Auf der Pressekonferenz betonte Fed-Präsidentin Janet Yellen, dass die Fed nach wie vor plane, in Abhängigkeit von den Konjunkturdaten die Zinsen in diesem Jahr weiter anzuheben. Das anstehende EU-Referendum in Großbritannien habe bei der Entscheidung, auch im Juni weiter abzuwarten, eine Rolle gespielt. Für die USA erwartet Yellen ein weiterhin moderates aber stabiles Wirtschaftswachstum. Ein Ende der Erholung am Arbeitsmarkt sei nicht in Sicht, auch wenn die Dynamik zuletzt etwas nachgelassen habe. Der sogenannte Dot-Plot, in dem die Einzelprognosen der Mitglieder des Federal Open Market Committee (FOMC) durch Punkte dargestellt werden, zeigt jedoch, dass die Zinsphantasien der FOMC-Mitglieder weitestgehend

der Ernüchterung gewichen sind. Zwar hat sich auf den ersten Blick für das Jahr 2016 nichts geändert: Nach wie vor prognostizieren die Notenbanker im Durchschnitt zwei Zinsanhebungen. Ein Vergleich des Dot-Plots aus der März-Sitzung mit dem aus der Juni Sitzung zeigt jedoch, dass die Anzahl der FOMC-Mitglieder, die nur noch von einer Zinserhöhung ausgeht von eins auf sechs angestiegen ist. Gab es im März noch sieben Notenbanker, die sogar drei bis vier Zinsschritte in Betracht gezogen haben, so ist dieser Wert im Juni auf zwei gesunken. Noch eklatanter fällt der Unterschied der März und Juni Dot-Plots für die Jahre 2017 und 2018 aus. Im Mittel fielen hier Leitzinserwartungen von 1,9% auf 1,6% für 2017 und von 3,0% auf 2,4% für 2018. Ein FOMC-Mitglied geht sogar nur noch von einem Zinsschritt bis Ende 2018 aus. Indes hat der Markt, gemessen an den Fed Funds Futures, eine Zinserhöhung in diesem Jahr bereits nahezu ausgepreist.

	Stand	Veränderung zum			
	16.06.2016 16:54	07.06.2016 -1 Woche	13.05.2016 -1 Monat	11.03.2016 -3 Monate	31.12.2015 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	17513	-2,4%	-0,1%	1,7%	0,5%
S&P 500	2050	-2,9%	0,2%	1,4%	0,3%
Nasdaq	4848	-2,3%	2,8%	2,1%	-3,2%
DAX	9469	-8,0%	-4,9%	-3,7%	-11,9%
MDAX	19380	-7,2%	-3,8%	-2,2%	-6,7%
TecDAX	1556	-8,3%	-5,4%	-3,8%	-15,0%
EuroStoxx 50	2788	-8,3%	-5,7%	-9,3%	-14,7%
Stoxx 50	2671	-7,8%	-4,8%	-6,8%	-13,8%
SMI (Swiss Market Index)	7580	-7,7%	-4,4%	-5,2%	-14,0%
FTSE 100	5870	-6,6%	-4,4%	-4,4%	-6,0%
Nikkei 225	15434	-7,4%	-6,0%	-8,9%	-18,9%
Brasilien BOVESPA	48206	-4,5%	-6,9%	-2,9%	11,2%
Russland RTS	886	-6,7%	-3,9%	4,7%	17,0%
Indien BSE 30	26525	-1,8%	4,1%	7,3%	1,6%
China Shanghai Composite	2873	-2,1%	1,6%	2,2%	-18,8%
MSCI Welt (in €)	1634	-1,7%	1,8%	0,0%	-3,9%
MSCI Emerging Markets (in €)	808	-1,5%	3,4%	0,5%	-0,5%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	165,51	13	132	386	759
Bobl-Future	133,19	147	177	245	252
Schatz-Future	111,98	6	14	23	47
3 Monats Euribor	-0,26	0	-1	-4	-13
3M Euribor Future, Dez 2016	-0,29	0	0	-1	0
3 Monats \$ Libor	0,65	0	2	2	4
Fed Funds Future, Dez 2016	0,48	-5	-3	-19	0
10-jährige US Treasuries	1,54	-17	-18	-44	-73
10-jährige Bunds	-0,03	-8	-16	-30	-66
10-jährige Staatsanl. Japan	-0,19	-6	-8	-17	-44
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,52	-9	-21	-17	-45
US Treas 10Y Performance	603,66	0,9%	0,9%	3,9%	7,0%
Bund 10Y Performance	617,26	0,2%	1,0%	2,5%	6,6%
REX Performance Index	487,58	0,5%	0,5%	1,4%	2,8%
Hypothekenzinsen USA	3,60	-6	3	-8	-41
IBOXX AA, €	0,67	-2	-9	-30	-62
IBOXX BBB, €	1,63	-1	-11	-37	-64
ML US High Yield	7,56	5	-40	-107	-134
JPM EMBI+, Index	768	-0,5%	0,6%	4,4%	9,0%
Wandelanleihen Exane 25	6598	-0,5%	-1,6%	-0,5%	-5,2%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	431,68	0,8%	5,6%	11,9%	13,8%
MG Base Metal Index	237,75	0,2%	0,7%	-2,4%	2,4%
Rohöl Brent	45,37	-11,4%	-5,5%	11,8%	27,1%
Gold	1313,15	5,8%	3,3%	4,4%	23,6%
Silber	17,42	6,3%	1,8%	11,3%	25,8%
Aluminium	1603,00	3,2%	5,7%	3,3%	6,8%
Kupfer	4540,50	-0,5%	-2,1%	-8,9%	-3,5%
Eisenerz	52,00	0,0%	-3,7%	-10,8%	18,7%
Frachtraten Baltic Dry Index	604	-0,3%	0,7%	55,7%	26,4%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,1137	-1,9%	-1,9%	0,4%	2,3%
EUR/ GBP	0,7917	1,5%	0,5%	2,1%	7,4%
EUR/ JPY	115,69	-5,3%	-6,4%	-8,3%	-11,7%
EUR/ CHF	1,0781	-1,8%	-2,2%	-1,5%	-0,5%
USD/ CNY	6,5890	0,3%	0,9%	1,4%	1,5%
USD/ JPY	106,25	-1,0%	-2,2%	-6,7%	-11,7%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite	+49 40 3282-2439	cjasperneite@mmwarburg.com
Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
Dr. 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. Die in dieser Ausarbeitung enthaltenen Informationen erheben nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und sind 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 Ausarbeitung und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Ausarbeitung stellt ferner keinen Rat oder Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Ausarbeitung dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich.