

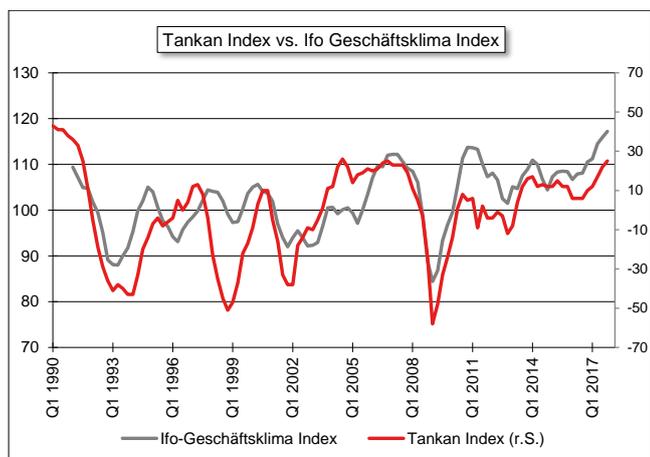
KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Ausgereizt oder weiter lukrativ – Konjunktur und Kapitalmärkte im Land der aufgehenden Sonne

So gut wie alle verfügbaren Daten deuten derzeit auf eine Fortsetzung des weltweit synchronen Aufschwungs hin. Stabiles, leicht überdurchschnittliches Wachstum, ein nur moderater Inflationsdruck, die sehr vorsichtige Normalisierung der Geldpolitik der Notenbanken, Unternehmensgewinne die stärker steigen als die Aktienkurse – alles in allem ein Musterbeispiel für ein „Goldlöckchen-Szenario“ und somit ein eher konstruktives Umfeld für Anleger. Feine Unterschiede zwischen einzelnen Regionen und Wirtschaftsräumen werden erst auf den zweiten Blick deutlich. Während sich die Vereinigten Staaten trotz eventuell noch zu erwartender Impulse der Trumpschen Steuerreform zumindest in einer späten Phase des Aufschwungs befinden, nimmt die Dynamik der Entwicklung in anderen Teilen der Welt gerade noch einmal zusätzlich Fahrt auf. Das betrifft neben der Eurozone und einer Reihe von Schwellenländern vor allem auch Japan.

Wie bitte? Japan? Eigentlich war zu diesem Thema ja alles gesagt: Eine alternde und deflationsgeplagte Volkswirtschaft, die sich echten Reformen verweigert, mit einer billigen Währung auf preisliche Wettbewerbsvorteile und importierte Inflation hofft und die eine der gemessen am BIP höchste Staatsverschuldung aller Industrieländer aufweist. Haken dran, uninteressant!

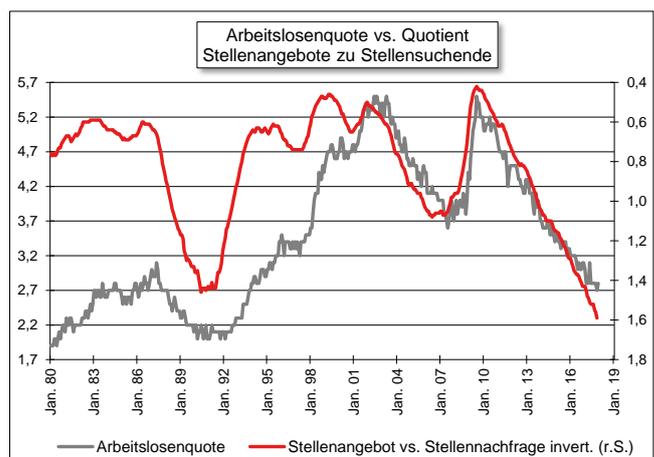
Doch halt, so schnell sollten wir den Stab nicht brechen. Das Wachstum ist aufgrund einer hohen Produktivität und einer überwältigenden Partizipationsrate am Arbeitsmarkt auf Augenhöhe mit den anderen Industrieländern, der Tankan-Index (vergleichbar dem deutschen Ifo-Index) steigt auf den höchsten Stand seit 1991 und die Bewertung der Aktienmärkte verharrt unterhalb der historischen Durchschnitte. Da lohnt wohl doch ein zweiter Blick:



Die japanische Wirtschaft wächst inzwischen seit sieben Quartalen in Folge, das ist der lang anhaltendste Positivtrend der vergangenen 20 Jahre. Auch angesichts eines schwachen Yen (weniger gegenüber dem US-Dollar als viel mehr gegenüber Euro) waren die Exporte im vergangenen Jahr die stärkste Stütze der Konjunktur. Mit einem Leis-

tungsbilanzüberschuss in Höhe von 203 Mrd. US-Dollar lag Japan zwar deutlich hinter dem globalen Champion Deutschland (287 Mrd. USD) aber klar auf Platz zwei vor China (135 Mrd. USD). Darüber hinaus kann die aktuelle Administration 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 Unternehmen haben sich spürbar erhöht und die Margen verbessert.

Die Konjunktur läuft also gut und könnte noch um einiges besser laufen, wenn es nicht den bremsenden Arbeitsmarkt gäbe. Die inzwischen immer stärker auffälligen Engpässe (zuletzt 159 Jobangebote auf 100 Jobsuchende) sollen auch weiterhin ohne nennenswerte Zuwanderung bewältigt werden. So soll unter anderem der Ausbau der Betreuungskapazitäten für Kinder und pflegebedürftige alte Menschen gezielt Frauen den Eintritt in den Arbeitsmarkt ermöglichen. Der Rückgang des Anteils der Erwerbsfähigen an der Gesamtbevölkerung steigt weiter und erreichte im vergangenen Jahr mehr als 800.000 Personen. Volkswirtschaftliche Impulse durch einen Beschäftigungszuwachs dürfen in Japan also kaum zu erwarten sein. Die Partizipationsrate von 78 Prozent sucht bereits heute ihresgleichen in den anderen Industriestaaten. Jeder fünfte japanische Pensionär über 65 Jahren und mehr als 50% der Frauen arbeiten inzwischen. Der angespannte Arbeitsmarkt führt auch, wie von der Notenbank und Premierminister Abe erwünscht, zu vorsichtigen Lohn- und Gehaltssteigerungen. Die absehbare Forcierung dieser Entwicklungen wird zu einem allmählichen Anstieg der Preise und einer Aufgabe der Kaufzurückhaltung sowie zu einer Verbesserung bei Einzelhandelsumsätzen und Investitionen führen.



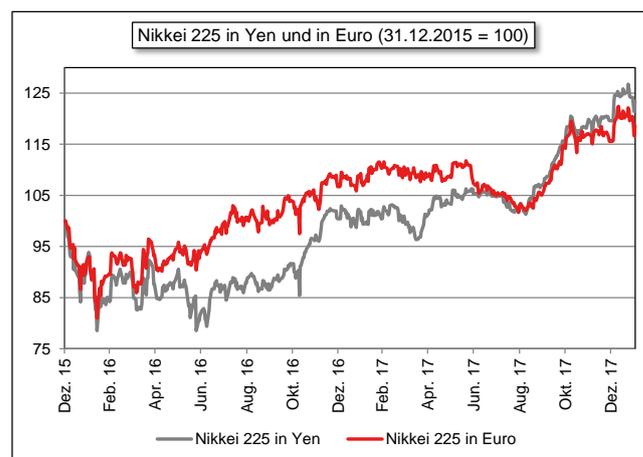
Über die beschriebenen makroökonomischen und geldpolitischen Weichenstellungen hinaus sind auch unverkennbar positive Veränderungen in Bezug auf die japanische Unternehmensführung mit Auswirkungen auf die Anleger zu konstatieren. Die Entdeckung des Shareholder Value als Wettbewerbsvorteil im Ringen um die globale Anlegergunst kommt spät, aber nicht zu spät. Eine ausschüttungsfreundliche, an den Kapitalrenditen orientierte, offene

Kommunikation hat die früher sehr konspirative Öffentlichkeitsarbeit abgelöst. Die Dividendenrenditen sind im Durchschnitt des 2000 Werte umfassenden marktbreiten Topix-Index seit 2012 um fast 60 Prozent gestiegen. Hinzu kommen Aktienrückkäufe auf breiter Front. Japans Unternehmen haben im Gefolge der letzten Finanzkrise riesige Liquiditätsreserven angehäuft. Das Finanzministerium in Tokio beziffert diese ohne Berücksichtigung der Banken und Versicherungen auf den Rekordwert von umgerechnet 1,5 Billionen Euro. Sehr viel Geld, das zunehmend aktionärsfreundlich verwendet wird. Auch die Profitabilität konnte in den vergangenen Jahren aufgrund zahlreicher Rationalisierungen überproportional zulegen. Die durchschnittliche Eigenkapitalrendite der japanischen Unternehmen stieg deutlich auf über acht Prozent an. Trotz des Anstieges der Aktienmärkte auf den höchsten Stand seit Anfang der 1990er Jahre ist die Bewertung mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von 14,5 und einem Kurs-Buchwert Verhältnis (KBV) von 1,3 vergleichsweise moderat und unter dem langjährigen Mittel. Über 50 Prozent der Unternehmen werden aktuell unter ihrem inneren Wert gehandelt und haben ganz nebenbei innerhalb der letzten zehn Jahre ihre Verschuldung halbiert. Die stabile Aufwärtstendenz japanischer Aktien wurde auch durch massive Käufe der japanischen Notenbank verursacht. Anders als in Europa oder den USA wurden nicht nur Anleihen im Rahmen des Quantitative Easing (geldpolitische Methode der Notenbanken zur Senkung langfristiger Zinsen und Bereitstellung zusätzlicher Liquidität) erworben sondern auch Aktien im Gegenwert von fast 60 Mrd. US-Dollar. Die Bilanz der Zentralbank nähert sich 100 Prozent des japanischen BIP.

Strukturelle Faktoren könnten sich neben dem Genannten ebenfalls als kurstreibend erweisen. Fortgesetzte Anlagen großer japanischer institutioneller Anleger, aber auch ein wieder wachsendes Interesse der bisher eher unterinvestierten internationalen Investoren gilt es angesichts der beschriebenen Gemengelage im Auge zu behalten. Vom Jahresanfang 2016 bis zum Herbst letzten Jahres haben Ausländer japanische Aktien netto verkauft. Inzwischen gibt es nicht wenige, die vom Erreichen der alten Höchststände bei 40.000 im Leitindex Nikkei träumen und den Kabutocho nicht nur als Möglichkeit der Diversifikation neu entdecken.

Offenbar setzen Regierung und Notenbank wegen der nachlassenden Wirkung geldpolitischer Instrumente nun zusätzlich auf fiskalpolitische Maßnahmen. Die bereits mehrfach verschobene zweite Stufe der Erhöhung der Mehrwertsteuer wurde 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 im Gegenteil direkt in Infrastruktur, Bildung und Sozialsysteme investieren. Da gleichzeitig die Geldpolitik ihren expansiven Kurs länger beibehält als in den USA oder Europa, ist dies nichts anderes als die Fortsetzung der direkten Finanzierung des Staates durch die Notenbank.

Einerseits liegen Japans Staatsschulden bereits bei mehr als dem Doppelten der Wirtschaftsleistung und damit höher als in anderen Ländern. Die Schuldenlast kann jedoch 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 anschauliches Auslandsvermögen. Die Hälfte der japanischen Unternehmen ist quasi schuldenfrei und die Cash-Reserven sind vergleichsweise höher als im internationalen Durchschnitt.



Unser begründeter Pessimismus bezüglich der langfristigen wirtschaftlichen Entwicklung der japanischen Volkswirtschaft ist angesichts der beschriebenen Gemengelage nicht aus der Welt. Der Ausgang des wirtschaftspolitischen Experiments ohne Öffnung und echte, tiefgreifende Reformen nur über die Geld- und Fiskalpolitik bleibt spannend. Rückschlüsse auf die Trends am fernöstlichen Kapitalmarkt lassen sich daraus jedoch nur sehr bedingt ableiten. Steigende Gewinne, wachsende Ausschüttungen und günstige Bewertungen sprechen bei einer isolierten Betrachtung sowohl im Vergleich zur eigenen Historie als auch in Abwägung zu alternativen Anlagen für Engagements in japanische Aktien. Neben einer stringenten Branchenauswahl mit Fokussierung auf Export- und Technologieunternehmen sowie die teilweise vernachlässigten kleineren und mittleren Marktsegmente (Käufe der Notenbank finden nur im Topsegment mit hoher Marktkapitalisierung statt!) bleibt die Währungskomponente aus Sicht des Euroanlegers die signifikante Stellgröße des Anlageerfolges. Der japanische Yen gilt zwar derzeit als eine der am stärksten unterbewerteten Währungen im Korb des IWF, was entsprechende Zusatzchancen durch Währungsgewinne bei einer Normalisierung mit sich bringen könnte. Die Erfahrung der vergangenen 20 Jahre am Tokioter Aktienmarkt mahnt jedoch zur Vorsicht. Allzu oft sind gute Kursgewinne ohne eine entsprechende Absicherung Währungsverlusten zum Opfer gefallen. Sonst wäre es vielleicht auch zu einfach. Denn: „Bei ruhigem Wetter kann jeder leicht Steuermann sein“, sagt treffend ein japanisches Sprichwort.

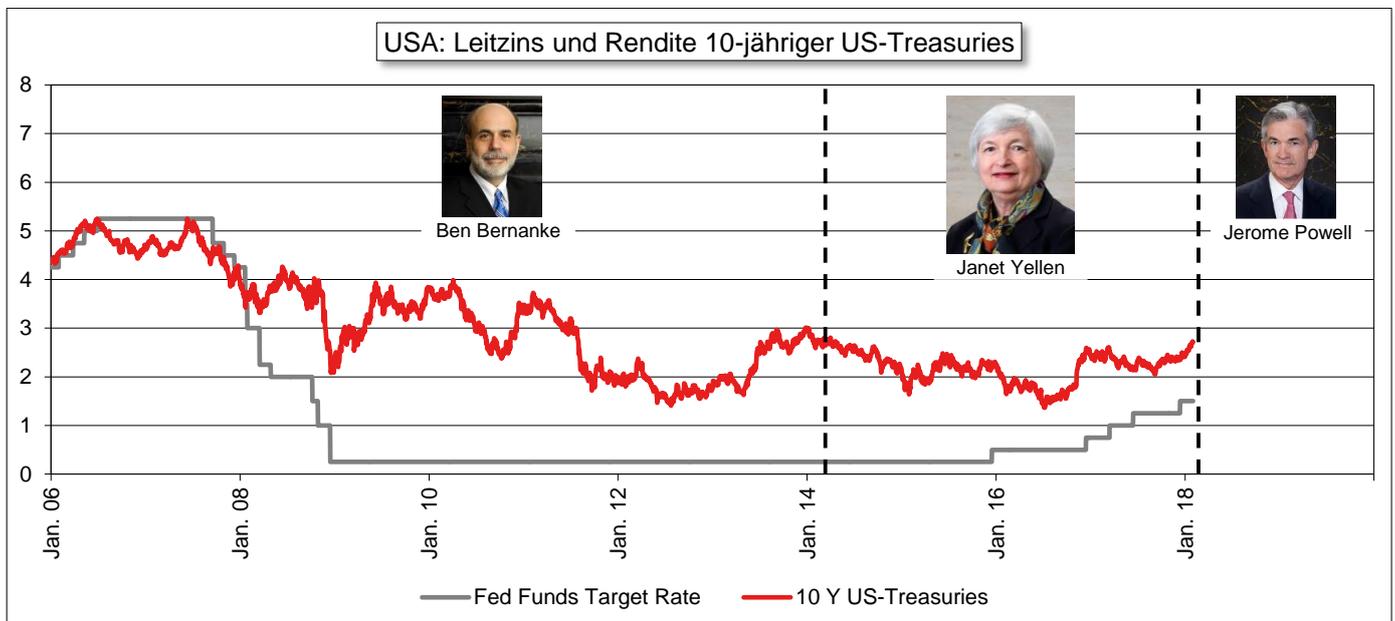
Wir bedanken uns bei unserem Kollegen Dr. Frank Geilfuß aus Berlin für die freundliche Unterstützung.

Wochenausblick für die Zeit vom 5. Februar bis 9. Februar 2018

	Sept	Okt	Nov	Dez	Jan	Feb	Veröffentlichung
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl., final	55,6	54,7	54,3	55,8	57,0		5. Februar
D: Auftragseingänge, m/m	1,3%	0,7%	-0,4%	0,6%			6. Februar
D: Auftragseingänge, y/y	9,8%	7,2%	8,7%	3,1%			6. Februar
D: Industrieproduktion, m/m	-1,1%	-1,2%	3,4%	-1,6%			7. Februar
D: Industrieproduktion, y/y	4,1%	2,8%	5,7%	5,9%			7. Februar
D: Exporte, m/m	-0,4%	-0,3%	4,1%	-1,8%			8. Februar
D: Exporte, y/y	7,6%	6,6%	8,0%	8,0%			8. Februar
D: Importe, m/m	-1,1%	1,8%	2,2%	-0,7%			8. Februar
D: Importe, y/y	7,4%	8,3%	8,2%	7,0%			8. Februar
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl., final	55,8	55,0	56,2	56,6	57,6		5. Februar
E-19: Sentix	28,2	29,7	34,0	31,2	32,9	31,9	5. Februar
E-19: Einzelhandelsumsatz, m/m	0,8%	-1,1%	1,5%	-1,4%			5. Februar

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Bye, Bye Janet!



Die US-Notenbank verfolgt mit ihrer Geldpolitik drei wesentliche Ziele: Einen hohen Beschäftigungsgrad, ein stabiles Preisniveau (Inflation von 2%) und moderate langfristige Zinsen. Zum Abschied der Fed-Chefin Janet Yellen lässt sich feststellen, dass die bereits 1913 im Federal Reserve Act festgelegten Ziele in beeindruckender Manier erreicht wurden. Mit einer Arbeitslosenquote von 4,1% herrscht annähernd Vollbeschäftigung, die Inflationsrate pendelt nahe 2% und die langfristigen Zinsen sind mit 2,7% bei den 10-jährigen US-Treasuries in „moderater“ Höhe. Aber nicht nur das Endergebnis stimmt, sondern auch der Weg. Als Yellen den Vorsitz der Fed übernahm, hatte die Notenbank mit den Nachwehen der Finanzkrise zu kämpfen. Ben Bernanke – ihr Vorgänger – hatte in Folge der Finanzkrise die Leitzinsen auf null Prozent gesenkt und in zuvor unbekanntem Maße mit dem QE-Programm die Zentralbankbilanz aufgebläht, um die Erholung der Konjunktur zu forcieren. Nun war es die Aufgabe von Yellen, die ultra-expansive Geldpolitik zurückzufahren – ohne die Konjunktur abzuwürgen und die Finanzmärkte in Panik zu versetzen. Das Taper Tantrum von 2013 bleibt hier unverges-

sen. Als Bernanke damals bekanntgab die Anleihekäufe zu reduzieren, führte dies zu einer heftigen Schockwelle an den globalen Finanzmärkten. So galt es auch für Yellen, mit guter Kommunikation und ruhiger Politik derartige Panik zu vermeiden. Und darin liegt auch ihr Kunststück. Eine kluge Forward Guidance erlaubte es, die Leitzinsen seit 2015 in zunächst zaghaften Schritten anzuheben und seit der zweiten Hälfte 2017 auch die Zentralbankbilanz langsam abzubauen. Gleichzeitig konnten die bedeutenden langfristigen Zinsen relativ konstant gehalten werden. Starke Kursschwankungen an Anleihe- und Aktienmärkten sind dabei ausgeblieben und der S&P ist mit über 12% p.a. gestiegen. Die „kleine Dame mit einem hohen IQ“ (New York Times) hat also große Fußstapfen hinterlassen. Nun ist es an dem mittelgroßen Jerome Powell – mit unbekanntem IQ –, in diese Fußstapfen zu treten. In dieser Hinsicht sind wir jedoch hoffnungsvoll: So hat Powell dem Führungsgremium der Fed bereits seit 2012 angehört und den Kurs von Yellen stets unterstützt. Große Änderungen der US-Geldpolitik sind also nicht zu erwarten.

	Stand	Veränderung zum			
	01.02.2018 15:46	25.01.2018 -1 Woche	29.12.2017 -1 Monat	31.10.2017 -3 Monate	29.12.2017 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	26088	-1,2%	5,5%	11,6%	5,5%
S&P 500	2814	-0,9%	5,3%	9,3%	5,3%
Nasdaq	7411	0,0%	7,4%	10,2%	7,4%
DAX	13026	-2,0%	0,8%	-1,5%	0,8%
MDAX	26553	-1,2%	1,3%	-0,4%	1,3%
TecDAX	2635	0,0%	4,2%	3,5%	4,2%
EuroStoxx 50	3576	-1,5%	2,1%	-2,7%	2,1%
Stoxx 50	3184	-1,9%	0,2%	-1,3%	0,2%
SMI (Swiss Market Index)	9315	-1,8%	-0,7%	0,8%	-0,7%
FTSE 100	7493	-1,6%	-2,5%	0,0%	-2,5%
Nikkei 225	23486	-0,8%	3,2%	6,7%	3,2%
Brasilien BOVESPA	85038	1,6%	11,3%	14,4%	11,3%
Russland RTS	1285	-2,0%	11,3%	15,4%	11,3%
Indien BSE 30	35907	-0,4%	5,4%	8,1%	5,4%
China Shanghai Composite	3446	-2,9%	4,2%	1,6%	4,2%
MSCI Welt (in €)	2213	-1,3%	1,4%	1,6%	1,4%
MSCI Emerging Markets (in €)	1255	-1,0%	4,3%	4,8%	4,3%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	163,14	309	146	39	146
Bobl-Future	130,49	-41	-112	-129	-112
Schatz-Future	111,84	-5	-14	-43	-14
3 Monats Euribor	-0,33	0	0	0	0
3M Euribor Future, Dez 2018	-0,26	-1	-1	0	0
3 Monats \$ Libor	1,78	2	8	40	8
Fed Funds Future, Dez 2018	1,29	-71	-59	-38	-1
10-jährige US Treasuries	2,73	10	32	35	32
10-jährige Bunds	0,71	16	29	35	29
10-jährige Staatsanl. Japan	0,10	1	5	3	5
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,12	12	25	19	25
US Treas 10Y Performance	567,16	-0,8%	-2,5%	-2,5%	-2,5%
Bund 10Y Performance	598,86	-0,8%	-1,9%	-2,4%	-1,9%
REX Performance Index	475,35	-0,7%	-1,1%	-1,8%	-1,1%
IBOXX AA, €	0,76	5	8	13	8
IBOXX BBB, €	1,28	6	4	17	4
ML US High Yield	6,16	9	1	14	1
JPM EMBI+, Index	832	-0,2%	-0,5%	-0,7%	-0,5%
Wandelanleihen Exane 25	7411	0,0%	0,2%	0,6%	0,2%
Rohstoffmärkte					
CRB Spot Index	443,44	0,9%	2,5%	3,7%	2,5%
MG Base Metal Index	364,30	0,0%	1,5%	5,7%	1,5%
Rohöl Brent	69,48	-1,8%	4,3%	13,7%	4,3%
Gold	1344,22	-1,1%	3,1%	5,9%	3,1%
Silber	17,23	-1,9%	1,3%	3,4%	1,3%
Aluminium	2219,00	-0,8%	-1,6%	3,6%	-1,6%
Kupfer	7078,75	-0,3%	-1,8%	3,8%	-1,8%
Eisenerz	71,37	-6,4%	0,1%	18,3%	0,1%
Frachtraten Baltic Dry Index	1152	-5,3%	-15,7%	-24,3%	-15,7%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,2449	0,3%	3,8%	7,0%	3,8%
EUR/ GBP	0,8764	0,3%	-1,3%	-0,1%	-1,3%
EUR/ JPY	136,19	0,8%	0,9%	3,2%	0,9%
EUR/ CHF	1,1581	-0,8%	-1,0%	-0,4%	-1,0%
USD/ CNY	6,2979	-0,4%	-3,2%	-5,1%	-3,2%
USD/ JPY	109,19	-0,2%	-3,1%	-3,9%	-3,1%
USD/ GBP	0,7043	0,7%	-4,7%	-6,5%	-4,7%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com	Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
Dr. Christian Jaspermeite	+49 40 3282-2439	cjaspermeite@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. Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.