

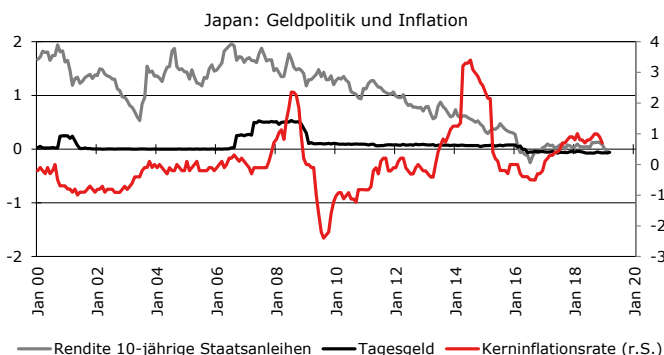


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

14. Februar 2019

Japan: Neue Feiertage und höhere Mehrwertsteuer belasten das Wachstum

Bei ihrer ersten Sitzung im neuen Jahr hat die Bank of Japan wie erwartet die Zinsen dort gelassen wo sie waren und gleichzeitig den Inflationsausblick erneut gesenkt. Die Zielrendite für 10-jährige Anleihen blieb mit null Prozent ebenso unangetastet wie der Negativzins auf Einlagen in Höhe von 0,1 Prozent. Nachdem die Notenbank bisher von einer Preissteigerungsrate in Höhe von 1,4 Prozent für das am 1. April beginnende neue Fiskaljahr ausgegangen war, wird nun lediglich eine Steigerung um 0,9 Prozent erwartet. Man kann sich trefflich darüber streiten, ob das allerorts postulierte Inflationsziel von zwei Prozent sinnvoll ist oder nicht – erreichen werden es die Japaner auch 2019 nicht annähernd. Die seit Jahren ultralockere Geldpolitik im Land der aufgehenden Sonne dürfte also auf unbestimmte Zeit fortgeführt werden.



Die geringe Inflation verwundert angesichts der zunehmend angespannten Lage auf dem Arbeitsmarkt. Offenbar geht es mit den von der Regierung und Notenbank gewünschten Lohnzuwächsen kaum voran. Sehr zum Missfallen von Ministerpräsident Abe verzichtet der

Arbeitgeberverband Keidanren in diesem Jahr sogar demonstrativ auf Empfehlungen für die im Frühjahr anstehenden Tarifverhandlungen. Noch im vergangenen Jahr wurde eine Erhöhung von mindestens drei Prozent gefordert, um die Bemühungen der Administration für höhere Preissteigerungsrate zu flankieren. Allerdings sorgten rückläufige Rohstoffpreise und ein etwas stärkerer Yen bis zum Jahreswechsel auch für eine geringere als erwartete importierte Inflation.

Für das Wirtschaftswachstum im neuen Fiskaljahr bleibt die Notenbank trotz ungelöster Handelskonflikte, einer Eintrübung der Konjunktur in China und der nun nach mehrfachen Verschiebungen für den Herbst geplanten Mehrwertsteuererhöhung von acht auf zehn Prozent erstaunlich optimistisch. Immerhin wird ein Plus von 1,3 Prozent prognostiziert. Der IWF ist etwas vorsichtiger und rechnet mit 1,1 Prozent. Die Unsicherheit angesichts der Vielzahl ungelöster Probleme wurde jedoch bereits 2018 mit einer Berg und Talfahrt von Quartal zu Quartal offensichtlich, und sie dürfte auch im laufenden Jahr anhalten. Nach einem BIP-Rückgang von 0,6 Prozent in Q3 konnte das vierte Quartal wieder mit einem positiven Wachstum von 0,4 Prozent abgeschlossen werden.

Trotz der vielen Risiken rechnet die japanische Regierung weiterhin mit einem Anstieg der privaten Konsumausgaben um stolze 2,7 Prozent. Auch wenn Vorzieheffekte im Vorfeld der für Oktober geplanten Mehrwertsteuererhöhung wahrscheinlich sind, halten wir diese Einschätzung doch für recht ambitioniert. Nach der bisher letzten Erhöhung der Steuer im April 2014 brach der private Konsum regelrecht ein. Die zur Abmilde-

rung der Folgen geplanten Vergünstigungen bei der Besteuerung von Kraftfahrzeugen und Immobilienkrediten dürften für eine Neutralisierung der negativen Effekte nicht ausreichen.

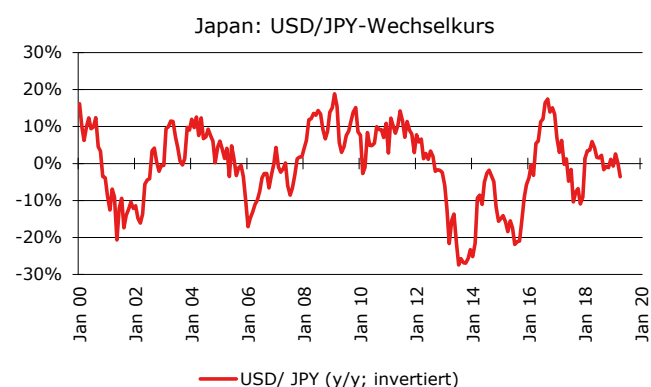
Neben den globalen Unsicherheiten und der Mehrwertsteuererhöhung könnten sich 2019 auch einige hausgemachte Baustellen als hinderlich für Wachstum und Stabilität erweisen. Zum einen steigen die Staatsausgaben im Zusammenhang mit der Flankierung der Mehrwertsteueranhebung, höherer Militärausgaben und der Finanzierung einer kostenfreien Kinderbetreuung laut Haushaltsentwurf um fast vier Prozent an. Damit wird erstmals die Schwelle von 100 Billionen Yen (793 Mrd. Euro) überschritten. Finanziert wird die expansive Fiskalpolitik zu einem Drittel durch die Ausgabe neuer Staatsanleihen. Aufgrund der Steuermehreinnahmen geht zwar die Neuverschuldung tatsächlich das siebte Jahr in Folge zurück. Die Primärlücke im Haushalt wird jedoch nach Aktualisierung des Datenkranzes nun erst 2025 geschlossen – geplant war dies ursprünglich einmal für 2020!

Zum anderen wird in diesem Jahr Kaiser Akihito nach 30 Jahren Amtszeit am 30. April abdanken und die Krone an seinen Sohn Naruhito abgeben. In Japan ist dies mit einer Reihe von zusätzlichen Feiertagen verbunden. Der 1. Mai als Tag der Inthronisierung fällt in die sogenannte Goldene Woche, sodass es vom 27. April bis 6. Mai zu einer durchgehenden Periode von 10 Feiertagen kommen wird. Die Krönung am 22.10. führt erneut zu einem einmaligen Feiertag. 2020 werden der 23. Februar (Naruhitos Geburtstag), und der 20. April (Zeremonie für den neuen Kronprinzen Akishino) zum Feiertag erklärt. Gemildert wird die Bilanz deutlich weniger Arbeitstage nur durch den Wegfall des Feiertages am 23. Dezember (Geburtstag des bisherigen Tenno).

Als ob dies alles nicht schon genug Stoff für eine zumindest temporär vorsichtigere Haltung gegenüber dem japanischen Kapitalmarkt wäre, kommen nun auch noch Berichte über jahrelang falsche Daten vom japanischen Arbeitsmarkt an die Öffentlichkeit. Die vom Arbeitsministerium erhobenen Daten waren seit 2004 Grundlage für Renten- und Arbeitslosengeldberechnungen. Wie sich jetzt herausstellt, wurden die landesweiten Lohndurchschnitte viel zu niedrig angesetzt, mit negativen Folgen für die schwächeren Einkommensgruppen. Nach dieser peinlichen Panne sieht sich die Regierung veranlasst, weitere ökonomische Daten in Bezug auf ihre Richtigkeit zu überprüfen. Selbst die Notenbank ist

schwer enttäuscht, werden doch die genannten Zeitreihen auch für die Berechnung der Output-Lücke und damit letztlich der Deflation genutzt. Insgesamt 40 von 56 permanent erhobenen Zeitreihen werden inzwischen angezweifelt.

Wenn die Weltwirtschaft tatsächlich am Anfang eines länger anhaltenden Abschwungs steht oder sich die latenten Krisenherde weiter verstärken, könnte dies für Anlagen in Japan zusätzlich ungemütlich werden. Japan ist immerhin der größte Nettogläubiger der Erde und japanische Anleger halten überproportional hohe Bestände an ausländischen Wertpapieren. In früheren Krisenzeiten haben japanische Investoren ihre globalen Investitionen reduziert und Kapital in nennenswertem Umfang repatriert. Regelmäßig führte dies in der Folge zu einem starken Yen und zu schwächeren Kursen am Kabutocho. Es ist noch keineswegs ausgemachte Sache, dass dies so und nicht anders unmittelbar bevor steht. Angesichts der sich verhärtenden Fronten bei den globalen Handelskonflikten und unter Berücksichtigung der schwächer werdenden Konjunkturdaten ist die Wahrscheinlichkeit für ein solches Szenario jedoch gestiegen.



Japanische Aktien galten in den Vorhersagen für 2018 als aussichtsreich, unterbewertet und gut zur Diversifizierung globaler Depots geeignet. In den Prognosen für 2019 ist man nach den Ergebnissen des Vorjahres nun etwas demütiger geworden. Das Wachstum der Unternehmensgewinne dürfte angesichts der beschriebenen Einflussfaktoren nicht so stark ausfallen wie erwartet. Politische Stabilität, eine signifikante Verbesserung der Corporate Governance, zunehmende Aktienrückkäufe und die latente Unterbewertung sprechen zwar langfristig für ein Engagement in japanischen Aktien. Die beschriebenen, spezifischen und möglicherweise einmaligen Belastungen im laufenden Jahr lassen uns jedoch im Moment zur Vorsicht raten.

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

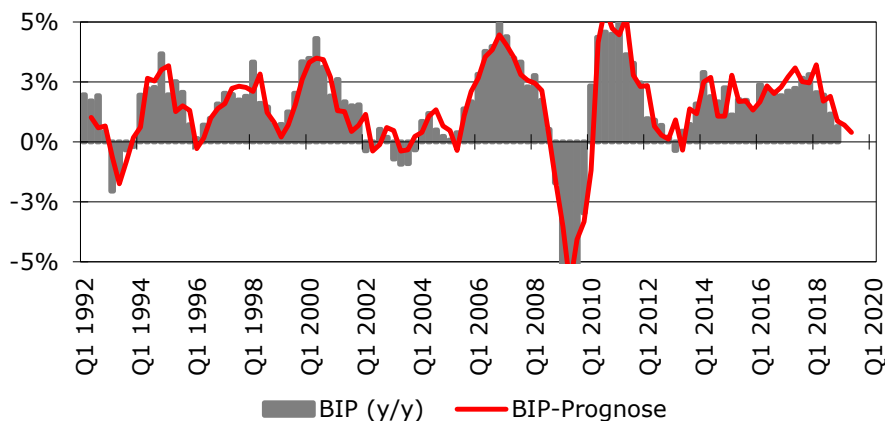
Wochenausblick für die Zeit vom 18. Februar bis 22. Februar 2019

	Sep	Okt	Nov	Dez	Jan	Feb	Veröffentlichung
D: ZEW Konjunkturerwartungen	-10,6	-24,7	-24,1	-17,5	-15,0	-16,0	19. Februar
D: ZEW Lageeinschätzung	76,0	70,1	58,2	45,3	27,6	25,0	19. Februar
D: Produzentenpreise m/m	0,5%	0,3%	0,1%	-0,4%	0,1%		20. Februar
D: Produzentenpreise y/y	3,2%	3,3%	3,3%	2,7%	2,3%		20. Februar
D: Konsumentenpreise, m/m - final	0,4%	0,2%	0,1%	0,1%	-0,8%		21. Februar
D: Konsumentenpreise, y/y- final	2,3%	2,5%	2,3%	1,7%	1,4%		21. Februar
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. – Flash	53,7	52,2	51,8	51,5	49,7	49,9	21. Februar
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl. – Flash	55,9	54,7	53,3	51,8	53,0	52,8	21. Februar
D: Ifo-Geschäftsklimaindex	103,9	102,8	102,2	101	99,1	99,3	22. Februar
D: Ifo-Geschäftserwartungen	101	99,7	98,7	97,3	94,2	94,4	22. Februar
D: Ifo-Lageeinschätzung	107	106	105,8	104,9	104,3	104,4	22. Februar
E-19: ZEW Konjunkturerwartungen	-7,2	-19,4	-22,0	-21,0	-20,9	-22,0	19. Februar
E-19: Konsumentenvertrauen – Flash	-6,2	-5,9	-6,6	-8,3	-7,9	-7,8	20. Februar
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. – Flash	53,2	52,0	51,8	51,4	50,5	50,6	21. Februar
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl. – Flash	54,7	53,7	53,4	51,2	51,2	51,3	21. Februar
E-19: Konsumentenpreise, y/y - final	2,1%	2,2%	1,9%	1,6%	1,4%		22. Februar
E-19: Kerninflationsrate, y/y - final	0,9%	1,1%	1,0%	1,0%	1,1%		22. Februar

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Ein blaues Auge

Deutschland: BIP und BIP-Prognose auf Basis des Ifo Geschäftsklimas



Die deutsche Wirtschaft ist im vierten Quartal haarscharf an einer Rezession vorbeigeschrammt und hat das 2. Halbjahr 2018 mit einem blauen Auge überstanden. Auf Gesamtjahressicht ist das reale Bruttoinlandsprodukt um 1,5 Prozent gegenüber dem Vorjahr angestiegen. Aufgrund des schwachen Schlussquartales, des nicht vorhandenen statistischen Überhangs sowie der Tatsache, dass wichtige Frühindikatoren, wie der Ifo-Geschäftsklimaindex oder die Einkaufsmanagerindizes, noch keine Trendwende signalisieren, ist davon auszu-

gehen, dass sich die wirtschaftliche Schwächephase zunächst fortsetzt.

Wir reduzieren von daher unsere Wachstumsprognose für das Jahr 2019 von bislang 1,1 auf nur noch 0,7 Prozent. Solange die politischen Unsicherheiten, wie der Handelsstreit der USA mit China (und demnächst mit der EU?) sowie der Brexit nicht gelöst sind, überwiegen weiterhin die Abwärtsrisiken für diese Prognose.

Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	14.02.2019 16:56	07.02.2019 -1 Woche	11.01.2019 -1 Monat	13.11.2018 -3 Monate	13.02.2018 -12 Monate	31.12.2018 YTD
Aktienmärkte						
Dow Jones	25405	0,9%	5,9%	0,5%	3,1%	8,9%
S&P 500	2742	1,3%	5,6%	0,7%	3,0%	9,4%
Nasdaq	7406	1,6%	6,2%	2,8%	5,6%	11,6%
DAX	11124	0,9%	2,2%	-3,0%	-8,8%	5,4%
MDAX	24032	2,3%	6,0%	-0,3%	-4,2%	11,3%
TecDAX	2568	1,3%	2,0%	-1,5%	4,3%	4,8%
EuroStoxx 50	3192	1,3%	4,0%	-1,0%	-4,4%	6,4%
Stoxx 50	2962	1,4%	4,6%	-0,1%	-0,8%	7,3%
SMI (Swiss Market Index)	9156	1,3%	3,7%	1,6%	4,6%	8,6%
FTSE 100	7215	1,7%	4,3%	2,3%	0,7%	7,2%
Nikkei 225	21140	1,9%	3,8%	-3,1%	-0,5%	5,6%
Brasilien BOVESPA	95637	1,3%	2,1%	12,6%	18,2%	8,8%
Russland RTS	1156	-3,7%	0,7%	5,1%	-5,8%	8,5%
Indien BSE 30	35876	-3,0%	-0,4%	2,1%	4,6%	-0,5%
China Shanghai Composite	2720	3,9%	6,5%	2,4%	-14,6%	9,1%
MSCI Welt (in €)	2053	2,0%	7,3%	1,2%	8,0%	10,7%
MSCI Emerging Markets (in €)	1042	0,7%	6,5%	7,8%	-2,1%	9,6%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	166,12	-24	171	604	801	258
Bobl-Future	133,15	-4	40	171	255	63
Schatz-Future	111,86	-5	-6	-9	-4	-8
3 Monats Euribor	-0,31	0	0	1	2	0
3M Euribor Future, Dez 2019	-0,26	-2	-3	-11	-42	0
3 Monats \$ Libor	2,68	-1	-10	7	85	-12
Fed Funds Future, Dez 2019	2,38	1	-4	-48	7	0
10-jährige US Treasuries	2,66	0	-4	-49	-20	-3
10-jährige Bunds	0,10	-2	-9	-31	-60	-15
10-jährige Staatsanl. Japan	-0,02	-1	-4	-14	-9	-2
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,29	3	-6	-30	-42	-5
US Treas 10Y Performance	582,83	-0,4%	0,1%	5,4%	3,7%	0,4%
Bund 10Y Performance	638,00	-0,1%	1,1%	3,4%	7,7%	1,7%
REX Performance Index	489,80	0,1%	0,1%	1,0%	3,0%	0,4%
IBOXX AA, €	0,66	1	-25	-17	-14	-22
IBOXX BBB, €	1,75	1	-33	-10	36	-31
ML US High Yield	6,97	-8	-36	-13	37	-104
JPM EMBI+, Index	829	-0,3%	2,4%	6,2%	2,6%	4,8%
Wandelanleihen Exane 25	7043	0,0%	1,3%	-2,1%	-2,5%	2,2%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	411,68	-0,4%	0,0%	-0,6%	-6,5%	0,6%
MG Base Metal Index	304,61	-2,2%	3,2%	0,8%	-13,9%	3,4%
Rohöl Brent	63,75	3,9%	5,0%	-4,7%	2,4%	20,0%
Gold	1309,19	-0,1%	1,5%	8,7%	-1,5%	2,2%
Silber	15,71	0,1%	0,4%	11,7%	-5,0%	1,3%
Aluminium	1833,00	-2,1%	1,1%	-4,6%	-14,0%	-1,6%
Kupfer	6123,50	-1,7%	3,4%	0,6%	-11,8%	2,9%
Eisenerz	88,02	-4,6%	18,6%	17,4%	15,1%	27,2%
Frachtraten Baltic Dry Index	608	-0,3%	-48,0%	-42,9%	-45,4%	-52,2%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1269	-0,7%	-2,3%	0,1%	-8,6%	-1,6%
EUR/ GBP	0,8819	0,7%	-1,5%	1,6%	-0,9%	-1,7%
EUR/ JPY	124,74	0,3%	-0,1%	-2,8%	-6,1%	-0,9%
EUR/ CHF	1,1348	-0,1%	0,2%	-0,2%	-1,5%	0,7%
USD/ CNY	6,7711	0,4%	0,2%	-2,7%	6,7%	-1,5%
USD/ JPY	111,01	1,1%	2,3%	-2,5%	2,9%	1,3%
USD/ GBP	0,7829	1,6%	0,4%	1,7%	8,7%	-0,3%

Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@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.