



Flash

Das Wirtschaftsprogramm der japanischen Regierung scheitert

Auch zweieinhalb Jahre nach Ankündigung der Abenomics vermag der Gang der japanischen Wirtschaft nicht zu überzeugen. Angesichts der rekordhohen Staatsverschuldung und der negativen Schuldendynamik ist der fiskalpolitische Spielraum der Regierung erschöpft. Da auch bedeutsame Strukturreformen nicht zu erwarten sind, dürfte die Regierung ihr Heil in einer nochmals expansiveren Geldpolitik suchen. Angesichts des zu erwartenden Liquiditätsschubs halten wir am Übergewicht japanischer Aktien fest.

Weder Wirtschaftswachstum noch Inflation erfüllen die Vorgaben der Regierung.

Auch zweieinhalb Jahre nach Ankündigung der Abenomics, mit denen Ministerpräsident S. Abe die Wirtschaft mit einer lockeren Geldpolitik, einer expansiven Fiskalpolitik und Strukturreformen ankurbeln wollte, überzeugt der Gang der japanischen Wirtschaft nicht. Nach einem Anstieg der Wirtschaftsleistung im Jahr 2013 um etwas mehr als 2%, schlitterte die japanische Wirtschaft 2014 in eine Rezession und schrumpfte gegenüber dem Vorjahr um 0.8%. Vorlaufenden Konjunkturindikatoren, wie die Indices der Einkaufsmanager, lassen auch für dieses Jahr keinen überschäumenden Optimismus aufkommen. Die Wachstumsprognosen der meisten Analysten für 2015 liegen zwischen 0% und 1%. Zudem macht die Inflation keine Anzeichen, sich in Richtung des Ziels der Notenbank von 2% zu bewegen. Nach Abzug des Teuerungsschubs infolge der Erhöhung der Mehrwertsteuer, liegt die Inflation bei 0%. Die Finanzmärkte rechnen für die nächsten 10 Jahre mit durchschnittlichen Preissteigerungen von 1.06% pro Jahr. Auch diese Zahl liegt deutlich unter den Vorstellungen der Bank of Japan. Angesichts dieser ernüchternden Resultate stellt sich die Frage, wieviel Munition die Regierung noch hat, um die Wirtschaftsziele zu erreichen.

Der fiskalpolitische Spielraum der japanischen Regierung ist erschöpft.

Die rekordhohe Staatsverschuldung von 240% der Wirtschaftsleistung schränkt den fiskalpolitischen Spielraum der Regierung empfindlich ein. Zudem decken die Steuereinnahmen nur gut die Hälfte der Staatsausgaben. Der Rest wird über neue Schulden finanziert. Bereits jetzt beläuft sich der Schuldendienst auf fast 25% der Staatsausgaben. Nach unseren Berechnungen steigt dieser auf 35%, wenn sich die durchschnittliche Zinslast der Schulden um 1% erhöht. Die Demografie stellt den Staatshaushalt vor weitere Probleme. In den nächsten Jahrzehnten wird der Anteil der über 65 jährigen überproportional zunehmen. Die Sozialausgaben, die jetzt schon 30% der Staatsausgaben betragen, werden weiter zunehmen. Da bleibt kein Platz mehr für Konjunkturprogramme. Vielmehr stellt sich die Frage, wie lange sich Japan noch des uneingeschränkten Vertrauens der Investoren erfreuen kann.

Die von der Notenbank geschaffene Liquiditätsflut blieb in den Finanzmärkten stecken.

Seit dem Beginn des zweiten Wertchriftenkaufprogramms im April 2013 hat die japanische Notenbank Yen im Gegenwert von über 1'100 Milliarden USD gedruckt und damit vornehmlich japanische Staatsanleihen gekauft. Damit fährt sie im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung das aggressivste Programm aller Notenbanken. Nach eigenen Angaben werden die Käufe solange fortgesetzt, bis sich die Inflation nachhaltig bei 2% verankert hat. Sollten dazu die aktuellen Käufe von 60 Milliarden USD pro Monat nicht ausreichen, würde die Notenbank wohl eine Ausweitung des Programms ins Auge fassen. Eine grosse Aufstockung erscheint jedoch problematisch, da die BoJ bereits jetzt knapp die Hälfte aller ausstehenden Staatsanleihen besitzt und seit einiger Zeit das gesamte Emissionsvolumen der Regierung aufkauft. Die Liquiditäts-

zufuhr der Notenbank führte seit April 2013 zu einer Abwertung des Yen gegenüber dem USD von fast 30% und zu einer Aufwertung des Börsenindex Nikkei von knapp 70%. Die Renditen der 10-jährigen Staatsanleihen fielen von 0.5% auf 0.3%. Die Liquiditätsflut vermochte die wirtschaftlichen Aktivitäten hingegen nicht nachhaltig anzukurbeln. Es ist mehr als zweifelhaft, ob eine zusätzliche Aufstockung der Wertschriftenkäufe daran etwas ändern würde.

Die Gefahr ist gross, dass liberale Strukturreformen weiterhin ausbleiben.

Es gibt verschiedene Gründe, warum die japanische Wirtschaft trotz geld- und fiskalpolitischer Massnahmen der Regierung bis jetzt nicht angesprungen ist. Einer davon ist, dass die Politik des billigen Yen nicht aufgegangen ist. Wir wiesen im Rahmen dieser Publikationsreihe vor mehr als zwei Jahren darauf hin, dass die teureren Importe die positiven Effekte der zusätzlichen Exporte mehr als auffressen werden. Zusätzlich zur rechnerisch negativen Auswirkung auf den Aussenhandelsaldo, hat der schwache Yen den Konsumenten Kaufkraft entzogen. Zudem haben es die Exportfirmen vorgezogen, anstelle zusätzlicher Investitionen und der Ausweitung ihrer Marktanteile, die Margen zu erhöhen. Die Ankurbelung des Konsums über positive Vermögenseffekte ist ebenfalls auf der Strecke geblieben, da der direkte Aktienbesitz nur 9% des Finanzvermögens der japanischen Haushalte ausmacht. Die wichtigsten Gründe für den Misserfolg der Abenomics liegen jedoch im Umstand, dass sich bei den Strukturreformen nichts tut. So fehlt ein wirksamer Plan, um die Abnahme der Arbeitsbevölkerung aufzuhalten. Zusätzliche Kinderkrippen und die Weiterbeschäftigung älterer Arbeitnehmer, die bereits jetzt schon später aus dem Erwerbsleben ausscheiden als in jedem anderen OECD Land, sind nur Kosmetik. Von einer zielgerichteten Liberalisierung der Einwanderungspolitik, die das Problem lösen könnte, ist man so weit weg wie eh und je. Ebenso wenig ändert sich bei der Regulierung der ausländischen Direktinvestitionen. Diese betragen in Japan nicht einmal 5% der Wirtschaftsleistung, während der Durchschnitt der OECD Länder bei knapp 35% liegt. Auch ein Abbau der Bürokratie und der Regulierung von Produkten und Märkten ist nicht spürbar. Im „Ease of doing Business“ Index der Weltbank, rangiert Japan auf Platz 19 von 34 OECD Ländern. Seit der Machtübernahme von S. Abe hat das Land sogar Terrain eingebüsst. Zudem fehlt ein überzeugender Plan, wie der Staatshaushalt saniert werden soll. Nach K. Rogoff und C. Reinhart wirkt bereits eine Staatsverschuldung von mehr als 80% bis 90% wachstumshemmend. Da S. Abe nach mehr als zwei Jahren keine Strukturreformen auf den Weg gebracht hat ist die Gefahr gross, dass dies so bleibt. Wir gehen deshalb davon aus, dass die japanische Wirtschaft bis auf weiteres auf ihr aktuelles Potentialwachstum von höchstens 0.5% beschränkt bleibt.

Wir halten am Übergewicht japanischer Aktien fest.

Da bedeutsame Strukturreformen nicht zu erwarten sind und die Fiskalpolitik ausgereizt ist, dürfte die Regierung über die Notenbank ihr Heil in einer nochmals expansiveren Geldpolitik suchen. Dies würde den Yen weiter schwächen und den Exportunternehmungen erlauben, ihre Margen abermals zu erhöhen. Deshalb halten wir am Übergewicht japanischer Aktien fest. Wir setzen auf Exportwerte und sichern den Yen ab.

Aquila & Co. AG, 29. April 2015



Disclaimer: Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Ansichten beruhen auf Quellen, die wir als zuverlässig erachten. Dennoch können wir weder für die Zuverlässigkeit noch für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Quellen garantieren. Diese Informationen und Ansichten begründen weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zur Tätigung sonstiger Transaktionen. Interessierten Investoren empfehlen wir dringend, ihren persönlichen Anlageberater zu konsultieren, bevor sie auf der Basis dieses Dokumentes Entscheidungen fällen, damit persönliche Anlageziele, finanzielle Situation, individuelle Bedürfnisse und Risikoprofil sowie weitere Informationen im Rahmen einer umfassenden Beratung gebührend berücksichtigt werden können.