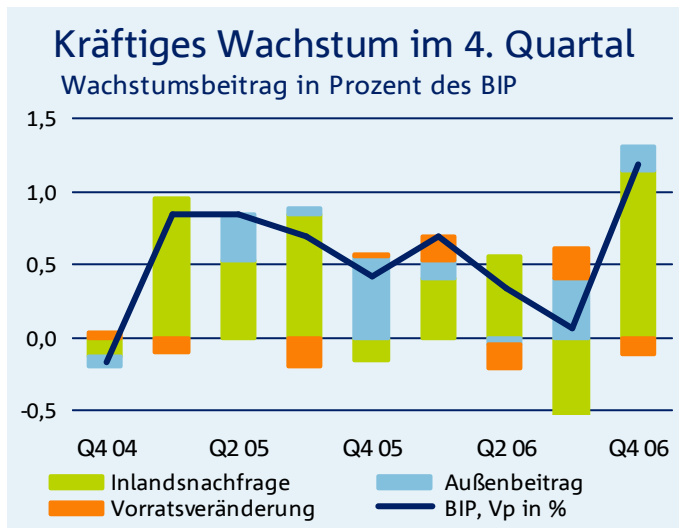


Japan: Kräftigster Anstieg seit knapp 3 Jahren

Wie das Economic and Social Research Institute heute mitteilte, stieg das Bruttoinlandsprodukt im vierten Quartal 2006 preis- und saisonbereinigt um 1,2% gegenüber dem Vorquartal. Damit war der Zuwachs in Höhe von annualisiert 4,8% (Konsens: +3,8%; BayernLB: +4,0%) der höchste unter den G-7 Ländern und lag folglich auch deutlich über dem Potenzialwachstum (+1,3%). Hauptwachstumsträger war die private Inlandsnachfrage (+1,4% gegenüber Vorquartal). Hierbei expandierte der private Verbrauch mit +1,1% erwartet kräftig. Jedoch war er auch im dritten

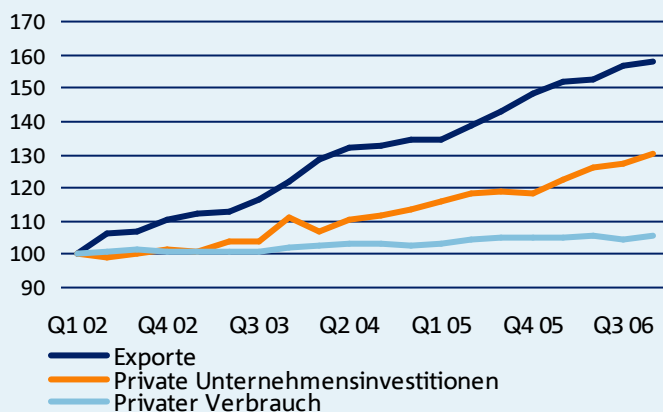
Quartal um 1,1% rückläufig gewesen, so dass hieraus noch kein Ende der Konsumschwäche abzuleiten ist. Die Unternehmensinvestitionen setzten mit +2,2% ihren Aufwärtstrend fort und der Wohnungsbau verzeichnete erstmals seit drei Quartalen wieder ein Plus (+2,0%). Auch der Staatssektor steuerte erstmals seit dem dritten Quartal 2005 wieder zum Wachstum bei. So wurde vor allem der Rückgang bei den öffentlichen Investitionen vorübergehend gestoppt (+2,7%). Da sich die Wachstumsbeiträge von der Vorratsveränderung (-0,1%) und vom Außenbeitrag (+0,2%) in etwa aufhoben, war die Inlandsnachfrage so gesehen allein für das kräftige Plus des Bruttoinlandsprodukts verantwortlich (siehe Graphik 1).



Trotz der kräftigen Zunahme im vierten Quartal bleibt die Struktur der wirtschaftlichen Expansion in Japan unausgewogen. So stiegen die realen Exporte seit Beginn des Aufschwungs im Februar 2002 um rund 10%

Dritte Stufe zündet nicht

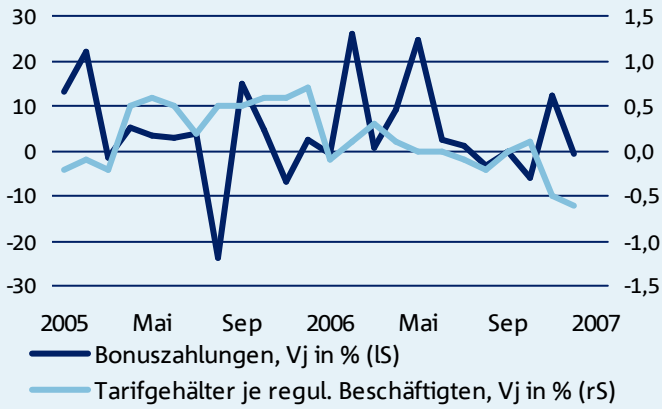
sb Quartalswerte, preisbereinigt, 1.Q. 2002=100



pro Jahr. Da die Importe im gleichen Zeitraum nur halb so kräftig zulegten, hat sich der Außenbeitrag seitdem fast verfünffacht. Damit zeichnete er für knapp die Hälfte des Wachstums seit Anfang 2002 verantwortlich. Die Gründe für die außenwirtschaftlichen Erfolge waren der robuste Welthandel, die geographische Nähe Japans zu den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens, die Restrukturierung und Kostensenkungen in den japanischen Unternehmen, das niedrige inländische Preisniveau und die Abwertung des Yen seit Anfang 2005. Da alle genannten Bedingun-

gen auch künftig Bestand haben werden, bleibt der Export ein wichtiger Motor für die japanische Wirtschaft.

Trotz sprudelnder Gewinne bleiben Bonuszahlungen niedrig



Im Sog der Exporte stiegen zeitlich versetzt die realen Unternehmensinvestitionen und die Beschäftigung an. Vor diesem Hintergrund belebte sich auch der private Verbrauch in den Jahren 2004 und 2005. Im letzten Jahr hat er jedoch unerwartet deutlich an Schwung verloren, was wiederum dazu führte, dass der Konjunkturoptimismus für das Land der aufgehenden Sonne nach und nach verflieg. Das Hauptproblem war, dass sich trotz verbesserter Lage am Arbeitsmarkt die Schere zwischen Beschäftigung und Realentlohnung pro regulär Beschäftigten immer weiter geöffnet hat.

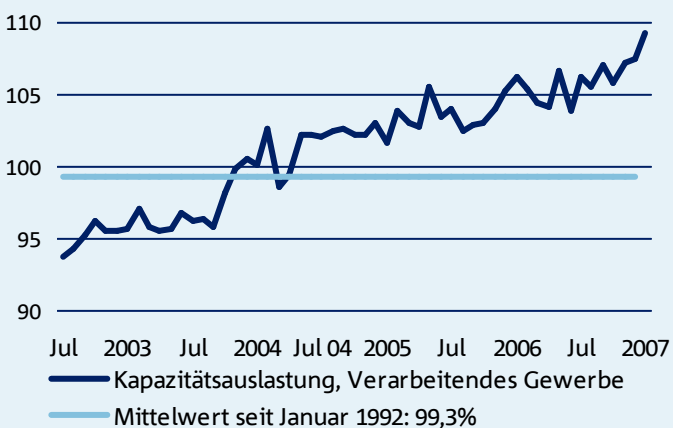
Legte die Realentlohnung im vierten Quartal 2005 noch um 1,6% gegenüber dem Vorjahr zu, war im Schlussquartal 2006 sogar ein Rückgang um 1% zu verzeichnen. Graphik 3 verdeutlicht zudem, dass trotz kräftiger Gewinnsteigerungen bei den Unternehmen die Sonderzahlungen (Bonus u.ä.) für die Arbeitnehmer lediglich stagnierten. Neben der gesunkenen Entlohnung spielte auch die Auswirkung des Auslaufens der Einkommenssteuersenkung zu fünfzig Prozent Ende 2005 eine wesentliche Rolle für die Schwäche des privaten Verbrauchs im Jahr 2006. Im Fiskaljahr 2007 wird sie vollständig rückgängig gemacht.

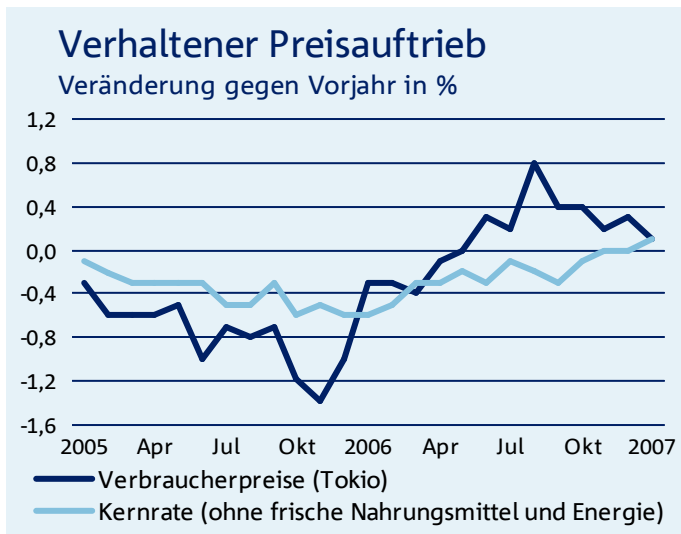
Trotz der nachlassenden Dynamik beim privaten Konsum im letzten Jahr gehen wir nach wie vor davon aus, dass der Aufschwung im Jahresverlauf wieder an Breite gewinnen wird. So rechnen wir damit, dass die Real-löhne wieder positive Zuwachsraten verzeichnen werden. Dafür spricht zum einen, dass sich durch die Entspannung bei den Rohstoffpreisen die Gewinnmarge weiter verbessern wird. Zum anderen meldeten die Unternehmen in der TANKAN-Umfrage vom vierten Quartal erneut einen Anstieg des Mangels an qualifizierten Arbeitskräften. Daneben dürfte der private Verbrauch auch durch den Vermögenseffekt angeregt werden. So summierte sich das Geldvermögen der privaten Haushalte im dritten Quartal 2006 auf knapp 1,5 Trillionen Yen, ein Plus von 2,7% gegenüber dem Vorjahr. Einschränkend muss jedoch erwähnt werden,

dass die privaten Haushalte immer noch vorsichtig zu Werke gehen. Zwar schichteten sie zum Teil ihr Vermögen von liquiden Anlageformen in Investmentfonds um. Das Geld floss allerdings nicht in inländische Aktienfonds, sondern vorwiegend in ausländische Rentenfonds (Carry Trade Effekt). Vor diesem Hintergrund hat sich der Wert ausländischer Wertpapiere, die von inländischen Fondsgesellschaften gehalten werden, seit Beginn des Aufschwungs Anfang 2002 auf gut 40 Billionen Yen vervierfacht. Aktien aus dem Direktbestand wurden dagegen nach wie vor verkauft.

Hohe Kapazitätsauslastung

sb Monatswerte in %





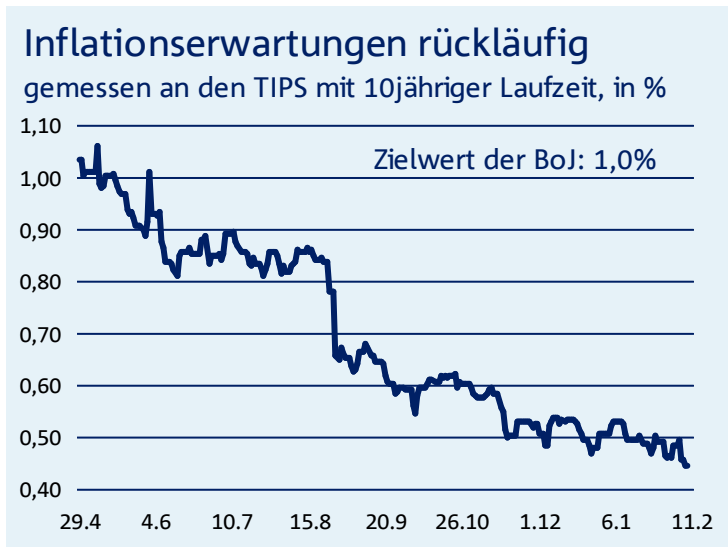
Aufgrund des Tempoverlustes beim Wachstum im Jahr 2006 kam erneut die Sorge auf, ob die Deflation endgültig überwunden werden kann. So hat sich der Anstieg der Verbraucherpreise im Großraum Tokio im Januar 2007 auf +0,1% gegenüber dem Vorjahr ermäßigt. Im August 2006 waren es noch +0,8% gewesen. Grund hierfür war in erster Linie der Rückgang bei den Energiepreisen. Ohne die volatilen Größen frische Nahrungsmittel und Energie stieg die Teuerung zwar seit Anfang 2006 kontinuierlich an. Das Plus von 0,1% gegenüber dem Vorjahr im Januar

2007 ist aber immer noch sehr gering.

Gegen einen verstärkten Auftrieb der Kernteuerung in der kurzen Frist spricht, dass die Löhne nominal gefallen sind und dies wohl auch noch ein paar Monate tun werden. Dies führt zu weiter sinkenden Lohnstückkosten. Auch die Energiepreise drücken aufgrund von Sekundäreffekten auf das Preisniveau. So hat sich der inländische Großhandels- und Importpreisanstieg bereits spürbar ermäßigt. Dies manifestierte sich auch in den Inflationserwartungen. So sank der TIPS-Spread 10jähriger Staatsanleihen von reichlich 1% Anfang Mai 2006 auf nur noch gut 0,4% Mitte Februar 2007.

Mittelfristig spricht jedoch die vergleichsweise hohe gesamtwirtschaftliche Ressourcenbeanspruchung für einen verstärkten Preisauftrieb. So lag die Kapazitätsauslastung im Dezember 2006 bei 109,3 Prozent und damit 10 Punkte über dem langfristigen Durchschnitt. Darüber hinaus war die Arbeitslosenquote im selben Monat mit 4,1% unverändert niedrig. Aufgrund der positiven Wachstumsperspektiven dürfte der Engpass bei den Kapazitäten weiter zunehmen. Mittelfristig werden auch die wieder steigenden Löhne und damit auch die Lohnstückkosten Aufwärtsdruck auf die Verbraucherpreise ausüben. Aufgrund der unterschiedlich wirkenden Einflussfaktoren auf die Teuerung rechnen wir insgesamt damit, dass die Deflation auf mittlere Sicht zwar langsam, aber doch stetig überwunden werden wird.

Die Bank of Japan hat nach der Sitzung im Juli 2006 den Leitzins nicht mehr erhöht. Zwar stellte sie in ihren Monatsberichten immer wieder fest, dass sich die Wirtschaft moderat erhole. Weitere Zinsschritte blieben aber wegen der Konsumschwäche und der fallenden Inflationsrate bislang aus. Aufgrund des hohen Zuwachses des Bruttoinlandsproduktes im vierten Quartal sind die Voraussetzungen für eine Zinserhöhung sind aus unserer Sicht nun gegeben. Wir rechnen daher am 21. Februar mit einer weiteren Erhöhung des unbesicherten Ta-



gesgeldsatzes um 25 Basispunkte auf 0,5%. Die Wahrscheinlichkeit dafür ist auch im Markt nach den heutigen Zahlen von 40% auf 54% gestiegen. Hinzu kommt, dass der BIP-Deflator nur noch ein Minus von 0,5% gegenüber dem Vorjahr aufwies. Im vierten Quartal 2005 waren es noch -1,6% gewesen. Sollte die Bank of Japan allerdings erneut von einer Zinserhöhung absehen, erwarten wir erst Mitte dieses Jahres einen Zinsschritt nach oben. Denn dann ist klar, dass die Währungshüter über einen längeren Zeitraum kräftigere Daten vom privaten Verbrauch und der Teuerung abwarten wollen, bevor sie reagieren werden.

Bruttoinlandsprodukt

real, saisonbereinigt, Veränderung gegen Vorperiode in Prozent

	4.Q. 2006	Bayern LB	Konsens	3.Q.2006	2.Q.2006
Bruttoinlandsprodukt	1,2	1,0	0,9	0,1	0,3
Privater Konsum	1,1	-	-	-1,1	0,6
Wohnungsbauinvestitionen	2,0	-	-	-0,1	-2,1
Unternehmensinvestitionen	2,2	-	-	0,8	3,3
Private Inlandsnachfrage	1,4	-	-	-0,6	1,0
Staatskonsum	0,0	-	-	0,7	0,7
Öffentliche Investitionen	2,7	-	-	-4,8	-6,3
Inlandsnachfrage ohne Lager	1,2	-	-	-0,6	0,6
Exporte	1,1	-	-	2,4	0,7
Importe	0,0	-	-	-0,5	1,4
Außenbeitrag*	0,2	-	-	0,4	-0,1
Vorratsveränderung*	-0,1	-	-	0,2	-0,2
BIP-Deflator Vj in %	-0,5	-0,5	-0,5	-0,7	-1,1

*) Wachstumsbeitrag in Prozent des BIP

Allgemeiner Hinweis:

Diese Publikation ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe der vorliegenden Information am 04.06.2007. Die vorliegende Publikation beruht unserer Auffassung nach auf als zuverlässig und genau geltenden allgemein zugänglichen Quellen, ohne dass wir jedoch eine Gewähr für die Vollständigkeit und Richtigkeit der herangezogenen Quellen übernehmen können. Insbesondere sind die dieser Publikation zugrunde liegenden Informationen weder auf ihre Richtigkeit noch auf ihre Vollständigkeit (und Aktualität) überprüft worden. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit können wir daher nicht übernehmen. Die vorliegende Veröffentlichung dient ferner lediglich einer allgemeinen Information und ersetzt keinesfalls die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung. Für weitere zeitnähere Informationen stehen Ihnen die jeweiligen Anlageberater zur Verfügung.

Andreas Speer
Senior Economist
USA, Japan, Großbritannien
Tel 089 2171-21305
Andreas.Speer@bayernlb.de

Redaktion:
Bayerische Landesbank
Volkswirtschaft und Research
80277 München (= Briefadresse)
volkswirtschaft@bayernlb.de

Geschäftsgebäude:
Bayerische Landesbank
Brienner Straße 18
80333 München
Tel 089 2171-21762
Fax 089 2171-21799
www.bayernlb.de