



Japan mit Rekordschulden im Konjunkturtal

12. August 2009

Die globale Rezession und die Exportlastigkeit des Verarbeitenden Gewerbes führten zur stärksten Rezession nach dem zweiten Weltkrieg.

In den letzten Jahren hat der Nettoexport zwar lediglich ein Drittel zum japanischen Wirtschaftswachstum beigetragen, dennoch trifft der aktuelle Einbruch die gesamte Volkswirtschaft. Die Elektro- und Automobilindustrie, welche besonders stark vom boomenden Welthandel profitierten, sind nun auch überdurchschnittlich stark von der globalen Rezession betroffen. Viele wichtige Handelspartner Japans, gerade im asiatischen Raum, erlebten ebenfalls besonders starke Wirtschaftseinbrüche. Als Absatzmarkt und Lieferant gewann China für die japanische Wirtschaft stetig an Bedeutung, während der Handel mit den westlichen Industrieländern nur noch moderate Zuwachsraten verzeichnete.

Der Vergleich von Konjunkturverläufen belegt die Schärfe des aktuellen Einbruchs. Ein wichtiger Frühindikator – die aktuelle Auftragslage im Maschinenbau – ist dabei doppelt so stark eingebrochen wie in den beiden vorangegangenen Zyklen.

Die expansive Fiskalpolitik hat dazu beigetragen, den Abschwung zu bremsen. Gleichzeitig hat die Schuldenaufnahme zur Finanzierung der Fiskalpakete die - schon vor der Krise mit 170% des BIP weit über dem OECD-Schnitt von 44% liegende - Bruttostaatsverschuldung weiter erhöht.

Schuldenfinanzierte Konjunkturprogramme, eine steigende Bruttostaatsverschuldung und Deflationstendenzen stellen die Solidität des Staatshaushaltes zunehmend in den Mittelpunkt der japanischen Finanz- und Wirtschaftspolitik. Verschiedene Simulationen zeigen mögliche Entwicklungen der Staatsverschuldung und die hieraus entstehende Zinsbelastung für den japanischen Staat auf. Simulationsergebnisse: Upside-Schuldenquote stabilisiert sich bei 100%. Baseline-Schuldenquote steigt über 300% des BIP bis 2020.

www.dbresearch.de

Autor

Jochen Möbert
+49 69 910-31727
jochen.moebert@db.com

Editor

Stefan Schneider

Publikationsassistenz

Pia Johnson

Deutsche Bank Research
Frankfurt am Main
Deutschland

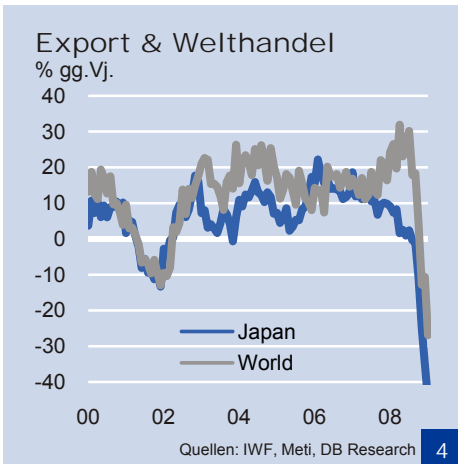
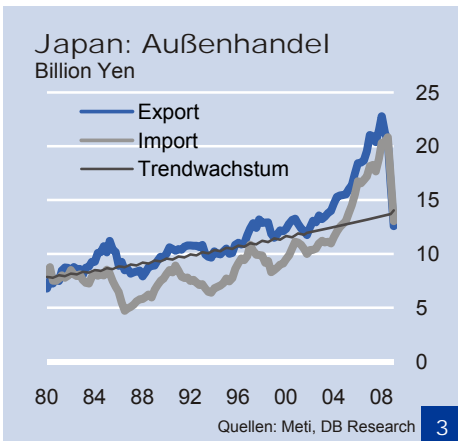
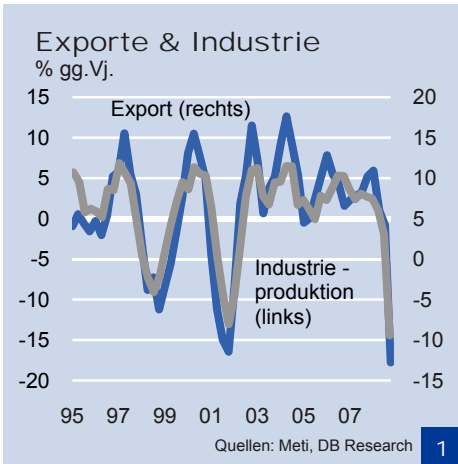
Internet: www.dbresearch.de

E-Mail: marketing.dbr@db.com

Fax: +49 69 910-31877

DB Research Management

Norbert Walter



Einleitung

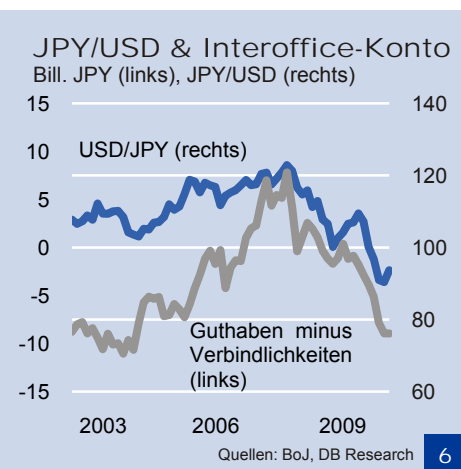
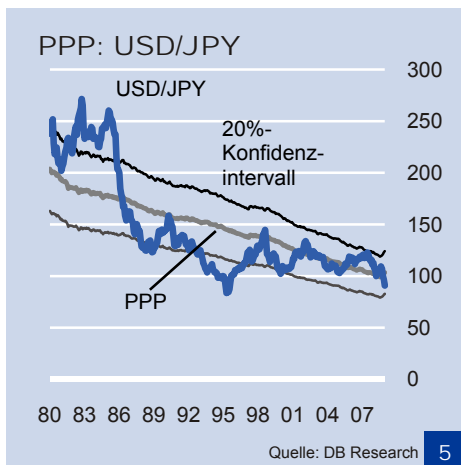
Noch zu Beginn 2008 wuchs Japans Wirtschaft wie die meisten anderen Industrieländer auch und war zunächst aufgrund der eher konservativen Geschäftspolitik japanischer Banken nicht direkt in die durch die Finanzkrise ausgelösten Turbulenzen involviert. Entsprechend verbuchten japanische Banken infolge der Finanzkrise bisher nur 3% der globalen Abschreibungssumme von USD 1.500 Mrd. Durch die globale Rezession litt die Exportnation Japan dann aber besonders unter dem einbrechenden Welthandel. Die Bruttoexporte sanken um -14,7% gg. Vq. in Q4 2008 und um -26% gg. Vq. in Q1 2009.¹ Der Einbruch fiel damit noch stärker aus als in anderen Industrieländern (Deutschland Q4: -8,1%, Q1: -9,7%, USA -6,5%, -8,7%). Der Beitrag des Exportsektors ohne Abzüge von Importen zur gesamten Wirtschaftsleistung beträgt zwar nur etwa 15% (z. Vgl. Deutschland: 45%). Trotzdem ist Japans Konjunktur stark vom Außenhandel abhängig. In industrialisierten Ländern sind handelbare Güter weitgehend Produkte der Verarbeitenden Industrie. Entsprechend belastet ein starker Exportrückgang die Industrieproduktion. Wie in anderen exportorientierten Volkswirtschaften auch, verlaufen in Japan Export- und Investitionsentwicklung nahezu parallel. Zwar nimmt der Industriesektor in entwickelten Industrien an Bedeutung ab, jedoch ist er wesentlich volatiler als der Dienstleistungssektor. Daher dominiert dieser Zusammenhang in starkem Maße die gesamte konjunkturelle Entwicklung.

Zunächst wird in diesem Aufsatz die Bedeutung des Außenhandels und seine Bestimmungsfaktoren beschrieben. Insbesondere wird die Veränderung der Außenhandelsstruktur und die Bedeutung des Wechselkurses analysiert. Auch die wichtigsten Export- und Importländer und die jüngsten Entwicklungen der Handelsbeziehungen werden thematisiert. Es folgt eine kurze Analyse der von der Exportentwicklung besonders betroffenen Branchen. Zur Einschätzung der Tiefe der aktuellen Rezession vergleichen wir den jetzigen Abschwung mit den beiden vorangehenden Konjunktüreintrüben von 1998/1999 und 2002. Angesichts der bereits extrem hohen Staatsverschuldung werden die fiskalischen Auswirkungen der Rezession und mögliche Spielräume für eine antizyklische Politik mittels einfacher Simulationen analysiert.

Entwicklung und Determinanten des Außenhandels

Zwischen 2002 und 2007 erlebte Japan einen der stärksten Wirtschaftsaufschwünge und erzielte die größten Exportüberschüsse der Nachkriegszeit. Der Anstieg der globalen Nachfrage – getragen vom Wachstumsmotor USA, dem Aufstieg Asiens und vor allem Chinas zur Wirtschaftsmacht - war die Hauptantriebskraft für den Aufschwung des japanischen Außenhandels. Bis Anfang 2008 wuchs der Export um 10,7% p.a., während in den 80er und 90er Jahren das Wachstum lediglich 2,6% p.a. betrug. Ähnliche Wachstumsraten verzeichnet auch der Import. Der nun beobachtete Einbruch des japanischen Außenhandels ist also zumindest teilweise auch als Korrekturprozess zu verstehen. Wäre der Export seit 2001 weiter mit 2,6% p.a. gewachsen, hätte das Exportvolumen in Q1 2009 JPY 13,8 Mrd. betragen. Somit liegt das tatsächliche Q1-Exportvolumen mit JPY 12,6 Mrd. erstmals wieder unterhalb der langfristigen Trendlinie, während in den vorangehenden Quartalen das Exportvolumen teilweise mehr als 50% über der Trendlinie lag.

¹ Dies entspricht annualisierten Werten von -47,1% in Q4 2008 und -70,0% in Q1 2009.



Determinanten des Exports

Regression:

$D \log_4(\text{Export}) =$

$$-0,03 - 0,47 D \log_4(\text{Yen}) \\ + 0,42 D \log_4(\text{ChinaGDP}) \\ + 0,26 D \log_4(\text{USGDP})$$

pWerte:

Yen 1,8%, ChinaGDP 9,8%, USGDP 6,3%

$R^2 = 0,75$, DW = 2,73

Zeitraum: 2003 Q1-2008 Q4, N=24

Interpretation: Japans Export wird in starkem Maße von der wirtschaftlichen Entwicklung in China und den USA bestimmt. Gleichzeitig hat in den letzten Jahren auch die Entwicklung des Yen-Dollarkurses einen starken Einfluss auf die Exporte.

Anmerkungen zur Ökonometrie:

Regressoren sind standardisiert, wodurch die Koeffizienten in ihrer Größe vergleichbar sind. LM-Tests indizieren negative Autokorrelation für Lags höherer Ordnung. Die Anwendung von Kointegrationsmethoden unterbleibt aufgrund der geringen Zahl an Beobachtungen.

Der aktuelle Außenhandelseinbruch hat dazu geführt, dass die japanische Handelsbilanz im August 2008 erstmals seit 28 Jahren ins Defizit rutschte. Als eine weitere Ursache für diese Entwicklung wird oft die Yen-Aufwertung angeführt. Auf Jahressicht stieg der Yen aber lediglich um 10% von 104,8 je USD in Q1 2008 auf 93,9 in Q1 2009. Auf Sicht von zwei Jahren betrug die Aufwertung aber 21%. Die Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit hat zweifellos eine nachfragedämpfende Wirkung, das Ausmaß hängt aber von der Nachfrageelastizität ab.

Um die Bedeutung der Einflussfaktoren zu quantifizieren, wird die Exportentwicklung auf den standardisierten handelsgewichteten Yen und das standardisierte chinesische und US-amerikanische BIP regressiert. Aufgrund der enormen Zunahme der Globalisierung und des Welthandels werden nur die letzten sechs Jahre berücksichtigt.² Die Regressionsergebnisse belegen die Bedeutung einer Yen-Aufwertung für den Exportrückgang. Den starken Exporteinbruch in der Krise erklärt das Modell aber nur bedingt. In diesem Modell erklärt die 10prozentige Yen-Aufwertung in etwa 20% des Exportrückgangs, während der Erklärungsbeitrag der ausländischen BIP-Rückgänge noch geringer ist.

Währungsschwankungen des Yen

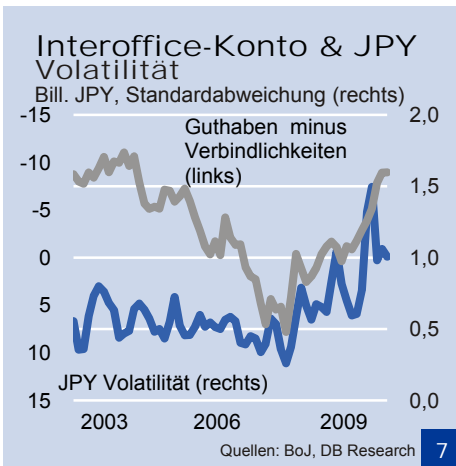
Vielfach wurde die Yen-Aufwertung mit der Auflösung von Yen-Carry-Trades in Verbindung gebracht. Das Volumen an Carry-Trades ist aber nicht direkt messbar, sondern kann nur approximiert werden. Ein interessanter Indikator ist die Nettovermögensposition in den Interoffice-Konten ausländischer, insbesondere US-amerikanischer, Banken.³ Je größer die Verbindlichkeiten ausländischer Banken bei ihren jeweiligen japanischen Töchtern sind, desto größer ist vermutlich das Carry-Trade-Volumen.⁴ Die Carry-Trades waren aufgrund des Zinsgefälles zwischen Japan und dem Rest der Welt hauptsächlich ein attraktives Finanzierungsmittel. Sie sind jedoch auch ein interessantes Spekulationsinstrument. Investoren in Carry-Trades können von einem steigenden Carry-Trade-Volumen profitieren, wenn der durch die Carry-Trades ausgelöste Abwertungsdruck auf den Yen sich tatsächlich in einem günstigeren Wechselkurs niederschlägt und somit das Kreditvolumen als auch die ohnehin geringe Zinsbelastung in ausländischer Währung senke. Erfolgreiche Carry-Trade-Investoren können also schnell Nachahmer anlocken und damit einen selbstverstärkenden Effekt erzeugen.

In umgekehrter Weise führte dann aber in der aktuellen Krise die Auflösung von Carry-Trades, d.h. die Reduktion der Verbindlichkeiten ausländischer Investoren, zu einer erhöhten Yen-Nachfrage und folglich auch zu einer Aufwertung. Die Rückführung der Carry-Trades und die globale Flucht der Investoren in sichere Anlagen und somit auch sichere Währungen verstärkten sich möglicherweise aufgrund der induzierten Aufwertungserwartungen gegenseitig. Jeder Investor musste in der Hochphase der Finanzmarktkrise befürchten, als letzter die nun stark abgewerteten Emerging-Markets Währungen zu verlassen und die sicheren Anlageklassen und Wäh-

² Der Einbezug von Bruttoinlandsprodukten ermöglicht dabei lediglich die Verwendung von Quartalsdaten.

³ In den „Interoffice“-Konten werden die Veränderung der Aktiva und Passiva erfasst. Die Nettovermögensposition der Interoffice-Konten ist definiert als Vermögen minus Verbindlichkeiten zwischen ausländischen Banken und ihren japanischen Tochterunternehmen. Diese wird monatlich von der Bank of Japan erhoben.

⁴ Vgl. Hattori und Shin (2008).



Top Ten Lieferanten

Mrd. USD/Monat

Rang	Land	2008	1993	% p.a.
1	China	11,9	1,7	13,8
2	USA	6,6	4,7	2,3
3	Saudi Arabier	4,4	0,7	12,6
4	VAE	4,1	0,7	12,5
5	Indonesien	2,7	1,0	6,6
6	Süd-Korea	2,5	1,0	6,4
7	Malaysia	1,9	0,6	7,3
8	Deutschland	1,7	0,8	5,1
9	Thailand	1,7	0,5	8,0
10	Kuwait	1,3	0,1	16,0

Quelle: DB Research **10**

rungen teuer einzukaufen. In dieser turbulenten Phase wertete der Yen stark auf und notierte deutlich unter USD/JPY 90. Die Währungsturbulenzen spiegeln sich auch in einer erhöhten Wechselkursvolatilität gemessen durch CVIX⁵ wider.

Durch die Aufwertung der letzten Monate ist der Yen leicht unter sein langfristig zu erwartendes PPP-Niveau gerückt und könnte daher gegenüber dem USD leicht überbewertet sein. Aktuell gibt es durch die Nullzinspolitik sowohl der Fed als auch der Bank of Japan keine nennenswerte Zinsdifferenz zwischen beiden Ländern. Entsprechend ist auf kurze Sicht ein recht stabiler Wechselkurs ein wahrscheinliches Szenario. Die Yen-Turbulenzen haben die japanischen Exportgüter verteuert bzw. die Gewinne der Unternehmen gedrückt und somit zum Leistungsbilanzdefizit beigetragen. Der oben beschriebene Transmissionsmechanismus über Industrieproduktion und Investitionszyklus verschärft dann zusätzlich den gesamten Konjunktoreffekt. Aufgrund der Exportabhängigkeit Japans und im Hinblick auf die Erholungschancen der japanischen Wirtschaft erfolgt im nächsten Absatz ein Blick auf die Länderstruktur ausländischer Absatz- und Lieferantenmärkte.

Länderanalyse des Außenhandels

Bereits vor dem Wachstumsschub durch die Beschleunigung des Welthandels seit 2002 wuchs Japans Exportwirtschaft relativ zur Binnennachfrage von 1993 bis 2008 rasant. Insbesondere der Export in die Nachbarländer Südkorea (8,0%), China (14,2%) und Russland (17,4% p.a.) vervielfachte sich in diesem Zeitraum. Dagegen verzeichnete der Export in die industrialisierten Länder USA, Deutschland und UK nur ein moderates Wachstum von durchschnittlich rund 2% p.a. Anfang der 90er Jahre betrug das Außenhandelsvolumen mit China nur 6-7% des gesamten Außenhandels. Heute entfallen etwa 20% des Import- und Exportvolumens auf den Handel mit China. Die Exporte nach China (Festland) und Hongkong zusammen übertreffen mittlerweile die Liefermenge in die Vereinigten Staaten.

Die Bedeutung Chinas als Absatzmarkt für japanische Produkte nimmt aufgrund der geringen Transportkosten und des Potenzials der chinesischen Konsumnachfrage angesichts der steigenden Kaufkraft zu. China wird aber aufgrund seiner niedrigen Löhne, der steigenden Erwerbsbevölkerung und seines Rohstoffreichtums⁶ künftig auch mehr Güter nach Japan liefern. Der Import aus China wächst bereits derzeit ähnlich dynamisch wie der Export. China hat die USA mittlerweile auch als größten Lieferanten Japans abgelöst. Die Importe aus China wie z.B. Eisen und Stahl sind dabei eher von einer geringeren Fertigungstiefe und geringeren Qualität⁷ als die Exporte nach China, z.B. elektronische Anlagen.

In der Automobil- und Elektroindustrie werden vielfach Vorprodukte aus China eingeführt, während ein Großteil der Endfertigung weiterhin in Japan selbst erfolgt. Zweifellos wird der Technologievorsprung Japans relativ zu China in den kommenden Dekaden abnehmen.

Auch die Einfuhr aus anderen asiatischen Ländern verzeichnete imposante Steigerungsraten. Auffallend ist auch das zunehmende Importvolumen aus den Vereinigten Arabischen Emiraten, Saudi Arabien und Kuwait. Dies ist auf eine größere importierte Rohöl-

⁵ CVIX ist ein Währungs-Volatilitätsindex. Je größer CVIX, desto stärker schwankt die analysierte Währung.

⁶ Vgl. Wettig und Kemfert (2006).

⁷ Vgl. auch Kiyota (2008).

menge in Verbindung mit den gestiegenen Rohölpreisen zurückzuführen. Die Zunahme des Importvolumens aus Kuwait ist sicherlich auch den guten Beziehungen beider Länder seit dem - vor allem von Deutschland und Japan finanzierten - Irakkrieg 1991 zu verdanken.

Die vorangehenden Abschnitte haben die Bedeutung des japanischen Außenhandels für die makroökonomische Entwicklung beschrieben. Ein gewisser Teil des jetzigen Wirtschaftseinbruchs wird also vermutlich mit einem Wiedererstarben des Welthandels ausgeglichen. Insbesondere die jüngste positive Entwicklung Chinas lässt höhere Exportvolumina in den nächsten Quartalen erwarten. Die Industrieproduktion ist seit Januar jeden Monat gewachsen und wird bei Konstanz der jüngsten monatlichen Wachstumsraten Ende 2009 wieder das 2005-Niveau erreicht haben. Zweifellos ist die Abhängigkeit vom Außenhandel einzelner Wirtschaftszweige sehr unterschiedlich. Im folgenden Abschnitt werden die Entwicklungen der letzten Jahre für die wichtigsten Branchen der Verarbeitenden Industrie herausgearbeitet.

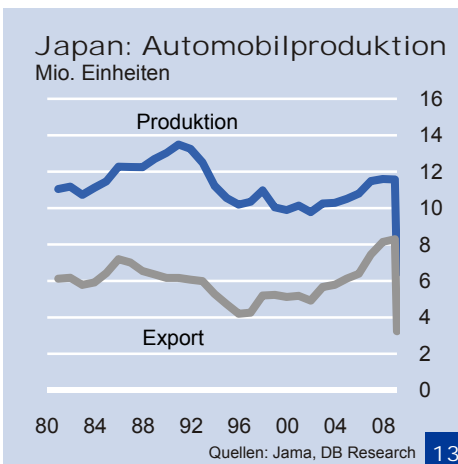
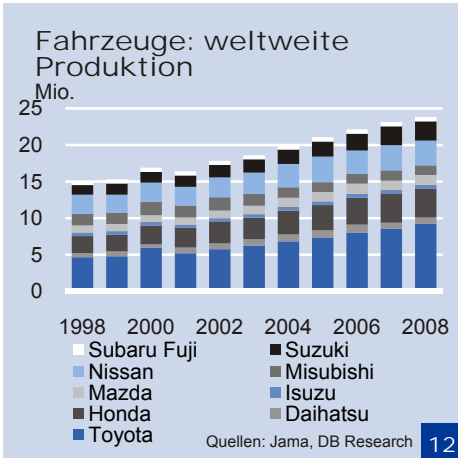
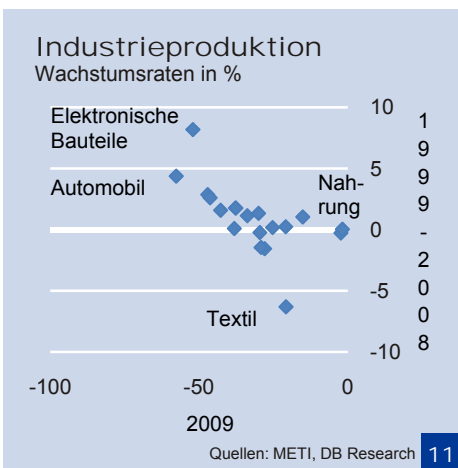
Branchenanalyse für die Verarbeitende Industrie

Branchen, in denen sich der Rückgang der Industrieproduktion (-35,7%) im Winterhalbjahr am stärksten niederschlug, sind im Großen und Ganzen die Boombranchen der vorangehenden Jahre. Die von der aktuellen Krise am stärksten betroffenen Branchen Elektro- und Automobilindustrie haben gleichzeitig mit 19% bzw. 16% auch hohe Anteile am gesamten Exportvolumen. Ihre Entwicklung ist also für die Einschätzung der Lage der japanischen Konjunktur von besonderer Bedeutung.

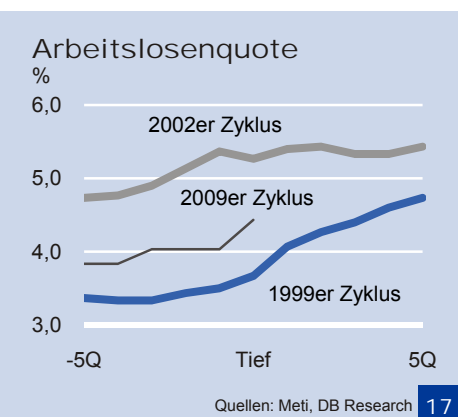
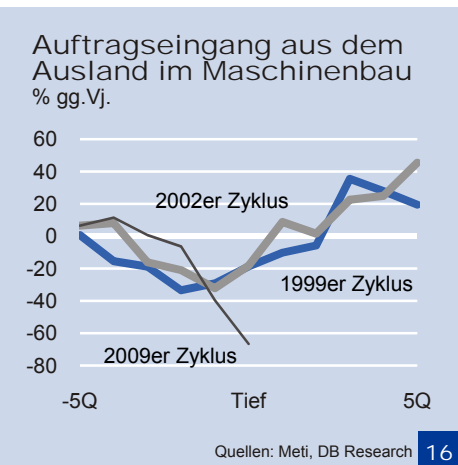
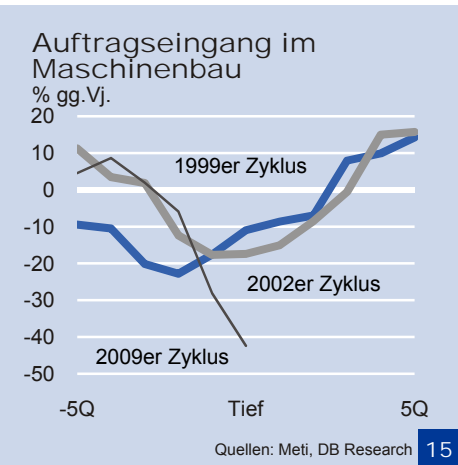
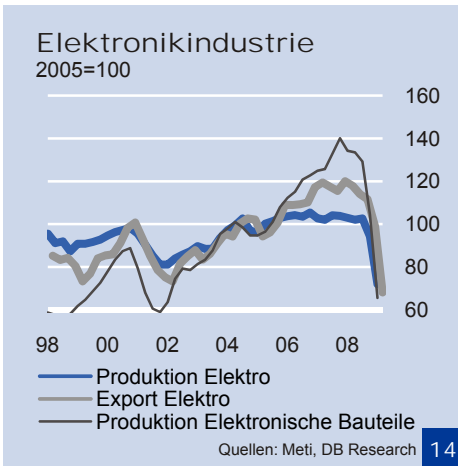
Die Branche „Elektronische Bauteile“ wies von 1999 bis 2008 das stärkste durchschnittliche Wachstum aller Branchen von 8,2% p.a. auf (siehe Chart 11), (Industrieproduktion insgesamt 1,8%). Im Zeitraum Februar 2008 bis Februar 2009 brach die Produktion in diesem Bereich um 52,1% ein. Die gesamte Elektroindustrie⁸ hat ebenfalls einen enormen Rückgang der Industrieproduktion (-38,2%) zu verzeichnen. Auch der Exportwert der Elektroindustrie sank um 46,3% von JPY 4,1 Bill. in Q1 2008 auf JPY 2,3 Bill. in Q1 2009.

Einen noch größeren Produktionseinbruch von 57,7% erlitt die Automobil-Branche. Auch dort war im Zeitraum 1998 bis 2008 das Produktionswachstum überdurchschnittlich (4,4% p.a.). Sowohl Produktionszahlen als auch der Exportanteil der inländischen Produktion stiegen vor der Krise stark an. 2008 produzierten die japanischen Automobilfirmen weltweit 23,8 Mio. Fahrzeuge und davon 11,3 Mio. in Japan. Zehn Jahre zuvor umfasste die globale Produktion nur 15,1 Mio. Fahrzeuge, während die inländischen Stückzahlen bei 10 Mio. lagen. Auch der Exportanteil der inländischen Produktion stieg von 50% 1998 auf über 70% in 2008. Diese Abhängigkeit vom Außenhandel und der Weltwirtschaft hat nun in der globalen Rezession große Auswirkungen auf die japanische Automobilwirtschaft. Im ersten Quartal 2009 schrumpfte die Produktion gg. Vq. mit einer Jahresrate um fast 50% auf 6,4 Mio. und der Export sogar um 60% auf nur noch 3,2 Mio. Fahrzeuge.

Andererseits gibt es Branchen, welche vor der Wirtschaftskrise wenig wuchsen und kaum exportorientiert sind, wie die Nahrungsmittelindustrie und das Textilgewerbe, und von 2008 auf 2009 einen ge-



⁸ Die Elektroindustrie besteht aus den drei Teilbranchen Elektronische Maschinen, Informations- und Kommunikationsausstattung und Elektronische Bauteile.



ringen Rückgang der Produktion (-1,8% bzw. -20,8%)⁹ erlitten. Die Exportabhängigkeit Japans, insbesondere der Automobil- und Elektrobranche, kann also als einer der Hauptgründe für die im Vergleich zu den übrigen Industrieländern am stärksten getroffene Wirtschaft betrachtet werden. Die gestiegene internationale Abhängigkeit kann, zusammen mit dem Quasikollaps des Welthandels im Winterhalbjahr und der starken Yen-Aufwertung, Japans tiefen Abschwung erklären. Ein Vergleich von aktuellem Einbruch mit früheren Konjunkturzyklen verdeutlicht, dass es sich dabei um weit mehr als einen „normalen“ zyklischen Abschwung handelt.

Vergleich von Abschwungzyklen

Die aktuelle Rezession wird hier den beiden vorangegangenen gegenübergestellt. Die offizielle japanische Statistik¹⁰ legt die Tiefpunkte der letzten beiden Konjunkturzyklen auf Q1 1999 und Q1 2002 fest. Für die Bestimmung des Tiefpunktes in dem jetzigen Abschwung unterstellen wir die Richtigkeit unserer nachfolgend beschriebenen Prognosen. Zunächst verlief in 2008 der Abschwung recht ähnlich zu früheren Konjunkturverläufen. In Q4 2008 kam es dann zum Absturz der Weltwirtschaft und der japanischen Wirtschaft. Für das Jahr 2009 ist nach dem starken Einbruch in Q1 von 4,0% gg. Vj. ein Schrumpfen der Wirtschaftsleistung um 7,0% p.a. zu erwarten. Tritt diese Prognose ein, fällt Japan fast auf das Einkommensniveau von 2002 zurück.

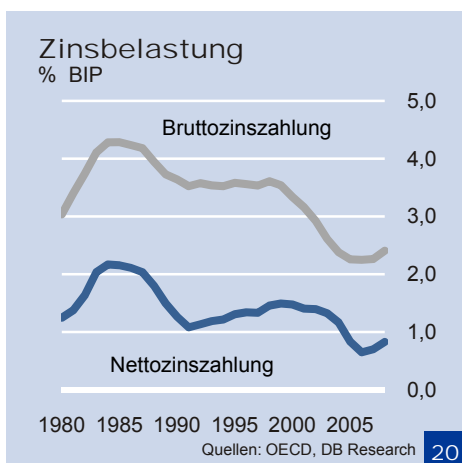
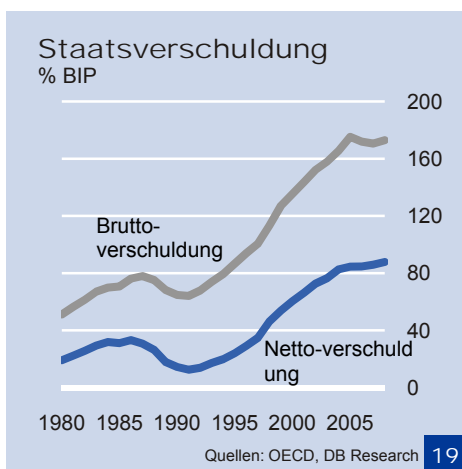
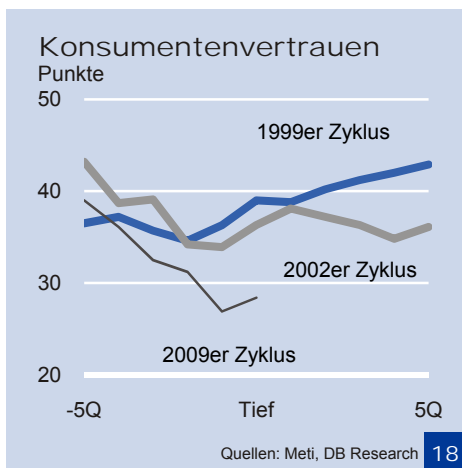
Ein wichtiger vorlaufender Konjunkturindikator und daher gut für den Vergleich des laufenden Zyklus mit früheren geeignet ist der Auftragseingang im Maschinenbau. Sowohl der gesamte Auftragseingang als auch der Auftragseingang aus dem Ausland erreichten kurz vor der Konjunkturdelle von 1999 und 2002 ihr Minimum. Der Auftragseingang im Maschinenbau verdeutlicht die Stärke des aktuellen Einbruchs.

Die Inlandsnachfrage ist im aktuellen Zyklus in Q1 2009 um -42,4% gg. Vj. zurückgegangen. In der Konjunkturdelle von 1999 betrug der maximale Einbruch der Inlandsnachfrage gegenüber Vorjahr -22,8% und 2002 lag der maximale Einbruch bei -17,4%. Wie in früheren Konjunkturzyklen ist in der jetzigen Krise der Auftragseingang aus dem Ausland noch stärker als der Auftragseingang aus dem Inland zurückgegangen. In Q1 2009 fiel er um -66,6% gg. Vj. In den beiden vorausgehenden Zyklen betrug der Rückgang mehr als 30% (1999: -33,4%, 2002: -32,1%). Damit ist der prozentuale Einbruch sowohl des Auftragseingangs aus dem Inland als auch aus dem Ausland in etwa doppelt so groß wie in den Konjunktureenbrüchen von 1999 und 2002.

Der Einbruch der Inlandsnachfrage und der Auftragslage erhöhte auch die Arbeitslosigkeit. Der Vergleich über Zyklen ist aber aufgrund des Umbruchs des japanischen Arbeitsmarkts erschwert. Insbesondere das traditionelle japanische System der „lebenslangen Unternehmenszugehörigkeit von Arbeitnehmern“ bietet einen geringen Grad an Flexibilität, welche zur schnellen und erfolgreichen Umstrukturierung unprofitabler Unternehmen nötig ist. Bereits vor der aktuellen Krise waren in etwa ein Drittel aller Arbeitnehmer aus diesem System herausgefallen. Die aktuelle Wirtschaftskrise beschleunigt sicherlich den Wandel weg von diesem traditionellen und hin zu einem wesentlich flexibleren Modell. Die saisonbereinigte

⁹ Dieser Rückgang ist natürlich für sich genommen groß, aber im Vergleich zu anderen Branchen eher gering.

¹⁰ <http://www.esri.cao.go.jp/en/stat/di/090129dates.html>



Arbeitslosenrate stieg im Mai bereits auf 5,2%. Mit einem weiteren Anstieg der Arbeitslosigkeit auch über alte Höchststände von 5,5% (August 2002) hinaus ist zu rechnen. Die Arbeitslosigkeit wird wohl gegen Ende des Jahres steigen.

Die düsteren Arbeitsmarktaussichten schlagen sich auch in Konsumentenumfragen nieder. In den beiden vorangehenden Konjunkturzyklen sank das Konsumentenvertrauen auf 34,6 bzw. 33,9. In Q4 2008 erreichte nun das Konsumentenvertrauen mit 26,7 Punkten ein Allzeittief. In Q1 2009 erholte sich der Index nur leicht. Sowohl die Lage am Arbeitsmarkt als auch das geringe Vertrauen der Konsumenten deuten auf einen anhaltend schwachen privaten Konsum hin. Möglicherweise könnte die Implementierung der umfangreichen Fiskalpakete die Stimmung der privaten Verbraucher in den kommenden Monaten wieder heben.

Mittel- und langfristige Auswirkungen der Fiskalpolitik

Der jetzige starke Konjunkturreinbruch führte durch den Verlust an Wirtschaftskraft von in etwa JPY 40 Bill. (bei einem Bruttoinlandsprodukt in Höhe von JPY 550 Bill. entspricht dies etwa 7% des BIP) und die schuldenfinanzierten Konjunkturpakete in Höhe von etwa JPY 25 Bill. (5% des BIP)¹¹ zu einem starken Anstieg der Bruttostaatsverschuldung nicht nur absolut, sondern insbesondere relativ zum BIP. Somit steht mehr denn je die hohe japanische Staatsverschuldung im Mittelpunkt künftiger finanz- und wirtschaftspolitischer Entscheidungen.

Die japanische Regierung verabschiedete seit dem Platzen der Heisei-Bubble¹² und der damit ausgelösten Bilanzrezession zahlreiche Konjunkturpakete. In Japan lag vor der Krise die Bruttostaatsverschuldung bei 173% des BIPs, die Nettostaatsverschuldung war aber mit 87,8% aufgrund von Ansparungen im öffentlichen Pensionssystem deutlich geringer.¹³ Da diesen Ansparungen aber zwangsläufig Ausgabenverpflichtungen gegenüberstehen, betrachten wir hier die Bruttogröße.¹⁴

Bereits lange vor der aktuellen Krise und dem Platzen der Heisei-Bubble waren Japans Regierungen zu einer laxen Fiskalpolitik übergegangen. Die aus dem Jahre 1972 vom späteren Premierminister stammende Tanaka-Kakuei-Doktrin wird vielfach als politische Grundlage für eine Erhöhung der Staatsverschuldung angeführt. Wright (2000) beschreibt die Tanaka-Kakuei-Doktrin wie folgt: „We should free ourselves from the idea of annually balanced budgets and place more importance on balanced public finance over the long run.“¹⁵

Diese gedankliche Grundlage führte zu großen Haushaltsdefiziten in den folgenden Jahrzehnten, wobei allerdings der Haushaltsausgleich auf die lange Bank geschoben wurde. Die durchschnittliche Schuldenaufnahme relativ zum BIP betrug in den 80er Jahren 9,7%,

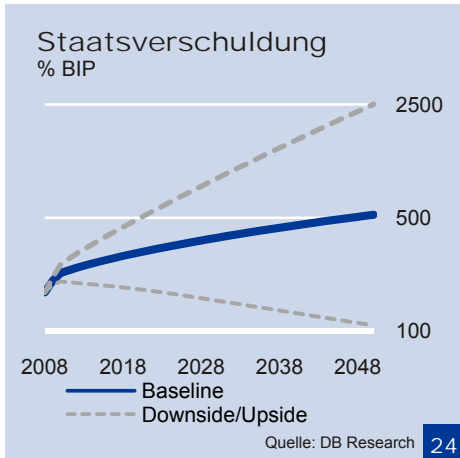
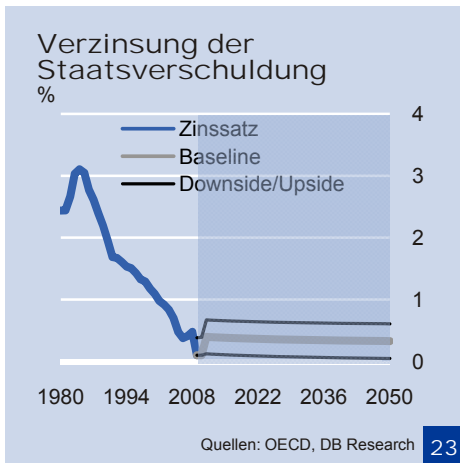
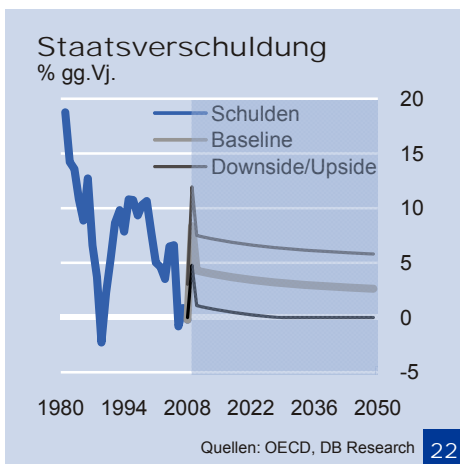
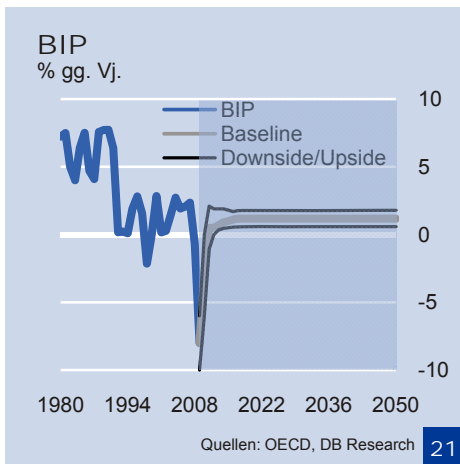
¹¹ Laut Cabinet office (2009) umfassen die Fiskalpakete 50 Billionen Yen, jedoch enthalten gemäß den Erfahrungen in den 90er die Fiskalpakete auch bereits geplante Projekte. Entsprechend rechnet auch der IMF mit Fiskalpaketen in Höhe von etwa 25 Billionen Yen.

¹² Die japanische Aktien- und Immobilienblase, welche Anfang der 90er Jahre platzte, ist in Japans Wirtschaftsgeschichte als die Heisei-Bubble eingegangen.

¹³ Als Faustformel lässt sich auch recht einfach von der Bruttostaatsverschuldung auf die Nettogröße schließen, denn bisher lag ein über die Zeit recht konstantes Verhältnis beider Schuldenmaße von zwei zu eins vor.

¹⁴ Vgl. Doi (2006), Broda und Weinstein (2005).

¹⁵ Tanaka Kakuei. Nihon Rettō Kaizōron (A Plan for Remodelling the Japanese Archipelago). 1972.



in den 90er Jahren 8,6% und von 2000 bis 2009 4,2%. Selbst in den Boomjahren 2004 bis 2007 wurden im Durchschnitt mehr als 3% Schulden pro Jahr aufgenommen. Durch diese Schuldenpolitik weist Japan heute mit 172,1% die größte Bruttostaatsverschuldung aller Industrieländer auf (zum Vergleich USA: 73,2%, Deutschland: 64,8%, Italien: 113% in 2008).

Für die zu entrichtenden Zinsen auf die Staatsschuld kann ebenfalls eine Netto- oder Bruttobetachtung verwendet werden. Beide Zeitreihen weisen in den letzten Jahren einen Abwärtstrend auf. Die Nettoszinszahlung liegt bei etwa 1% und die Bruttoszinszahlung bei ca. 2,5% des BIP. Für die Messung der Zinsbelastung wird im Weiteren die Nettobetachtung gewählt und somit Zinseinnahmen des Staates gegengerechnet. Trotz des starken Schuldenanstiegs ist die Nettoszinszahlung – also die effektive Zinsbelastung der öffentlichen Haushalte – relativ zum BIP mit aktuell über 1% deutlich geringer als vor dem Platzen der Heisei-Bubble und auch deutlich kleiner als in anderen Industrieländern (USA 2,2%, Deutschland 2,4%, Italien 4,6%¹⁶).

Um künftige Entwicklungspfade der japanischen Staatsfinanzen abzuschätzen, werden Simulationen der Entwicklung von Schuldenstand, Zinszahlungen und Belastung des Staatshaushaltes auf möglichst einfache Weise durchgeführt. Die Simulationen erleichtern die Einschätzung, ob und ggf. wann Japan sich in eine schwierige finanzwirtschaftliche Lage manövriert, wobei eine Definition einer solchen Situation aus verschiedenen Gründen schwierig ist. Zum einen fehlt es an historischen Beispielen.¹⁷ Zum anderen hängt eine derartige Lage ganz wesentlich von den subjektiven Risikoeinschätzungen der Investoren in japanische Staatsanleihen ab.

Ausgangspunkt der Analyse ist eine Baseline-Simulation, die im Großen und Ganzen die Entwicklung der Vergangenheit fortschreibt und somit keine umfassenden Reformen unterstellt. Eine erfolgreiche Reformpolitik würde uns in das Upside führen. Upside- und Downsidesimulation skizzieren dabei Extreme mit sehr kleiner Eintrittswahrscheinlichkeit.

Mögliche Entwicklungspfade der Staatsverschuldung und Zinsbelastung

Die Upside-Simulation beruht auf einem Trendwachstum von 1,8%, einem niedrigen durchschnittlich zu zahlenden Zinssatz auf die Staatsschulden von 0,1% (vor der Finanzkrise 0,4%) bei gleichzeitig langfristiger Stagnation der Staatsschulden. Diese Variante unterstellt aufgrund der großen Differenz zwischen BIP-Wachstum und Nominalzinssatz eine überaus günstige und eher wenig wahrscheinliche Entwicklung. In diesem Fall steigt die Schuldenquote aufgrund der aktuellen Krise in den kommenden Jahren noch leicht an, sinkt dann aber bis 2050 auf 100% des BIP ab.

Im Baseline wachsen die Staatsschulden im Mittel mit etwa 3%, wobei das Wachstum im Laufe der kommenden Dekaden langsam absinkt. Das Trend-Wirtschaftswachstum liegt bei 1,2% und der für die Staatsschulden zu entrichtende Zinssatz liegt – wie in den letzten Jahren – bei knapp ½%. Unter diesen Annahmen erhöht sich die Zinsbelastung nur auf 2% des BIP und die Zinsbelastung des

¹⁶ OECD-Angaben Ende 2008.

¹⁷ Eine so hohe Bruttostaatsverschuldung wie in Japan gab es unter den entwickelten Industrienationen nur im Vereinigten Königreich als Folge der Finanzierung des 2. Weltkriegs.

Anreizstruktur inländischer Investoren

Simultanes Spiel

Auszahlungsmatrix

		Investor A	
		SQb	hZv
Investor B	SQb	2,2	3 mit p 2, 0 mit 1-p
	hZv	3 mit p 0 mit 1-p	2, 1,1

SQb = Status Quo beibehalten

hZv = höhere Zinsen verlangen

p = kleine Wahrscheinlichkeit, trotz höherer Zinsforderung Staatsanleihen zugeteilt zu bekommen

Notation: (Investor B, Investor A) -Strategie

Obige Auszahlungsmatrix skizziert die Anreize der Investoren, ausgehend von (SQb, SQb) keine höheren Zinsen zu verlangen, sondern den Status quo beizubehalten. Zwar können Investoren, wenn sie im Auktionsverfahren höhere Zinsen verlangen, ihre Erträge steigern. Jedoch bestehen höhere Ertragschancen nur mit einer kleinen Wahrscheinlichkeit p. Gibt es keine Zuteilung, geht der Investor leer aus und zwar mit Wahrscheinlichkeit 1-p (Situation hZv, SQb bzw. SQb, hZv). Auch das simultane Verlangen aller Investoren nach höheren Zinsen (hZv, hZv) verbessert die Situation der Investoren durch ein insgesamt höheres Zinsniveau in der japanischen Ökonomie nicht.

Fazit: 1. Die inländischen Investoren haben auch bei großem p keinen Anreiz, vom Status quo abzurücken und 2. in der beschriebenen Situation müsste der Impuls hin zu höheren Zinszahlungen von außen kommen, z.B. durch ausländische Investoren oder Ratingagenturen.

Staatshaushalts auf 5,4% im Baseline in 2050.¹⁸ Gleichzeitig steigt aber die Schuldenquote auf über 500% des BIP an. Bei einer solch hohen Verschuldungsquote ist mit einer höheren Risikoprämie bzw. einer sinkenden Investitionsbereitschaft seitens der Käufer von Staatsanleihen zu rechnen. Japan hat vermutlich bereits vor dem Jahr 2020 – in diesem Jahr wird lt. Baseline die 300%-Grenze überschritten – eine höhere Zinsbelastung.

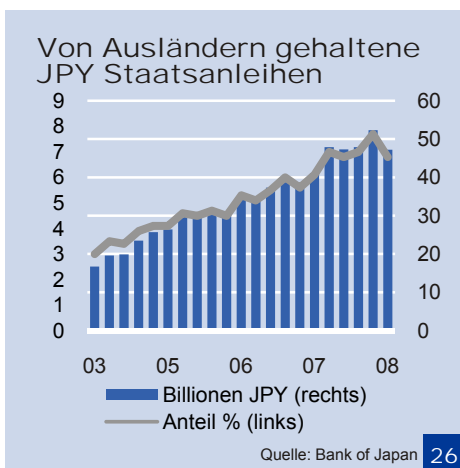
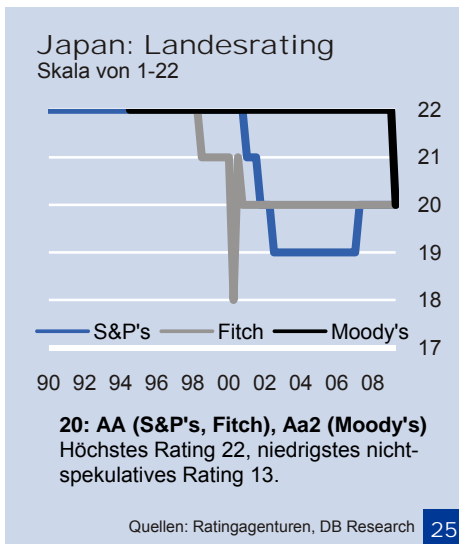
Im Downside wächst Japans Staatsverschuldung stets mit mehr als 5%, also etwas über dem Durchschnitt der vergangenen zehn Jahre, aber deutlich unter dem Durchschnitt in den 90er Jahren. Gleichzeitig wird ein geringeres Trendwachstum und eine höhere Zinsbelastung als im Baseline unterstellt. Sie dürfte im Durchschnitt bei 3/4% liegen. In diesem Fall würde die 300%-Grenze bereits in den nächsten fünf Jahren erreicht werden. Die Downside-Simulation zeigt also die Gefahr auf, bereits durch die aktuelle Krise in eine langfristig nicht tragbare fiskalische Situation zu geraten, in der Japan ohne massive wirtschaftliche Einschnitte Staatsschulden und Zinszahlungen nicht mehr finanzieren kann. Die Schuldenfinanzierung der Fiskalpakete bei gleichzeitigem Schrumpfen der Wirtschaftsleistung lässt die Schuldenquote mit zweistelligen Raten wachsen.

Die japanische „Zins-Übereinkunft“

Die Eintrittswahrscheinlichkeiten der Simulationen hängen wesentlich von Veränderungen im japanspezifischen Finanzierungssystem ab. Bisher gab es zwischen japanischem Staat und inländischen Haushalten eine implizite Zinsübereinkunft. Die japanischen Haushalte finanzierten mit ihren gering verzinslichen Ersparnissen und Pensionen indirekt die Staatsverschuldung. Japanische Banken, Pensionssysteme und die Japanische Post, die direkten Hauptinvestoren in japanische Staatsanleihen, haben trotz der aktuellen Reformbemühungen sicherlich geringe Anreize vom gegenwärtigen japanspezifischen Finanzierungssystem Abstand zu nehmen. Höhere Renditen auf Staatsanleihen sind zwar im Interesse des einzelnen Anlegers, aber für eine Makroökonomie aufgrund von Crowding-out-Effekten und einem insgesamt zu vermutenden höheren gesamtwirtschaftlichen Zinsniveau eher wachstumshemmend. Letztendlich steigen die Risiken für die japanische Wirtschaft. Folgt man diesem Argument, könnte bei den inländischen Käufern japanischer Staatsanleihen – insbesondere institutionellen staatsnahen Investoren – eine gewisse Bereitschaft bestehen, die Staatsverschuldung weiterhin auch zu den aktuell niedrigen Renditen zu finanzieren.

Eine abrupte Reaktion, hin zu höheren Zinsforderungen und einer höheren Zinsbelastung für den Staat, könnte aber von den ausländischen Investoren ausgelöst werden. Eine weitere Abwertung des Länderratings durch die Ratingagenturen könnte das Verhalten ausländischer und in der Folge auch inländischer Kapitalgeber verändern. Bereits heute hat Japan im Gegensatz zu allen anderen G7-Ländern mit Ausnahme Italiens keinen Triple-A-Status. Erhöht sich die Staatsverschuldung gemäß der Baseline-Simulationen, werden die Ratingagenturen Japan sicherlich weiter herunterstufen. Zudem hat sich der von ausländischen Investoren gehaltene Anteil an Staatsanleihen in den letzten fünf Jahren auf in etwa 7% des Gesamtvolumens verdoppelt. Setzt sich der jüngste Rückgang der japanischen Sparneigung fort, wird der Anteil ausländischer Investo-

¹⁸ In Japan schwankte der Staatsanteil in den letzten zehn Jahren nur geringfügig um 37% des BIPs.



ren zur Refinanzierung der Staatsschuld vermutlich weiter ansteigen. Diese könnten aber nur bei höheren Zinsen bereit sein, ihren Anteil zu erhöhen.

Eine weitere Möglichkeit hin zu einer höheren Zinsbelastung könnte durch einen höheren Privatisierungsgrad des jetzigen Finanzierungssystems entstehen, das bei größerer Unabhängigkeit wohl ein höheres Zinsniveau implizieren dürfte. Einen ersten Schritt hin zu einer höheren Wettbewerbsintensität im Kapitalmarkt setzte der ehemalige Ministerpräsident Koizumi mit dem Privatisierungsplan für die Japanische Post durch.¹⁹ Dieser Bruch mit den alten Institutionen könnte über Wettbewerb zwischen Kapitalnehmern die japanischen Haushalte veranlassen, in höherverzinsliche Anlagen zu investieren, anstatt wie bisher ihre Ersparnisse hauptsächlich kurzfristig und niedrigverzinslich anzulegen. Der sich nun abzeichnende Wahlsieg der bisherigen Oppositionspartei DPJ bei den Unterhauswahlen stellt diese Reform aber in Frage, da laut Parteiprogramm der Postprivatisierungsplan zunächst wohl ausgesetzt wird.²⁰

Beide Argumentationsstränge stellen die mittelfristige Stabilität des gegenwärtigen Niedrigzinsgleichgewichts in Frage. Die Überlegungen zeigen, durch welche Entwicklungen ein Gleichgewicht mit höherer staatlicher Zinsbelastung resultieren könnte. Höhere Zinsforderungen würden dann auch auf die Zinsbelastung des japanischen Staatshaushaltes durchschlagen und die Reduktion von Haushaltsdefiziten bzw. eines ausgeglichenen Haushalts weiter erschweren.

Ausgehend von der Baseline-Simulation wird daher in einer weiteren Simulation einen vom Staat zu zahlenden Zinssatz von 2% auf die zu refinanzierenden Staatsanleihen unterstellt. Da innerhalb der nächsten sechs Jahre in etwa die Hälfte der japanischen Staatsanleihen zu refinanzieren ist, impliziert dies ein Ansteigen der Zinsbelastung auf die Staatsschuld auf 1%. Diese höhere Zinslast ließe den Quotienten Zinsbelastung zu BIP dann bis 2020 von 1,1% in der Baseline-Simulation auf 4% ansteigen.

Zusätzliche Herausforderungen für die Bewältigung der Staatsschuld

Auch wenn der Privatisierungsplan der Japanischen Post das Risiko für den Staat in sich trägt, einer höheren Zinsbelastung ausgesetzt zu sein, ist die Entflechtung von staats- und marktnahen Institutionen kaum zu umgehen. Im Gegenteil kann ein Aufschieben dieser Reformen nicht nur die Staatsverschuldung weiter erhöhen, sondern stellt auch die Reformfähigkeit Japans an sich in Frage. Vor diesem Hintergrund müssten verantwortlich handelnde Politiker die aktuelle Krise auch als Bedrohung für die Handlungsfähigkeit des japanischen Staats an sich begreifen und intelligente Reformen umsetzen.

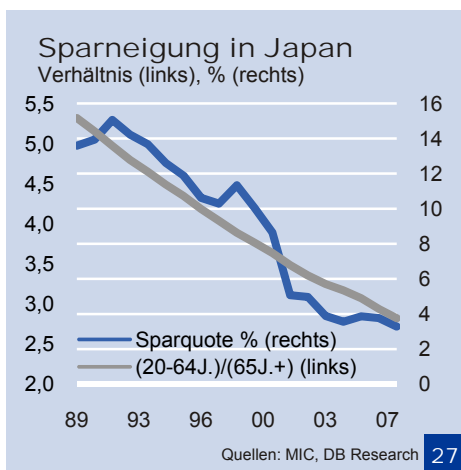
Ein Aufschieben oder gar Scheitern des Privatisierungsplans wäre daher ein herber Rückschlag für die japanischen Reformbemühungen. Der 2007 begonnene 10jährige Privatisierungsplan sieht für 2010 die Börsengänge der Töchter der Japanischen Post, Postbank und -versicherung, vor. Durch die aktuelle Rezession – unabhängig von der Parteipolitik – könnte dieses Vorhaben nun aber zur Disposition stehen. Erstens ist aus ökonomischer Sicht zu fragen, können und wollen Investoren in einer wirtschaftlichen Schwächephase umfangreiche private Investitionsmittel bereitstellen? Zweitens stellt

¹⁹ Vgl. Vollmer et al. (2009)

²⁰ DPJ-Manifesto (2009). Specific Measure: Enact a law (Act Concerning the Freezing of Sales of Japan Post Shares) as soon as possible to freeze the sales of shares of Japan Post, Japan Post Bank, and Japan Post Insurance.

sich die Frage, ob eine Verschiebung nicht einen höheren Verkaufserlös für Staat und Steuerzahler erbrächte.

Solche über viele Jahre ausgerichtete Reformen wie der Privatisierungsplan der Japanischen Post bergen also das Risiko, die Probleme und ihre Lösungen immer weiter hinauszuschieben. Dabei sprechen viele Gründe für die rasche Umsetzung von Reformen. Die japanische Staatsschuld erreicht nicht nur bedenkliche Höhen, sondern auch das gesamte demografische Umfeld zur Finanzierung der Staatsschuld verschlechtert sich nahezu jährlich. Die Bedienung der Schuldenzinsen ruht auf immer weniger Erwerbstätigen. Gleichzeitig steigt die Belastung der jungen Generationen mit der Zahl der Rentempfänger. So finanzierten Ende der 90er Jahre noch vier 20-64-Jährige einen mindestens 65-Jährigen. Nimmt dieses Verhältnis wie in den vergangenen beiden Jahrzehnten weiter ab, wird 2020 das Verhältnis von 20-64-Jährigen zu mindestens 65-Jährigen auf zwei schrumpfen. Auch von Seiten der weiter sinkenden Geburtenrate ist keine Entlastung der Staatsfinanzen durch jüngere Generationen zu erwarten. Aktuell beträgt in Japan die Geburtenrate pro Frau nur noch 1,2 Kinder und bleibt damit eine der niedrigsten Raten weltweit. Auch die Zuwanderung zur Verteilung von Lasten auf mehrere Schultern ist für Japan traditionell kein Lösungsansatz.



Zusammenfassung

In den letzten beiden Jahrzehnten erlebte Japan eine Serie von Krisen, welche alle auch durch schuldenfinanzierte Maßnahmen bekämpft wurden. Durch diese Schuldenpolitik könnte man dem früheren Sparweltmeister nun – zumindest was die öffentlichen Haushalte angeht – den Titel „Schuldenkönig“ verleihen. Der seit dem zweiten Weltkrieg einmalige Einbruch des Welthandels zusammen mit der Yen-Aufwertung hat nun die Exportnation Japans die nächste Krise und den rasantesten Anstieg der Staatsverschuldung beschert.

Trotz möglicherweise kleiner Multiplikatoreffekte²¹ bezweifelt kaum jemand die Notwendigkeit, in einer solchen tiefen Krise schuldenfinanzierte Konjunkturprogramme aufzulegen. Jedoch stellt sich mehr denn je die Frage nach dem künftigen Entwicklungspfad der japanischen Ökonomie. Schuldenaufnahme und Verlust der Wirtschaftskraft stellen auch den langfristigen Wirtschaftserfolg und die Handlungsfähigkeit künftiger Generationen immer stärker in Frage. Folgt man den hier beschriebenen Simulationsergebnissen, ist eine Fortsetzung der Schuldenpolitik Japans nicht nachhaltig. Die jüngste Ankündigung von Finanzminister Yosano, bis 2019 einen positiven Haushalt vorzulegen, greift zu kurz.²²

Aufgrund der demografischen Entwicklung und der Abkehr vom Modell der lebenslangen Unternehmenszugehörigkeit von Arbeitnehmern wird insbesondere für die jüngeren Generationen die schwierige wirtschaftliche Gesamtlage selbst bei einer konjunkturellen Erholung bestehen bleiben. Dies wird den Konsum auch in den kommenden Jahren belasten. Japans starke Exportabhängigkeit ist also auch ein Resultat der schwachen einheimischen Nachfrage.

²¹ OECD und IWF schätzen für 2009 und 2010 in etwa Multiplikatoreffekte von 0,5 bis 0,7.

²² „In this context, Japan explained to its G-8 partners its new goals to rein in the country's swelling debt over the next 10 years, such as realizing by the end of fiscal 2019 a surplus in the primary balance - revenue matching spending, excluding debt payments, according to Japanese Finance Minister Kaoru Yosano.“, Quelle: nikkei.com, Artikel: G8 See Signs Of Recovery, Discuss Ways To End Stimulus Steps, June 13, 2009.

Unter Berücksichtigung des schwierigen Wirtschaftsumfeldes und der demografischen Entwicklung sind Japans bisherige Reformbemühungen als nicht ausreichend zu bewerten. Viele Reformen sind dabei mehr auf den kurzfristigen politischen Konsens als auf langfristig tragbare Lösungen ausgerichtet.

Jochen Möbert, +49 69 910-31727 (jochen.moebert@db.com)

Literatur

- Broda, C. und D.E. Weinstein (2005). Happy News from the Dismal Science: Reassessing the Japanese Fiscal Policy and Sustainability, in Takatoshi Ito, Hugh Patrick and David E. Weinstein (eds.). Reviving Japan's Economy, The MIT Press, pp.39-78.
- Cabinet Office (2009). Policy Package to Address Economic Crisis. Provisional translation by the Cabinet Office, Government of Japan (<http://www5.cao.go.jp/keizai1/2009/0420summary-english.pdf>).
- Hattori, Masazumi und Hyun Song Shin (2008). Yen Carry Trade and the Subprime Crisis. Bank of Japan und Princeton University.
- Kemfert, Claudia und Eberhard Wettig (2006). Südafrika – Ein führender Rohstoffproduzent im Umbruch. DIW Wochenbericht.
- Kiyota, Kozo (2008). Are U.S. Exports Different from China's Exports? Evidence from Japan's Imports. Gerald R. Ford School of Public Policy. The University of Michigan. Discussion Paper No. 576.
- Doi, Takero (2006). Simulation Analysis of Debt Management Policies to Ensure the Sustainability of Japan's Public Debt. RIETI Discussion Paper Series, 06-J-032.
- Vollmer, Uwe, Diemo Dietrich, und Ralf Bebenroth (2009). Behold the 'Behemoth'. The privatization of Japan Post Bank. Discussion Paper Series No. 236. Research Institute for Economics & Business Administration, Kobe University.
- Wright, Maurice (2000). Japan's Fiscal Crisis: The Ministry of Finance and the Politics of Public Spending, 1975-2000. Oxford University Press.

© Copyright 2009. Deutsche Bank AG, DB Research, D-60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht verfügt. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die in Bezug auf Anlagegeschäfte im Vereinigten Königreich der Aufsicht der Financial Services Authority unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Limited, Tokyo Branch, genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg