



Weltmarktausblick

Frankfurt, im Juli 2006

JPMorgan 
Asset Management

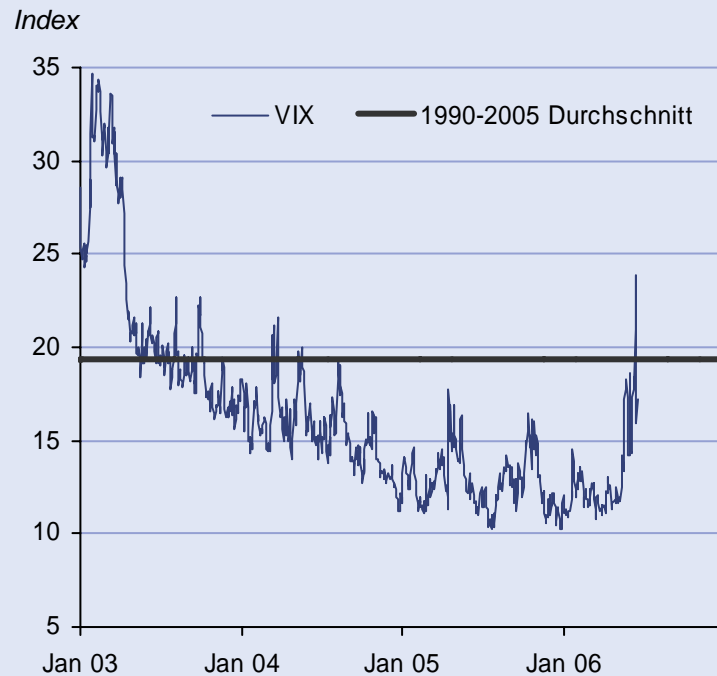
Inhaltsverzeichnis

Im Mai zeigte sich die lang erwartete Kurskorrektur der Aktienmärkte. Die lokalen Märkte gaben zwischen 6 – 12% nach, da Anleger ihr Risiko abbauen wollten. Der starke Ausverkauf von Aktien führte zu vermehrten Kommentaren, dass die Gefahr eines Anstiegs der Inflation bei gleichzeitigem globalen Wirtschaftsabschwung und steigendem Kontrahentenrisiko stetig zunimmt. Wir stimmen dem nicht zu und bewerten den Rückgang im Mai eher als Kurskorrektur statt fundamental bedingt. Aktien sind weiterhin in den gemischten Mandaten gegenüber Anleihen untergewichtet, allerdings schauen wir nach Möglichkeiten, die Aktienexposure aufzubauen.

Risiko-Abbau	<i>Anleger haben in den vergangenen Wochen ihr Risiko reduziert</i>
Inflationsumfeld	<i>Mögliche Inflationstreiber</i>
Wirtschaftlicher Ausblick	<i>Zukünftige Wachstumschancen</i>
Kontrahentenrisiko	<i>Der Ausverkauf von Emerging Markets ist kein Warnsignal</i>
Anleihen/Zinsen	<i>Neigung zu Short Duration, allerdings immer positiver für die USA</i>
Aktien	<i>Strategisch eher positiv, allerdings taktisch vorsichtig</i>
Asset Allokation	<i>Aktien untergewichtet vs Anleihen, aber evt. Aufbau der Aktienposition</i>
Appendix	<i>Ökonomisches Umfeld</i>

Risikoneigung – signifikante Korrektur

Implizite Volatilität hat stark zugenommen und liegt nun oberhalb des langfristigen Durchschnitts



Quelle: Thomson Datastream, JPMAM.

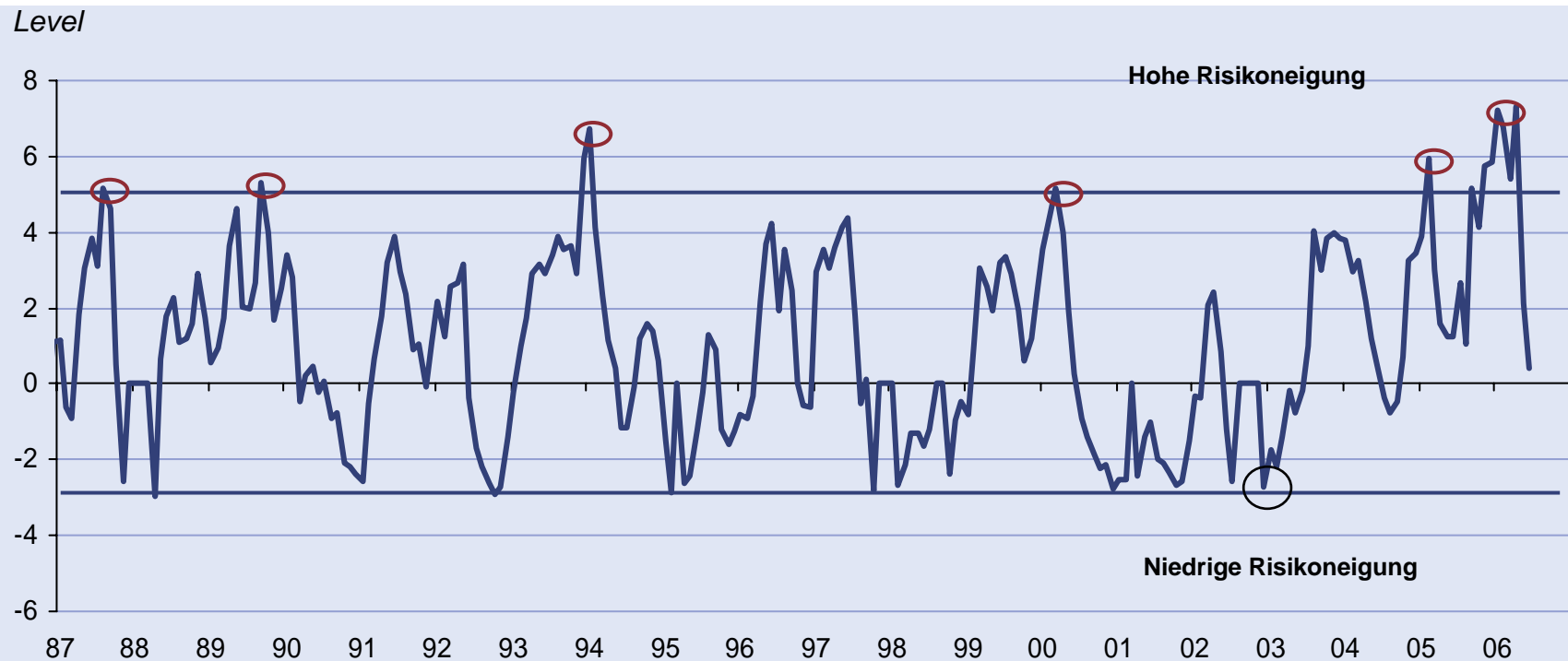
Die Risikoneigung der Anleger hat sich von Euphorie in Panik gewandelt



Quelle: Credit Suisse

Risikoneigung – weiterhin Korrekturen möglich

Die Erfahrung zeigt, dass es im Durchschnitt sechs Monate dauert, bis die Risikoneigung von Höchstständen zu Tiefstständen dreht. Dies ist konsistent mit einer schlechteren Wertentwicklung von Aktien gegenüber Anleihen verbunden.



Quelle: CSFB

Europa – Orientierung an der wirtschaftlichen Aktivität

Europa ist eine 'high beta' Position auf die globalen Aktienmärkte... und auf globales Wirtschaftswachstum. Durch die Zyklizität bietet es geringe defensive Qualitäten; sollte aber bei einem erneuten Aufschwung deutlich zulegen können.

Beta



Quelle: Thomson Datastream, JPMAM

Hinweis: Beta wurde auf Basis von rollierenden Preisen über 36 Monate des MSCI Europa ex GB und MSCI World Index in US\$ berechnet.

US Inflationsniveau – Zeigen sich Inflationsprobleme? Wenn ja, welches Inflationsproblem?

Die Anleihenmärkte sind viel weniger besorgt über Inflation als die Zentralbanken. Die 10jährige Breakeven Inflation* ist von den Höchstständen seit 2004 wieder zurückgekommen.

Prozent



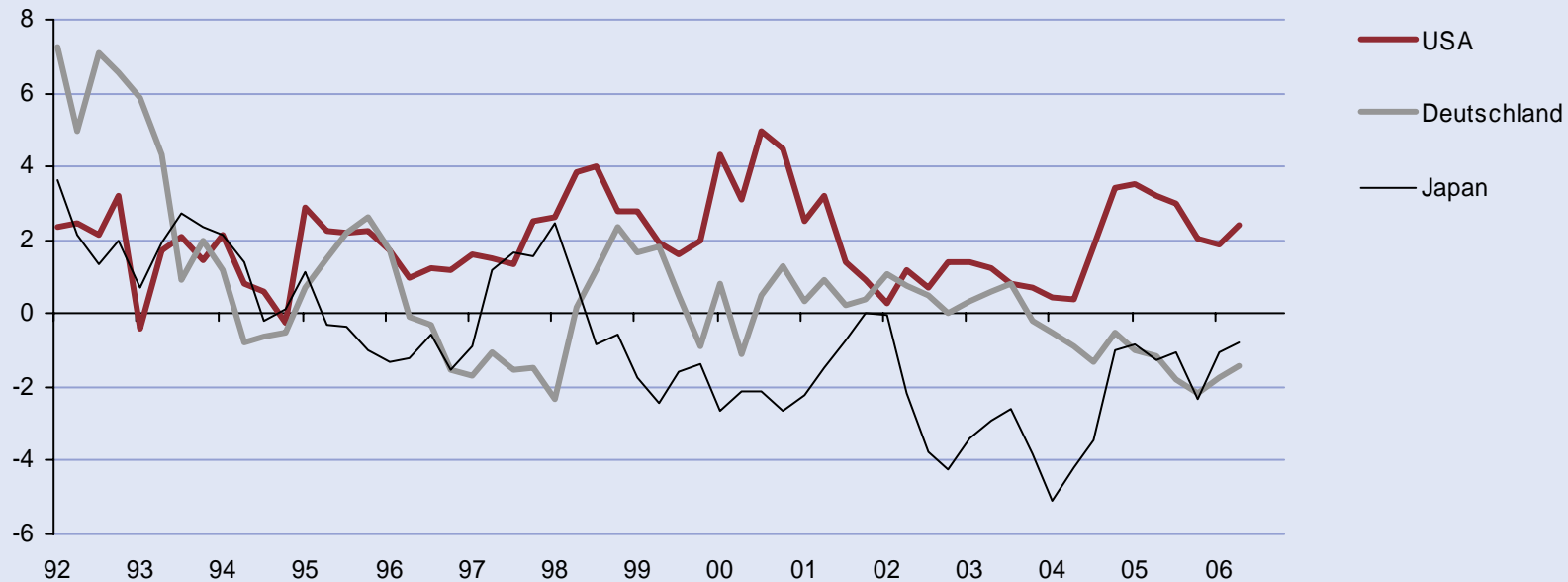
Quelle: Thomson Datastream, JPMAM

* Hinweis: Breakeven Inflation wird aus dem Vergleich zwischen konventionellen Märkten und TIPS (Treasury Inflation Protected Securities) geschätzt.

Lohnstückkosten – durch die Globalisierung bestimmt

Lohnstückkosten bleiben nahezu unverändert: Dies lässt auf geringen Druck auf Margen der Unternehmen schließen. Dies ist einer der Vorteile der Globalisierung und der freien Kapitalmobilität.

Lohnstückkosten, % Überjahresrate



Quelle: Thomson Datastream, OECD, JPMAM

Emerging Markets – Inflationsdruck ist begrenzt

Inflationsdruck in den Schwellenländern bleibt unter Kontrolle. Dies lässt darauf schließen, dass der importierte Inflationsdruck in die OECD Länder ebenfalls begrenzt sein sollte.

Anteil der Länder mit einem Anstieg der annualisierten Inflation im Vergleich zur Betrachtung vor 6 Monaten



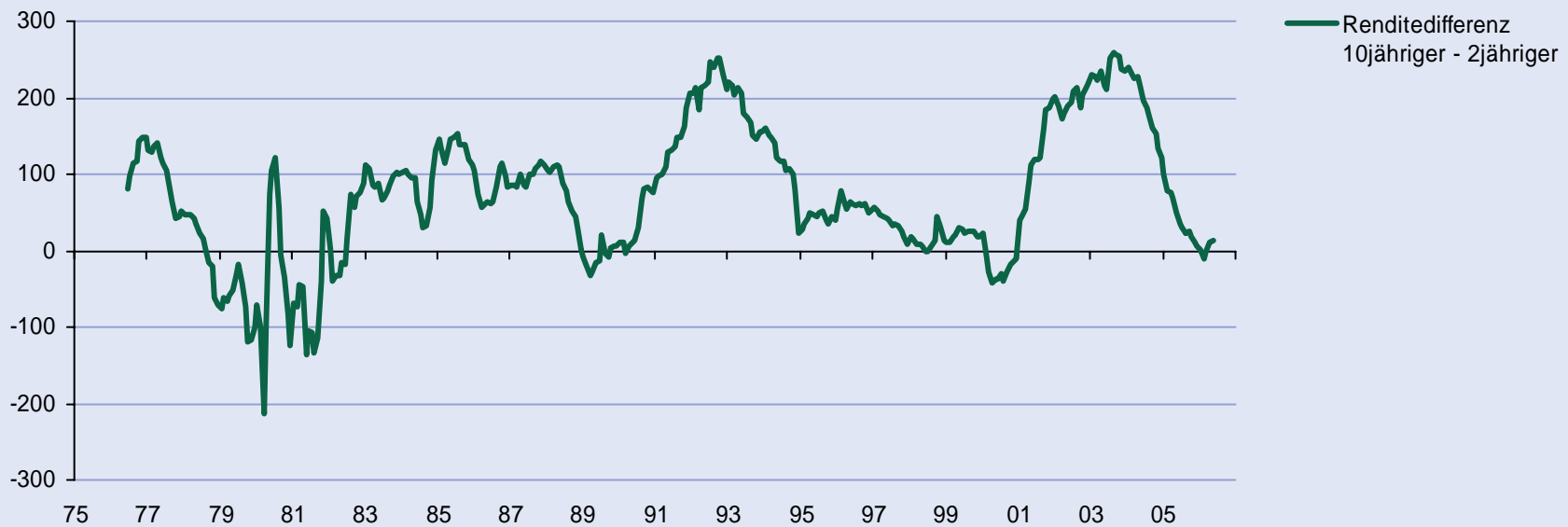
Quelle: Thomson Datastream, JPMAM Global Multi Asset Group

*Hinweis: Der JPMAM Inflation Diffusion Index umfasst 23 Schwellenländer und misst den Prozentanteil der Länder, die heute eine höhere annualisierte Inflation aufweisen als vor 6 Monaten.

US Zinskurve – preist einen Abschwung ein, keine Rezession

Die Zinskurve zeigt einen Abschwung, allerdings keine Rezession in den USA. Die Kurve müsste deutlich invertieren um eine nachhaltige Rezession anzuzeigen.

Differenz zwischen 10jährigem Zins und 2jährigem Zins, in Basispunkten



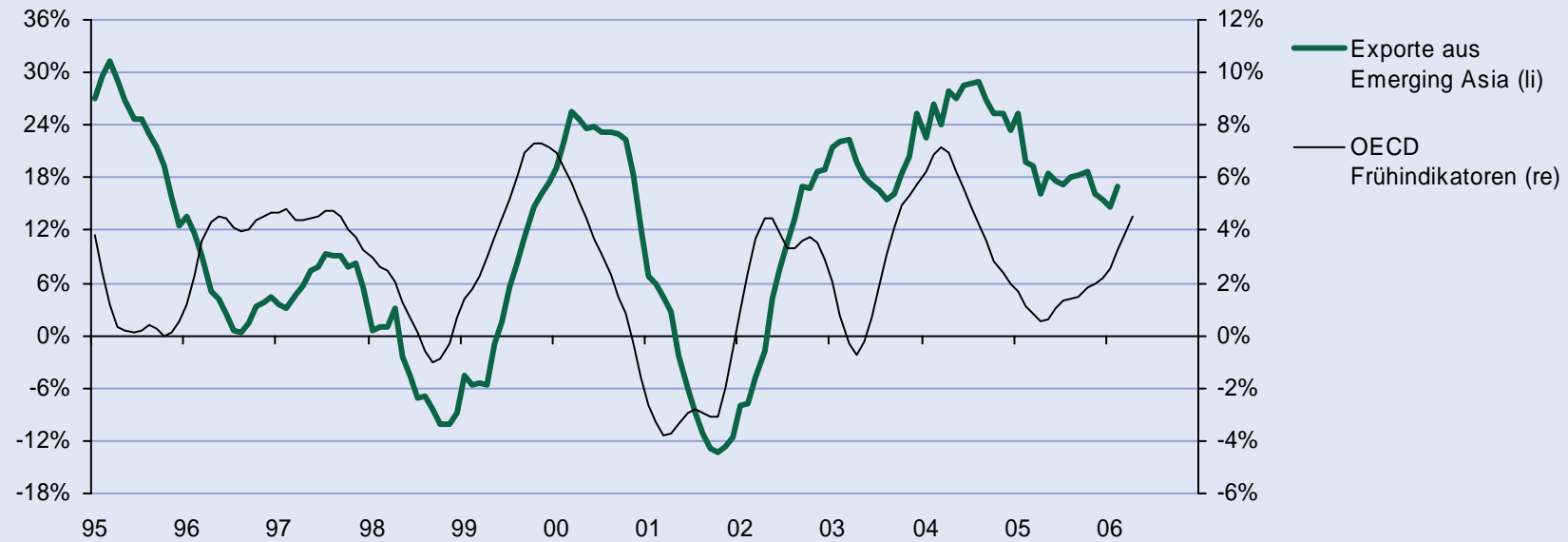
Quelle: MacData, JPMAM

Exporte aus Asien – graduelle Verlangsamung aber kein Absturz

Zwei der besten Frühindikatoren zeigen an, dass der globale Aufschwung weiterhin anhält

3M rollierender Durchschnitt, % Überjahresrate

% Überjahresrate

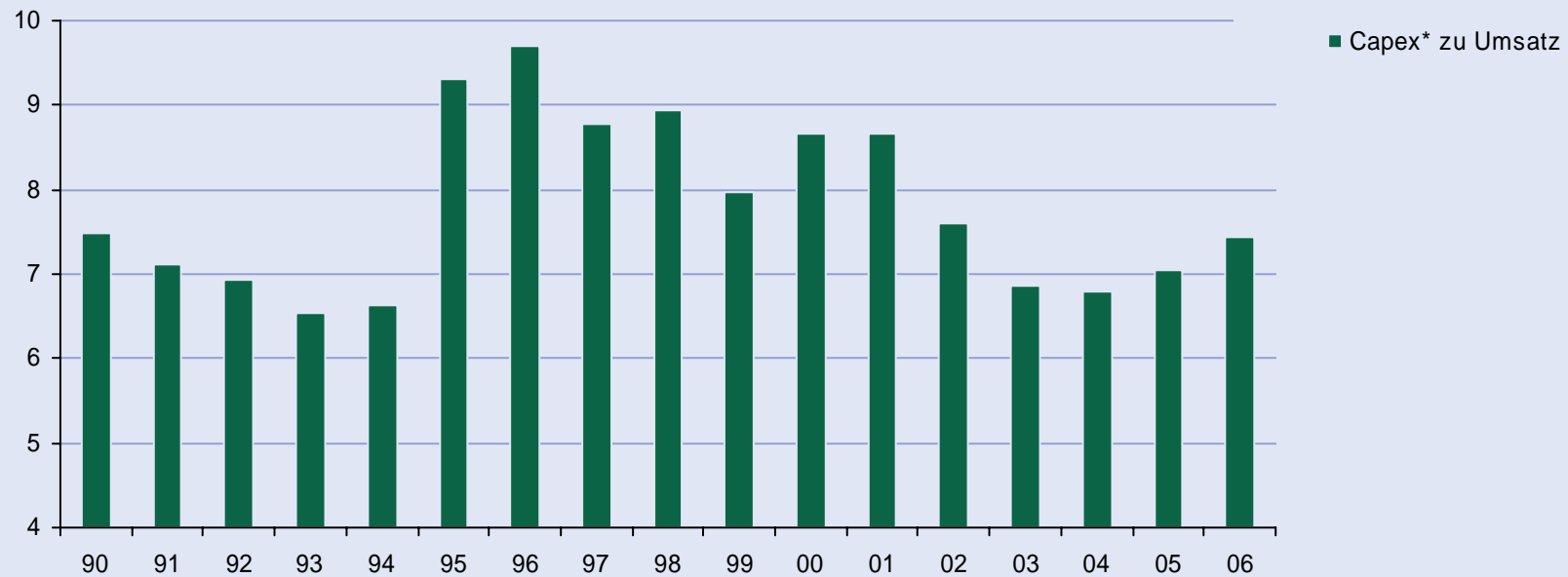


Quelle: MacData, JPMAM

Verhältnis von globalem Capex zu Umsatz

Investitionen haben im derzeitigen Wirtschaftszyklus weniger zugelegt als zuvor. Dies lässt darauf schließen, dass die Ausgaben für Capex* eher zum Erhalt des Bestandes als zu dessen Ausbau ausgegeben wurden. Nachhaltige Bilanzen lassen jedoch auf mehr Capex in 2006/07 hoffen.

Verhältnis von Capex zu Umsatz



Quelle: UBS

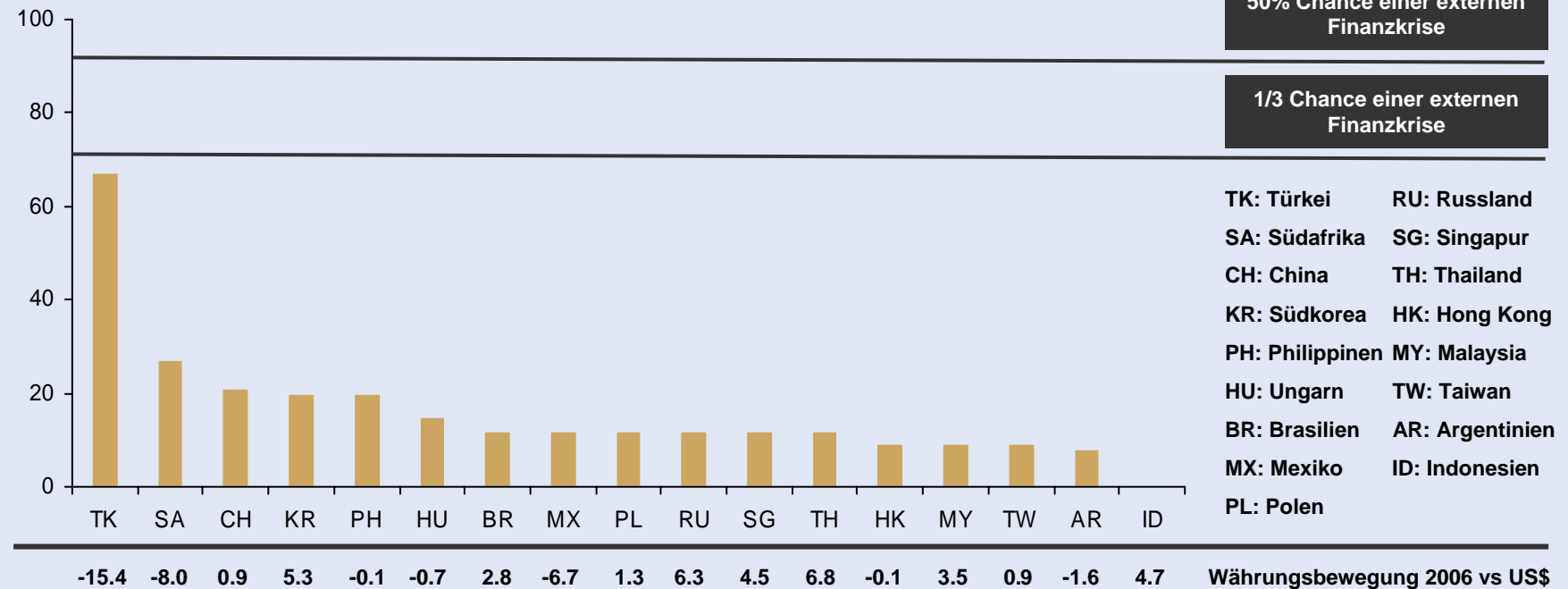
*Hinweis: Unter Capex (Capital Expenditure) versteht man die Investitionsausgaben der Unternehmen

Zahlungsfähigkeit der Emerging Markets – ein gesundes Bild

Die externe Zahlungsfähigkeit sieht positiv für Schwellenländer aus. Einzige Ausnahme ist die Türkei, die seit Beginn des Jahres mit ihrer externen Finanzkrise kämpft.

Lehman Damocles Modell*

Peril Skala



Quelle: Lehman Brothers

* Hinweis: Das Damocles Modell misst die Wahrscheinlichkeit einer externen Krise in der jeweiligen Wirtschaft über die nächsten 12 Monate. Zugrunde gelegt wird eine Serie von Frühwarnindikatoren. Die Skala reicht von 0 (kein Risiko) bis 100 (hohes Risiko). 75 zeigt eine 1/3 Chance einer externen Finanzkrise, 100 zeigt eine 50% Chance.

Überblick der Hauptwirtschaftsregionen

	USA	Japan	China	Europa	GB
Wachstum	Rückläufig	Konsolidierung	Höchststand	Höchststand	Ansteigend
Inflation	Ansteigend	Ansteigend	Ansteigend	Stabil	Stabil
Leistungsbilanz	Ansteigendes Defizit	Rückläufiger Überschuss	Ausweitung des Überschusses	Gleichgewicht	Rückgang des Defizits
Leitzinsen	Ansteigend	Ansteigend	Ansteigend	Ansteigend	Gleichbleibend / ansteigend
Profitabilität	Stabil / rückläufig	Rückläufig	Rückläufig	Rückläufig	Rückläufig

Quelle: JPMAM Global Mult Asset Group

Hinweis: Die Einschätzung wird auf Basis von 3-6 Monaten getroffen

Makroökonomischer Ausblick

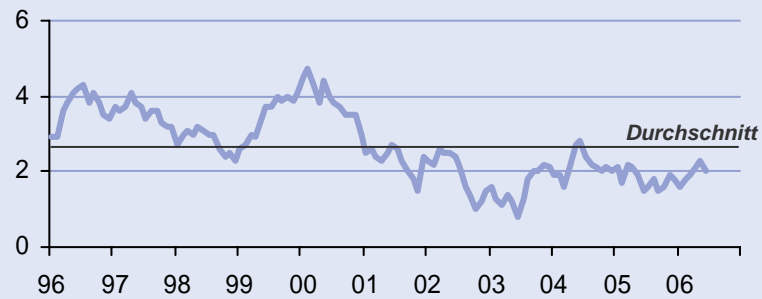
- Die Sorge über ein globales Ansteigen der Inflation sind zu weit gegangen
 - Langfristige Inflation, gemessen an der Breakeven Inflation, lässt darauf schliessen, dass die Anleihenmärkte relativ entspannt gegenüber einem Anstieg der Inflation sind
 - Lohnstückkosten in den Hauptmärkten bleiben relativ stabil
 - Risiko von importierter Inflation ist übertrieben
- Die Weltwirtschaft erreicht einen Wendepunkt, der wahrscheinlich einer 'Verschnaufpause' in der Mitte des Konjunkturzykluses entspricht
 - US Zinskurve preist eine Abschwächung und keine Rezession ein
 - Exportwachstum in Asien sowie die OECD Frühindikatoren zeigen weiterhin Wachstum an
 - Vermehrte Investitionsausgaben könnten teilweise den nachlassenden US Konsum ausgleichen
- Diese zwischenzeitlichen Verschnaufpausen haben in der Regel den größten Einfluß auf Länder, die hoch verschuldet sind. Aber dieses Mal sehen die Fundamentaldaten in den Emerging Markets gut aus.

Reale Anleihenrendite

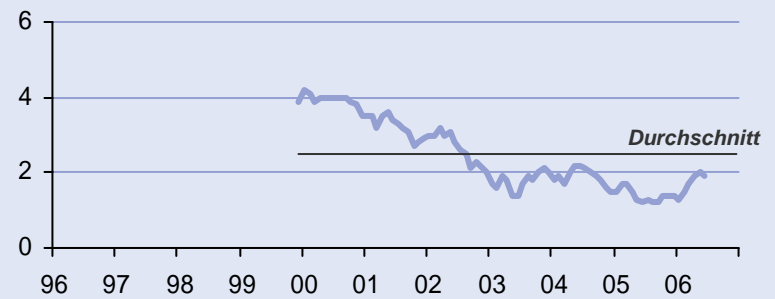
Anleihenmärkte scheinen angemessenen aber nicht unterbewertet zu sein



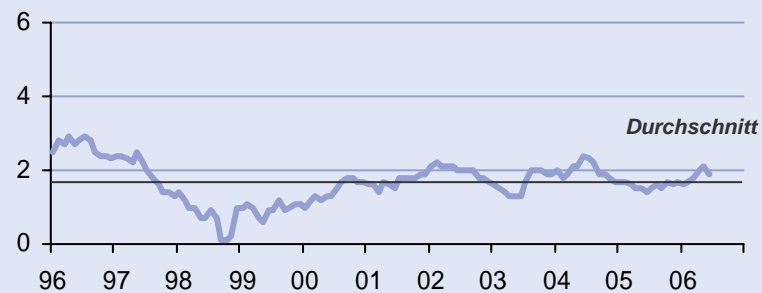
USA, (%)



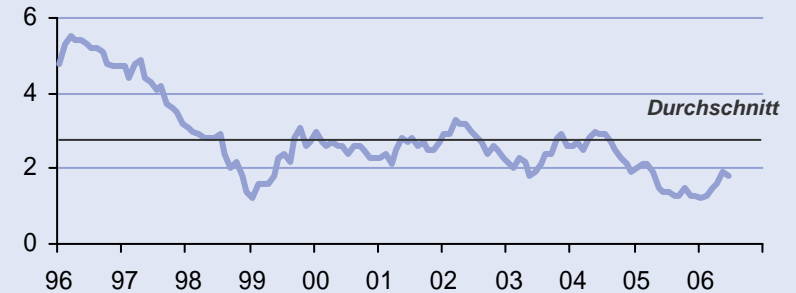
Eurozone, (%)



Japan, (%)



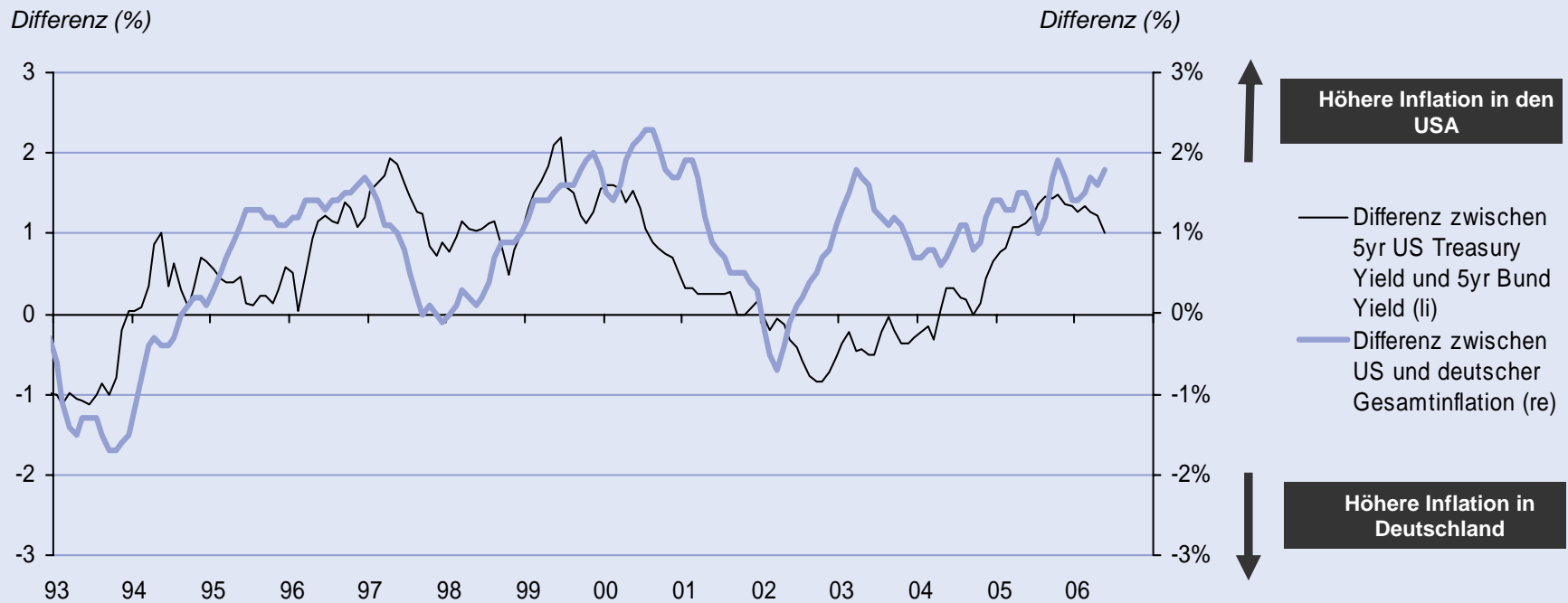
GB, (%)



Quelle: Thomson Datastream, JPMAM

Vergleich amerikanischer und deutscher Staatsanleihen

Unterschiede bei relativem Wachstum und Inflation favorisieren US-Anleihen gegenüber deutschen Staatsanleihen



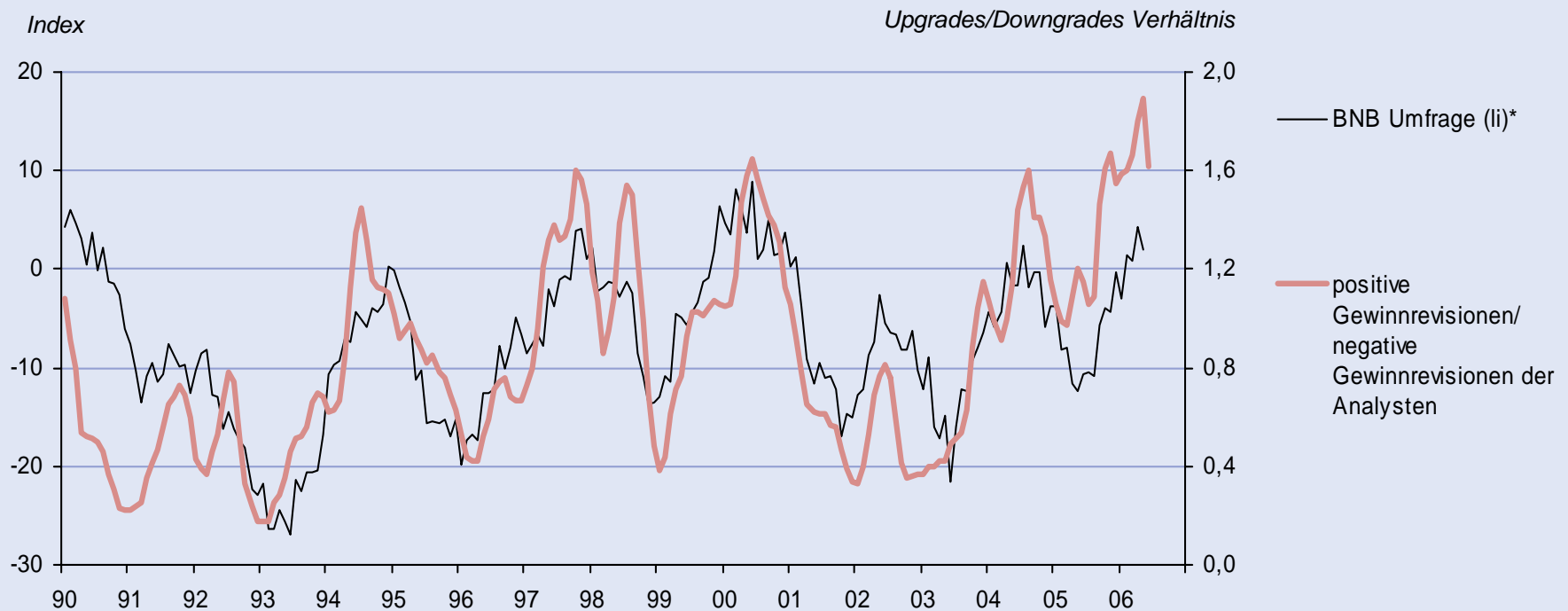
Quelle: MacData, JPMAM

Anleihen/Zinsen – short Duration

- Zentralbanken werden dem Markt weiterhin in den nächsten 3-6 Monaten Liquidität entziehen
 - Es wird geschätzt, dass die Fed die Zinsen bis auf 5,5% anhebt
 - Die EZB könnte bis Ende 2006 die Zinsen bis auf 3,25% erhöhen
 - Die Bank von Japan könnte im dritten Quartal beginnen die Zinsen um 0,25% zu erhöhen
- Anleihen sind angemessen bewertet, allerdings nicht günstig, wenn man derzeitige reale Zinsen betrachtet
- Unterschiede bei relativem Wachstum und Inflation favorisieren US Anleihen gegenüber deutschen Staatsanleihen
- Der Trend hin zu höheren Zinsen bei japanischen Staatsanleihen ist weiter intakt. Wachstum in Japan bleibt nachhaltig, während die BoJ wahrscheinlich ihre Nullzinspolitik im 3. Quartal aufgibt
- Long Duration: USA
- Short Duration: Eurozone, GB, Japan

Eurozone – das Erreichen der Spitze dieses Wirtschaftszyklus könnte Risiken für die Unternehmensgewinne bedeuten

Das Verhältnis zwischen Korrekturen der Gewinne nach oben zu Korrekturen der Gewinne nach unten (Gewinndynamik) folgt den wirtschaftlichen Frühindikatoren. Einige dieser Indikatoren brechen nun aus.

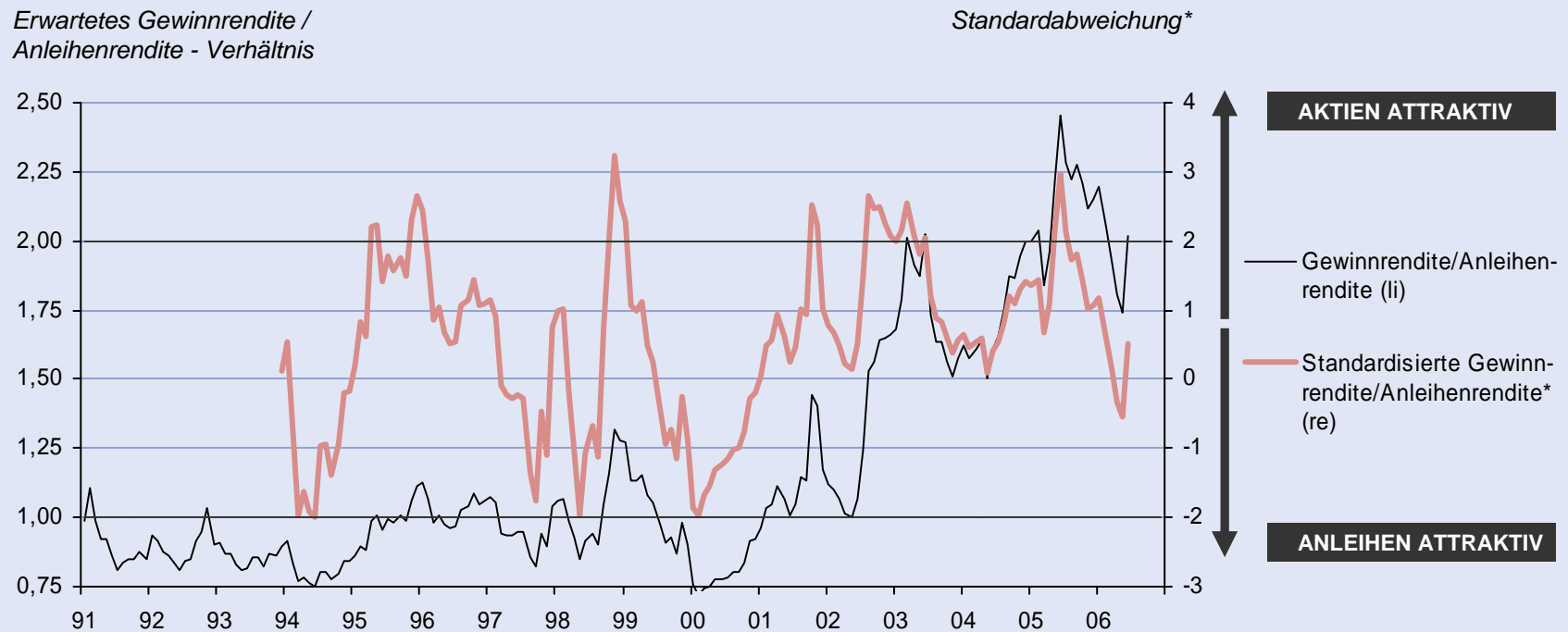


Quelle: Thomson Datastream, MacData, JPMAM

* BNB = Belgische Nationalbank

US Aktienbewertungen – werden langsam attraktiv

US Aktien sind angemessen gegenüber Anleihen bewertet, nachdem sie zu Beginn des Jahres eher teuer waren



Quelle: Thomson Datastream, JPMAM

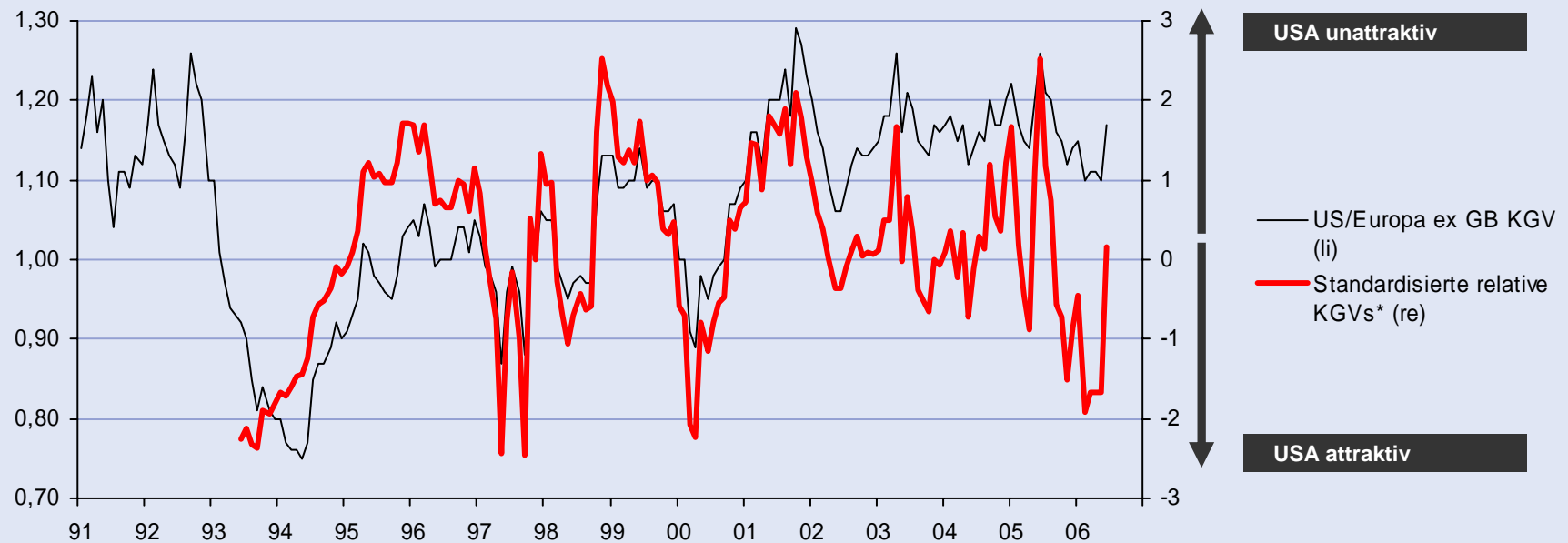
* Hinweis: Das standardisierte Renditeverhältnis misst die Differenz zwischen der Zeitreihe und ihrem 3jährigen rollierenden Durchschnitt in Standardabweichungen. Eine extreme Abweichung von + / -2 Standardabweichungen läßt auf eine mögliche Über- bzw. Unterbewertungen schließen.

Erwartete KGVs USA relativ zu Europa

Nach langem negativen Ausblick für US Aktien gegenüber kontinentaleuropäischen Aktien scheint sich das Bild jetzt zu ändern

Verhältnis, KGV US/Europa ex GB

Standardabweichung*

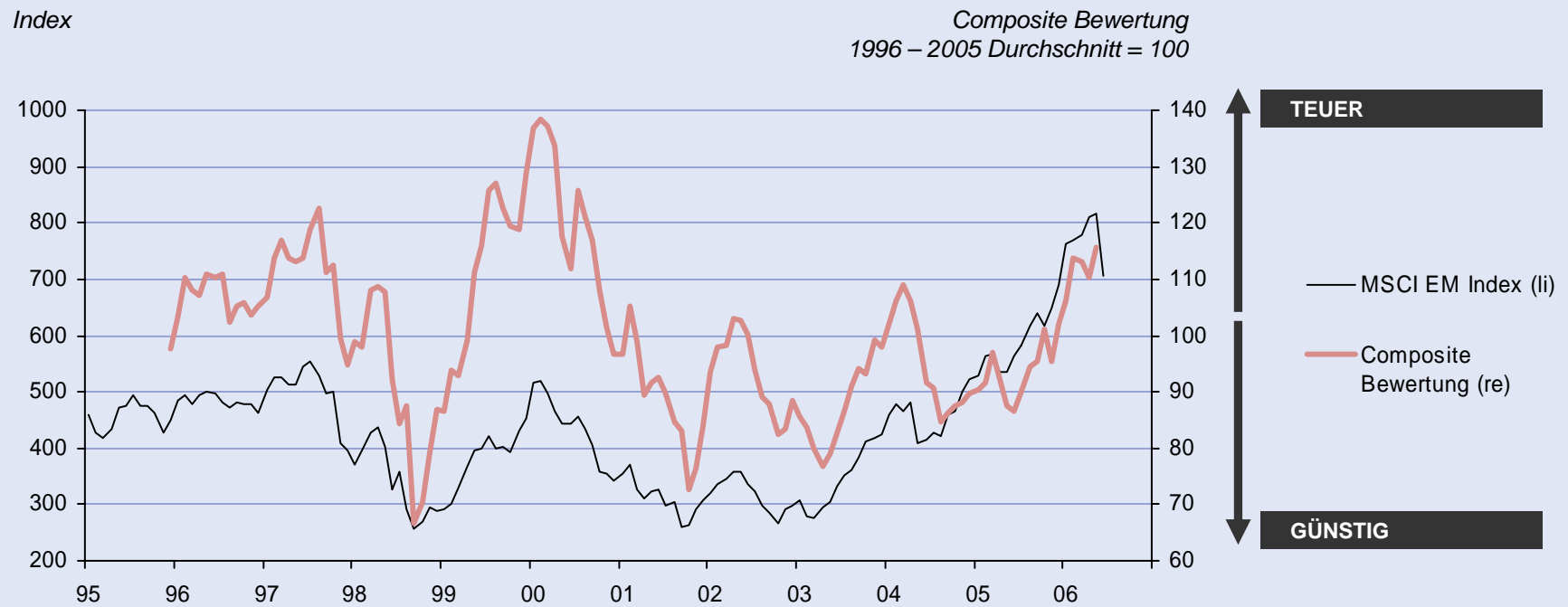


Quelle: Thomson Datastream, JPMAM

*Hinweis: Das standardisierte Verhältnis mißt die Differenz zwischen der Zeitreihe und ihrem 3jährigen rollierenden Durchschnitt in Standardabweichungen. Eine extreme Abweichung von + / -2 Standardabweichungen läßt auf eine mögliche Über- bzw. Unterbewertungen schließen.

Bewertung von Emerging Markets – immernoch relativ teuer

Trotz einer Korrektur von 21% bleiben die Emerging Markets Composite Bewertungen* immernoch über 10% über ihrem 10jährigen Durchschnitt



Quelle: Thomson Datastream, JPMAM

* Hinweis: Die Composite Bewertung ist ein geometrisch gewichteter Index aus vier Variablen (prospektive KGVs, P/B, P/CF und Dividendenrendite) verglichen mit dem Durchschnitt von 1996 – 2005 als Basis.

Globale Aktien – untergewichtet

- Gewinnmomentum in Japan ist zurückgegangen, während es nahezu null in den USA und GB ist. In Kontinentaleuropa bleibt das Gewinnmomentum weiterhin nachhaltig, könnte aber von seinen Höchstständen wieder zurückkommen
- Aktienmärkte sind laut den meisten Indikatoren gut bewertet. Relativ zu Anleihen sehen US Aktien mittlerweile attraktiv aus.
- USA/Europa: Relative Bewertungen zeigen einen Trend hin zu US Large Caps
- Emerging Market Bewertungen bleiben weiterhin über ihrem 10jährigen Durchschnitt, trotz des Rückgangs um 20% im Mai
- Die präferierten Märkte sind Japan und Europa. Weiterhin untergewichtet sind: USA, GB und Emerging Markets

Überblick: Taktische Asset Allokation

	Untergewicht	Neutral	Übergewicht
Aktien (Untergewichtet)	US Large Cap US Small Cap GB Emerging Markets	Pazifik ex Japan Kanada	Europa ex GB Japan
	Anleihen (Short Duration)	Japan Europa ex GB GB High Yield Emerging Markets	Sonstige Dollar Länder USA
Währungen	EUR, JPY		USD, GBP

Quelle: JPMAM Global Multi Asset Group

Kernaussagen

Kernaussagen

- Die Korrektur der Aktienmärkte im Mai ist symptomatisch für Rückgänge in einem Umfeld von abnehmender Liquidität; ausgelöst durch eine restriktivere Zinspolitik der Zentralbanken
- Die wahrscheinlichste Erklärung für den Ausverkauf ist eine Risikoreduktion der Anleger
- Das Makroumfeld bleibt weiterhin intakt, obwohl die Weltwirtschaft nahe eines Höhepunktes ist; es handelt sich vermutlich um eine Verschnaufpause im Zyklus
- Inflationssorgen sind übertrieben. Trotzdem halten wir an einer short Duration Position in den Anleihemärkten fest, sind aber positiver in Bezug auf die USA
- **Strategisch** sind Aktien weiterhin sinnvoll, die eine attraktive Bewertung aufweisen. Aus **taktischer** Sicht könnte es allerdings noch verfrüht sein Aktien zu kaufen, was hauptsächlich durch technische Indikatoren bestätigt wird
- Wir bleiben Aktien weiterhin leicht untergewichtet gegenüber Anleihen; sobald die Politik der Fed über den US Zinszyklus klarer wird, könnten wir die Aktienposition wieder aufbauen
- Unsere präferierten Aktienmärkte bleiben Japan und Europa. Wir bleiben weiterhin US Aktien untergewichtet, obwohl wir in jüngster Vergangenheit US Large Caps leicht aufgebaut haben

Appendix

Kernaussagen - USA

- Merkliche Abkühlung im 2. Quartal nach 5,6% Wachstum im 1. Quartal
- Wachstum auf Trend (ca. 3,25%) oder leicht darunter im weiteren Jahresverlauf deutet sich an
- Unternehmenssektor weiterhin auf Expansionskurs: Investitionen und Beschäftigung steigen
- Robuster Arbeitsmarkt stützt die Konsumkonjunktur; Abkühlung bei Immobilien als Gegenwind
- Höhere Belastungen durch Verschärfung der Geldpolitik und Rohstoffpreise; Risiko: Wie reagiert der Konsument auf nachhaltig höhere Zinsen und gestiegenen Ölpreis?
- Defizitproblematik weiterhin aktuell; die Dollarabwertung bewirkte bislang keine Wende
- Das Anziehen von Kern-Konsuminflation und Inflationserwartungen beunruhigt die Märkte
- Die FED könnte sich im weiteren Jahresverlauf dem Dilemma anhaltenden Preisdrucks bei sich gleichzeitig abschwächender Realwirtschaft gegenübersehen

Kernaussagen - Europa und Japan

Euroraum

- Weitere Beschleunigung nach 2,4% Wachstum im 1. Quartal
- Unternehmen sind inzwischen sehr optimistisch: Außenhandel und Industrie profitieren von der robusten Weltkonjunktur
- Binnenkonjunktur erholt sich ebenfalls, aber mit erheblichen Länderunterschieden
- Arbeitsmarkt und Reformdiskussionen bleiben eine Belastung für den deutschen Konsum
- EZB zunehmend besorgt über das Inflationspotenzial (Geldmengenwachstum, Rohstoffpreise)

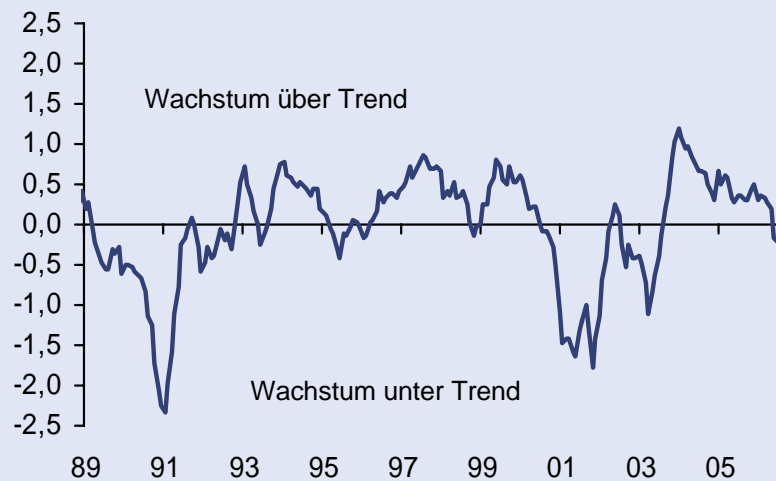
Japan

- Kräftiges Wachstum im Jahr 2005 dürfte sich 2006 in abgeschwächter Form fortsetzen
- Solide Aktivität auf breiter Basis: Konsum, Investitionen und Export nach Asien
- Unternehmen in guter Verfassung: Hohe Gewinne und Liquidität. Gute Kapazitätsauslastung erfordert Expansion in Form von Investitionen
- Der Arbeitsmarkt ist eng: Geringe Arbeitslosigkeit, steigende Lohnsumme
- Ende der Deflation und Wende in der Geldpolitik sind gekommen

Ökonomisches Umfeld – USA

Sehr hohes Wachstum im 1. Quartal, Abschwächung im weiteren Jahresverlauf zu erwarten

JPMAM Frühindikator

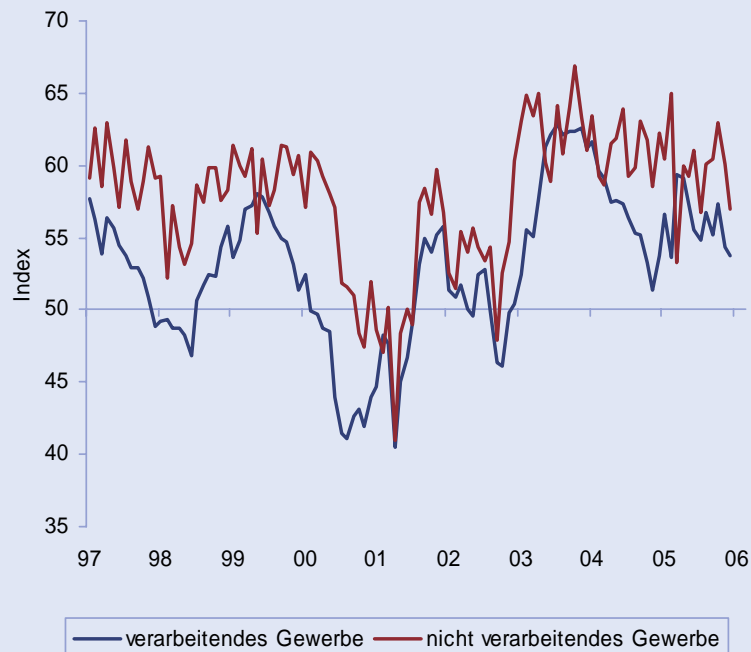


Quelle: JPMorgan Asset Management

- Abschwächung unseres Frühindikators von Rekordständen
- Konsistent mit Wachstum leicht unter Trend
- Annahme für Trendwachstum 3,25%
- Unternehmen auf Expansionskurs
- Kräftiges Wachstum der Arbeitseinkommen stützt den Konsum
- Langsame Abkühlung am Immobilienmarkt als Gegenwind, aber kein „crash“

Unternehmenssektor weiterhin in guter Verfassung

ISM Index

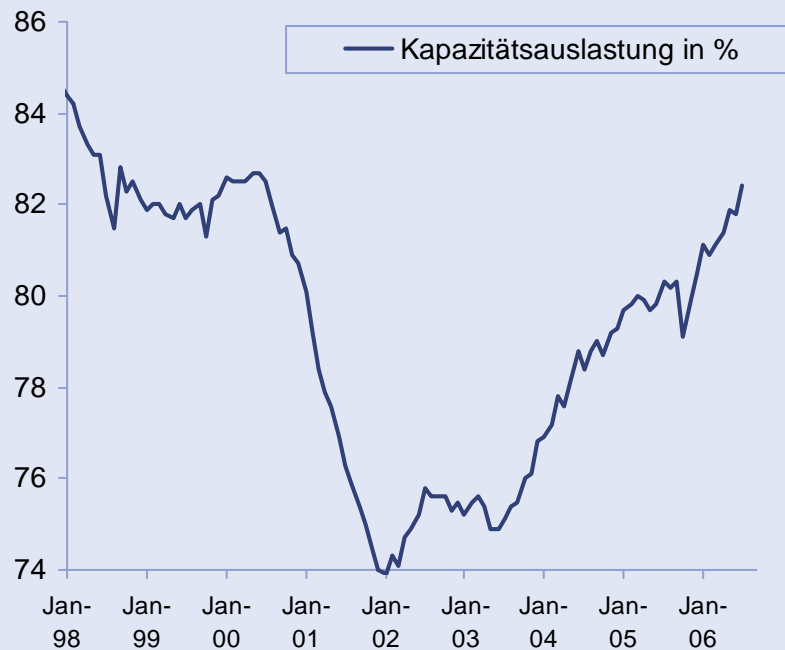


Quelle: Institute for Supply Management, Bloomberg (NAPMPMI, NAPMNMN)

- Kräftiges Gewinnwachstum: Hoher Umsatz bei niedrigen Lohnstückkosten
- Gestiegene Energiekosten und Zinsen wurden bislang problemlos verdaut
- Geschäftsklima im Mai und Juni rückläufig, aber auf solidem Niveau
- Feste Weltkonjunktur unterstützt industrielle Branchen und Export
- Anhaltender Boom bei den (Ausrüstungs-) Investitionen
- Beschäftigungsgrad in den Unternehmen steigt

Kapazitäten nähern sich der Vollauslastung

US Kapazitätsauslastung

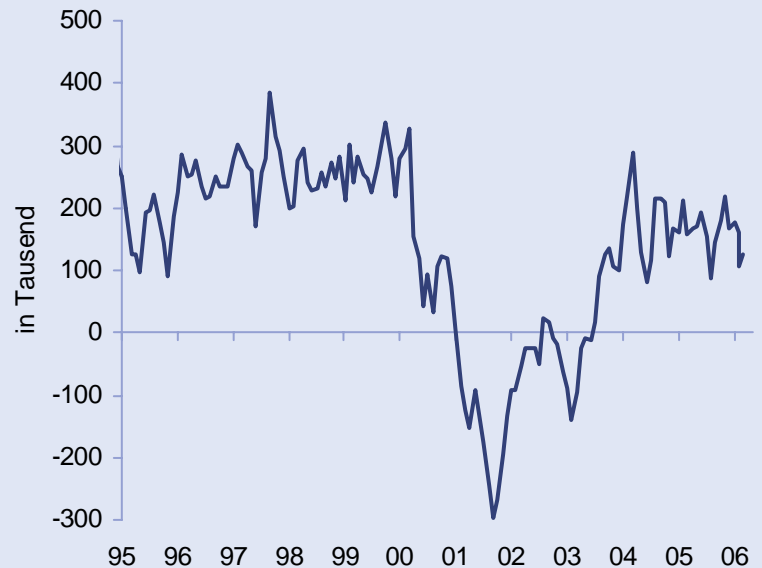


Quelle: Bloomberg (CPTICHNG)

- Kontinuierlicher Anstieg der Auslastung seit der Rezession 2002
- Starkes Nachfragewachstum über Trend führte zum Schließen des „Output Gap“
- Vollauslastung wird i.d.R. bei 82-84% angenommen
- Die Notwendigkeit zu investieren nimmt zu
- Die Investitionen dürften zum stärksten Wachstumsmotor im weiteren Jahresverlauf werden

Arbeitsmarkt ebenfalls in robuster Verfassung

Non-farm payrolls



— neu geschaffene Stellen, 3M. gleitender Durchschnitt

Quelle: Bureau of Labor Statistics, Bloomberg (NFP TCH)

- Langsame aber stetige Verbesserung der Beschäftigungssituation
- 150-200k neue Stellen pro Monat
- Dennoch kein Boom bei den Neueinstellungen: Unternehmen bleiben margenbewusst
- Dynamik etwas verhaltener als in den 90ern
- Arbeitslosenquote zuletzt bei 4,6% auf Vollbeschäftigungsniveau (ca. 4,5-4,75%)
- Arbeitsmarkt wird enger; erste Anzeichen von Lohninflation

Deutliche sichtbare Abkühlung am Immobilienmarkt

US Hypothekenneuanträge (gleitender 4-Wochenschnitt)



Quelle: Bloomberg (MBAVPRCH)

US Hypothekenrefinanzierung (gleitender 4-Wochenschnitt)

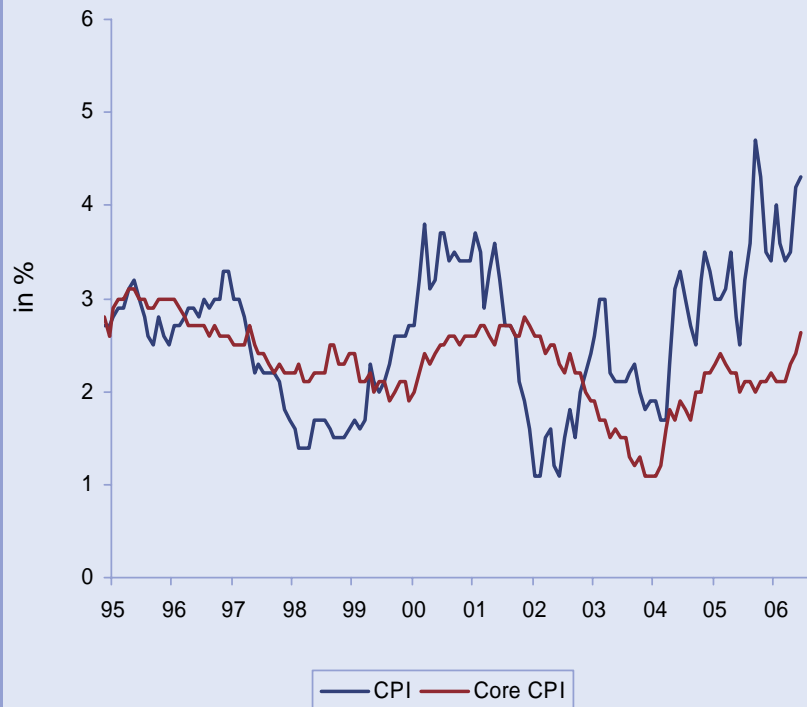


Quelle: Bloomberg (MBAVREFI)

- Trend-Anstieg der Hypothekenzinsen
- Deutlicher Rückgang bei den Neuanträgen für Hypotheken
- Die Refinanzierungswelle ist schon vor über zwei Jahren abgeebbt
- Abkühlung des Immobilienmarktes in geregelten Bahnen, kein „Crash“
- Eine wichtige Stütze des Konsumbooms nimmt somit an Bedeutung ab
- Insgesamt ist mit einer moderaten Abschwächung des Konsumwachstums zu rechnen

Inflation rückt zunehmend in den Fokus

Konsumpreisinflation



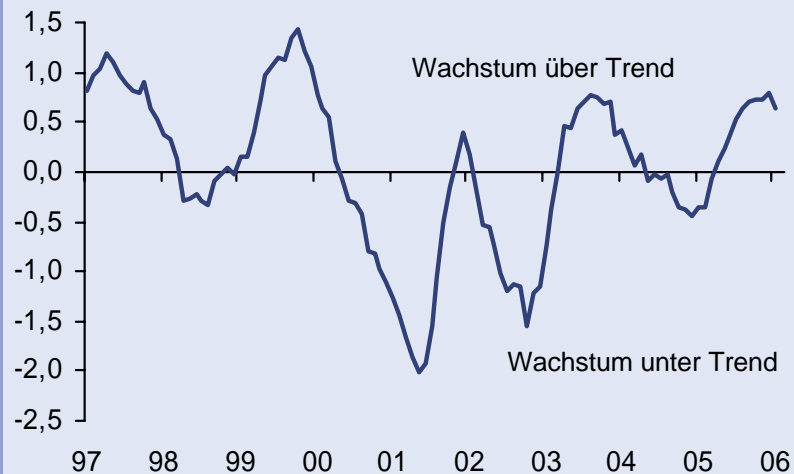
Quelle: Bureau of Labor Statistics, Bloomberg (CPI YOY, CPI XYOY)

- Der Höhenflug der Rohstoffpreise dominiert die Dynamik der Inflationsrate
- Nun auch Zweitrundeneffekte in der Kern-Konsuminflation; Beschleunigung vom Dienstleistungssektor getrieben
- Widersprüchliche Signale vom Arbeitsmarkt; erste leichte Anzeichen von Lohnkosteninflation
- Kaum Nachfragesoginflation bei handelbaren Gütern: Globale Überkapazitäten an Arbeits- und Gütermärkten; globaler Wettbewerbsdruck begrenzt Inflationspotential
- FED ist wachsam und sehr glaubwürdig als "Inflation Fighter"

Ökonomisches Umfeld – Europa

Verbesserte Wachstumsaussichten im Euroblock

JPMAM Frühindikator



Quelle: JPMorgan Asset Management

- Das 1. Halbjahr zeigt eine Verdoppelung der Wachstumsdynamik gegenüber 2005
- Weiteres Anziehen des Wachstums auf ca. 3% im 2. Quartal scheint realistisch
- Deutschland enttäuschte im 1. Quartal wegen Wetter / Bau. Erholung im 2. Quartal erwartet
- Unternehmen sind sehr optimistisch geworden
- Außenhandel und Industrie profitieren von robuster Weltkonjunktur; Binnenkonjunktur durchwachsen
- Nur zögerliche Besserung am Arbeitsmarkt
- Immer noch erhebliche Unterschiede zwischen den Euroblock Ländern

Steiler Aufschwung des Geschäftsklimas

Ifo Geschäftsklimaindex

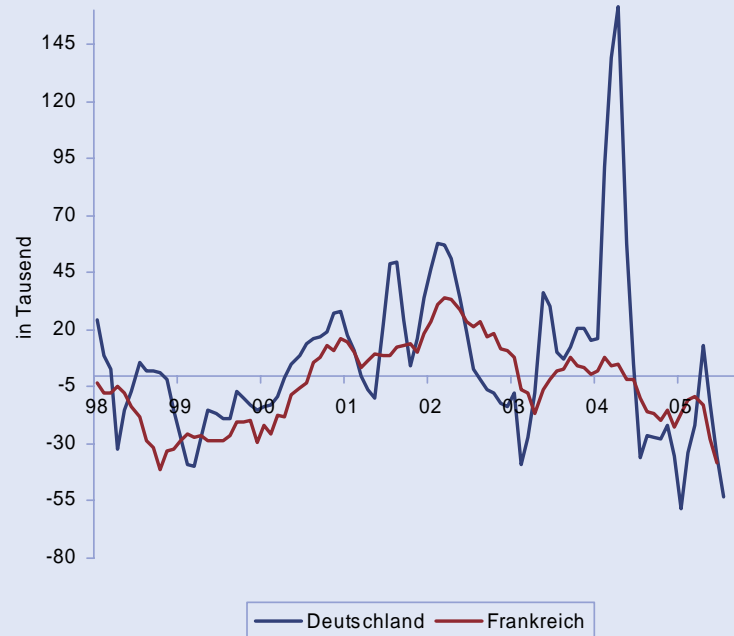


- Anhaltende Erholung der Frühindikatoren (Geschäftsklima), Ifo auf 15-Jahreshoch
- Optimismus in allen Euroblock-Ländern
- Gute Gewinnlage und steigende Investitionsneigung
- Investitionsgüter dominieren Konsumgüter und Baukonjunktur
- Deutsches Baugewerbe scheint sich langsam zu erholen, französisches boomt

Quelle: Ifo Institut, Bloomberg (GRIFPCA, GRIFPEX)

Leichte Verbesserung am Arbeitsmarkt – noch keine Trendwende

Veränderung der Zahl der Arbeitslosen (3M. Durchschnitt)

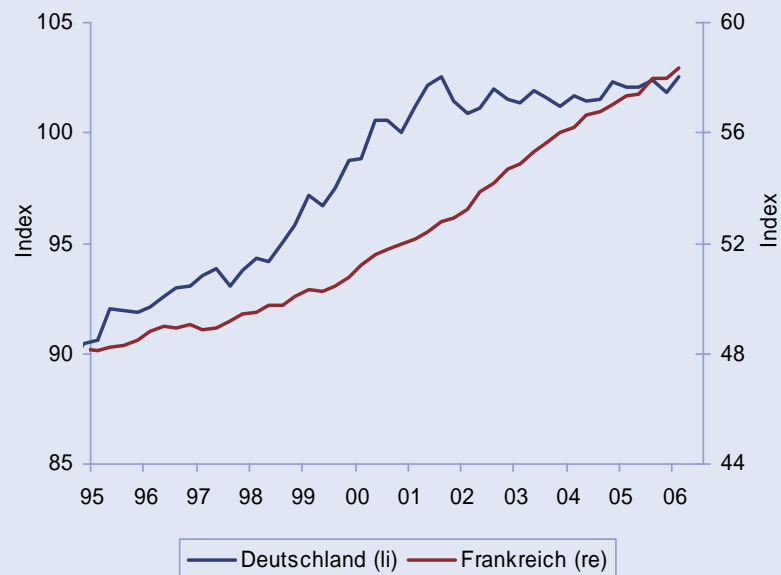


Quelle: Bundesbank, INSEE, Bloomberg

- Konjunkturdynamik reicht aus, um den Arbeitsmarkt zu stabilisieren – mehr nicht
- Arbeitsmarkt in Deutschland registriert seit Sommer 2005 einen milden Aufschwung
- Bislang steigt jedoch vor allem die staatlich geförderte Beschäftigung
- In Frankreich lässt sich eine spürbare Erholung registrieren
- Die Konjunkturoffnungen für 2006 ruhen auf einer nachhaltigen Besserung am Arbeitsmarkt

Erhebliche Länder-Unterschiede in der Konsumkonjunktur

Konsumwachstum

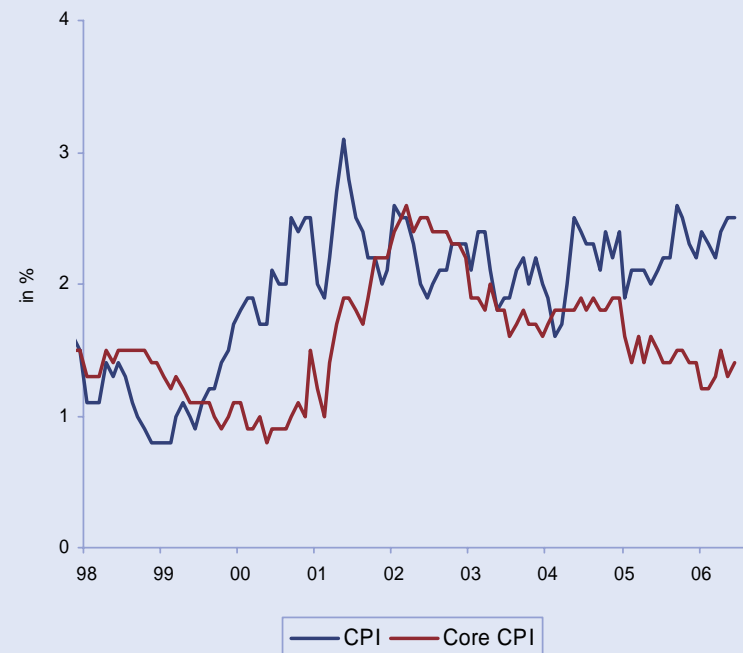


Quelle: Statistisches Bundesamt, INSEE, Bloomberg

- Erhebliche Unterschiede zwischen den Euroblock-Ländern
- Deutschland zeigt eine leichte Belebung im 1. Quartal
- Frankreich fand nach kurzer Schwächeperiode zu alter Stärke zurück
- Der Immobilienmarkt scheint eine Schlüsselrolle zu spielen (Frankreich vs Deutschland)
- In Deutschland bleiben Arbeitsmarkt und Reformdiskussionen eine Belastung für den Konsum
- Auch der Wirtschaftspolitik sind die Hände gebunden (MWSt-Erhöhung aus Budgetgründen)

Die EZB diagnostiziert ein steigendes Inflationspotenzial

Konsumpreisinflation



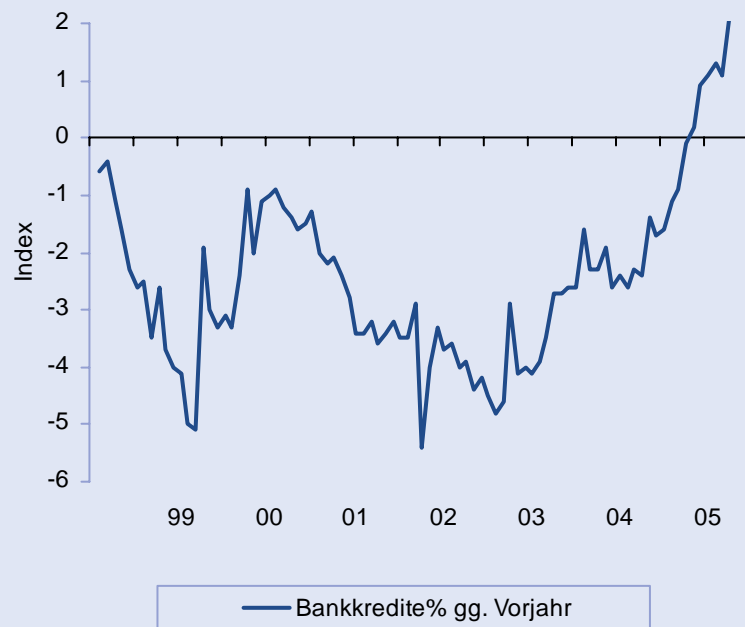
Quelle: Eurostat, Bloomberg (ECCPEMUY, CPEXEMUY)

- EZB diagnostiziert anhaltende Zielverfehlung bei Gesamtinflationsrate und Geldmengenwachstum
- Gesamtinflation liegt wegen der Rohstoffhausse hartnäckig über 2%
- Die Kerninflation liegt jedoch regelmäßig ca. 1% niedriger
- EZB besorgt über Entwicklung der Geldaggregate (derzeit M3-Wachstum bei 8,9%)
- Kreditvolumen an Private steigt kräftig (>11%)
- Die Euro-Aufwertung wirkt jedoch bereits wie eine Straffung der Geldpolitik

Ökonomisches Umfeld – Japan

Stabiles Wachstum wird sich 2006 fortsetzen

Veränderung im Volumen der Bankkredite

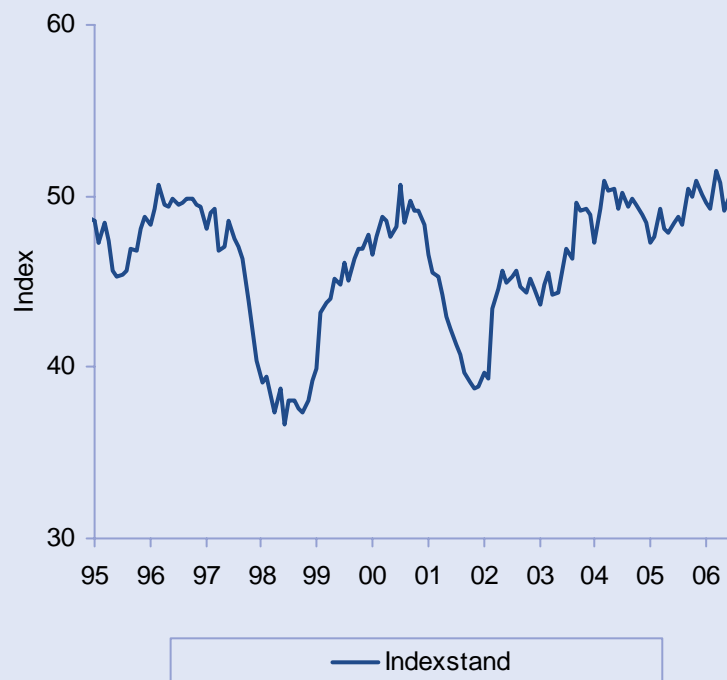


Quelle: JPMorgan Asset Management

- Kräftige Erholung 2005/2006 nach technischer Rezession 2004
- Wachstum oberhalb des Trends von 1,75% dürfte sich 2006 fortsetzen
- Selbsttragender Aufschwung der Binnenkonjunktur: Konsum und Investitionen freundlich
- Auch die Exporte, vor allem nach Asien, boomen
- Das Ende der Deflation ist gekommen
- Ende des „quantitativen easing“. Das Ende der Null-Zins-Politik dürfte bald folgen.

Unternehmenssektor in guter Verfassung

Geschäftsklima in Kleinunternehmen

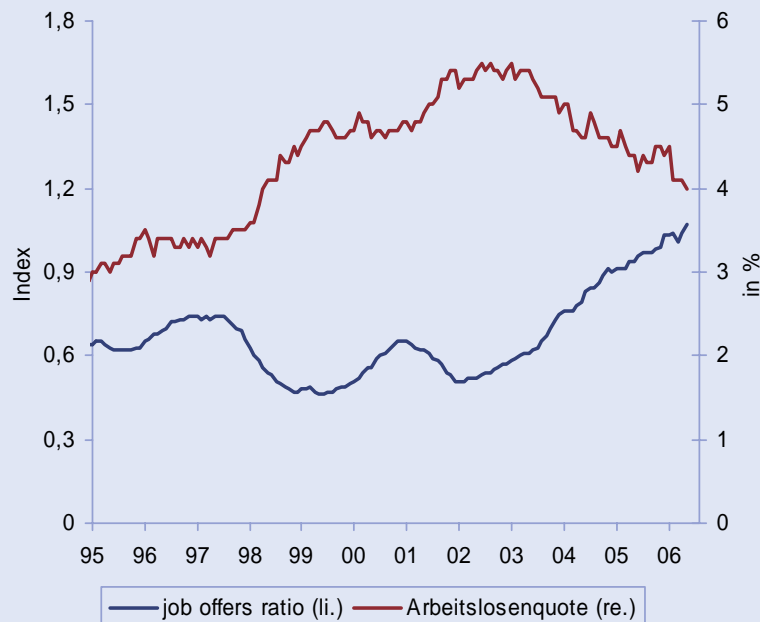


Quelle: Shoko Chukin Bank, Bloomberg (JNSBALLI)

- Industrielle Frühindikatoren sind anhaltend freundlich (Tankan, Shoko Chukin)
- Hohe Nachfrage aus In- und Ausland
- Unternehmensfinanzen in guter Verfassung: hohe Gewinne, Liquidität und Cash Flows
- Langjährige Phase des Kapazitätsabbaus ist zu Ende; hoher Auslastungsgrad
- Kräftige Investitionen sind geplant

Geringe Arbeitslosigkeit, immer weniger Arbeiter

Arbeitsmarkt in Japan

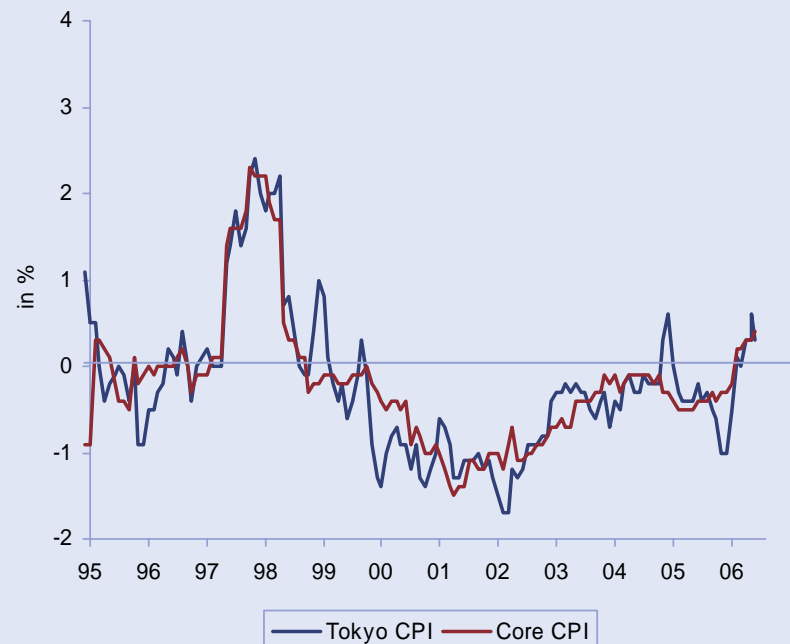


Quelle: Ministry of Health, Labour and Welfare; Ministry of Public Management, Home Affairs, Posts and Telecom; Bloomberg (JBTARATE, JNUE)

- Alternde Bevölkerung, schrumpfender Anteil der arbeitsfähigen Bevölkerung
- Arbeitsmarkt wird enger: Weniger Arbeitslose und mehr Jobangebote
- Nur noch 4% Arbeitslosenquote: Viele Quellen berichten „labor shortage“
- Steigende Beschäftigung und Lohnwachstum erhöhen die Lohnsumme
- Anhaltend solides Konsumwachstum
- Die sehr hohe Sparquote der Arbeitnehmerhaushalte sinkt nur zögerlich

Das Ende der Deflation

Konsumpreisinflation



Quelle: Ministry of Public Management, Home Affairs, Posts and Telecom; Bloomberg (JNCPT, JNCPTXFF)

- Kerninflation inzwischen positiv bei 0-1%
- BIP Deflator noch in negativem Territorium (-1,2% in Q1-2006)
- Nach wie vor schwaches Wachstum der breiten Geldaggregate
- Aber Bankkredite und Kreditvolumen steigen wieder
- Grundstückspreise beginnen ebenfalls zu steigen
- Ende des „quantitativen easing“ seit März 2006. Die Geldbasis fällt schnell
- Das Ende der Null-Zins-Politik dürfte bald folgen

JPMorgan Asset Management

Die Ansichten, die in diesem Bericht zum Ausdruck kommen, sind keine Beratung oder Empfehlungen zum Kauf oder Verkauf einer Anlage. Sollten Sie hierzu Rückfragen haben, so wenden Sie sich bitte an JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l., Frankfurt Branch, Junghofstraße 14, D-60311 Frankfurt am Main oder an Ihren Finanzberater.

Herausgeber: JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l., Frankfurt Branch