



DEVISENFOKUS

28. Mai 2013

Japanischer Yen

AUTOR
Christian Apelt, CFA
Telefon: 0 69/91 32-47 26
research@helaba.de

REDAKTION
Dr. Stefan Mitropoulos

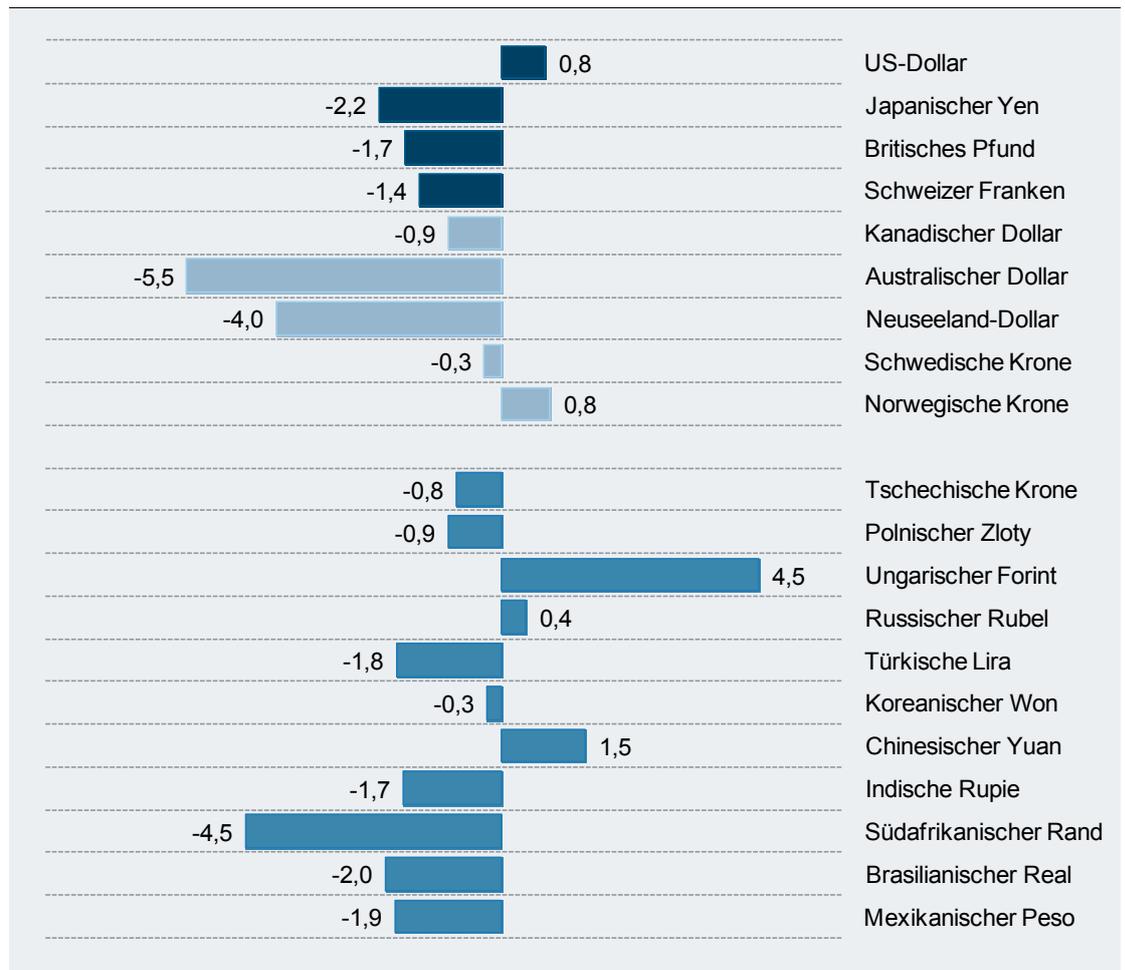
HERAUSGEBER
Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirt/Leitung
Research

Landesbank
Hessen-Thüringen
MAIN TOWER
Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
Telefon: 0 69/91 32-20 24
Telefax: 0 69/91 32-22 44

- Der US-Dollar zeigte sich in den letzten Wochen sehr fest, aber auch der Euro konnte gegenüber vielen Währungen zulegen. Trotz einer leichten Erholung gehörte der Japanischer Yen zu den Verlierern, Rohstoffwährungen gaben sogar kräftig nach.
- Der Japanische Yen wertete in den letzten Monaten deutlich ab. Mittlerweile verdichten sich aber die Anzeichen auf eine zumindest temporäre Stabilisierung. Der Yen ist derzeit eher unter- denn überbewertet sowie überverkauft. Der politische Druck hinsichtlich einer schwächeren Währung dürfte angesichts erster Erfolge etwas nachlassen, zumal der Anstieg der Kapitalmarktrenditen Sorgen bereitet. Auf längere Sicht überwiegen aber die Risiken.
- Helaba Währungsprognosen

Euro-Performance im Monatsvergleich

% gg. Euro im Vergleich zum Vormonat (vom 26.04. bis zum 27.05.2013)



■ Kernwährungen ■ Restliche G10 ■ Schwellenländerwährungen
Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.

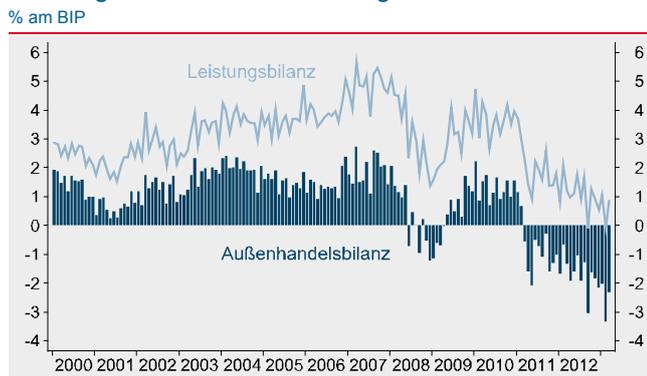
JPY: Erholungschancen mit Risiken

Japan findet derzeit eine ungewöhnlich hohe Aufmerksamkeit. In den letzten Jahren führte die immer noch drittgrößte Volkswirtschaft der Welt eher ein Schattendasein. Seit Shinzo Abe, der Parteivorsitzende der LDP, nach den Unterhauswahlen Ende 2012 zum Ministerpräsidenten gewählt wurde, hat sich das geändert. Die neue Regierung zeigt sich äußerst aktiv und versucht das zuvor sehr mäßige Wachstum sowohl durch neue Ausgabenprogramme als auch eine äußerst expansive Geldpolitik anzukurbeln. Der Japanische Yen wertete, seitdem sich der Regierungswechsel abzeichnet, stark ab und ist 2013 der größte Verlierer am Devisenmarkt. Ein US-Dollar verteuerte sich von weniger als 80 zwischenzeitlich auf mehr als 103 Yen, ein Euro kostete zeitweise über 133 Yen. Umgekehrt haussiert in Japan der Aktienmarkt, auch wenn es dort zuletzt einen empfindlichen Dämpfer gab.

Teurer Yen verschlechterte
Japans Handels- und
Leistungsbilanz

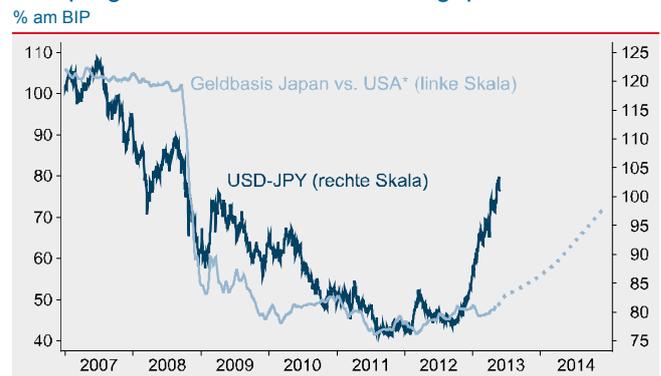
Vom Beginn der globalen Finanzkrise 2007 bis in den Herbst 2012 erwies sich der Yen noch als der Überflieger schlechthin unter den Währungen. Dadurch entstand eine Überbewertung, wengleich diese in den neunziger Jahren schon extremer ausfiel. In Japan litt die Exportindustrie sukzessive mehr unter dem teuren Yen. Dass die Handelsbilanz in ein Defizit geriet und sogar der einst stolze Leistungsbilanzüberschuss größtenteils zusammenschrumpfte, hatte aber auch eine andere Ursache. Denn im Anschluss an die Erdbeben-, Tsunami- und Nuklearkatastrophe 2011 wurden phasenweise sogar alle Atomkraftwerke abgestellt, so dass das Land den Energiebedarf zunehmend durch Importe – vor allem Flüssiggas – deckte. Das Wirtschaftswachstum in den letzten Jahren verlief insgesamt sehr mäßig. Weiterhin herrscht in Japan eine leichte Deflation, also fallende Preise.

Leistungsbilanz auf dem absteigenden Ast



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Kaufprogramme der BoJ bereits eingepreist



* unter der Annahme: BoJ verdoppelt Geldbasis bis Ende 2014, Fed fährt Kaufprogramm im 2.Hj. 2013 langsam herunter; Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Bank of Japan möchte
Geldbasis verdoppeln

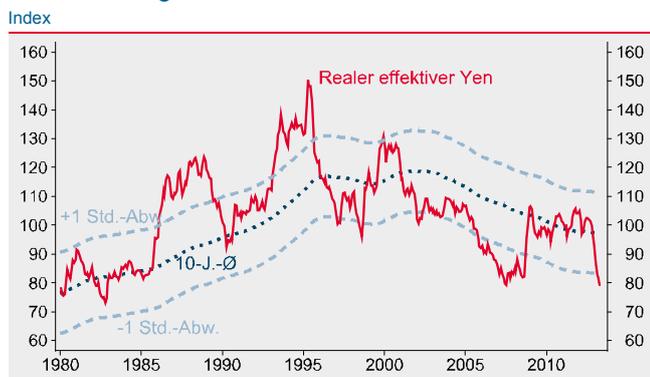
Die neue Regierung versucht nun den Befreiungsschlag. Kurzfristig sollen höhere Staatsausgaben das Wachstum fördern. Die formal unabhängige Bank of Japan (BoJ) versucht nun auf Wunsch der Regierung ein Inflationsziel von 2 % zu erreichen. Die Notenbank erhielt mit Haruhiko Kuroda einen neuen Chef, der bereits auf seiner ersten Sitzung aggressive Maßnahmen beschloss. Die BoJ stockt ihre bisherigen Kaufprogramme erheblich auf. Durch den Erwerb von Staatsanleihen soll sich die monetäre Basis, d.h. die Zentralbankgeldmenge, bis Ende 2014 verdoppeln. Damit übertrifft die BoJ sogar die anderen großen Notenbanken von Europa bis Amerika im Ausmaß der quantitativen Maßnahmen. Kein Wunder, dass der Yen deutlich nachgab. Zwar bestreiten die japanischen Zentralbanker, den Yen bewusst zu schwächen. Es ist jedoch zu vermuten, dass die Währungsabwertung ein wesentliches Ziel der neuen Geldpolitik ist. Die geplante Geldbasisausweitung in Relation zur US-Politik dürfte im aktuellen Dollar-Yen-Kurs aber bereits mehr als eingepreist sein. BoJ-Käufe in einem noch größeren Ausmaß bis Ende 2014 können zwar nicht ausgeschlossen werden, stehen aber zunächst nicht auf der Agenda.

Im Zusammenhang mit der neuen Politik fiel häufig der in den letzten Jahren schon zunehmend verwendete Begriff des „Währungskrieges“. Aus einigen Ländern kamen auch von offizieller Seite kritische Kommentare, obwohl die Vorwürfe gemäßigt blieben. Schließlich benutzt die BoJ nur die gleichen quantitativen Instrumente wie andere Notenbanken auch. Direkte Eingriffe am Devisenmarkt, die die BoJ nach erheblichen Aufwertungen in der Vergangenheit vollzog, werden derzeit und wohl auch künftig nicht vorgenommen.

Erste Erfolge beim Wirtschaftswachstum

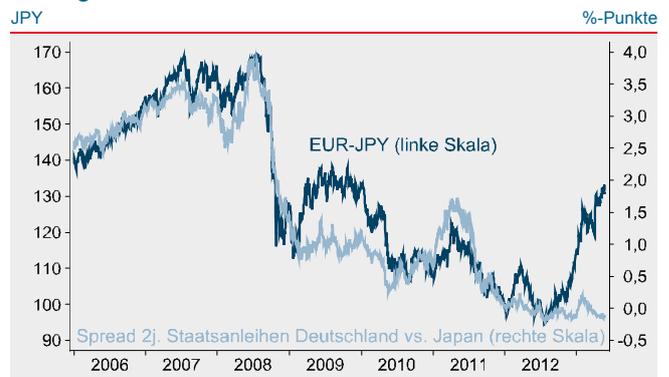
Wie stehen die Chancen der sogenannten „Abenomics“? Die Stimmung in der Wirtschaft hat sich zumindest spürbar aufgehellt. Im ersten Quartal 2013 sprang das Wachstum deutlich auf knapp 1 % zur Vorperiode an. Zumindest kann Abe mit dem Beginn seiner Politik zufrieden sein, zumal er in den Umfragen derzeit reüssieren kann. Im Juli dürfte er mit seiner LDP bei den Oberhauswahlen die Mehrheit zurückerobern – auch ein Ziel der „Abenomics“ – und damit seine Führung innerhalb der Partei festigen. Übrigens hat seit 2006, als Abe schon einmal Ministerpräsident war, kein Regierungschef viel länger als ein Jahr sein Amt behalten dürfen. Neben der Fiskal- und Geldpolitik will die Regierung als dritte Säule Strukturreformen verwirklichen. Bekanntermaßen sind diese Maßnahmen schwieriger zu realisieren. Sie werden aber vielleicht entscheidend sein, ob die neue Politik letztlich nicht doch nur ein Strohfeder entfacht.

Yen handelsgewichtet schon unterbewertet



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Geringe Zinsdifferenzen stützen den Yen



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

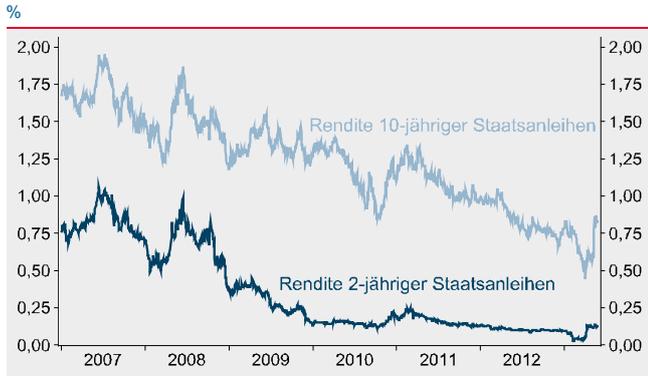
Eine schwache Währung kann Wachstumsimpulse geben. Nur wirkt eine Abwertung nicht über Nacht und hat nur bedingt Erfolg. Die Exportwirtschaft muss auch entsprechende Produkte herstellen, die an den Märkten gefragt sind. Zuletzt ist Japans Industrie in manchen Sektoren ins Hintertreffen geraten. Immerhin ist die japanische Währung als unterbewertet zu bezeichnen, was helfen sollte. Zumindest zeigen reale Wechselkursindizes oder Kaufkraftparitäten dies an. Auch die Differenzen von Kapitalmarktzinsen gegenüber Euro oder US-Dollar spiegeln derzeit eine deutliche Unterbewertung wider.

Risiko Zinsanstieg

Die „Abenomics“ bergen durchaus Risiken. Das Haushaltsdefizit Japans bleibt mit rund 10 % am Bruttoinlandsprodukt hoch, die Staatsverschuldung liegt nach OECD-Definition mit 214 % Ende 2012 weltweit an der Spitze. Es gab zwar einen Beschluss unter Abes Vorgänger, die Mehrwertsteuer in zwei Schritten 2014 und 2015 von 5 % auf 10 % zu verdoppeln. Allein dies wird den Haushalt aber nicht sanieren und kann im Zweifelsfall sogar noch außer Kraft gesetzt werden. Die hohe Staatsverschuldung ist nur deshalb erträglich, da das Zinsniveau dank der BoJ-Käufe sehr niedrig ist. Zuletzt stiegen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen von 0,5 % auf zwischenzeitlich fast 1,0 %. Noch ist das Zinsniveau kein Grund zur Besorgnis, der Anstieg möglicherweise schon. Wenn Abes Politik Früchte trägt und nicht nur das Wachstum sich verbessert, sondern auch die Inflation steigt, besteht das Risiko, dass die Kapitalmarktrenditen weiter klettern und damit die positiven Impulse von der Abwertung beeinträchtigen. Japanische Anleger beginnen anscheinend die Attraktivität dieser Wertpapiere in Zweifel zu ziehen. Zudem sinkt in Japan langfristig die inländische Ersparnis, was das Nachfragepotenzial für Anleihen reduziert. Ausländische Investoren halten sich ohnehin vom Markt fern. Angesichts der Dimension der geldpolitischen Maßnahmen

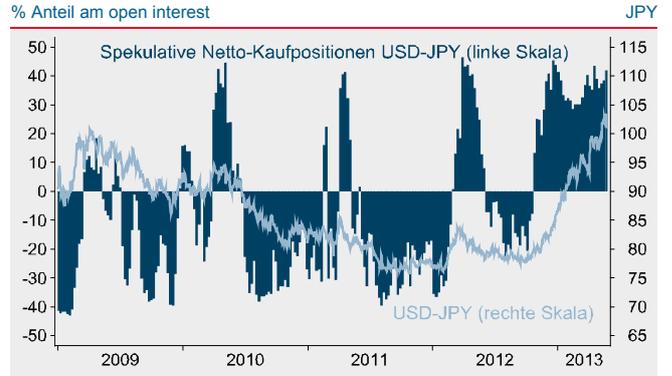
könnte die Inflation, wenn denn ein Teuerungsprozess tatsächlich in Gang käme, sogar deutlich ansteigen. In diesem Fall wäre der Yen trotz aktueller Unterbewertung weiter sehr unattraktiv. Vonseiten einiger Notenbanker gab es bereits kritische Äußerungen, die die sehr expansiven Maßnahmen aufgrund der Rückwirkungen auf den Rentenmarkt in Frage stellten.

Rentenmarkt reagiert anders als erwartet



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Hohe Wetten gegen den Yen als Kontraindikator



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Yen vor zumindest temporärer Erholung

Es ist jedoch durchaus nicht ganz unwahrscheinlich, dass die „Abenomics“ eher verpuffen, d.h. die Wachstumseffekte temporär bleiben und die hartnäckige Preisstabilität anhält. Sollte der aggressive geldpolitische Kurs dann nicht noch zusätzlich ausgeweitet werden, spricht zumindest die Bewertung für den Yen, die japanische Währung könnte sich also erholen. Kurzfristig gibt es sowieso Argumente für eine Gegenbewegung: Die japanische Währung ist technisch stark überverkauft, es gibt hohe spekulative Positionen gegen den Yen, was als Kontraindikator zu werten ist. Auch scheint der politische Druck hinsichtlich einer Abwertung zunächst nachzulassen. Daher dürfte der Dollar-Yen-Kurs im Jahresverlauf wieder deutlich unter die Marke von 100 fallen, ein Euro könnte sich unter 125 Yen verbilligen. Jenseits von taktischen Chancen bleibt der Yen aber für Anleger eine sehr riskante Währung.

Helaba Währungsprognosen

	Veränderung seit		aktueller Stand*	Prognose Ende			
	31.12.12	26.04.13		Q2/2013	Q3/2013	Q4/2013	Q1/2014
gg. Euro (jew eils gg. Euro, %)							
US-Dollar	2,0	0,8	1,29	1,30	1,30	1,25	1,25
Japanischer Yen	-12,3	-2,2	131	130	123	122	122
Britisches Pfund	-5,2	-1,7	0,86	0,86	0,85	0,85	0,85
Schweizer Franken	-3,0	-1,4	1,25	1,25	1,30	1,25	1,25
Kanadischer Dollar	-2,1	-0,9	1,34	1,30	1,31	1,29	1,29
Australischer Dollar	-5,4	-5,5	1,34	1,30	1,33	1,32	1,32
Neuseeland-Dollar	-0,5	-4,0	1,60	1,57	1,59	1,56	1,56
Schwedische Krone	-0,1	-0,3	8,59	8,45	8,40	8,30	8,30
Norwegische Krone	-2,9	0,8	7,56	7,40	7,30	7,20	7,20
gg. US-Dollar (jew eils gg. USD, %)							
Japanischer Yen	-14,1	-2,9	101	100	95	98	98
Schweizer Franken	-5,0	-2,1	0,96	0,96	1,00	1,00	1,00
Kanadischer Dollar	-4,1	-1,7	1,03	1,00	1,01	1,03	1,03
Schwedische Krone	-2,1	-1,1	6,64	6,50	6,46	6,64	6,64
Norwegische Krone	-4,8	0,1	5,85	5,69	5,62	5,76	5,76
US-Dollar gg. ... (jew eils gg. USD, %)							
Britisches Pfund	-7,1	-2,4	1,51	1,51	1,53	1,47	1,47
Australischer Dollar	-7,3	-6,2	0,96	1,00	0,98	0,95	0,95
Neuseeland-Dollar	-2,4	-4,7	0,81	0,83	0,82	0,80	0,80

*27.05.2013

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research ■