

FINANZWOCHEN

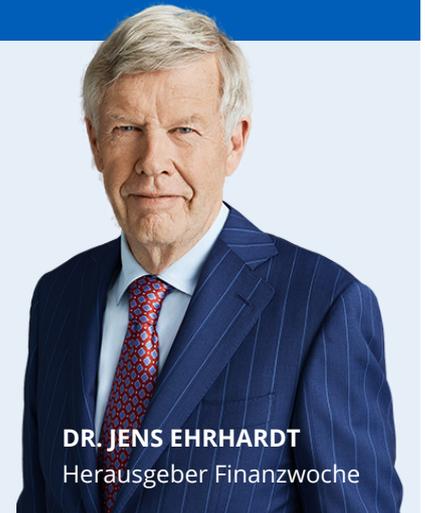
50
Jahre

INTERNATIONALE KONJUNKTUR- UND MARKTANALYSE SEIT 1974

KOMPAKT

ALLGEMEINER MARKTKOMMENTAR

- **August: Eigentlich Börsen-Ferienzeit (wenig Ausschläge).** Diesmal löste eine Mini-Zinserhöhung um 0,15% in Japan ein internationales Finanzbeben aus. Zuletzt aber Erholung: Beste US-Börse seit 10/22.
- **Weitere Börsenentwicklung hängt von Yen-Carry-Trade ab.** Sollte es der japanischen Notenbank gelingen, die Märkte währungs- und zinsmäßig zu stabilisieren (kein weiterer Yen-Anstieg), kein Baisse-Faktor mehr.
- **Markttechnisch hat die Korrektur Anfang August (S&P 500 -9%, DAX -7%, Nikkei -28%) zu einer Marktberichtigung geführt.**
- **Die Frage ist, was nach der US-Zinssenkung am 18.09. passiert (schwacher Dollar, starker Yen und wieder Carry-Trade-Probleme?).** Nur bei besserer Konjunkturontwicklung (und besseren Unternehmensgewinnen) wäre weiterer Börsenaufschwung zu erwarten.
- **Anleihen sollten Aufwärtstrend fortsetzen.** US-Inflation CPI annualisiert (drei Monate) nur 0,4%. Gold in Euro vorerst ausgereizt.



DR. JENS EHRHARDT

Herausgeber Finanzwoche

Der entscheidende Faktor für die jüngste globale Aktienmarktentwicklung ist das japanische "Carry-Trade-Phänomen". Wie sooft bei Börseneinbrüchen geht es um Börsenkredite. Da sich im Zuge der Zinserhöhungen der letzten Jahre die Zinsspanne bei der Aufnahme von (fast Null-) Zinskrediten in japanischen Yen und Haben-Zinsen in US-Dollar (fünf Prozent) oder Euro immer mehr aufgetan hatte, wurden entsprechend auch immer mehr Börsenkredite in japanischen Yen aufgenommen. Zunächst bei Negativzinsen und dann bei zuletzt 0,25% für kurzfristige Geldmarktzinsen konnte man sich äußerst günstig im japanischen Yen verschulden und dafür je nach Spekulationsausrichtung entweder hochverzinsliche Dollar-Anleihen von Staatstiteln bzw. Junk Bonds oder auch z.B. die Magnificent 7-US-Wachstumstitel kaufen. Das schöne war dabei, dass man nicht nur einen in der Börsengeschichte rekordhohen Zinsunterschied ausnutzen konnte, sondern auch die Tatsache, dass der japanische Yen gegenüber Dollar bis vor einem Monat ständig gefallen war. Das führte dazu, dass man bei der Rückzahlung des Kredites weniger für seine Schuldenrückzahlung aufwenden musste (in Dollar oder Euro), was zu einem weiteren Gewinn führte.

Das Ganze erinnert an die Gold-Carry-Trades im Jahr 1999 in den USA, als die amerikanischen Banken immer mehr Gold von der amerikanischen Zentralbank ausliehen (Zins 2,0%) und dieses Währungsgold dann

am freien Markt verkauften, um mit dem Gegenwert hochverzinsliche Anleihen oder spekulativ stark steigende Aktien zu kaufen (ähnlich wie zuletzt hochverzinsliche US-Anleihen oder schnell steigende Aktien). Das Problem ist dabei, dass mit wachsenden Gewinnen der Einsatz immer weiter erhöht wird. In diesem Jahr wurden immer mehr Yen-Kredite aufgenommen, um besser verzinsliche Anleihen oder schnell steigende Wachstumsaktien zu kaufen bzw. 1999 immer mehr Gold billig von der Zentralbank auszuleihen und zu verkaufen, um mit dem Gegenwert Anleihen und Aktien zu kaufen. Bei jedem Goldrückgang ergab sich damals (ähnlich wie zuletzt bei jedem Yen-Rückgang ein zusätzlicher Währungsgewinn) ein Gewinn bei billigem Goldrückkauf im Zuge der Rückgabe des Goldes an die US-Notenbank. Der Goldpreis wurde so durch die Verkäufe des geliehenen Goldes auf ein 20-Jahrestief gedrückt und dann durch die Short-Eindeckungen steil nach oben getrieben. Es liegt auf der Hand, dass solche Spekulationen mit immer größerem Volumen immer gefährlicher werden.

Zuletzt war sich niemand klar, wie hoch eigentlich die Summe aller Yen-Kredite war bzw. wie groß die Baisse-Positionen am Terminmarkt für den japanischen Yen waren (wo man ebenfalls lange durch Leerverkäufe Gewinne einstreichen konnte). Wenn dann aber wie zuletzt oder auch 1999/2000 die Gegenbewegung einsetzt und hektisch versucht wird, die Kredite zurück-

zuzahlen (bzw. das leerverkaufte Gold am Markt wieder zurückzukaufen), kommt es zu Finanzturbulenzen. Hierbei können die kleinsten Anlässe der Auslöser sein. Man erinnere sich: Die japanische Notenbank hatte ihre Zinsen gerade einmal um 0,15% am Geldmarkt erhöht und als Folge brach der gigantische Carry-Trade-Markt in sich zusammen.

Yen-Shorts (blau) und Dollar in Yen (schwarz).

Figure 1. Speculative short yen positions have been purged



Source: CFTC, Bloomberg, Macrobond, ANZ Research

Bei der Größe des Yen-Carry-Trades gab es zuletzt Mutmaßungen, die bis 20 Bio. \$ Gegenwert (!!)

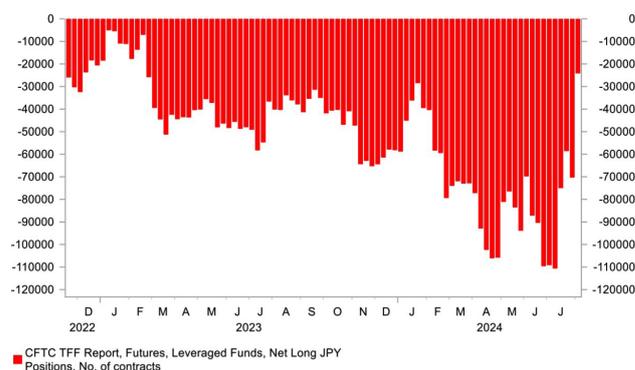
laut Publikationen der Deutschen Bank und J.P. Morgan betragen sollten. Wären die Beträge auch nur annähernd so groß, kann man mit Sicherheit davon ausgehen, dass das Carry-Trade-Problem noch nicht bereinigt ist. Tatsächlich aber gaben die großen amerikanischen Banken (die es eigentlich wissen müssen) zuletzt bekannt, dass 50 bis 75% des Carry Trades durch Yen-Rückkäufe (deshalb stieg der Yen um über zehn Prozent) abgewickelt wären. Man kann zwar an einigen Indikatoren die Größe der Carry Trades ablesen, wie z.B. die Höhe der spekulativen Short-Positionen im japanischen Yen (siehe Graphik oben), die sich in der Spitze mehr als gefünffelt haben. Oder man kann auch die Yen-Positionierung der Leveraged Fonds (also Fonds mit hohen Kreditpositionen) als Indikator heranziehen. Hier sank die Anzahl der Yen-Kontrakte von ca. 110.000 auf 24.000 (siehe Graphik rechts). Aber welche Yen-Positionen die Gesamtheit der Kapitalanlageinstitutionen oder auch der japanischen und der globalen Kapitalanleger an Yen-Krediten aufgenommen haben, lässt sich nicht genau feststellen.

Selbst wenn die Hälfte der spekulativen Yen-Kreditpositionen aufgelöst sein sollte, könnte es zu einer

neuen Finanzmarkterschütterung kommen, wenn die restlichen Yen-Beträge zurückgekauft würden bzw. die mit diesen Krediten erworbenen Wertpapiere verkauft würden. Aus Angst vor solchen globalen Finanzbeben hat die japanische Zentralbank dann auch zuletzt sofort betont, dass sie die vorangegangenen Aussagen, dass man den Zins weiter von 0,25 auf 0,5% und in Richtung Normalisierung (von einem Prozent) im Zeitablauf anheben wolle, sofort wieder zurückgenommen bzw. betont, dass man auf keinen Fall für neue Unruhe an den Finanzmärkten (also bei Währungen und Aktien, aber auch Anleihen) Anlass geben wolle, sondern sogar bereitstünde, mit größeren Yen-Anleihekäufen die Märkte zu beruhigen bzw. die Liquidität für Japan und damit auch international zu erhöhen. Das ist erstaunlich, da die Zentralbank vor kurzem nicht nur Zinserhöhungen in Aussicht gestellt hatte, sondern auch in den nächsten zwei Jahren eine Halbierung der Anleihekäufe von monatlich ca. 40 Mrd. \$ auf ca. 20 Mrd. \$ Gegenwert angekündigt hatte. Wenn man nun also für den Notfall verstärktes Quantitative Easing in Aussicht gestellt hat, macht dies sehr deutlich, wie sehr die japanische Notenbank bemüht ist, die Situation zu entschärfen und keinen neuen Anlass für Finanzunruhen zu geben. Damit kann man aus dieser Sicht davon ausgehen, dass vorerst wieder grünes Licht an den Aktienmärkten, aber auch an den Anleihemärkten herrschen dürfte.

Deutliche Rückführung der spekulativen Yen-Short-Positionen.

SIGNIFICANT UNWIND OF SPECULATIVE SHORT JPY POSITIONS



Source: Bloomberg, Macrobond & MUFG GMR

Die FINANZWOCHE Kompakt gibt einen Einblick in die ersten Seiten der FINANZWOCHE. Weitere Informationen finden Sie unter www.finanzwocche.de.

IMPRESSUM

Die FINANZWOCHEN erscheint bei der FINANZWOCHEN Verlags-Gesellschaft für Anlageinformation mbH. Anschrift: Pullacher Straße 24, D-82049 Pullach, Tel. 089/5203770, Internet: www.finanzwoche.de, E-Mail: info@finanzwoche.de. Geschäftsführer: Dr. Jens Ehrhardt. Handelsregistergericht: HRB 54227. Ust-ID: 129346832

Erscheinungsweise: 14-tägig (unter Vorbehalt des Verlags). Der Verlag unterwirft sich den journalistischen Verhaltensgrundsätzen und Empfehlungen des Deutschen Presserates zur Wirtschafts- und Finanzmarktberichterstattung. Urheberrecht: Kein Teil der FINANZWOCHEN darf (auch nicht auszugsweise) ohne unsere ausdrückliche vorherige schriftliche Zustimmung reproduziert werden. Jede im Bereich eines gewerblichen Unternehmens hergestellte oder genutzte Kopie verpflichtet zur Gebührenzahlung an den Verlag. Erfüllungsort und Gerichtsstand: München. Allgemeiner Hinweis: Wir machen Sie vorsorglich darauf aufmerksam, dass die in der Finanzwoche enthaltenen Finanzanalysen eine individuelle Anlageberatung durch Ihren Anlageberater oder Vermögensberater nicht ersetzen können. Den Artikeln, Empfehlungen, Charts und Tabellen liegen Informationen zugrunde, die die Redaktion für zuverlässig hält. Eine Garantie für die Richtigkeit kann die Redaktion jedoch nicht übernehmen. Jeder Haftungsanspruch, insbesondere für Vermögensschäden, die aus Heranziehung der Ausführungen in der Finanzwoche resultieren, wird daher abgelehnt. Risiko-Hinweis: Jedes Finanzinstrument ist mit Risiken behaftet. Im schlimmsten Fall droht ein Totalverlust. Alle Angaben stammen aus Quellen, die die Redaktion für vertrauenswürdig hält ohne eine Garantie für die Richtigkeit übernehmen zu können. Die redaktionellen Inhalte stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf eines Finanzinstruments dar, sondern geben lediglich die Meinung der Redaktion wieder.