



Japanischer Yen

Autor:

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

Redaktion:

Claudia Windt

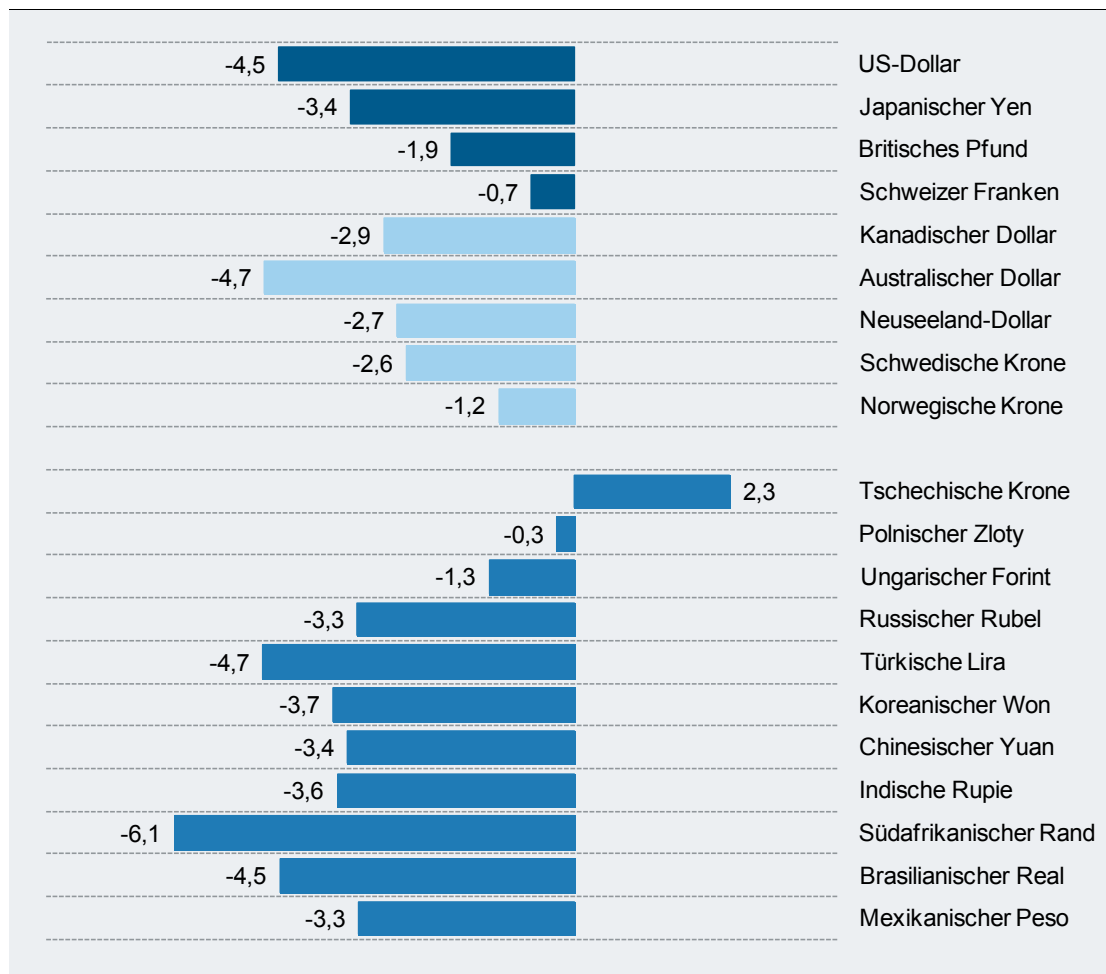
Herausgeber:

Dr. Gertrud R. Traud
 Chefvolkswirt/Leitung Research
 Landesbank Hessen-Thüringen
 MAIN TOWER
 Neue Mainzer Str. 52-58
 60311 Frankfurt a. Main
 Telefon: 0 69/91 32-20 24
 Telefax: 0 69/91 32-22 44

- Der Euro erholte sich in den letzten Wochen auf breiter Front. Unter den Hauptwährungen verliert vor allem der US-Dollar, aber auch der Yen gerät ins Hintertreffen.
- Nach einer mehrjährigen Aufwertung tritt die japanische Währung 2012 eher auf der Stelle. Zwar weist die japanische Wirtschaft durchaus Vorzüge auf. Im Zeitablauf lassen diese aber nach und insbesondere die Verschuldungssituation birgt erhebliche Risiken. In der kürzeren Frist droht dagegen nur eine leichte Abwertung.
- Helaba-Währungsprognosen

Euro-Performance im Monatsvergleich

% gg. Euro im Vergleich zum Vormonat (vom 14.08. bis zum 12.09.2012)



■ 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: Dunkle Wolken in der fernen Zukunft

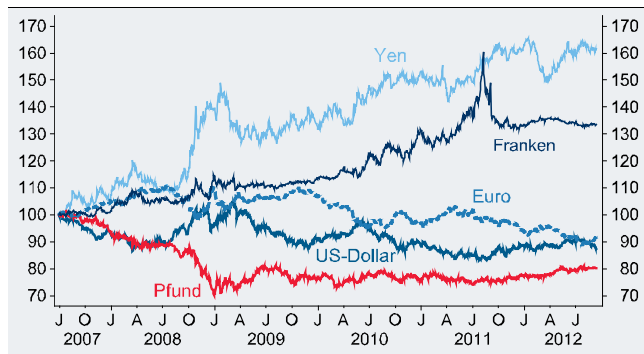
Anleger aus der Eurozone suchen seit geraumer Zeit nach Alternativwährungen. Der Japanische Yen steht dabei weniger im Blickpunkt, obwohl er sich seit Beginn der Finanzkrise Mitte 2007 als die mit Abstand stärkste Währung in der Welt erwies. Allerdings sind die andauernden Probleme Japans und damit eigentlich auch des Yen bekannt, so dass die mehrjährige Aufwertung eher mit Skepsis zu betrachten ist. 2012 bewegte sich der Yen für Euro-Anleger per saldo kaum. Nach anfänglichen Kursverlusten legte die japanische Währung gegenüber dem Euro zu, büßte die Gewinne aber zuletzt wieder ein. Der Euro-Yen-Kurs notiert um 100, gegenüber dem US-Dollar gab der Yen leicht nach.

Fluchtwährung Yen

Der Yen wird am Devisenmarkt als sicherer Anlagehafen gehandelt. Wenn an den Finanzmärkten die Risikoaversion zunimmt, ist die japanische Währung gefragt. Dieser Zusammenhang gilt seit einigen Jahren und hatte auch 2012 Bestand, selbst wenn diese Beziehung zuletzt nicht mehr so ausgeprägt war. Die Yen-Stärke in Phasen höherer Unsicherheit erklärt sich mit Repatriierungen seitens japanischer Anleger, Auflösungen von in Yen finanzierten Carry Trades sowie sinkenden Zinsdifferenzen, d.h. der Renditenachteil japanischer Papiere verringert sich. In diesem Jahr reduzierte sich zwar wegen der Euro-Schuldenkrise und globaler Konjunktursorgen der Zinsvorteil von deutschen bzw. US-Staatsanleihen, per saldo verändert sich die Risikoneigung aber kaum, so stiegen die Aktienkurse z.T. recht deutlich. Die Entwicklung in Japan selbst spricht dagegen nur bedingt für den Yen.

Yen als großer Gewinner der Finanzkrise

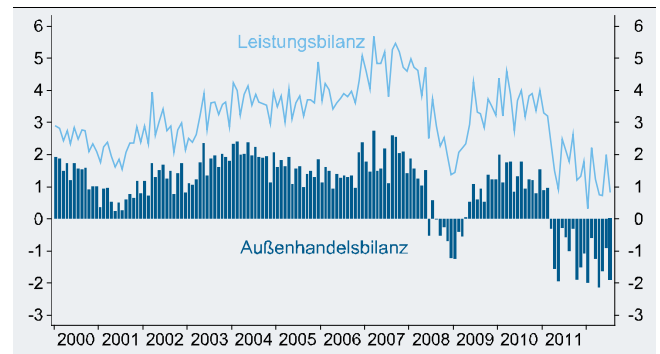
Handelsgewichtete Wechselkursindizes; 30.06.2007 = 100



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Nachlassende Überschüsse in der Leistungsbilanz

% am BIP



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Fehlbetrag im Außenhandel

Für Japan als Anlageraum sprechen die Preisstabilität und die positive Leistungsbilanz bzw. das hohe Auslandsvermögen. Seit 2011 verringerte sich jedoch der Leistungsbilanzüberschuss spürbar. Das langjährige Plus im Außenhandel schlug in einen Fehlbetrag um. Neben der massiven Yen-Aufwertung in den letzten Jahren, die die Wettbewerbsfähigkeit der japanischen Exportwirtschaft beeinträchtigt hat, zogen vor allem die erhöhten Importe von Energiegütern – nach dem zwischenzeitlichen Abschalten sämtlicher Atomkraftwerke – den Außenhandel ins Minus. Zudem schwächen sich die Exporte nach Europa und China ab. Aufgrund des hohen Auslandsvermögens und der damit verbundenen Erträge bleibt die japanische Leistungsbilanz aber in absehbarer Zukunft positiv, d.h. das Land ist nicht auf ausländisches Kapital angewiesen – im Gegensatz zu den europäischen Peripherieländern.

Auch jenseits des Exports kommt die japanische Wirtschaft kaum voran. Zwar wächst das Bruttoinlandsprodukt im Gesamtjahr 2012 mit rund 2,5 % vermutlich recht kräftig. Dies beruht aber zum Teil auf Wiederaufbaumaßnahmen nach der Dreifachkatastrophe vom März 2011 bzw. Nachholeffekten. Die starke Konjunkturdynamik von Anfang 2012 flaute bereits im zweiten Quartal mit einem Wachstum von 0,2 % zur Vorperiode ab. Die Stimmungsindikatoren lassen eine leichte

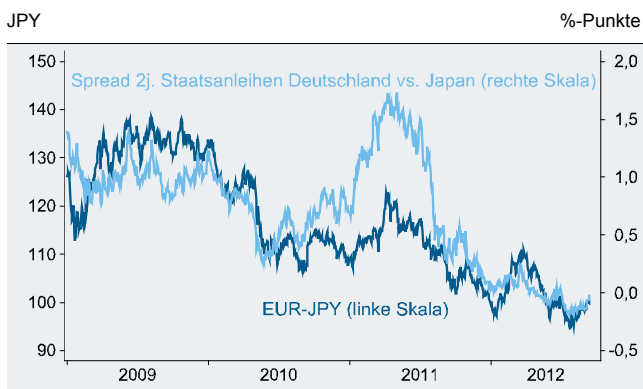
Eintrübung erwarten, so dass Japan wohl wieder in den Modus des sehr mäßigen Wachstums zurückfallen wird.

Die öffentlichen Finanzen Japans erinnern stark an die europäischen Krisenländer: 2011 lag das Haushaltsdefizit bei 9,5 % am BIP. Knapp die Hälfte seiner Ausgaben finanziert der japanische Staat bereits mit Anleihen. Die Staatsverschuldung mit über 200 % am BIP lässt sogar die Griechen erblassen. Da Japan immerhin Vermögen besitzt, betrug die Nettoverschuldung 2011 „nur“ 125 % am BIP. Als Hort der politischen Stabilität kann Japan kaum bezeichnet werden. In den letzten sechs Jahren gab es sieben Ministerpräsidenten, von denen keiner länger als 15 Monate amtierte. Auch die Regierungszeit vom jetzigen Premierminister Noda von der Demokratischen Partei neigt sich dem Ende zu, denn seine Chancen bei den sich abzeichnenden Neuwahlen stehen schlecht. Da sich Noda weigert, einen konkreten Termin für die Unterhauswahlen zu benennen, blockiert die LDP-Opposition derzeit im Oberhaus einen Gesetzesentwurf zur Ausstellung neuer Staatsanleihen. Sollte keine Einigung erfolgen, würde Japan noch in diesem Jahr zahlungsunfähig werden. Bei den zu erwartenden Parlamentswahlen dürfte zwar die LDP die stärkste Partei werden, könnte aber alleine wohl keine Regierung stellen.

Langfristige Skepsis gegenüber Yen berechtigt

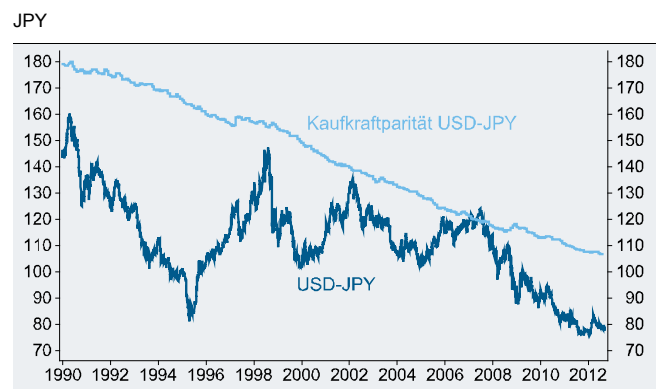
Angesichts der politischen Turbulenzen war es fast schon überraschend, dass das Parlament – mit Unterstützung der Opposition gegen das Neuwahlversprechen – eine Anhebung der Mehrwertsteuer von 5 auf 10 % in zwei Stufen (2014 und 2015) beschlossen hatte. Dies wäre ein wichtiger Schritt hinsichtlich der Haushaltskonsolidierung und könnte zu einer Halbierung des Primärdefizits (Saldo vor Zinsausgaben) 2015 im Vergleich zum Fiskaljahr 2010 beitragen. Allerdings ist nicht völlig auszuschließen, dass diese Entscheidung noch ausgehebelt wird. Japan hat das zusätzliche Problem, dass das Nettofinanzvermögen der privaten Haushalte kaum noch die Staatsverschuldung abdeckt. In einigen Jahren könnte der japanische Staat auf eine Finanzierung aus dem Ausland – der Großteil der Anleihen wird bislang im Inland gehalten – angewiesen sein, was Risiken birgt (siehe Euro-Schuldenkrise). Aufgrund der Staatsfinanzen ist trotz des noch vorhandenen Leistungsbilanzüberschusses und deutlicher Devisenreserven der Japanische Yen zumindest auf die längere Sicht nicht als sicherer Hafen geeignet, die Skepsis der Anleger daher also berechtigt. Am Devisenmarkt werden die Risiken Japans bis auf Weiteres ausgeblendet. Hier gelten wohl die Worte vom Ökonom John Maynard Keynes: „Langfristig sind wir alle tot“.

Bodenbildung bei Renditedifferenzen belastet Yen



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Überbewertung des Yen nicht in extremem Ausmaß



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Höhere Kapitalmarkrenditen als Belastung für den Yen

Für den Yen sprechen in erster Linie die Probleme anderer Währungen. So halfen dem Yen in den vergangenen Jahren die sehr expansiven geldpolitischen Maßnahmen in Europa und insbesondere in den USA. Während der Yen vor der Finanzkrise fast allein als Niedrigzinswährung gelitten hatte, profitierte er seitdem von der Angleichung der Renditedifferenzen. Zwar spricht derzeit wenig dafür, dass demnächst die Renditen deutscher oder US-Staatsanleihen wieder auf das Vorkrisenniveau 2007 ansteigen. Von einer weiteren Einengung des japanischen Renditenachteils ist

jedoch auch nicht mehr auszugehen. Sollte dank der politischen Maßnahmen die Krise in der Währungsunion weiter an Schärfe verlieren, dürfte dies den Yen über höhere Bund-Renditen belasten. Inflationsbereinigt hat der Yen mittlerweile zwar einen Renditevorteil gegenüber Euro und US-Dollar. Aber auch hier spricht der historische Zusammenhang eher für eine Bodenbildung der Yen-Wechselkurse. So dürfte der Euro-Yen-Kurs in den kommenden Monaten auf 105 oder sogar 110 ansteigen.

BoJ-Intervention beim
Dollar-Yen-Kurs möglich

Schließlich favorisiert die Politik in Japan klar einen schwächeren Yen, da sich insbesondere der Außenhandel verschlechtert hat und zudem die Binnennachfrage nicht vor Kraft strotzt. Der Yen ist auf Basis von Kaufkraftparitäten gegenüber Euro und US-Dollar sehr teuer, wenngleich die Fehlbewertung in den neunziger Jahren zum Teil noch ausgeprägter war. Neue geldpolitische Maßnahmen aus den USA könnten die Bank of Japan (BoJ) zusätzlich unter Handlungsdruck setzen. Deshalb wird die japanische Notenbank ihr vergleichsweise bescheidenes Wertpapierkaufprogramm vermutlich noch ausweiten, zumal die Deflation anhält. Der Dollar-Yen-Kurs nähert sich unter 78 den Schwellen der letzten Devisenmarktinterventionen. Daher sind neue Markteingriffe seitens der BoJ fast schon absehbar. Damit sollte die japanische Notenbank eine Yen-Aufwertung gegenüber dem Greenback letztlich verhindern, ein Dollar dürfte daher um 78 Yen pendeln.

Helaba Währungsprognosen

	Veränderung seit		aktueller Stand*	Prognose Ende			
	30.12.11	14.08.12		Q3/2012	Q4/2012	Q1/2013	Q2/2013
gg. Euro (jew eils gg. Euro, %)							
US-Dollar	0,5	-4,5	1,29	1,30	1,35	1,40	1,40
Japanischer Yen	-0,8	-3,4	100	101	105	110	112
Britisches Pfund	4,1	-1,9	0,80	0,81	0,84	0,87	0,87
Schweizer Franken	0,6	-0,7	1,21	1,20	1,20	1,25	1,25
Kanadischer Dollar	5,1	-2,9	1,26	1,29	1,30	1,33	1,33
Australischer Dollar	3,0	-4,7	1,23	1,27	1,29	1,32	1,32
Neuseeland-Dollar	6,0	-2,7	1,57	1,65	1,65	1,69	1,71
Schwedische Krone	5,3	-2,6	8,47	8,50	8,60	8,60	8,50
Norwegische Krone	4,6	-1,2	7,40	7,40	7,40	7,40	7,30
gg. US-Dollar (jew eils gg. USD, %)							
Japanischer Yen	-1,2	1,1	78	78	78	79	80
Schweizer Franken	0,1	4,0	0,94	0,92	0,89	0,89	0,89
Kanadischer Dollar	4,6	1,6	0,98	0,99	0,96	0,95	0,95
Schwedische Krone	4,9	2,0	6,57	6,54	6,37	6,14	6,07
Norwegische Krone	4,1	3,5	5,74	5,69	5,48	5,29	5,21
US-Dollar gg. ... (jew eils gg. USD, %)							
Britisches Pfund	3,6	2,7	1,61	1,60	1,61	1,61	1,61
Australischer Dollar	2,5	-0,2	1,05	1,02	1,05	1,06	1,06
Neuseeland-Dollar	5,6	1,9	0,82	0,79	0,82	0,83	0,82

*12.09.2012

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research ■