

## Japan

Vor drei Wochen hat die *BOJ*<sup>1</sup> zur Beruhigung der Märkte über 700 Mrd. \$ in nur wenigen Tagen in die Märkte gepumpt. Als man dennoch für einen *USD* weniger als 80 *JPY* aufwenden musste, intervenierten die G7-Staaten zusätzlich in einer konzertierten Aktion. Heute notiert *JPY/USD* bei 84.

Ein Erfolg?

Vordergründig – ja. Die japanische Exportindustrie ist weiterhin wettbewerbsfähig. Das ist das primäre Ziel der *BOJ*. Schaut man jedoch genauer hin, ändert sich das Bild. Ein schwacher Yen ist schließlich auch ein Hinweis auf einen massiven Kapitalabfluß. Und das ist das Letzte, was Japan gebrauchen kann.

In der letzten Woche waren es hauptsächlich institutionelle Marktteilnehmer, die den *JPY* verkauften (und damit effektiv Kapital aus dem Land abzogen) und dafür z. B. hochverzinsten Australardollar kauften.

Nun könnte die zweite Welle des Kapitalabzugs folgen. Diesmal in der realen Welt. Japan zittert vor Sekundäreffekten der Atomkatastrophe. Diese unterscheiden sich drastisch von denen nach 1986 in der Ukraine. Japan ist schließlich eine Hochtechnologienation.

Ein Beispiel illustriert die Gefahr. Japan produziert Stahl allerhöchster Güte, der in hochwertigen Anlagen eingebaut wird und nur schwer substituierbar ist. Es ist deshalb bekannt, in welchen Geräten und Anlagen dieser Stahl zu finden ist. Schaut man sich nun an, welchen Respekt, welche Angst viele Menschen vor radioaktiver Kontamination haben, dürften derartig vorbelastete Güter kaum Abnehmer finden, selbst wenn der Preis massiv gesenkt wird. „*Made in Japan*“ droht von einem Markenzeichen für Qualität zu einem Verkaufshemmnis zu mutieren. Hand aufs Herz: wer möchte schon einen Toyota fahren, der in der Nähe von Fukushima zusammengebaut wurde und möglicherweise verstrahlte Teile enthält. Aus europäischer oder us-amerikanischer Perspektive sind



Abbildung 1: Verlauf des Währungs-paares USD/JPY

<sup>1</sup> Bank of Japan; die japanische Notenbank

alle japanische Produktionsstätten "in der Nähe von Fukushima". Ähnliches gilt für Lebensmittel, beispielsweise Fisch (Sushi).

Die ungewisse Zukunft der Energieversorgung in Japan tut ihr übriges. Im Frühling könnte die Sparsamkeit der Firmen und Haushalte noch den Zusammenbruch des Stromnetzes verhindern. Spätestens im Sommer, wenn überall Klimaanlage laufen (müssen), werden Stromsperrungen zum Alltag gehören. Die Auswirkungen auf die Produktion dürften erheblich sein. Die Folge: In Segmenten, wo japanische Exportgüter noch Abnehmer finden, bewirken Produktionsausfälle eine Reduzierung des Handelsvolumens.

Beide Effekte sind wegen des globalen Wettbewerbs nicht nur kurzfristig wirksam. Sind die Handelsbeziehungen erst einmal gestört, haben Konkurrenten die Möglichkeit, sich zu profilieren. Der japanischen Exportindustrie steht ein nachhaltiger Abschwung bevor.

Gleichzeitig ist kaum vorstellbar, dass Japan den Wiederaufbau mit Eigenmitteln schafft. Basismaterialien, wie Zement und Stahl müssen importiert werden. Gleiches gilt für den Lebensmittelsektor. Auch dort werden die japanischen Verbraucher garantiert unverstrahlte Waren fordern, die importiert werden müssen.

All dies charakterisiert einen unvermeidbaren Kapitalabfluß aus der Realwirtschaft. Dieses Kapital steht nicht für Investitionen im Land selbst zur Verfügung. Damit dürften sich die Carry-Trade-Akteure in ihren Handlungen bestätigt fühlen; schließlich nehmen die Finanzmärkte häufig Entwicklungen der Realwirtschaft voraus.

Als Konsequenz ist der japanische Aktienmarkt strukturell geschwächt. Für uns liefert dieses Szenario das perfekte Umfeld für einen Spread.

### **MSCI Kanada – MSCI Japan**

Die Idee ist, die strukturelle Schwäche des japanischen Aktienmarkts möglichst risikoarm zu nutzen. Die jüngste Vergangenheit hat gezeigt, dass die *BOJ* auch aktiv am Aktienmarkt interveniert, wenn dieser zu stark einbricht. Eine derartige Intervention hat stets nur kurzfristige Marktreaktionen zur Folge. Bereits nach einigen Tagen sucht sich die Liquidität auf dem globalen Markt attraktivere Assets zum Verweilen: Der Aktienmarkt wird bestenfalls stabilisiert während die Währung weiter abwertet.

Deshalb ist es zielführend, sich einen strukturell gestützten Aktienmarkt herauszusuchen, der möglicherweise sogar zum Ziel des in den Markt geworfenen japanischen Kapitals wird.

Der kanadische Aktienmarkt ist ein geeigneter Kandidat. Kanada ist kaum verschuldet, hat eine stabile Währung, ist reich an Bodenschätzen und weist eine hohe soziale Stabilität auf. Gleichzeitig ist der Aktienmarkt wenig volatil, also nicht heißgelaufen.

Der Spread wird in *USD* ausgeführt. In diesem Fall profitieren wir zusätzlich von den gegensätzlichen Währungsentwicklungen zum *USD*: Der kanadische Dollar wertet tendenziell gegenüber dem *USD* auf. Der Yen hingegen ist als Verschuldungswährung für den Carrytrade strukturell geschwächt.

Warum wurde nicht der *MSCI Australia* als Basis für den Spread gewählt? Nun – die Aufwertung des *AUD* hat nicht nur positive Auswirkungen. Die australische Exportindustrie leidet bereits jetzt unter der hohen Bewertung der Landeswährung. Den Aktienmarkt in Sydney bewerte ich deshalb



**Abbildung 2:** Kursverlauf des MSCI Japan (unten), des MSCI Canada (mitte) und des Spreads MSCI Canada – 3 \* MSCI Japan (oben)

bestenfalls neutral – trotz des Rohstoffreichtums. Die Risiken für den Spread sind größer, als bei der Variante mit dem kanadischen Aktienmarkt als Counterpart.

Korea böte hingegen eine Alternative zu Kanada. Das Land ist in vielen Bereichen ein direkter Konkurrent Japans und hat gute Chancen, als großer Profiteur aus dem Desaster in Japan hervorzugehen. Das ist jedoch gleichzeitig das Knock-Out-Kriterium für den Spread. Wir würden mit beiden Armen den gleichen Effekt adressieren. Das erhöht die Volatilität und ist Gift für das Chance-Risiko-Profil.