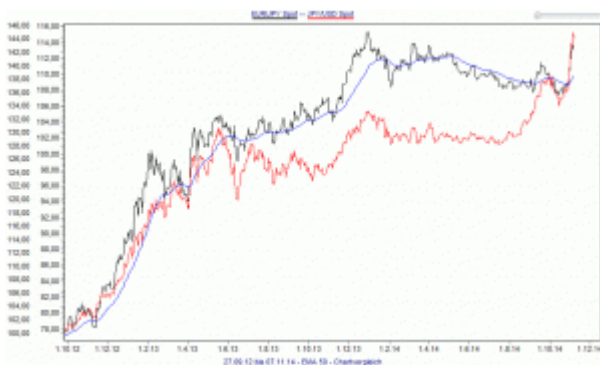


## Währungskrieg?

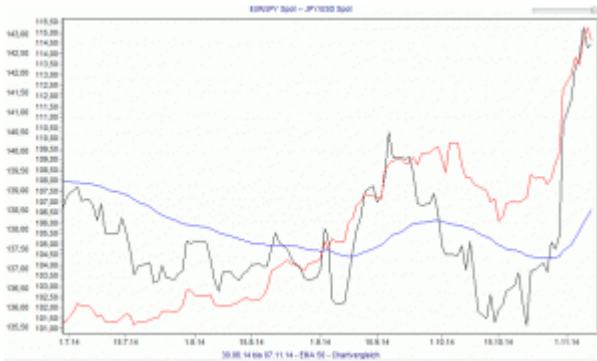
### Description

Die erneute geldpolitische Lockerung der japanischen Zentralbank vor einer Woche hat japanischen Aktien einen gewaltigen Schub verpasst und auch andere Aktien-Indices mitgezogen. Der Außenwert des Yen hat in diesem Zusammenhang nochmals deutlich an Wert verloren. Dabei setzte sich fort, was im Herbst 2012 begann, als die [Politik der Abenomics](#) in Japan absehbar war. Seit Anfang Oktober 2012 hat das Währungsverhältnis Euro/Yen um rund 43%, das von Dollar/Yen um gut 47% zugelegt. Beobachter fragen sich, wann Gegenmaßnahmen ergriffen werden und schauen insbesondere ins wirtschaftlich schwächelnde China, aber auch in die USA. Ist ein Währungskrieg los?

Der folgende Chart zeigt den Zusammenhang seit Oktober 2012. Bis Mitte 2013 gab es einen ausgeprägten Gleichlauf beider Währungsrelationen, fortan entwickelte sich Euro/Yen stärker, gleichbedeutend mit einem gegen Dollar erstarkenden Euro.



Die Gegenreaktion hierzu setzte zur Jahreswende 2013/2014 ein, aktuell laufen beide Währungspaare wieder deutlich synchron. Insbesondere seit Ende Juni hat Dollar/Yen (rot) kräftig Boden gut gemacht (rund 13%). Euro/Yen lief mit lediglich knapp 3% hinterher.



Ende Juni – das dürfte auch der Zeitpunkt sein, ab dem sich die großen Akteure auf den Finanzmärkten auf das Ende der QE-Maßnahmen der Fed einzustellen begannen. Seinerzeit stiegen die US-Zinsspreads deutlich an, hochrentierliche Unternehmensanleihen wurden verkauft, die Risikoneigung ging deutlich zurück. Seit der Jahresmitte erstarkte der Dollar-Index um 10,3%, seit seinem Tiefpunkt Mitte September 2012 hat er um 11% zugelegt. Er bezieht damit nahezu die gesamte Stärke der zurückliegenden 26 Monate aus den jüngsten vier Monaten.



Schließt man Einflüsse anderer Währungen aus, so ergibt sich, dass die Aufwertung von Dollar/Yen in den zurückliegenden vier Monaten nur zu knapp drei Prozent auf Yen-Schwäche zurückgeht. Das Währungspaar Euro/Dollar hat in der zweiten Jahreshälfte 2014 um 9% abgewertet. Hätte die Dollar-Stärke hier vollständig durchgeschlagen, würde das Währungspaar aktuell nicht bei 1,2453, sondern bei knapp 1,2300 stehen.

Die Währungsbewegungen im Dreieck Dollar, Euro und Yen sind im größeren Bild seit Herbst 2012 in der Tat vor allem von der Abwertung der japanischen Währung getrieben worden. Seit der zweiten Jahreshälfte spielt jedoch die Dollar-Stärke die entscheidende Rolle.

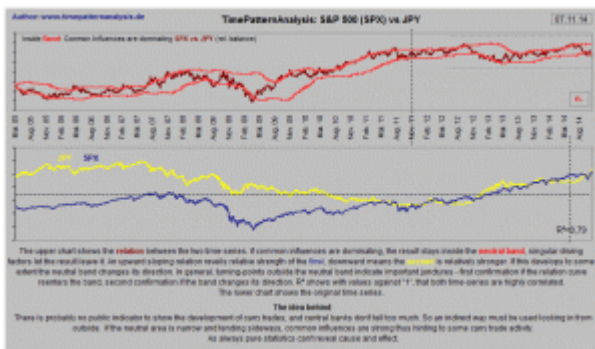
Von der Währungsseite lag seit 2003 oft dann ein expansives Umfeld für Assets vor, wenn Euro/Yen und Dollar/Yen zusammen stiegen. In diesem Zeitraum fand eine nachhaltige Kontraktion der Finanz-Märkte so lange nicht statt, so lange Dollar und Euro gegen Yen fest blieben, Schwächezeichen hier waren immer auch Frühwarn-Zeichen.

Dies dürfte fundamental zum großen Teil mit der Rolle der japanischen Währung als Finanzierungswährung zu erklären sein: Finanzakteure nehmen Kredite in Yen auf, der Transfer etwa in Dollar oder Euro stärkt diese. Umgekehrt werden in Zeiten zunehmender Unsicherheit im Finanzsystem solche Fremdwährungskredite frühzeitig aufgelöst, was die Finanzierungswährung Yen stärkt.

Die Stärke von Euro und Dollar gegen Yen sind damit wesentlicher Bestandteil eines „Risk on“-Szenarios. Von dieser Regel gab es allerdings zwischen Mitte 2009 und Mitte 2012 größere Ausnahme-Phasen. In diese (insgesamt extreme) Zeit fiel der erste Ausbruch der Eurokrise und später dann die Zuspitzung der Schulden-Thematik in den USA. Als Draghi schließlich Mitte 2012 die magischen Worte sprach, die EZB

werde alles tun, um den Euro zu retten, war wieder alles „im Lot“.

Der Zusammenhang zwischen dem S&P 500 und Dollar/Yen lässt sich an folgendem Bild zeigen. Die originalen Zeitreihen sind in der Mitte abgebildet, oben werden beide Zeitreihen in Beziehung zueinander gesetzt. Das rote Band verbreitert sich mit zunehmend unterschiedlicher Entwicklung beider Zeitreihen, bricht die rot-braune Kurve aus dem Band aus, weist das auf Richtungsdivergenz bei den Zeitreihen hin. Aufwärtsphasen des Bandes zeigen die relative Stärke des Aktienindex. In der bewussten Zeit zwischen Mitte 2009 und Mitte 2012 war dessen Dynamik so stark, dass er absolute und relative Schwäche von Dollar/Yen überkompensieren konnte.



Aktuell zeigt sich Dollar/Yen relativ stark, die Orientierung des Bandes ist leicht abwärts gerichtet, weil sich der Aktienindex unterproportional hierzu entwickelt. Das sich seit Jahresmitte verbreiternde Band zeigt genau dies an. Der Schluss liegt nahe, dass S&P 500 und Dollar/Yen von unterschiedlichen Faktoren (oder von denselben Faktoren in unterschiedlichem Ausmaß) getrieben werden.

Seit Jahresmitte ist bei Währungen die [Stärke des Dollar das dominierende Thema](#). Beim aktuellen Stand von 87,57 dürfte das nächste Ziel des Dollar-Index 89 sein, so hoch wie zuletzt im Juni 2010 oder Anfang März 2009. Das sind beides markante Zeitpunkte, im März 2009 lief der Fall der Aktienkurse aus, im Juni 2010 schien die akute Phase der ersten Griechenland-Krise zu Ende zu gehen. Euro/Dollar hat seit Jahresmitte um 9% abgewertet. Geht man davon aus, dass die Dollar-Stärke auch weiterhin die Schwäche dieses Währungspaares bestimmt, dürfte bald der Bereich um 1,2100 herum erreicht werden, als Draghi versprach „we save the Euro“.



Unterstellt man, dass die Entwicklung im Dollar-Index mit gleicher Dynamik weitergeht, dann ist das Ziel 89 Ende November erreicht. Beim Dollar/Yen liegt der Pegel von 120 nahe, der aktuelle Stand von 114,62 ist 4,6% darunter. Bei Euro/Yen steht das Hoch von der Jahreswende bei 145 an, der aktuelle Stand von 142,73 ist 1,6% darunter. Auch von daher ist ein Fall des Währungspaares Euro/Dollar um 3% auf 1,2100 plausibel, das sich auch als Quotient von Euro/Yen und Dollar/Yen schreiben lässt.

Sind diese Pegel erreicht, dürfte es spannend werden, zumal Anfang Dezember wieder „Santa Claus in town“ ist. Stehen die genannten Kursziele für Dollar/Yen und Euro/Yen, hält die Outperformance des erstgenannten Währungspaares an. Die Funktion des Yen als Finanzierungswährung unterstellt,



signalisiert das Zufluss von Finanzmitteln bevorzugt in den Dollar-Raum. Davon dürften auch US-Finanz-Assets (wie z.B. Aktien) weiter profitieren. Halten die genannten Pegel und mutieren zu Widerständen, dürfte die Schwächephase bei Euro/Dollar (zunächst) zu Ende gehen. Zuflüsse liquider Mittel in die Eurozone dürften dann die Preise von hiesigen Assets stützen. Gut möglich, dass so die deutliche Underperformance von europäischen gegenüber amerikanischen Werten nachlässt. Somit denkbar, dass Santa Claus nur kurz an Wallstreet zu Besuch ist und lieber nach Europa fliegt.

Vielleicht kommt alles auch ganz anders, aber so sehe ich die Signale, die die Währungsseite derzeit aussendet. Zur Rolle des Yen als Finanzierungsinstrument bleibt noch nachzutragen, dass japanische (Pensions-)Fonds zunehmend im Ausland, v.a. in den USA, investieren. Das hat auf die Asset-Preise einen ähnlichen Einfluss wie eine Yen-Fremdfinanzierung.

Währungskrieg? Als Währungskrieg würde ich das, was seit mehr als zwei Jahren abläuft, nicht bezeichnen. Gegenwärtig profitieren fast alle Beteiligten, insbesondere die Eurozone, der in Zeiten aufziehender Rezessionsgefahren die Abwertung ihrer Währung mehr als recht sein kann. Die USA freuen sich an der Aufwertung ihrer Finanz-Assets. Viele US-Multis produzieren längst außerhalb der USA, was sie von der Dollar-Stärke tendenziell entkoppelt. Der feste Dollar, u.a. verantwortlich für die sinkenden Rohstoffpreise, lässt ihre Kosten sinken und in Schwachwährungsländern weniger steigen. Die Quartalssaison für das dritte Quartal hat gezeigt, dass die Gewinne der US-Unternehmen von der Dollar-Stärke weitgehend unbeeindruckt blieben. Die japanische Exportindustrie profitiert natürlich von der Yen-Schwäche, wenn auch nicht proportional, weil auch sie längst in Abnehmerländern produziert. China dürfte noch am stärksten mit negativen Konsequenzen von Yen- und Euro-Schwäche konfrontiert sein.