

EIN RATIONALER CRASH

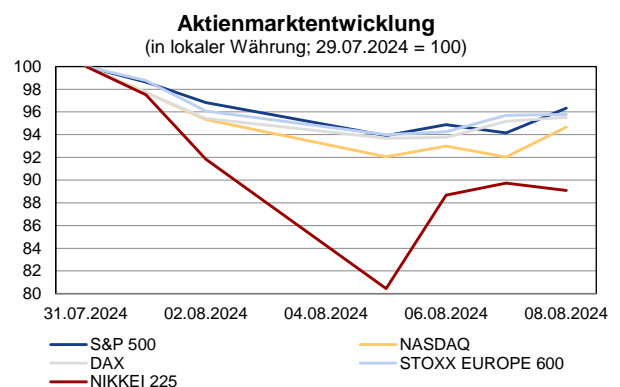
Der Crash am japanischen Aktienmarkt wirft die Frage nach den Ursachen auf. Einfache Erklärungen greifen zu kurz. Weder die Angst vor einem Krieg im Nahen Osten noch die schlechten Arbeitsmarktdaten in den USA können das Geschehen erklären. Die eigentliche Ursache ist der Yen-Carry Trade, bei dem sich ausländische Investoren in japanischer Währung verschulden, den Yen gegen eine andere Währung tauschen und das Geld mit einer höheren Verzinsung anlegen. Die Zinserhöhung der Bank of Japan in der vergangenen Woche und die sich abzeichnenden Zinssenkungen in den USA haben den Yen weiter aufwerten lassen und eine Spirale in Gang gesetzt, die Investoren dazu zwingt, ihre Carry Trades aufzulösen. Der Crash und die anschließende Erholung sind also keine irrationalen Exzesse, sondern das Ergebnis einer nüchternen Marktlogik.

Eigentlich geht es in den Sommermonaten auch an den Kapitalmärkten eher ruhig zu. Doch wie aus dem Nichts kam es nun zu einer wilden Achterbahnfahrt der Kurse. Am auffälligsten war der Einbruch der japanischen Aktienmärkte um bis zu 20 Prozent und die anschließende Erholung. **Sucht man nach Erklärungen für diese Marktturbulenzen, sollte man besser nicht die Fernsehnachrichten anschalten.** Dort wurde der Kurssturz in Japan mit den zunehmenden Sorgen vor einer Eskalation des Nahost-Konflikts erklärt. Auch die wachsende Angst vor einer Rezession in den USA wurde von manchen als Erklärung bemüht, allerdings meist ergänzt um den Hinweis, dass Experten diese Sorge für unbegründet halten.

Solche Erklärungsversuche sind Wasser auf die Mühlen derjenigen, die das Geschehen an den globalen Aktienmärkten als spekulative Zockerei abtun wollen. **Tatsächlich aber sind die jüngsten Kursbewegungen das Ergebnis einer rationalen Reaktion der Marktteilnehmer.** Allerdings muss man schon etwas tiefer gehen, wenn man die Crash-Logik verstehen will.

Dass Japan die heftigsten Kursausschläge verzeichnet, ist kein Zufall, sondern zeigt, wo die eigentlichen Auslöser der Turbulenzen zu suchen sind. Während alle großen Zentralbanken in den vergangenen Jahren als Reaktion auf die rasant steigenden Inflationsraten die Leitzinsen angehoben hatten, hielt die japanische Notenbank bis vor kurzem an ihrer Negativzinspolitik fest. Für Ausländer war es daher in den letzten Jahren äußerst attraktiv, Kredite in Yen aufzunehmen, da die Zinsen so niedrig waren. Das geliehene Geld wurde jedoch nur zu einem geringen Teil und oft nur währungsgesichert in Japan selbst angelegt. Ausländische Investoren verkauften daher die geliehenen Yen gegen US-Dollar oder Euro. Durch diesen Verkauf verlor der Yen in den letzten Jahren kontinuierlich an Wert. Für die ausländischen Yen-Schuldner entstand ein ideales Umfeld. Der

Schuldendienst war nicht nur wegen der niedrigen japanischen Zinsen sehr gering, sondern wurde durch die Abwertung des Yen im Laufe der Zeit auch noch billiger.



Der Yen-Trade weist die vier typischen Merkmale eines Carry Trades auf. Er basiert auf Fremdkapital („Leverage“). Er funktioniert vor allem dann, wenn die Marktschwankungen gering sind. Er sorgt für Liquidität, da viel Geld in Carry Trades fließt. Und er basiert in vielen Fällen auf der Ausnutzung eher kleinerer Renditeaufschläge, die stetig über einen längeren Zeitraum vereinnahmt werden („Picking up pennies in front of a steam roller“).

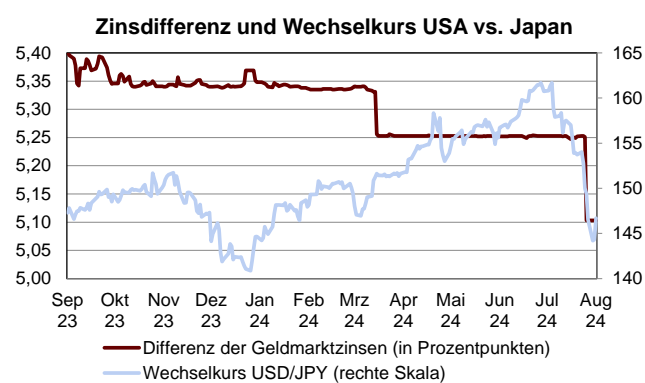
Die japanische Wirtschaft litt seit den 1990er Jahren unter Deflation, so dass die Toleranz gegenüber einem Anstieg der Inflation höher war als anderswo. Die anhaltende Abwertung des Yen wurde jedoch zunehmend zu einem Problem für die japanische Geldpolitik. Sie lockte zwar immer mehr Touristen ins Land, verteuerte aber auch die Importe und heizte so die Inflation weiter an. Im März erhöhte die Bank of Japan erstmals die Leitzinsen und am 31. Juli ein zweites Mal. Nur zwei Tage später enttäuschte der US-Arbeitsmarktbericht. Der Anstieg der Arbeitslosenquote löste nach der so genannten „Sahm-Regel“ ein Rezessionssignal aus. Dies nährte die Erwartung, dass die US-Notenbank ab September mit Leitzinssenkungen beginnen würde.

Steigende Leitzinsen in Japan und bald sinkende Leitzinsen in den USA machen den Yen-Carry Trade für internationale Anleger weniger attraktiv. Hinzu kommt, dass der Yen bereits seit Anfang Juli aufwertet. **Beide Entwicklungen führten zu einem Teufelskreis.** Carry Trades wurden aufgelöst, was die Aufwertung des Yen noch beschleunigte und weitere Notverkäufe auslöste. Da Carry Trades fremdfinanziert sind, können die Gläubiger bei steigender Volatilität vom Schuldner neue Sicherheiten verlangen ("Margin Call"). Notverkäufe zur Erfüllung der Margin Calls verstärken den Kurseinbruch.

Nur wer diese Zusammenhänge versteht, kann nachvollziehen, warum eine relativ geringe Leitzinserhöhung in Japan und ein etwas schwächerer Arbeitsmarktbericht in den USA den größten Kurssturz des Nikkei seit 1987 ausgelöst haben. Geopolitische Sorgen, Rezessionsängste und schlechte Unternehmenszahlen trüben zwar die Marktstimmung, führen jedoch nur dann zu heftigen Kursbewegungen, wenn Leverage und Margin Calls als Brandbeschleuniger wirken.

Das Volumen der Yen-Carry Trades ist nicht bekannt, dürfte aber enorm sein. Der Devisenhandel ist der mit Abstand größte Kapitalmarkt der Welt. Er findet weitgehend außerbörslich und ohne eingeschränkte Handelszeiten statt. Nach Schätzungen von JPMorgan sind erst 50 bis 60 Prozent der spekulativen Yen-Geschäfte glattgestellt. Allerdings spricht einiges dafür, dass die aktuellen Marktverwerfungen keinen Flächenbrand auslösen werden. Weitere Zinserhöhungen der Bank of Japan sind unwahrscheinlich geworden, so dass der

Zinsvorteil der meisten Fremdwährungen anhalten wird. Der Yen-Carry Trade funktioniert immer noch, ist nun allerdings weniger profitabel. Die Rezessionsorgen für die USA wirken übertrieben. Claudia Sahm selbst hat Zweifel geäußert, ob die von ihr entwickelte Regel im aktuellen Umfeld ein guter Rezessionsindikator ist. Zudem werden die derzeit sinkenden Ölpreise den Inflationsdruck weiter verringern und den großen Notenbanken Spielraum für Leitzinssenkungen eröffnen.



Am gefährlichsten für die Aktienmärkte erscheint derzeit eine Fortsetzung der Korrektur bei den Technologie- und KI-Werten in den USA. Nach der beeindruckenden Rallye der letzten zwanzig Monate sind die Bewertungen ähnlich stark gestiegen wie das Gewicht in den Indizes. Die laufende Berichtssaison zeigt, dass viele dieser Unternehmen die extrem positiven Markterwartungen kaum noch erfüllen können. Vermutlich wird der Markt daher nicht zur Ruhe kommen, bevor nicht NVIDIA seine Quartalszahlen am 28. August berichtet hat.

Ansprechpartner: Investment Office Marcard, Stein & Co, Dr. Christoph Kind (ckind@marcard.de), +49 40 32099-319, Christian Bußmann (cbussmann@marcard.de), Yannick Düring (yduering@marcard.de), Ralph Groß (rgross@marcard.de), Maximilian Völpel (mvoelpel@marcard.de)

Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG – DIE FAMILY OFFICE BANK, Ballindamm 36, 20095 Hamburg, Tel. +49 40 32099-0, Fax +49 40 32099-200, www.marcard.de

© Copyright 2024

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtes ist ohne unsere Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Haftungsausschluss

Dem Inhalt dieses Werks liegen vertrauenswürdige Informationen aus öffentlich zugänglichen Quellen zugrunde. Für die Richtigkeit können wir jedoch keine Gewähr übernehmen. Die hierin enthaltenen Aussagen können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Werk stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren dar und ersetzt keine aktuelle anleger- und produktbezogene Beratung über den Erwerb von Wertpapieren. Voraussetzung für eine kunden- und produktgerechte Beratung ist, dass Sie uns auf unsere Fragen bezogen auf Ihre Anlageziele und finanziellen Verhältnisse aktuelle, richtige und vollständige Angaben machen. Nur so sind wir in der Lage, Ihnen Empfehlungen entsprechend Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten zu geben. Im Rahmen der Geeignetheitsprüfung gleichen wir unsere Empfehlungen mit Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten ab. Insbesondere die Risikobereitschaft, Verlusttragfähigkeit und der bevorzugte Anlagehorizont bilden essentielle Bausteine für eine erfolgreiche und individuell zugeschnittene Anlageberatung.

Die Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Durch etwaige andere Gesetze, Gesetzesänderungen, Veränderung der Rechtsprechung oder Erlasse kann sich die steuerliche Beurteilung – ggfs. auch rückwirkend – verändern und können die beschriebenen steuerlichen Folgen nachteilig beeinflusst werden. Die in diesem Werk enthaltenen Meinungsäußerungen geben unsere aktuelle Einschätzung wieder. Die in dieser Einschätzung zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die steuerlichen Ausführungen erheben nicht den Anspruch, sämtliche steuerliche Aspekte zu behandeln, die aufgrund der persönlichen Umstände des einzelnen Anlegers von Bedeutung sein können. Interessierten Anlegern wird daher empfohlen, sich von einem Angehörigen der steuerberatenden Berufe über die steuerlichen Folgen des Erwerbs, des Haltens und der Veräußerung von Wertpapieren beraten zu lassen. Für die Richtigkeit der hier genannten Informationen übernehmen wir keine Gewähr.