

Riskante Währungsspekulation mit Carry Trades

Am internationalen Devisenmarkt wird täglich ein Volumen von über 1.9 Billionen Dollar gehandelt. Der Handel findet rund um die Uhr statt. Insbesondere die Spekulation mittels Carry Trades nimmt dabei immense Ausmasse an. Es locken hohe Gewinne, welche jedoch auch entsprechende Risiken bergen.

TEXT: MARTIN SIGNER

Der Grundgedanke von Carry Trades

Die Überlegung ist einfach: Man nehme einen besonders zinsgünstigen Kredit auf und lege die Mittel zu möglichst hohen Zinsen an. Voraussetzung dafür sind grosse Unterschiede bei den Zinsniveaus unterschiedlicher Währungen. Die klassischen Beispiele für Tiefzinswährungen und damit der Kreditaufnahme sind Japan mit einem 3-Monats Geldmarktsatz von 0,67 Prozent und die Schweiz mit dem entsprechenden Zins von 2,42 Prozent. Investiert wird das aufgenommene Kapital in hochverzinsliche Währungen. Die klassischen Beispiele dazu sind der US-Dollar mit 5,36 Prozent, oder der Euro mit 4,08 Prozent. Andere beliebte Investitionswährungen, welche gar noch eine höhere Zinsdifferenz haben, sind die isländische Krone, das Pfund, der australische und neuseeländische Dollar.

Anleger nutzen die Zinsdifferenzen zwischen den verschiedenen Währungen für gehebelte Investitionen, die sogenannten «Carry Trades». Mit geborgten Franken werden Anlagen in Pfund getätigt, mit geliehenen Yen werden Vehikel im Dollarraum erstanden. Bei relativ konstanten Wechselkursen verbleibt die Differenz zwischen der

hoch und der niedrig verzinsten Währung beim Anleger. Der Gewinn ist zwar absolut gemessen gering, doch je nach angesetztem Finanzhebel können daraus hohe Renditen bzw. Verluste erwirtschaftet werden.

Ökonomische Theorie der ungedeckten Zinsparität...

Die Entwicklung und der langfristige Trend der Wechselkurse sollte in der Theorie langfristig durch die ungedeckte Zinsparität bestimmt werden. Durch die ungedeckte Zinsparität würden

den Carry Trades nicht mehr möglich sein, denn Ungleichgewichte in der Zinsdifferenz müssten sofort über eine Veränderung des Wechselkurses ausgeglichen werden.

Im Land mit den höheren Zinsen sollten aufgrund des zufließenden Kapitals, die Zinsen sinken und die Währung zunächst eine Aufwertung erfahren. Diese beiden Entwicklungen schmälern wiederum die Attraktivität von Anlagen in diesem Land. Laut Theorie sollte sich daher ein Gleichgewicht einstellen, bei dem die erwartete Rendite einer ungesicherten Fremdwäh-

rungsinvestition der Rendite einer ähnlichen Anlage in der Heimwährung entspricht. Ein Zinsvorsprung in einem Land sollte deshalb zu einer Aufwertung der Anlagewährung führen. Umgekehrt sollte die Währung des Landes, die zur Finanzierung verwendet wird, an Wert zulegen. In der Praxis ist jedoch die Prognosefähigkeit der theoretischen Modelle bescheiden. So haben traditionelle Tiefzinswährungen wie der Schweizer Franken oder der japanische Yen nach dieser Theorie eine permanente Aufwertungstendenz. Währenddessen bestünde bei höher verzinsten Währungen, wie denjenigen von Australien, Neuseeland, Grossbritannien oder den USA ein permanenter Abwertungsdruck.

Verschiedene empirische Studien weisen jedoch darauf hin, dass die ungedeckte Zinsparität eher die Ausnahme als die Regel ist.

...und die Erklärungen, warum sie nicht gelten

Als Erklärung für die Abweichung von der Theorie werden in der ökonomischen Literatur verschiedene Argumente angeführt. So können Investoren nicht nur nach reinen Renditevorstellungen, sondern auch aufgrund von Überlegungen zur Risikostruktur von internationalen Anlagen vorgehen. Zudem behilft man sich mit den

«Der Gewinn ist zwar absolut gemessen gering, doch je nach angesetztem Finanzhebel können daraus hohe Renditen bzw. Verluste erwirtschaftet werden.»

«Traditionelle Tiefzinswährungen wie der Schweizer Franken haben nach der Theorie eine permanente Aufwertungstendenz.»

Vermutungen, dass es durchaus rentabel ist, kurzfristig auf Abweichungen von der Fundamentalanalyse einer Währung zu setzen, und dass nicht alle Marktteilnehmer die gleichen Erwartungen hegen. Wie dem auch sei, Carry Trades können Auswirkungen auf den Wechselkurs haben. Die Verschiebung von Geldmitteln führt zunächst zu einer Aufwertung der Währung desjenigen Landes, in dem angelegt wird. Dadurch wird die Strategie noch rentabler, was einen «Herdeneffekt» zur Folge haben kann. Dies kann sich auch im umgekehrten Fall – bei einer Auflösung der Carry-Trades-Positionen – ereignen. Für Notenbanken bedeutet dies, dass ihr Hebel der Zinspolitik über den Wechselkurs verlängert wird, aber auch, dass der Wechselkurs verstärkt in eine unerwünschte Richtung ausschlagen kann. Die Letzten werden somit von den Hunden gebissen, oder in diesem Fall die Wechselkursverluste erleiden.

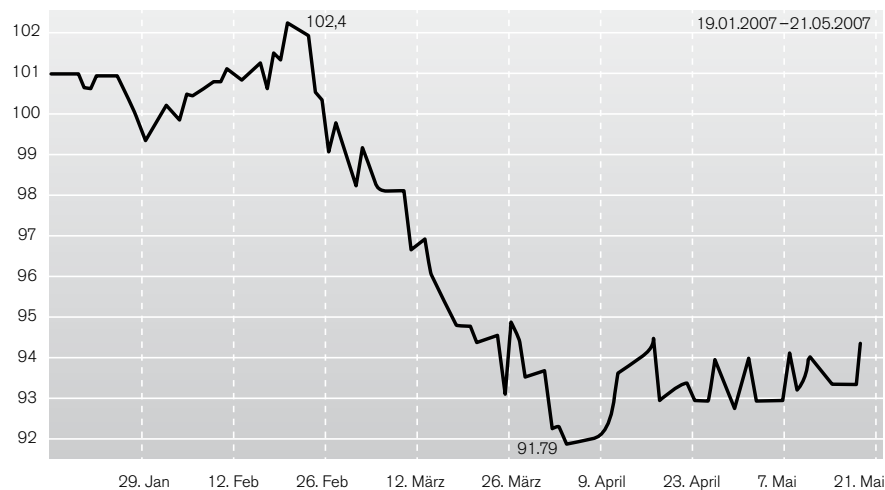
Carry Trades bedürfen niedriger Marktvolatilität

Allerdings stellt sich die Frage, wie lange solche Bewegungen die Wechselkurse beeinflussen können. Unter diesem Aspekt scheint es Grenzen zu geben. Denn Carry Trades bedürfen niedriger Marktvolatilität, wie sie sich zur Zeit an den Devisenmärkten beobachten lassen. Dieses Spiel geht nur auf, solange die Volatilität und Unsicherheit an den Finanzmärkten gering bleibt. Kommt es zu einer Aufwertung der niedrig verzinsten Währung, kann sich der Investor über Nacht mit entsprechend hohen Forderungen konfrontiert sehen, die er trotz höheren Zinserträgen nicht mehr begleichen kann. Das erklärt die Nervosität der Devisenmärkte über die zukünftige Geldpolitik.

Um gut Geld zu verdienen, arbeiten viele Akteure mit einem starken Leverage. Hier scheinen auch die grössten Gefahren dieser Strategie verborgen. Erinnerungen an 1998 werden wach,

«Die Letzten werden von den Hunden gebissen.»

UBS G 10 Carry Total Return Index Zertifikat



Quelle: Börse Frankfurt Smart-Trading

als Long Term Capital Management (LTCM) aufgrund von ähnlichen Strategien an den Rand des Kollaps getrieben wurde. Das Problem war damals die grosse Hebelwirkung, die der Hedge-Fund dank massiver Verschuldung erreichte. Es ist kein Geheimnis, dass viele Hedge-Funds wieder vermehrt mit hohem Hebel arbeiten, um ihre Renditen auf das eingesetzte Kapital zu erhöhen. Carry Trade-Strategien funktionieren nämlich nur, wenn sich die Finanzmärkte mit Preisanpassungen genügend Zeit lassen.

«Mini-Futures auf Währungen sind auch zur Absicherung geeignet.»

Wie sollen sich Privatanleger positionieren?

Für Schweizer Privatanleger stellt sich die Frage, wie hier mit den Chancen und Risiken umgegangen wird. Die Alternativen die zur Auswahl stehen sind u. a. Geldmarktanlagen in höher verzinsten Währungen. Festverzinsliche Anlagen in Euro und Dollar dürften bereits in vielen Portfolios zu finden sein. Dass dabei jedoch auch etliche Risiken verbunden sind, zeigen die Währungsverluste von Dollaranleihen. Um mit kleinerem Anlagevolumen Carry Trade-Strategien auf ein bestimmtes

Währungspaar zu verfolgen eignen sich bspw. Mini-Futures auf Wechselkurse (bei Sal. Oppenheim Endlos-Währungs-Turboscheine).

Christopher Maass von Sal. Oppenheim erwähnt dazu, dass diese nicht nur zur Spekulation sondern auch zur Absicherung geeignet sind. Eine andere Variante ist das UBS G10 Carry Total Return Index Zertifikat (CH0028352638). Dabei wird die Investitionsstrategie verfolgt, welche darauf abzielt, das Phänomen des Forward

Rate Bias (FRB) auszunutzen. Die drei Währungen mit dem höchsten Zinsniveau und die drei Währungen

mit dem niedrigsten Zinsniveau werden dabei aus einem Spektrum der G 10 Währungen auf Basis des 1-Monat Satzes ausgewählt. Die Performance seit der Lancierung zeigt obenstehende Graphik.

In «normalen» Marktphasen sind Carry-Trade Strategien wohl gewinnbringend. In Zeiten von höherer Volatilität und erhöhter Risikoaversion kann die Strategie jedoch auch schnell enorme Verluste verursachen. Währungs- und Zinsprognosen sind äusserst schwierig, da sehr viele Einflussfaktoren wirken. Die eigenen Währungs- und Zinsprognosequalitäten sollten auf keinen Fall überschätzt werden.