

Carry Trades: Riskante Wetten auf Zinsdifferenzen



Von **Daniel Kohler**
Economist
Zürcher Kantonalbank

Zinsniveaus zwischen Währungsräumen unterscheiden sich zuweilen stark. Im historischen Vergleich notierten Geld- und Kapitalmarktsätze in Schweizer Franken (CHF) oder japanischen Yen (JPY) deutlich tiefer als in anderen Währungen. Carry Trader nutzen solche Differenzen, um sich in Tiefzinswährungen zu verschulden und in Hochzinswährungen zu investieren. Als Anlagewährung wird von vielen Investoren zurzeit der australische (AUD) oder der neuseeländische Dollar (NZD) mit Geldmarktsätzen von über 7 bzw. 9% gewählt. Da sich Carry Trades mit Krediten alimentieren, beschränkt sich das erforderliche Eigenkapital auf die Hinterlegung von sogenannten Margins, die dem Kreditgeber als Sicherheit dienen.

Es gibt keine Grösse, die direkt über Carry-Trade-Volumina Auskunft gibt. Verschiedene Indikatoren lassen jedoch eine boomende Aktivität vermuten. So hat die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) festge-

stellt, dass Nichtbanken in karibischen Offshore-Zentren wie den Cayman Islands in grossem Umfang Schuldtitel in JPY emittieren. Dies könnte auf Carry-Trade-Aktivitäten von Hedge Funds zurückzuführen sein, die auf den Cayman Islands prominent vertreten sind. Verschiedene Kommentatoren weisen zudem darauf hin, dass CHF-Kredite bei osteuropäischen Haushalten auf grossen Anklang stossen. In Ungarn sollen bereits mehr als die Hälfte aller an Privathaushalte vergebenen Kredite in CHF denominated sein.

Der Gewinn aus einer «klassischen» Carry-Trade-Strategie setzt sich aus zwei Komponenten zusammen:

1. der Höhe der Zinsdifferenz zwischen Tief- und Hochzinsanlage und
2. den Wechselkursbewegungen während der Laufzeit der Anlage.

Die Höhe der Zinsdifferenz ist dem Trader bekannt, und der daraus resultierende Gewinn gilt als sicher. Über den wechselkursseitigen Gewinn- oder Verlustbeitrag können allerdings nur Prognosen angestellt werden. Falls der Wechselkurs während der Laufzeit der Anlage unverändert bleibt, entspricht der Gewinn genau der Zinsdifferenz. Bei einer Aufwertung der Finanzierungswährung (typischerweise CHF oder JPY) bzw. einer Abwertung der Anlagewährung (AUD oder NZD) resultiert jedoch ein Wechselkursverlust. Letztlich kommen Carry Trades also einer Wette auf Wechselkursbewegungen gleich.

Die Grafik zeigt den Indexverlauf einer simplen Carry-Trade-Strategie, die auf Zinsdifferenzen zwischen Geldmarktanlagen in NZD und Geldmarktanlagen in JPY basiert. Es wird angenommen, dass sich Investoren zu Beginn jedes Monats in der Währung mit den tieferen Zinsen verschulden (JPY) und das Geld in der anderen Währung (NZD) anlegen. Um Verzer-

rungen aufgrund unterschiedlicher Bonitäten oder Laufzeiten zu vermeiden, basieren die folgenden Analysen auf 1-Monats-Euromarktanlagen. Diese werden zwischen internationalen Banken mit vergleichbarer Bonität gehandelt. Wir unterstellen einen in USD kalkulierenden Investor, der sich für einen Monat verpflichtet und danach neu alloziert. Falls sich das Vorzeichen der Zinsdifferenz im Folgemonat ändert, wird der Investor spiegelbildliche Positionen eingehen, ansonsten wird die alte Strategie beibehalten.

Der NZD-JPY Carry Index ist zwischen Januar 2000 und Dezember 2007 stark angestiegen. Diese Zunahme lässt sich hier allerdings nicht als Rendite interpretieren, da die folgenden Berechnungen davon ausgehen, dass keine Sicherheiten hinterlegt werden müssen. Deshalb ist im Rechenbeispiel kein Eigenkapital erforderlich, und es kann keine Rendite auf letzterem kalkuliert werden. Der Indexverlauf zeigt stattdessen, dass aus einem Kredit von anfänglich 100 US\$ nach sieben Jahren und nach sämtlichen Zinszahlungen ein Kapital von beinahe 200 US\$ entstanden ist. Nach Rückzahlung der Schuld bleibt dem Investor somit ein Gewinn von 100 US\$. Effektiv dürfte der Überschuss etwas geringer ausfallen, da Carry Trades mit Transaktionskosten verbunden sind. Zudem hat sich die NZD-JPY-Strategie in der Vergangenheit besonders positiv entwickelt, was Investoren ex ante nicht wissen konnten. Der ebenfalls abgebildete ZKB Carry Index (Composite) basiert auf 36 gleichgewichteten Carry-Strategien und ist keinem Selektionsbias ausgesetzt. Im Vergleich zur NZD-JPY-Strategie weist der breit diversifizierte Composite zwar einen flacheren, dafür aber umso stetigeren Anstieg auf. Zusammenfassend kann gesagt werden, dass sich Carry Trades auf lange Frist als profitabel erweisen. Investoren setzen sich aber erheblichen Risiken aus, auf die wir im folgenden eingehen werden.

Starke Währungsschwankungen

Die Höhe der Zinsdifferenz ist bei Einlegen einer Carry-Trade-Position bekannt, weshalb die gesamte Unsicherheit von der zweiten Gewinnkomponente – den Wechselkursbewegungen – herrührt. Die Crux ist nun, dass Wechselkurse schwer zu prognostizieren sind und starken Schwankungen unterliegen. Ungünstige Wechselkursbewegungen können den relativ kleinen Zinsvorteil abrupt eliminieren. So hat die AUD-CHF-Strategie zwischen Januar 2000 und September 2001 beinahe ein Viertel des eingesetzten Kapitals verloren (s. Grafik). Ein breit diversifizierter Anleger ist den spezifischen Risiken einer einzelnen Währung jedoch nur marginal ausgeliefert. Im Vergleich zu undiversifizierten Strategien, die auf einzelne Währungspaare setzen, weist der ZKB-Composite deshalb ein deutlich besseres Rendite/Risiko-Profil auf.

Prozyklisches Auszahlungsmuster

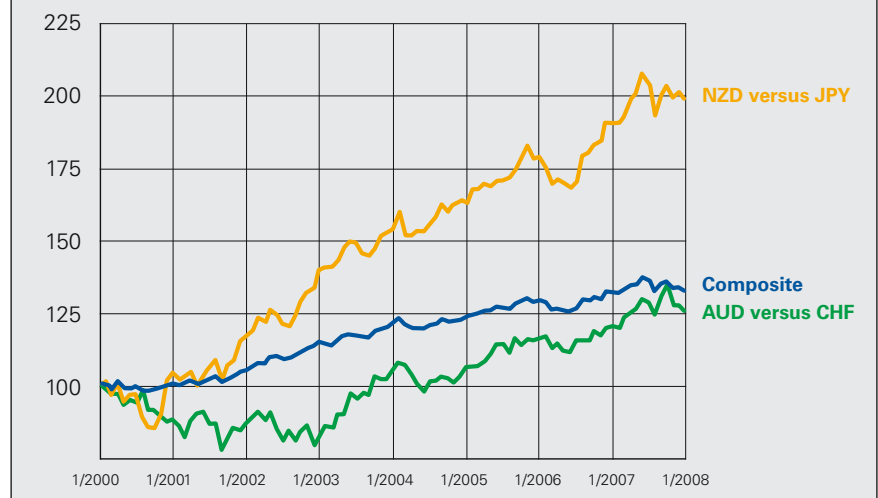
Die meisten Carry-Trade-Strategien mussten im Jahr 2000, in der ersten Jahreshälfte 2006 und während der jüngsten Finanzmarktkrise Rückschläge hinnehmen. In all diesen Phasen wiesen auch die Aktienmärkte unterdurchschnittliche Renditen auf. Statistische Untersuchungen zeigen denn auch, dass Carry Trades eine positive Korrelation mit Aktienrenditen aufweisen. So treten Carry-Trade-Verluste typischerweise auf, wenn die Aktienmärkte schwach notieren, und umgekehrt. Diese Prozyklität rührt daher, dass sich Carry Trader in Tiefzinswährungen wie dem CHF oder dem JPY verschulden, die in turbulenten Marktphasen zur Aufwertung tendieren.

Hoher Fremdfinanzierungsanteil

Die Höhe des Geldbetrags, den man mit Carry Trades gewinnen oder verlieren kann, hängt stark davon ab, mit welchem Betrag man sich in der Finanzierungswährung verschuldet. Der Fremdfinanzierungsanteil des Carry Trades muss mit der Risikofähigkeit des Investors in einer angemessenen Beziehung stehen. Bei hoher Fremdfinanzierung wird die Kapitaldecke des Traders bereits bei kleineren Rückschlägen strapaziert. Der Investor muss

Carry-Trade-Strategien

indexiert, 1.1.2000 = 100



dann in der Lage sein, neue Sicherheiten zu hinterlegen, ansonsten wird er gezwungen, seine Positionen mit Verlust glattzustellen.

Systemrisiken und Verlustspiralen

Währungsschwankungen und Fremdfinanzierung stellen für sich alleine kein Systemrisiko dar. Schliesslich dürfte sich das Gros der Investoren bewusst sein, dass Carry Trades hoher Volatilität unterworfen sind. Zudem wird das Carry-Trade-Geschäft vorwiegend von professionellen Akteuren ausgeübt, die ihre Entscheidungen modellbasiert treffen und sich in «normalen» Marktphasen über eingegangene Risiken im klaren sind. Systemrisiken tauchen hingegen auf, falls eine Vielzahl von Akteuren ähnliche Positionen eingeht und Volumina folglich preisbestimmende Ausmasse annehmen.

Eine eigentliche Carry-Trade-Krise kann beispielsweise durch eine Aufwertung des JPY ausgelöst werden, die anfänglich nur harmlose Verluste verursacht. In der Folge werden Kreditgeber neue Sicherheiten fordern. Dies wird einige Investoren zur Glattstellung von Positionen zwingen. Sie werden NZD verkaufen und den Kredit in JPY zurückbezahlen. Falls nun grosse Volumina bewegt werden, wird sich der JPY auf- und der NZD abwerten, was weitere Carry-Trade-Verluste nach sich ziehen wird. Dies resultiert erneut in höheren Sicherheitsforderungen und führt wieder zu einer Auflösung von Carry-Trade-Positionen und so weiter.

Es folgt eine eigentliche Verlustspirale, die von einer abrupten Aufwertung des JPY und einer starken Abwertung des NZD begleitet wird. Empirisch stellt man tatsächlich fest, dass der JPY langanhaltende Schwächephasen aufweist, die von abrupten und starken Aufwertungen unterbrochen werden. Der jüngste Aufwertungsschock datiert von Mitte August 2007. Im Zug aufflackernder Finanzmarkturbulenzen hat sich der JPY gegenüber dem NZD innerhalb einer Woche um 15% aufgewertet.

Chancen und Risiken

Eine Wette auf Zinsdifferenzen zwischen Währungsräumen erweist sich auf lange Frist als profitabel. Die erwartete Überrendite ist allerdings mit vielfältigen Risiken verbunden, deren sich viele Investoren wahrscheinlich nicht bewusst sind. Dies dürfte insbesondere für osteuropäische Privatinvestoren gelten, die sich überwiegend in CHF verschulden. Aber auch professionelle Anleger sind Risiken ausgesetzt. Schliesslich entwickeln Carry Trades oft eine unüberschaubare Eigendynamik und können zu eigentlichen Verlustspiralen führen, die mit gängigen Finanzmarktmodellen nicht zu fassen sind. Es zeigt sich allerdings, dass durch eine breite Diversifikation eine deutliche Verbesserung der Rendite/Risiko-Relation erreicht werden kann.

www.zkb.ch