



WILHELM VON FINCK AG

VERMÖGENSVERWALTER

Carry Trades und Kreditderivate

Zeitbomben am Kapitalmarkt?

Inhaltsverzeichnis

Carry Trades und Kreditderivate – Zeitbomben am Kapitalmarkt?	Seite 2
1) Carry Trades – Die Lizenz zum Geldverdienen?	Seite 2
2) Kreditderivate – Wer hat noch den Überblick?	Seite 11
3) Fazit	Seite 15

Stefan Freytag

Stand 09.02.2007

Carry Trades und Kreditderivate
Februar 2007



WILHELM VON FINCK AG

VERMÖGENSVERWALTER

Carry Trades und Kreditderivate – Zeitbomben am Kapitalmarkt?

Die Börsenwelt scheint derzeit ohne Wolken zu sein. Die Aktienmärkte eilen neuen Höchstständen entgegen. Die Zinsen sind weitgehend stabil. Themen wie Erderwärmung erzeugen keine Korrekturen, sondern befeuern eher die Aktiensegmente, die den Touch zu erneuerbaren Energien und Zukunftsressourcen haben.

Die globale Liquidität des Weltfinanzsystems bleibt trotz steigender Notenbankzinsen hoch um ausreichende Möglichkeiten für Kreditfinanzierung – sprich Leverage – für Hedge Funds und Private Equity zu bieten. Zwei Zylinder, auf denen diese Entwicklung laufen, sind die so genannten Carry Trades und die Kreditderivate.

1) Carry Trades – Die Lizenz zum Geldverdienen?

In vielen Wirtschaftsartikeln zum aktuellen Kapitalmarktgeschehen werden die so genannten Carry Trades am Devisenmarkt thematisiert. Besonders der anhaltende Wertverfall des Yen wird mittlerweile zum Politikum unter den führenden Industrienationen (G7). Europäische Bemühungen bei der Tagung der G7 im Februar, geschlossen gegen den Verfall des Yen vorzugehen, stießen insbesondere auf den Widerstand der USA, die generell international koordinierten Aktionen reserviert gegenüberstehen. Aber auch die Bank of Japan (BoJ) widersetzte sich einer kritischen Analyse ihrer nach wie vor auf Deflation ausgerichteten Geldpolitik, die zu sehr tiefen Zinsen führt.

Was sind nun Carry Trades, welche Auswirkungen haben sie auf die Kapitalmärkte und welche Risikopotenziale ergeben sich aus einer Trendumkehr dieser Finanzströme?

Bei Carry Trades handelt es sich im Wesentlichen um eine Handelsstrategie, bei welcher der Investor in einer bestimmten Währung mit vergleichsweise niedrigen kurzfristigen Zinsen einen Kredit aufnimmt und diese Mittel in eine

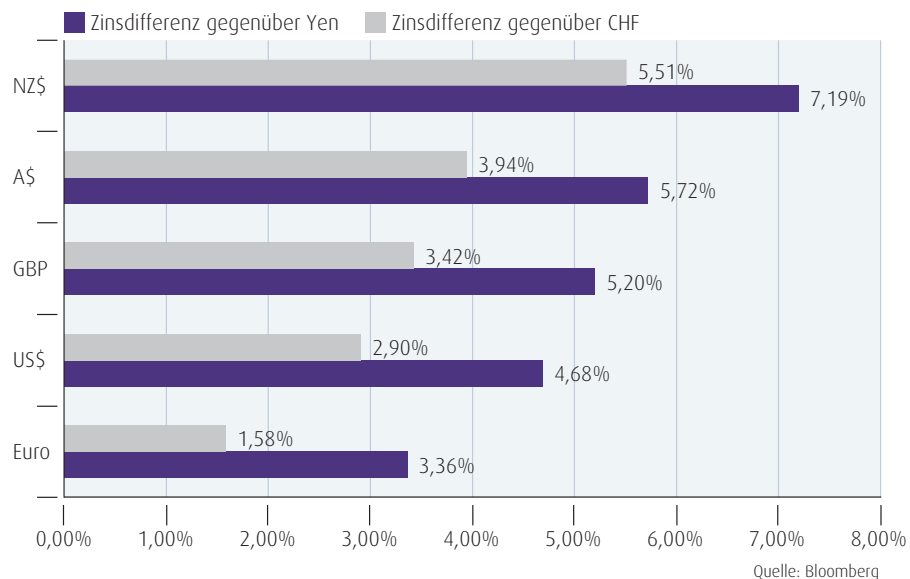


WILHELM VON FINCK AG

VERMÖGENSVERWALTER

Währung mit höheren Kurzfristzinsen investiert. Der Händler versucht dabei, Zinsdifferenzen zwischen den beiden Währungen auszunutzen. Carry Trades bergen allerdings das Risiko einer Abwertung bzw. Aufwertung der Anlagewährung bzw. Finanzierungswährung.

Aktuelle Zinsdifferenzen im Yen und Schweizer Franken zu anderen Währungsräumen bieten hohe positive Zinsdifferenzen für Carry-Traders (Stand 09.02.2007)



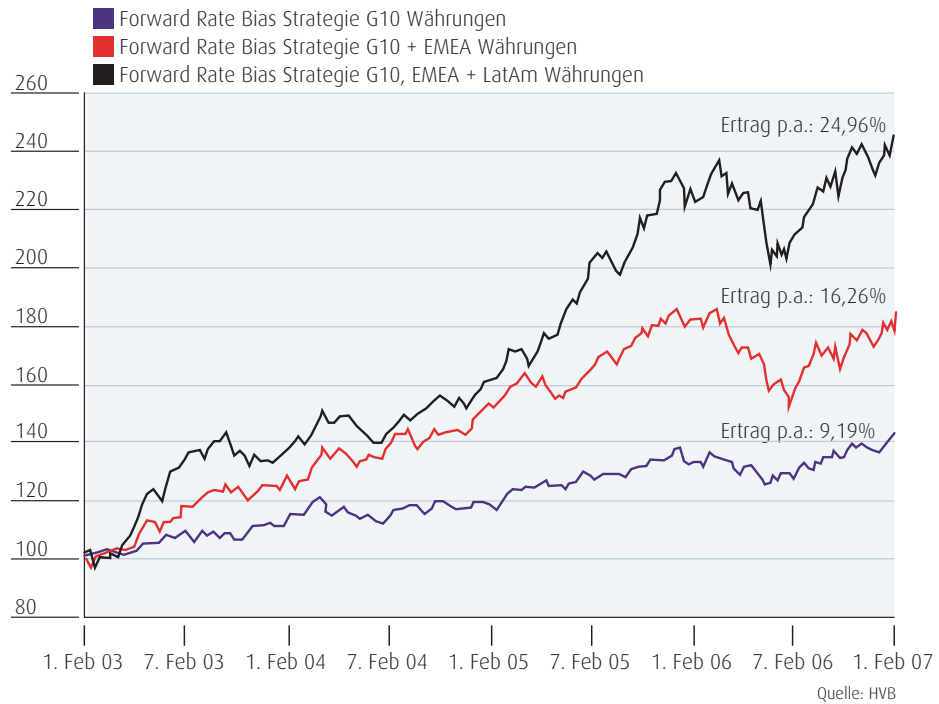
In den letzten 4 Jahren war die Performance von Carry Trade-Strategien in verschiedener Ausprägung beeindruckend. So konnte theoretisch eine Finanzierung in Yen und Schweizer Franken und die Gegenanlage in den drei am höchsten verzinslichen Währungen des G10-Universums einen jährlichen Ertrag von rd. 9,2% p.a. erwirtschaften. Noch viel besser war die Performance mit Anlagen in Emerging Markets-Währungen, die rd. 25% p.a. betrug.



WILHELM VON FINCK AG

VERMÖGENSVERWALTER

Die HVB zeigt in einer Analyse die beeindruckende Performance verschiedener Carry-Trade-Strategien seit 2003 auf.



Es sind aber nicht nur professionelle Devisenhandelsstrategien, die Finanzströme in diesen Währungen erzeugen. Auch der immer stärker werdende Kreditbedarf der so genannten „alternativen Finanzanlagen“ (Hedge Funds und Private Equity) nutzt die billige Refinanzierungswährungen um ihre mit Kredit gehebelten Produkte noch besser zu optimieren. Aber auch die private Hausfinanzierung wird mittlerweile gerne in Yen oder Schweizer Franken durchgeführt. Letzter Schrei sind Zertifikate, die auch den Kleinanleger zur Anlage motivieren.

„Einfach einzusetzen“, heißt es z.B. bei einer Schweizer Großbank, wobei sich die Bank auf das eigene G10-Carry-Trade-Indexzertifikat bezieht. „Geld billig ausleihen und teuer verzinst wieder anlegen. Das ist völlig unkompliziert und selbst mit kleinen Anlagebeträgen aussichtsreich“, heißt es so schön werbend.



WILHELM VON FINCK AG

VERMÖGENSVERWALTER

Besonders vorteilhaft war auch die Kursbewegung des Yen in den letzten Jahren für alle Carry Trader und auch zuletzt des Schweizer Franken. Mit einem Kurs von 157 Yen je Euro liegt die japanische Währung inzwischen auf dem schwächsten Niveau seit dem November 2000 und hat seither gegenüber dem Euro rd. 42% an Wert verloren.

Der Außenwert des Yens auf handelsgewichteter Basis befindet sich auf tiefem Niveau



Fundamentale Hintergründe

Japan fällt in die Kategorie der Handelsüberschussstaaten. Allerdings wird der Einfluss der Handelsbilanz regelmäßig vom Kapitalverkehr dominiert. Für japanische Anleger gibt es angesichts der sehr bescheidenen Verzinsung am heimischen Kapitalmarkt einen großen Vorteil, das Anlagekapital in ausländische Kapitalmärkte zu investieren. Diese Tendenz alleine bringt den Yen in eine gewisse Defensive.

Die japanische Exportindustrie erhält durch einen sich permanent abschwächenden Yen Vorteile gegenüber der internationalen Konkurrenz aus „Hartwährungsländern“.



WILHELM VON FINCK AG

VERMÖGENSVERWALTER

Fragt sich nur, wie lange sich die von dieser Strategie benachteiligten Staaten das gefallen lassen. Unter der Schwäche des Yen leiden vor allem europäische Exporteure. Halte die Yen-Schwäche weiter an, dann verliert Europa deutlich Marktanteile an Japan, warnen bereits mehrere prominente Ökonomen.

Langfristig setzen sich in der Regel die Bewertungen durch, die sich aus fundamental orientierten Modellen wie die Kaufkraftparität oder dynamischen Gleichgewichtsmodellen ableiten lassen. Auf diese Weise deuten sie an, in welche Richtung sich ein Wechselkurs mittel- und langfristig mit hoher Wahrscheinlichkeit bewegen wird und muss.

Setzt man den Kurs der rechnerischen Euro zum Yen mit der OECD-Kaufkraftparität zwischen Deutschland und Japan ins Verhältnis, notiert die heimische Währung inzwischen um fast zwei Fünftel über dem durchschnittlichen Austauschverhältnis der vergangenen Jahre. Gegenüber dem Tief im Spätherbst 2000 hat sich der – so kalkulierte – reale Wechselkurs der europäischen Währung zum Yen quasi verdoppelt.

Die Abweichung des Yen-Wechselkurses im Vergleich zu seiner Kaufkraft erreicht neue Höchstwerte und signalisiert eine massive Unterbewertung an.



Quelle: Bloomberg, OECD



WILHELM VON FINCK AG

VERMÖGENSVERWALTER

Berücksichtigt man den steil wachsenden positiven Saldo der Leistungsbilanz Japans, so wirkt der auf den Devisenmärkten sinkende Yen völlig absurd. Früher oder später dürften solche Entwicklungen entweder zu protektionistischen Strömungen führen oder zu einer Verschärfung der kompetitiven Abwertungsbemühungen, wie sie jetzt schon weltweit zu beobachten sind.

Die Geldmengen wachsen global trotz aller „restriktiven Rhetorik“ weiterhin rasant, und die Kreditvergabe der Banken scheint sich nicht mehr von den Zentralbanken beeinflussen zu lassen, zumindest nicht über den Leitzins. Durch die unnatürlich günstige Finanzierung im Yen entstehen globale Liquiditätseffekte, die die restriktiven Effekte der vergangenen Leitzins-erhöhungen der Fed und EZB konterkarieren.

Die letzte Entscheidung der BoJ den Satz für kurzfristige Zinsen bei 0,25% zu halten, wurde mit großer Skepsis aufgenommen. Viele Beobachter deuten diesen Schritt als Einknicken gegenüber dem Regierungsdruck. Offiziell fürchtet die Regierung die Wiederkehr der Deflation. Beobachter aber betonen gerne, dass steigende Zinsen auch den Schuldendienst erhöhen und deswegen die Regierung kein Interesse an steigenden Zinsen hat. „Die BoJ hat die Kontrolle über die geldpolitische Diskussion verloren“, sagte Jesper Koll, Japan-Chefvolkswirt bei Merrill Lynch. Zwar sprechen Lohnentwicklung, Konsum und einige Konjunkturindikatoren tatsächlich zunächst noch für geldpolitische Zurückhaltung – aber die Zeiten, wo man Yen vom Himmel regnen lassen muss, sollten eigentlich vorüber sein. Die Banken sind gesundet, das Finanzsystem funktioniert, und die Kreditvergabe erhöht sich. Nach der Schwächephase im zweiten Halbjahr 2006 sind alle Indikatoren wieder in Richtung eines besseren Wirtschaftswachstums gerichtet.



WILHELM VON FINCK AG

VERMÖGENSVERWALTER

Welche Entwicklungen sind denkbar?

Japans Regierung ist derzeit weiter an einem schwachen, aber nicht zu schwachen Yen interessiert. Immerhin hat sich Finanzminister Hideto Fuji entsprechend geäußert und sich besorgt gezeigt über „exzessive Währungsentwicklungen“.

Es gibt für die Notenbankpolitiker nun drei Optionen des Eingreifens. Erstens könnten die verbalen Interventionen verstärkt werden. Zweitens könnte die Regierung der BoJ mehr Freiheit geben, die Zinsen nach oben zu schrauben.

Dritte Option sind direkte Deviseninterventionen, wie es z.B. in den Jahren 1997 und 1998 der Fall war. Da der Yen sich inzwischen auf einem schwächeren Niveau befindet, dürften entsprechende Schritte auch früher als damals denkbar werden. Die Währungsreserven liegen bei 875 Milliarden US-Dollar. Das ist genug, um den risikoignoranten „Carry Tradern“ einen gehörigen Strich durch die bisher erfolgreiche Strategie zu machen.

Gemäß einer neueren Studie von Barclays Capital erreichten spekulative Carry Trades ihr höchstes Ausmaß seit der Russlandkrise von 1998. Es ist zwar unmöglich, das wahre Ausmaß der „Carry Trades“ zu quantifizieren, da sehr viele Währungen involviert sind. Die jüngsten Zahlen der Commodities Futures Trading Commission zeigen aber ein Rekordniveau an spekulativen Yen-Verkäufen an. Einige Ökonomen wagen die Prognose, dass rd. 200-330 Milliarden US-Dollar in „Carry Trades“ involviert sind, was das Bruttoinlandsprodukt von Österreich übertrifft.

Auf dem letzten Weltwirtschaftsforum in Davos warnte Malcom Knight von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ): „Wir haben einige sehr ausgeweitete Handelsgeschäfte in einigen Bereichen der Währungsmärkte und die Kreditfinanzierung steigt. Der Leverage und die Carry Trades zusammen genommen schaffen den Ausblick, dass es zu rapiden Preisveränderungen an den Kapitalmärkten kommen kann.“



WILHELM VON FINCK AG

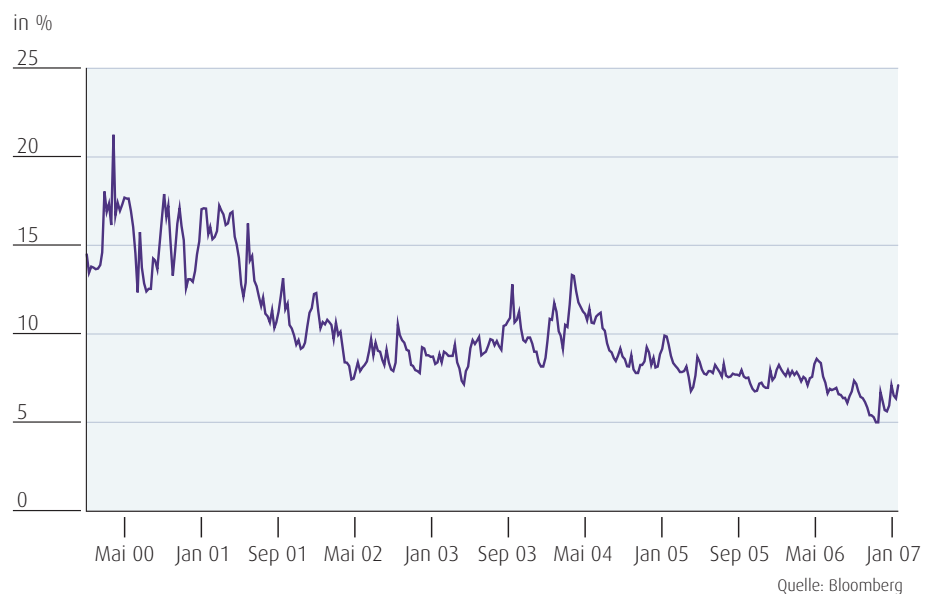
VERMÖGENSVRWALTER

Solch eine Preisveränderung trat z.B. während der Russlandkrise 1998 auf, als der Yen innerhalb weniger Tage von 147 Yen/Dollar auf 112 Yen/Dollar sprang und mit zum Kollaps des Hedge Funds Long Term Capital Management beitrug.

Kommt es zu einer Aufwertung der niedrig verzinsten Währung, kann der Investor sich über Nacht mit haushohen Forderungen konfrontiert sehen, die er trotz höherer Zinserträge nicht mehr begleichen kann.

Mit einiger Sicherheit werden schließlich die zuletzt historisch tiefen Volatilitäten am Devisenmarkt rasch und deutlich anziehen und weitere Anleger zur Liquidierung ihrer Positionen zwingen. Denn wenn viele Anleger gleichzeitig ihre „gleichgerichteten“ Positionen auflösen wollen, wird das Nadelöhr eng. Und die Zahl der Hedge Funds, die gegen eine Yen-Aufwertung anfällig sind, dürfte sich seit 1998 deutlich vergrößert haben.

Implizite 1-Monats-Volatilität Yen-Eurokurs befindet sich auf sehr tiefem Niveau





WILHELM VON FINCK AG

VERMÖGENSVERWALTER

Andererseits betonen die meisten gängigen Analysen, dass ein Ende des positiven Trend für die Carry Trades – wenn auch mit geringeren Ertragsaussichten – nicht unmittelbar bevorsteht. Sie betonen die Tatsache, dass der Trend bereits lange anhält, kein überzeugendes Argument dafür ist, dass eine Korrektur unmittelbar bevorsteht. Allerdings wies die Deutsche Bank in einer Studie nach, dass der Umfang und die Häufigkeit von Verlusten bei Carry-Trade-Geschäften in letzter Zeit sowie die zuvor verzeichneten hohen Renditen in diesem Bereich darauf hindeuten, dass ein umfangreicher Rückzug aus Carry-Positionen anstehen könnte.

Zwar lässt sich kein spezifischer auslösender Faktor erkennen, dies ist jedoch häufig der Fall. Allgemein gesehen fallen tendenziell Zinserhöhungen der Zentralbanken und eine entsprechende Liquiditätsverknappung, eine Abschwächung des globalen Wirtschaftswachstums sowie eine Überbewertung der bevorzugten Anlagewährungen der Carry-Traders mit Korrekturbewegungen zusammen.



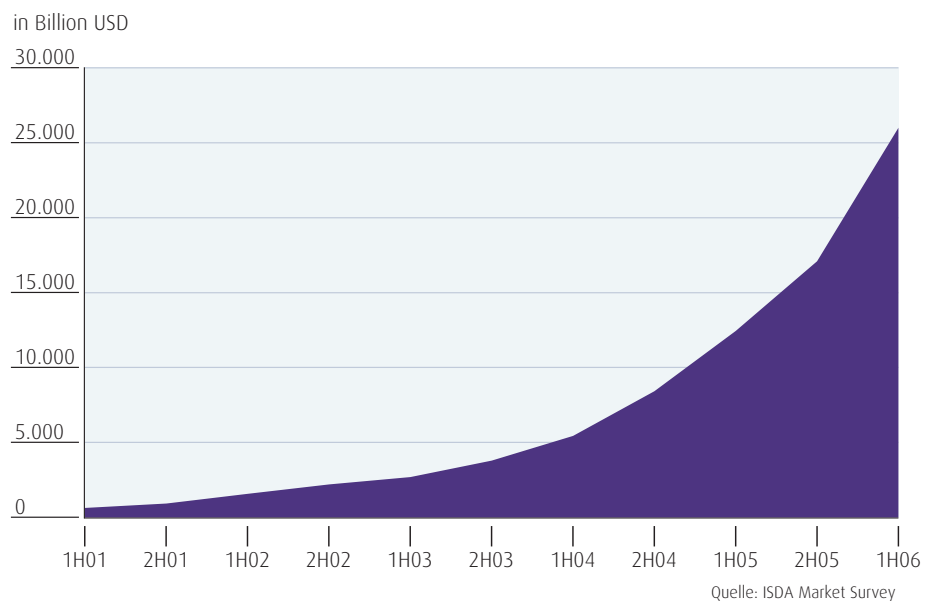
WILHELM VON FINCK AG

VERMÖGENSVERWALTER

2) Kreditderivate – Wer hat noch den Überblick?

„Kreditderivate sind finanzielle Zeitbomben“, warnte schon der US-Großinvestor Warren Buffet. Der weltweite Markt für diese Geschäfte ist in den letzten Jahren fast explosionsartig gewachsen, denn die Kredite werden mehr und mehr zur Handelsware.

Nach einer aktuellen Studie der Vereinigung der internationalen Swap- und Derivatehändler ISDA liegt das Volumen der weltweit gehandelten Kreditderivate derzeit bei 26 Billionen Dollar. Das bedeutet eine Verzehnfachung in vier Jahren.



Vor allem die großen Investmentbanken reichen einen Grossteil ihrer ausgebenen Kredite an Investoren weiter oder sichern sich mit diesen Finanzkonstruktionen gegen Zahlungsausfälle ab. Angetrieben wird die Entwicklung von Hedge Fonds, die Kreditderivate gegenüber Anleihen bevorzugen, weil diese billiger und leichter zu handeln sind. Auch die Nachfrage seitens großer institutioneller Investoren ist groß, weil in Zeiten niedriger Zinsen viele von ihnen schon fast verzweifelt nach renditeträchtigen Anlageformen suchen.



WILHELM VON FINCK AG

VERMÖGENSVERWALTER

Wie funktionieren Kreditderivate?

Kreditderivate sind Finanzinstrumente, die das Kreditrisiko von einem zugrunde liegenden Finanzierungsgeschäft separieren und anschließend dessen isolierte Übertragung an Investoren ermöglichen. Der Investor fungiert als Sicherungsgeber und übernimmt im Falle eines ex ante definierten Kreditereignisses die wirtschaftliche Lasten; für die Übernahme des Kreditrisikos erhält er im Gegenzug eine Zahlung vom Sicherungsnehmer. Berühmt gewordene Kreditereignisse größeren Ausmasses waren z.B. die Pleiten von Worldcom, Enron, Swissair, Xerox, Marconi oder aber auch die Staatspleite von Argentinien.

Durch flexibleres und effizienteres Gestalten des Risikomanagements, insbesondere von Banken und durch effizienteres Verteilen einzelner Risiken und damit auch die Reduzierung des aggregierten Risikos innerhalb einer Volkswirtschaft, verbessern Kreditderivate die gesamtwirtschaftliche Risikoallokation innerhalb der Finanzsysteme. Die schlechte Nachricht ist, dass kaum ein Instrument zum Zocken so gut geeignet ist wie Kreditderivate.

Das Kredit-Kartenhaus

In Artikeln wie „The dream machine“ stellte Gillian Tett, leitende Redakteurin der Abteilung Kapitalmärkte der einflussreichen Wirtschaftszeitung Financial Times die neuen Derivate in den letzten Monaten äußerst kritisch dar und befürchtet, eine Kettenreaktion, die sämtlich auf diesem Gebiet aktiven Spekulationsfonds in den Abgrund reißen könnte.

Obwohl die Instrumente eigentlich als Versicherung gegen Zahlungsausfälle konstruiert sind, spornen sie nur zu noch riskanteren Operationen an und verschaffen damit die Versuchung, die mit jeder Kreditausweitung verbunden ist.

Gerade die neue Generation stark gehebelter Kreditderivate können bei Hedge Funds einen Leveragefaktor von 50 erzeugen. Hier entstehen Kredit-



WILHELM VON FINCK AG

VERMÖGENSVERWALTER

Kartenhäuser, mit denen 1 Euro Eigenkapitalinvestment 49 Euro zusätzliche Schulden kreiert werden um ein Investment von 50 Euro zu speisen. Verändert sich der Preis der zugrunde liegenden Basisinvestition nur um 2%, so fällt das Kartenhaus in sich zusammen.

Die Sorgen der Aufsichtsbehörden

Auch die Deutsche Bundesbank zeigt sich in ihrem Finanzstabilitätsbericht 2006 deshalb nicht sorgenfrei. Die Produkte sind mit beträchtlichen Anforderungen an die Risikoanalyse, die operative Abwicklung und an das Risikomanagement verbunden. Hier stimmt ein Bericht der o.g. ISDA bedenklich, dass jede fünfte Transaktion mittels Kreditderivate fehlerhaft war.

In der Vergangenheit hätten die Finanzmarktteilnehmer häufig erst aus Fehlern beziehungsweise Verlusten gelernt. Daher bleibt es gerade für die neuesten Produktinnovationen abzuwarten, wie widerstandsfähig sich diese bei größeren Marktanspannungen zeigen werden.

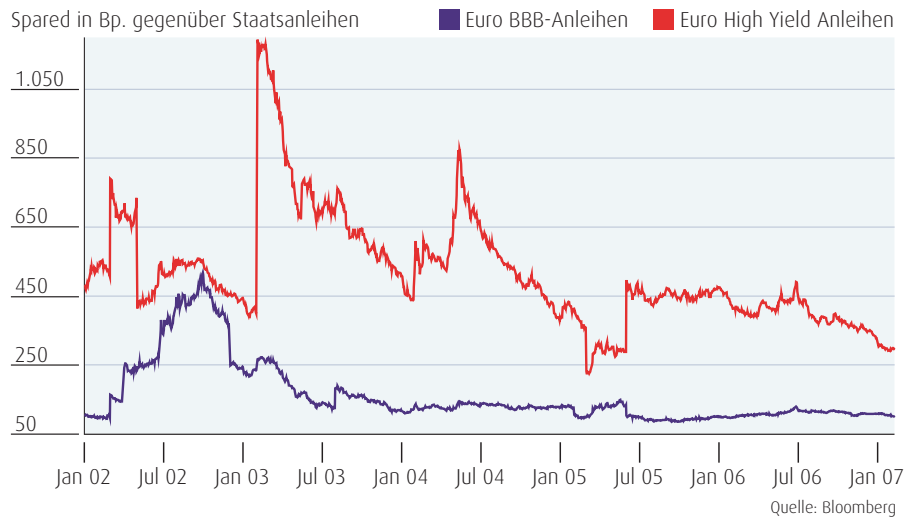
Die internationalen Aufsichtsbehörden FED, EZB, IWF oder BIZ weisen darauf hin, dass insbesondere die Unternehmenskreditmärkte und die Märkte für Kreditrisikotransfer in der kürzerfristigen Perspektive anfällig für eine Verschlechterung des gesamtwirtschaftlichen Umfelds, insbesondere der Ertragsentwicklung im Unternehmenssektor sind. Die Risikoaufschläge bewegen sich aufgrund anhalten hoher Nachfrage nach verbrieften und strukturierten Produkten auf niedrigem Niveau. Hier besteht kein Spielraum mehr für ein Irrtum bezüglich der weiteren Stabilität im Unternehmenssektor.



WILHELM VON FINCK AG

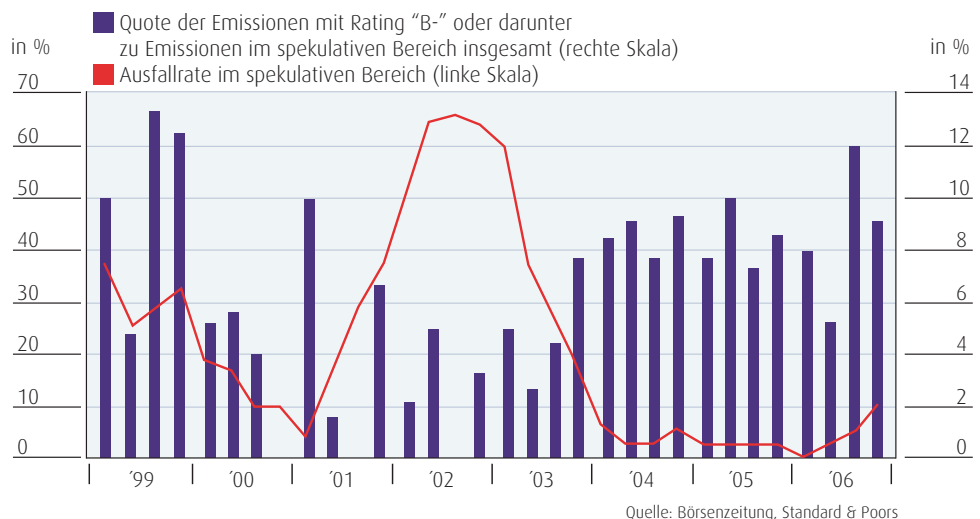
VERMÖGENSVERWALTER

Die Risikoprämien für Unternehmensanleihen notieren auf sehr tiefem Niveau.



Trotz moderater Ausfälle im vorigen Jahr sind Ratingagenturen besorgt, dass es deutlich höhere Ausfälle bei Krediten geben wird. Laut Moody's dürfte sich die Bonität der Unternehmen im europäischen „Nichtfinanzsektor“ aufgrund der sich abschwächenden operativen Performance und Ereignisrisiken 2007 verschlechtern.

Die Ausfallraten bei spekulativen Anleihen steigen an und der Anteil der schlecht bewerteten Neuemissionen am Gesamtemissionsvolumen nimmt zu.





WILHELM VON FINCK AG

VERMÖGENSVERWALTER

Die Liquidität des Marktes hängt in nicht geringem Umfang von der Bereitschaft von Hedge Funds ab, die mit höheren Kreditrisiken verbundenen Tranchen strukturierten Finanzinstrumenten zu übernehmen. Ein abrupter Rückzug dieser eher kurzfristig orientierten Finanzakteure, etwa infolge eines deutlichen Anstiegs der Risikoprämien, könnte eine negative Marktdynamik erzeugen.

3) Fazit

Die Analyse zeigt deutlich, dass von den bestehenden Carry Trades und Kreditderivaten ein nicht zu unterschätzendes Risiko für die internationalen Kapitalmärkte ausgehen kann, dem man auch bei seiner Anlageentscheidung zumindest implizit entgegenzutreten muss.

Es ist natürlich für jeden Marktteilnehmer unmöglich das Eintreten einer Finanzkrise zu prognostizieren. Die steigende Zahl von teilweise unbekanntem Risikoquellen mit möglichen katastrophalen globalen Folgen stellen die Finanzmarktteilnehmer vor große Probleme. Manche Risiken sind zwar bekannt, und ihre Ursachen, Eintrittswahrscheinlichkeiten und Folgen sind ungefähr abschätzbar, etwa bei Naturkatastrophen. Andererseits haben wir es zunehmend mit neuen Risikoquellen zu tun, die von den gängigen Risikomodellen nicht erfasst werden.

Eine zu vorsichtig auf mögliche Crasheszenarien ausgerichtete Anlagepolitik kann auch nicht die Lösung für eine langfristig ausgerichtete Vermögensstrategie sein. Trotzdem dürfen derzeit evidente Systemrisiken nicht außer Acht gelassen werden und müssen in der konkreten Anlagepolitik eine Rolle spielen. Wenn es zu einer heftigen Umkehr von Investitionsstrategien kommt, kann es zu einer Krise im weltweiten Währungssystem oder an den Finanzmärkten kommen. Wir beobachten zunehmend kritisch die Sorglosigkeit der Märkte. Die globalen Risiken haben ja nicht wirklich abgenommen, gleichzeitig bewegen sich Risikoindikatoren wie Optionsprämien oder



WILHELM VON FINCK AG

VERMÖGENSVERWALTER

Risikoaufschläge für Kreditinvestments auf historischen Tiefständen. Die Spielräume für Fehler in der Einschätzung der Märkte wird immer geringer.

Das bedeutet für uns z.B. Meiden von „Carry Traders“ bevorzugte hochverzinslichen Anlagengewährungen, Skepsis gegenüber der Hedge Funds-Industrie, Investitionen in beste Schuldnerbonität und Titelauswahl im Finanzbereich, die nicht zu stark von ihren Handelsergebnissen abhängig sind. Investitionen in Yen-Anleihen aus Währungsspekulationsüberlegungen stehen bei uns noch nicht kurzfristig auf der Agenda, wollen sie aber in gewissem Umfang bei klaren Signalen einer Yen-Trendwende nicht ausschließen. Die latenten Risiken, die das Finanzsystem bedrohen, sprechen auch dafür, dass der derzeitige Zinserhöhungstrend in den USA und Europa limitiert ist. Deswegen sollte das Risiko steigender Zinsen nicht zu stark gewichtet werden. Wir bevorzugen weiterhin Investitionen in Aktien gut aufgestellter Unternehmen und replizieren diese Assetklasse nicht mit Zertifikaten, die im Finanzcrash eben nur ein Schuldtitel der emittierenden Bank darstellen und bei der Insolvenz eines Emittenten zum Totalverlust führen könnte. Grundsätzlich sind die Vorteile der intelligenten Diversifizierung in Schocksituationen von enormer Bedeutung. Gold, diverse Rohstoffe, erstklassige länger laufende Anleihen sollten somit einen sichtbaren Bestandteil eines Depots ausmachen. Die Liquidierbarkeit der Anlagen sollte ausreichend hoch sein, um auch in schwierigen Marktphasen handlungsfähig zu sein. Hohe Qualitätsanforderungen sollte auch an das Reporting und Risikocontrolling gesetzt werden. Denn nur wenn ein Anleger auch in Stressszenarien jederzeit weiß, welche Bestände zu welcher Bewertung sein eigen sind, kann man schnell und zielgerichtet über eventuelle Maßnahmen entscheiden. Deswegen sollte das grundsätzliche Motto einer risikoorientierten Anlagestrategie sein: Investiere nur in das, was du genau kennst. Immerhin muss man dann „nur“ wissen, wie sich ein Portfolio im Risikofall verhält.