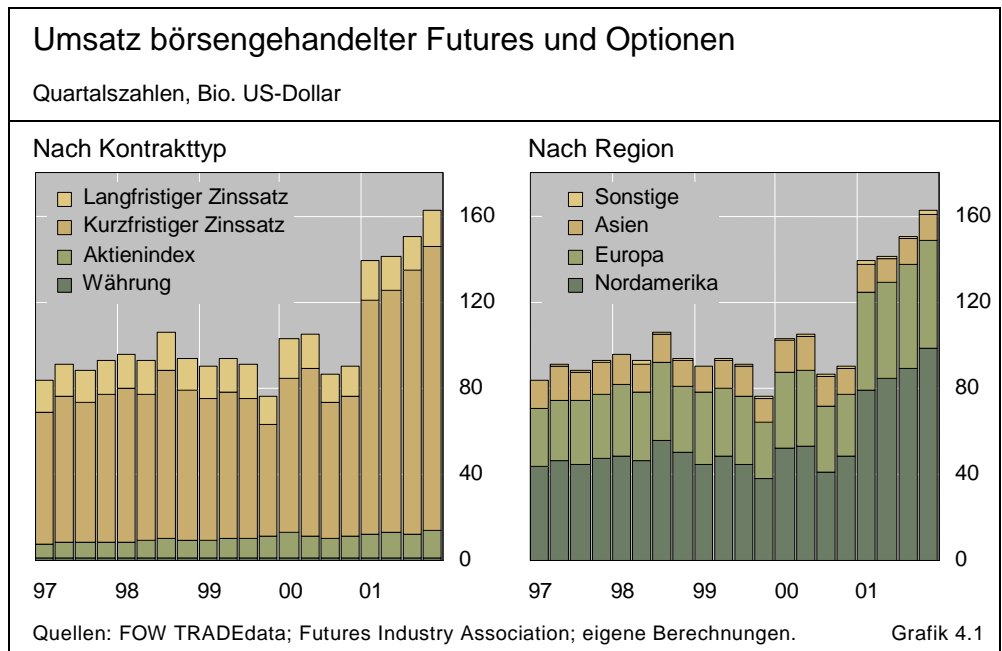


4. Märkte für derivative Instrumente

Zum vierten Mal in Folge erreichte der Gesamtumsatz der von der BIZ erfassten börsengehandelten Derivate im vierten Quartal 2001 einen neuen Höchststand; der Nominalwert der Transaktionen erhöhte sich um 8% auf \$ 163 Bio. (Grafik 4.1). Die anhaltende Ungewissheit über das Ausmass weiterer geldpolitischer Lockerungen in den wichtigsten Industrieländern und eine abrupte Umkehr des Abwärtstrends der Renditen auf Staatsanleihen in der Mitte des Quartals gingen einher mit einer starken Zunahme des Handels mit Kontrakten auf festverzinsliche Instrumente. Der Handel mit Geldmarktkontrakten, der seit Anfang des Jahres vor dem Hintergrund geldpolitischer Lockerungen und eines Wandels in der Risikomanagement-Praxis aussergewöhnlich lebhaft gewesen war, war weiterhin dynamisch. Gleichzeitig nahmen auch die Transaktionen mit Aktienindexkontrakten zu.

Die Umsatzentwicklung im Börsengeschäft fiel im Gesamtjahr 2001 mit einem Anstieg des Transaktionswerts um 54% auf \$ 594 Bio. spektakulär aus.



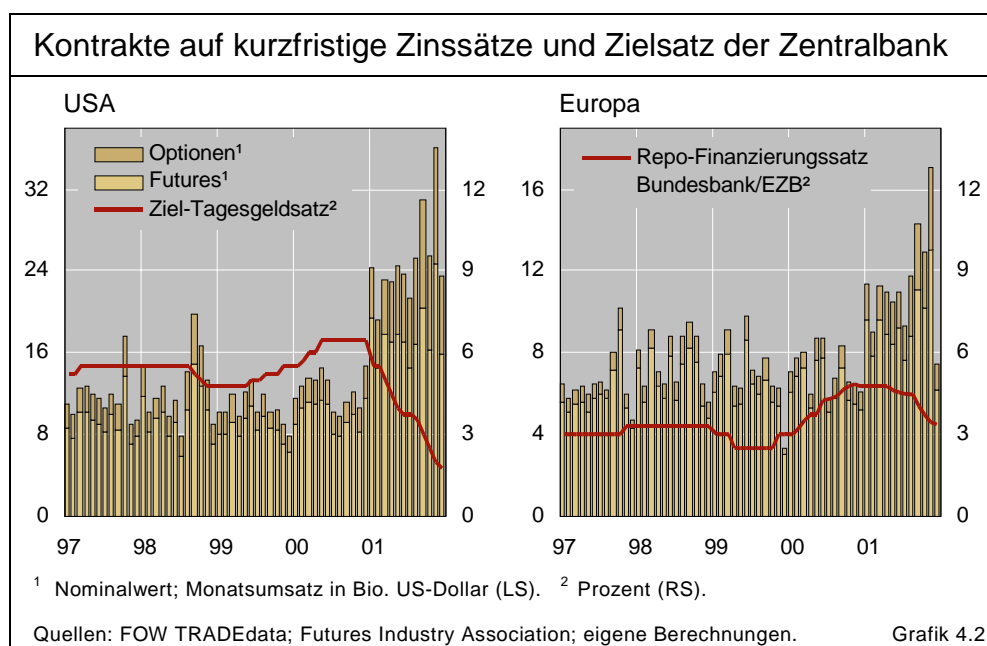
Verantwortlich für den Aufschwung war das Geschäft mit Geldmarktkontrakten, das um 71% zunahm.¹

Aussicht auf Zinswende treibt Handel mit Geldmarkt-Futures an

Das Geschäft mit börsengehandelten Zinskontrakten weitete sich im vierten Quartal 2001 kontinuierlich aus. Der Gesamtumsatz stieg um 8% auf \$ 149,2 Bio. Im Gegensatz zum Vorquartal, als kurzfristige Instrumente stärker zunahmen als langfristige, entwickelten sich die kurz- und langfristigen Kontrakte mehr oder weniger gleich.

Der Handel mit Geldmarkt-Futures erhöhte sich im vierten Quartal um 8% auf \$ 95,7 Bio. (Grafik 4.2). Im November gingen die zu Beginn des vierten Quartals bestehenden Erwartungen weiterer Leitzinssenkungen deutlich zurück. Grund hierfür waren die nachhaltige Erholung an den weltweiten Aktienmärkten und die Einschätzung, dass die US-Konjunktur die Talsohle erreicht hatte. Fortan rechneten die Marktteilnehmer nur noch mit einer moderaten geldpolitischen Lockerung und hielten sogar einen Wechsel hin zu einer restriktiveren Geldpolitik im Jahr 2002 für möglich.² Die wachsenden Erwartungen einer Wende im Zinszyklus angesichts weiterer Leitzinssenkungen scheinen ein wesentlicher Erklärungsfaktor für das Rekordgeschäft

Erwartungs-
umschwung im
November



¹ Im Kasten auf Seite 42 werden die wesentlichen Tendenzen des Börsengeschäfts im Jahr 2001 erörtert.

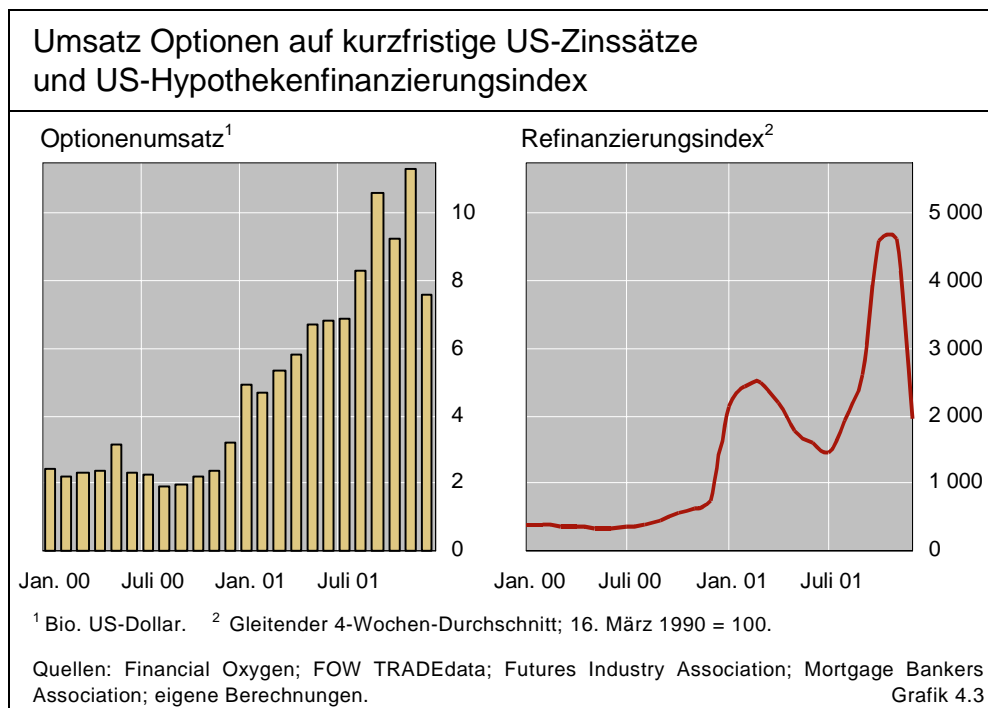
² Dies spiegelte sich in der Geschäftsentwicklung der Eurodollarkontrakte wider. Die Kontrakte des nächstgelegenen Liefermonats erreichten Höchstpreise, während die Kontrakte späterer Liefertermine an Boden verloren, selbst als die US-Leitzinsen gesenkt wurden.

mit US-Geldmarkt-Futures im vierten Quartal zu sein. Obwohl die Leitzinssenkungen in Europa etwas geringer ausgefallen sind, scheint das Ausmass an Unsicherheit an den Weltfinanzmärkten auch dort eine Rolle gespielt zu haben, sodass das Geschäft mit europäischen Geldmarkt-Futures einen Höchststand erreichte.

Ausschläge bei US-Hypothekenrefinanzierungen stützen das Geschäft mit Geldmarktoptionen

Das Umsatzwachstum bei Geldmarktoptionen – ein Marktsegment, das sich seit Anfang des Jahres 2001 ebenfalls besonders dynamisch entwickelte – liess im vierten Quartal etwas nach. Die Transaktionen erhöhten sich um 8% auf \$ 36,2 Bio. Das Geschäft mit kurzfristigen Zinsoptionen scheint erneut im Wesentlichen durch die Entwicklungen am US-Hypothekenmarkt beeinflusst worden zu sein (nähere Angaben finden sich in der Ausgabe des *BIZ-Quartalsberichts* vom Dezember 2001). Zinsoptionen und -swaps werden von den Teilnehmern am Hypotheken-Grosshandelsmarkt benutzt, um sich gegen das Risiko der vorzeitigen Tilgung und das Verlängerungsrisiko abzusichern.³ Wie

US-Hypothekenmarkt stimuliert das Geschäft mit kurzfristigen Zinsoptionen



³ Anleger, die hypothekenunterlegte Wertpapiere erwerben, sind einem erheblichen Risiko vorzeitiger Tilgung (oder Konvexitätsrisiko) ausgesetzt, da die Hypothekarschuldner gewisse Tilgungsrechte haben, z.B. das Recht, die Hypothek zu günstigeren Konditionen neu abzuschliessen, wenn die langfristigen Zinssätze sinken. Solche vorzeitigen Tilgungen wiederum veranlassen die Emittenten, die Wertpapiere zu kündigen, da der zugrundeliegende Hypothekenpool schrumpft. Das Gegenteil trifft zu, wenn die langfristigen Zinsen steigen, da weniger vorzeitige Tilgungen zu einer Erweiterung der Duration führen.

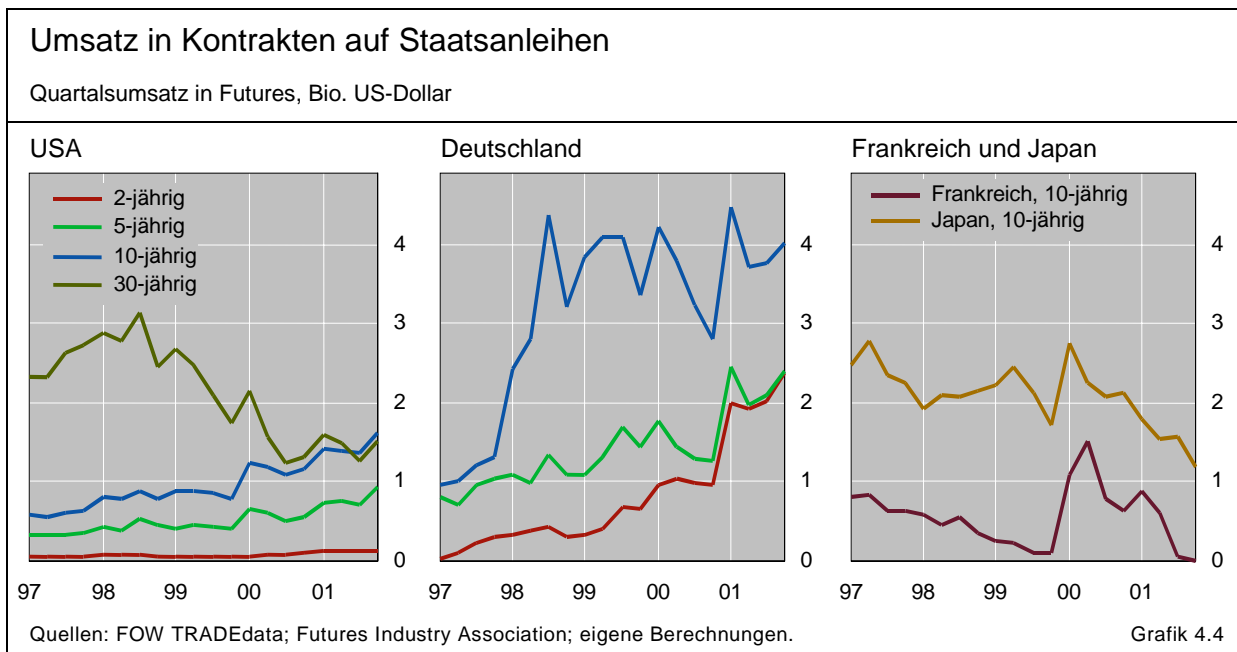
Grafik 4.3 zeigt, fielen die Anträge auf Hypothekenrefinanzierungen in den USA kräftig, nachdem sie Anfang November einen Höchststand erreicht hatten. Dies hatte eine wesentliche Verlängerung der Duration von mit Hypotheken unterlegten Wertpapieren zur Folge, was wiederum die Schliessung offener Absicherungen und das Eingehen neuer Absicherungen gegen das Verlängerungsrisiko auslöste.⁴

Rückkehr zu Wachstum beim Handel mit Kontrakten auf Staatsanleihen

Der Handel mit Kontrakten auf Staatsanleihen lebte im vierten Quartal 2001 wieder auf, nachdem er während zwei Quartalen in Folge abgenommen hatte. Der Gesamtumsatz stieg um 11% auf \$ 17,7 Bio. Hierzu trugen die Futures, die um 9% zunahmen, \$ 15,2 Bio. bei, die Optionen, die um 24% in die Höhe schnellten, \$ 2,5 Bio.

Die Erholung des Handels mit Derivaten auf Staatsanleihen war das Ergebnis einer Reihe von generellen und spezifischen Faktoren, die die Marktvolatilität auf ein sehr hohes Niveau trieben. Die im November eingetretene Wende am weltweiten Anleihemarkt scheint hierbei den grössten Einfluss ausgeübt zu haben. Insbesondere der US-Schatztitelmarkt durchlebte eine stürmische Entwicklung infolge der Anzeichen einer konjunkturellen Stabilisierung in den USA und durch das Auflösen von Positionen, die nach den Terroranschlägen vom 11. September auf der Suche nach einem „sicheren

Wende am weltweiten Anleihemarkt bewirkt Aufschwung bei Anleihe-Futures



⁴ Das Ziel dieser neuen Absicherungen war, die Duration von Portfolios mit hypothekenunterlegten Wertpapieren zu verringern. Einige dieser Absicherungen beinhalteten die Zahlung von festen Zinssätzen im Rahmen von Zinsswaps oder den Kauf von Payer- (oder Put-) Swaptions.

Hafen“ aufgebaut worden waren. Ferner lösten Befürchtungen, dass die Anschläge zu einer weiteren Zunahme der Zahlungsunfähigkeit von US-Unternehmen führen könnten, und der Konkurs von Enron phasenweise Volatilitätsschübe am Markt für Unternehmensanleihen aus. Wahrscheinlich erhöhten die hierdurch hervorgerufenen Mittelströme in US-Schatzpapiere die Volatilität noch zusätzlich. Diese generellen Entwicklungen dürften für einen Grossteil des Umsatzanstiegs um 26% bei US-Anleihekontrakten verantwortlich gewesen sein.

Die verschiedenen Segmente des US-Schatztitelmarktes waren zudem spezifischen Einflüssen ausgesetzt. Die Ankündigung des US-Finanzministeriums vom 31. Oktober, die Ausgabe von 30-jährigen US-Schatzanleihen werde eingestellt, scheint die Marktteilnehmer überrascht zu haben, da sie eine der kräftigsten Aufwärtsbewegungen auslöste, die je am Schatztitelmarkt registriert wurden.⁵ Da Meldungen zufolge zahlreiche Händler Positionen hielten, die auf ein Steilerwerden der Renditenstrukturkurve von US-Schatztiteln ausgerichtet waren,⁶ löste die Ankündigung eine Serie von Deckungskäufen aus, die einen Grossteil der kräftigen Kursgewinne am langen Ende erklären. Das Geschäft am Markt für US-Schatzanleihe-Futures, das während der ersten drei Quartale des Jahres stetig zurückgegangen war, verzeichnete mit einem Anstieg um 21% eine Wiederbelebung. Gleichzeitig ergab sich auch ein kräftiger Umsatzanstieg im 10-jährigen Kontrakt – nunmehr der unumstrittene US-Referenzwert – und im 5-jährigen Future. Das Geschäft im Kontrakt auf 2-jährige Schatzanweisungen nahm dagegen leicht ab. Marktquellen zufolge könnte Liquidität aus dem 2-jährigen Laufzeitbereich, dem eine Schlüsselrolle für das Eingehen von Positionen auf Massnahmen der Federal Reserve zukommt, in den Kassamarkt abgewandert sein.

Ankündigung des US-Finanzministeriums sorgt für Überraschung

Wiederaufleben der US-Schatzanleihe-Futures

Die augenscheinliche Konjunkturschwäche in Europa scheint auch den Umsatz mit europäischen Anleihekontrakten gestärkt zu haben. Der Handel mit Kontrakten auf deutsche Staatsanleihen beschleunigte sich im vierten Quartal (um 11%). Obwohl das Geschäft mit dem 10-jährigen Bund-Kontrakt merklich zunahm (7%), fiel die Expansion bei Laufzeiten von zwei und fünf Jahren wiederum deutlicher aus (Euro-Schatz und Euro-Bobl). Es wird davon ausgegangen, dass dies die wachsende Rolle deutscher Staatspapiere als europäische Referenzwerte widerspiegelt.⁷

Konjunkturschwäche in Europa stärkt Anleihe-Futures

Im Gegensatz dazu beschleunigte sich der seit Anfang des Jahres 2000 sichtbare Abwärtstrend im Handel mit Futures auf japanische Staatsanleihen

⁵ Im Februar 2001 empfahl das Borrowing Advisory Committee des Finanzministeriums, den Verkauf von Schatzanleihen einzustellen. Angesichts der Konjunkturschwäche hatten jedoch die Marktteilnehmer dieser Ankündigung offenbar keine Beachtung geschenkt.

⁶ Diese beinhalten Long-Positionen in kurzfristigen Schatzanweisungen unter Vorwegnahme von Leitzinssenkungen sowie Short-Positionen in längerfristigen Schatztiteln unter der Annahme eines zusätzlichen Angebots.

⁷ Unterdessen versiegte der Handel mit dem Euro-„Notionnel“-Kontrakt an der Euronext in Paris (Matif), während der Handel mit dem 5-jährigen Anleihekontrakt, der im Mai 2001 eingeführt worden war, die Erwartungen nicht erfüllte und eingestellt wurde.

auf einen Umsatzrückgang von 25%. Die Herabstufung japanischer Staatsanleihen durch eine Rating-Agentur Ende November und die Schwäche der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in Japan veranlassten Marktteilnehmer, einige ihrer längerfristigen japanischen Vermögenswerte – darunter auch Staatsanleihen – zu verkaufen. Dies wiederum dürfte die Notwendigkeit für die Nutzung des Futures-Marktes zur Absicherung ihrer Portfolios verringert haben.

Langsameres
Wachstum im
Handel mit
Swapnotes

An der LIFFE schliesslich wuchs der Umsatz des Euro-Swapnote-Kontrakts wesentlich langsamer als im Vorquartal (2% gegenüber 27%). Selbst wenn das Geschäft mit solchen Kontrakten bei einem Anteil von weniger als 2% des gesamten Umsatzwerts von Futures auf deutsche Staatsanleihen eher von geringer Bedeutung ist, so glauben doch andere Börsen, dass Futures auf Swapsätze erfolgversprechend sind, wie die Einführung eines ähnlichen Kontrakts am CBOT Ende Oktober deutlich macht (erörtert auf S. 43-45).

Expandierendes Geschäft mit Aktienindexkontrakten trotz abnehmender Volatilität am Aktienmarkt

Obwohl die Volatilität an den weltweiten Aktienmärkten nach Erreichen eines Höchststandes im Oktober zurückging, weitete sich der Handel mit Aktienindexkontrakten insgesamt um 10% auf \$ 12,8 Bio. aus. An den Börsen in Asien und Nordamerika erhöhte sich das Geschäft um 40% bzw. 7%, während es an den europäischen Börsen um 5% zurückging. Der kräftige Anstieg in Asien ist hauptsächlich auf die dynamische Entwicklung des Optionshandels in Korea zurückzuführen. Dies erklärt ausserdem, warum das Umsatzvolumen in asiatischen Aktienprodukten das europäische Geschäft seit dem dritten Quartal 2001 übersteigt.

Enron mit begrenzten Auswirkungen auf das Börsengeschäft

Abwanderung des
Handels von Enron-
Plattform

Meldungen zufolge hat die Häufung zunehmend negativer Nachrichten bezüglich der Finanzlage des US-Energiehandelsunternehmens Enron im November letzten Jahres, gefolgt vom Konkursantrag im Dezember, zu einer Abwanderung der Handelsaktivitäten von der Handelsplattform des Unternehmens zu anderen Handelsplätzen, einschliesslich anderen ausserbörslichen Energiehandelsplattformen sowie geregelten Börsen, geführt. Dennoch fiel die Zunahme des energiebezogenen Geschäfts um 10% im vierten Quartal im historischen Vergleich nicht übermässig hoch aus. In Anbetracht fehlender Vergleichsdaten für das ausserbörsliche Geschäft lässt sich nicht ermitteln, ob ausserbörsliche Handelsplattformen einen grösseren Anteil des Handels auf sich ziehen konnten als das Börsengeschäft.

Höhenflug des Börsengeschäfts im Jahr 2001

Auf das ganze Jahr 2001 gerechnet, stieg der Gesamtumsatz der von der BIZ erfassten börsengehandelten Finanzinstrumente um 55% auf \$ 594 Bio. Das ist der mit Abstand höchste Umsatzzuwachs seit 1993 (dem Jahr, in welchem die BIZ mit der Erstellung wertmässiger Statistiken für Finanzkontrakte begann). In dieser Zunahme spiegelt sich die Nervosität an den Finanzmärkten über weite Teile des Jahres wider. Die entschiedene Lockerung der Geldpolitik in den USA, die darauf ausgerichtet war, der konjunkturellen Verlangsamung entgegenzuwirken, und die durch die Terroranschläge vom 11. September hervorgerufenen Turbulenzen machten das Jahr 2001 zu einem der volatilsten seit den 1950ern.

Das Geschäft mit Zinskontrakten verzeichnete den kräftigsten Anstieg (um 60% auf \$ 543 Bio.), mit den Geldmarktinstrumenten als Hauptantriebsfaktor (Zunahme um 71% auf \$ 475 Bio.). Dabei wurde das Geschäft am Geldmarkt sowohl durch die geldpolitische Lockerung als auch durch den grundlegenden Wandel in der Risikomanagement-Praxis (nähere Erläuterungen s. frühere *BIZ-Quartalsberichte*) belebt. Im Vergleich hierzu verlief die Geschäftszunahme bei Staatsanleihen in einem moderateren Tempo (um 11% auf \$ 68 Bio.)

Das Geschäft mit Aktienindexkontrakten wies eine ähnlich hohe Zuwachsrate wie die Anleihemarktinstrumente auf (13% auf \$ 48 Bio.).^① In den vergangenen Jahren hat sich der Umsatzzwert in diesen Instrumenten beständig ausgeweitet. Diese Entwicklung wurde sowohl durch die Einführung neuer branchenorientierter und für Privatkunden bestimmter Produkte an etablierten Märkten als auch durch das rasche Wachstum an den kürzlich in Asien gegründeten Börsen gestützt. Währenddessen nahm das Geschäft in Währungskontrakten moderat zu (um 8% auf \$ 2,8 Bio.). Die Handhabung des Währungsrisikos ist nach wie vor die Domäne des ausserbörslichen Marktes, sodass dieser Bereich nur einen geringen Anteil am gesamten Börsengeschäft hat.

Der Geschäftsaufschwung an der Chicago Mercantile Exchange (CME) ist eine der bemerkenswertesten Entwicklungen, wenn man den Gesamtumsatz an den grössten Börsen betrachtet.^② Mit einem Anstieg der gehandelten Kontrakte um 78% auf 412 Millionen verdrängte die CME die Chicago Board Options Exchange (CBOE) als zweitstärkste Börse der Welt.^③ Die CME profitierte besonders vom Aufschwung ihres Flaggschiffs, des Eurodollarkontrakts, der zum meistgehandelten Kontrakt weltweit aufstieg (vor dem Bundkontrakt). Dagegen verzeichnete die CBOE einen Umsatzrückgang um 6%. Die Börse profitierte zwar von einem höheren Umsatz ihrer Aktienindexkontrakte, bei Kontrakten auf einzelne Aktien ging das Geschäft jedoch zurück. Die CBOE sah sich starker Konkurrenz durch andere US-Börsen ausgesetzt, insbesondere durch die kürzlich gegründete International Stock Exchange, die erste vollelektronische US-Aktienoptionsbörse. Währenddessen behauptete die Eurex mit einem Geschäftsanstieg um 49% auf 665 Millionen Kontrakte ihre Position als umsatzstärkste Börse der Welt. Obwohl diese Börse von der anhaltenden Beliebtheit ihrer Kontrakte auf Staatsanleihen profitierte, beruhte die Geschäftsausweitung im Wesentlichen auf ihren Aktienprodukten.

^① Die Daten zum Umsatz der Aktienindexkontrakte dürften allerdings die gesamte Ausweitung des aktienbezogenen Geschäfts unterzeichnen, da die BIZ-Daten zum wertmässigen Umsatz nicht das gesamte Marktgeschäft erfassen (nicht erfasst sind z.B. die Umsätze in Optionen auf einzelne Aktien). ^② Ein Vergleich des Geschäftsvolumens der einzelnen Börsen ist nicht einfach, da der Umsatz sowohl anhand der gehandelten Kontrakte als auch anhand des Dollarwerts der Transaktionen gemessen werden kann. Die meisten Börsen tendieren dazu, ihre Umsätze in Form der Anzahl der gehandelten Kontrakte anzugeben. Obwohl die Art der Messung etwas ungenau ist, ist das der einfachste Weg zur Ermittlung des relativen Geschäftsvolumens der Börsen. Dadurch wird ein marktübergreifender Vergleich mit Kontrakten möglich, für die Wertberechnungen nicht ohne weiteres verfügbar sind (hauptsächlich Optionen auf einzelne Aktien und Rohstoffkontrakte). ^③ Auf Basis der Anzahl der gehandelten Kontrakte wäre die Korea Stock Exchange (KSE) die grösste Derivatibörse der Welt. Da jedoch die Grösse der an dieser Börse gehandelten Kontrakte erheblich geringer ist als an den wichtigsten Börsen der Welt, wurde die KSE in unserer weltweiten Börsenrangliste nicht berücksichtigt.

CBOT beginnt Handel mit Swap-Futures

Am 26. Oktober 2001 führte das Chicago Board of Trade (CBOT) Futures auf Zinsswaps ein.⁸ Der neue Kontrakt, der sowohl auf dem Parkett als auch auf der elektronischen Handelsplattform der Börse gehandelt wird, basiert auf dem Referenzzinssatz der International Swaps and Derivatives Association für 10-jährige US-Dollar-Zinsswaps (Tabelle 4.1). Das Produkt stellt für Finanzmarktteilnehmer ein neues Vehikel zur Absicherung von Zinsrisiken, bezogen auf den langlaufenden Libor, dar.

Futures könnten von wachsender Bedeutung der Swaps profitieren ...

Eine Reihe von Marktteilnehmern hat kürzlich festgestellt, dass die wachsende Bedeutung von Zinsswaps an den US-Finanzmärkten die Entwicklung von Futures auf Swapsätze fördern könnte.⁹ Die weltweite Krise, die auf die Zahlungsunfähigkeit Russlands im August 1998 folgte, liess erkennen, welche Risiken mit der Verwendung von Staatsanleihen und ihren börsengehandelten Derivaten zur Absicherung von Positionen in Wertpapieren nicht staatlicher Emittenten verbunden sind, und veranlasste die Marktteilnehmer zur Suche nach alternativen Instrumenten wie z.B. Zinsswaps. Ein Liquiditätsrückgang der US-Staatsschuld, der einer Nettoschuldentilgung durch das US-Finanzministerium in den Jahren 1998 bis 2001 zuzuschreiben war, verstärkte diese Hinwendung zu den Swaps. Für den US-Staatshaushalt wird im Jahr 2002 wieder ein Defizit prognostiziert. Dennoch dürfte der Anteil der US-Schatzinstrumente an der Gesamtheit der US-Festzinsinstrumente weiter zurückgehen, da nicht staatliche Schuldner ihre Emissionstätigkeit weiter ausbauen. Das bedeutet, dass die Finanzmarktteilnehmer auch künftig Handels- und Preisbildungsinstrumente anstreben werden, die enger mit „Zinsspannenprodukten“ zusammenhängen.

... und von einigen ihrer Handicaps

Die Börsen versuchen von dem Sachverhalt zu profitieren, dass der ausserbörsliche Swapmarkt weiterhin einige Handicaps aufweist, die mit dezentralisierten und kundenspezifischen Märkten verbunden sind. Teilnehmer an solchen Märkten tendieren dazu, viele bilaterale Kontrahentenbeziehungen zu unterhalten, da jede neue Transaktion den Abschluss eines zusätzlichen Kontrakts mit einem Händler bedeutet. Ausserdem erschweren Zeit- und Verwaltungsaufwand gewöhnlich die Übertragung (bzw. „Abtretung“ in der Marktterminologie) der Kontrakte von einer Gegenpartei an eine andere.¹⁰ Schliesslich erfordert die Auflösung einer bestehenden Position die Preisfestlegung für einen neuen Swap zu ausserbörslichen Sätzen, was die Händler veranlassen kann, eine etwas grössere Geld-Brief-Spanne zu verlangen.

⁸ Dieser Abschnitt stützt sich auf Informationen des CBOT auf der Internetseite www.cbot.com.

⁹ Ausführliche Erläuterungen der potenziellen Vorteile des neuen Kontrakts finden sich in Gerald Lucas und Joseph Schatz, „CBOT 10-year swap futures“, *Fixed Income Strategy*, Merrill Lynch, 24. Oktober 2001; Laurie Goodman, „The new swap futures contract“, *Mortgage Strategist*, UBS Warburg, 23. Oktober 2001; David A. Boberski, „Swap futures launch at CBOT“, *Bond Market Roundup*, SalomonSmithBarney, 5. Oktober 2001.

¹⁰ Obwohl Swaps z.B. auf beliebige beidseitig akzeptierte Kontrahenten übertragen werden können, müssen beide ursprünglichen Kontrahenten dem neuen Transfer zustimmen, bevor er vollzogen werden kann, was umständlich ist.

Hauptmerkmale des 10-Jahres-Zinsswap-Futures des CBOT

Handelseinheit

Die Handelseinheit basiert auf dem Nominalpreis der festverzinslichen Seite eines 10-Jahres-Zinsswaps mit einem nominalen Kapitalbetrag von \$ 100 000, der halbjährliche Zinszahlungen zu einem festen Zinssatz von 6% p.a. austauscht gegen variable Zinszahlungen, basierend auf dem 3-Monats-Libor.

Preisnotierung

Die Preise werden in Punkten (\$ 1 000) und Zweiunddreissigsteln eines Punktes (1/32 bzw. \$ 31,25) notiert, basierend auf dem nominalen Kapitalbetrag von \$ 100 000.

Kontraktmonate

Die ersten drei aufeinanderfolgenden Fälligkeiten im Vierteljahreszyklus März-Juni-September-Dezember.

Liefermethode

Durch Barabwicklung. Der endgültige Abrechnungswert errechnet sich aus $\$ 100\,000 \cdot [6/r + (1 - 6/r) \cdot (1 + 0,01 \cdot r/2) - 20]$, wobei r für den Referenzzinssatz der ISDA für 10-Jahres-US-Zinsswaps am letzten Handelstag, ausgedrückt als Prozentwert, steht. Läge z.B. der ISDA-Referenzzinssatz bei 5¼%, dann wäre r 5,25. Der Verfallspreis des Kontrakts ist der endgültige Abwicklungswert, aufgerundet auf das nächste Viertel eines Zweiunddreissigstels eines Punktes.

Abwicklung

Der Nominalpreis einer Handelseinheit am letzten Handelstag basiert auf dem ISDA-Referenzzinssatz für einen 10-Jahres-US-Zinsswap am letzten Handelstag, so wie er am darauf folgenden Geschäftstag vom Federal Reserve Board in der täglichen Aktualisierung der statistischen Veröffentlichung H.15 publiziert wird.

Tabelle 4.1

Der aktive Handel an einer zentralisierten Futures-Börse brächte einige Vorteile mit sich. Erstens wäre eine vorzeitige Glättstellung von Kontrakten administrativ einfacher zu bewältigen, da sie jeweils nur eine gegenläufige Transaktion an der Börse erfordert (die Kontrakte sind identisch). Zweitens würde es die Standardisierung der börsengehandelten Kontrakte den Händlern ermöglichen, ihre Transaktionen schneller und zu niedrigeren Kosten abzuwickeln. Drittens könnte die wachsende Besorgnis über das Adressenausfallrisiko einige Marktteilnehmer veranlassen, Risiken lieber gegenüber einem Clearing-Haus mit AAA-Rating als einer handelnden Bank mit niedrigerer Bonitätseinstufung einzugehen. Viertens sollte die Möglichkeit, Swaps an einer Börse zu handeln, den Marktzugang für die Teilnehmer verbessern, für die er aus Bonitätsgründen eingeschränkt war. Marktteilnehmer, die keine Risikoeinstufung aufweisen bzw. keine Anlagequalität besitzen, müssen Swaphändlern oftmals je nach ihrer Kreditqualität einen kleinen Renditeaufschlag (in Form von höheren Geld-Brief-Spannen) zahlen. Mit dem Handel an der Börse, bei dem das Adressenausfallrisiko durch strenge Einschusserfordernisse auf ein Minimum reduziert wird, könnten diese Teilnehmer den Aufschlag vermeiden und so ihre Transaktionen auf Basis des marktüblichen Satzes (des ISDA-Satzes, also des mittleren Marktkurses für

Vorteile durch
Handels-
zentralisierung

Transaktionen unter Händlern) abwickeln. Der erfolgreiche Marktzugang von Kontrahenten mit niedrigerer Bonitätseinstufung könnte zwar Auswirkungen auf die Gewinnmargen der bisherigen ausserbörslichen Marktteilnehmer haben, er könnte aber auch dem weiter gefassten Swapmarkt zusätzliche Tiefe und Liquidität verschaffen.

CBOT-Kontrakt an sich sinnvolle Innovation ...

Neben den Vorteilen, die beim Handel einem zentralisierten Markt entstehen, dürfte der CBOT-Swapkontrakt an sich eine sinnvolle Innovation sein. Erstens dürfte der Kontrakt potenziell eine wirksame Absicherung für nicht staatliche Verbindlichkeiten darstellen, indem er das Basisrisiko bei Wertpapieren von staatlich unterstützten Körperschaften und Unternehmen sowie bei hypothekenunterlegten Wertpapieren minimiert.¹¹ Zweitens dürften Swap-Futures Möglichkeiten für Spread-Geschäfte zwischen Swaps und anderen CBOT-Kontrakten mit ähnlichen Laufzeiten schaffen. Die Ausgestaltung des Swapkontrakts ähnelt bei gleichem Nominalwert und Kupon der eines gewöhnlichen Futures auf Staatsanleihen oder auf Anleihen staatlich unterstützter Körperschaften. Drittens dürfte der Swapkontrakt bestehende Handelsvehikel ergänzen. So verfügt der Kontrakt bei ähnlichem Verfalltermin und Barabwicklung teilweise über die gleichen Merkmale wie die Eurodollar-Futures, die an der CME gehandelt werden. Eurodollar-Futures können dazu benutzt werden, die festverzinslichen oder variabel verzinslichen Seiten von Swapkontrakten nachzubilden. Dies ist allerdings nur bis zu einer Laufzeit von 5 Jahren möglich, weil danach die Liquidität drastisch zurückgeht. Der neue Swapkontrakt sollte dazu beitragen, eine Lücke in der Marktliquidität zu schliessen, mit positiven Folgewirkungen für den Swapmarkt insgesamt.¹²

... aber Erfolg wird weitgehend von Liquidität abhängen

Selbstverständlich wird viel davon abhängen, ob der Swap-Future ausreichend Liquidität anziehen kann. Durch die Entwicklung einer Reihe potenziell vielversprechender Kontrakte, wie Futures auf staatlich unterstützte Körperschaften und auf Hypotheken, hat sich das CBOT in den vergangenen Jahren bemüht, das Geschäft mit US-Schatztitelprodukten zu diversifizieren. Aufgrund unzureichender Liquidität hielt sich deren Wert als Absicherungs- und Handelsinstrumente jedoch in Grenzen.

¹¹ Der Kontrakt ist nicht den besonderen Verzerrungen des US-Schatztitelmarktes ausgesetzt, wie z.B. Ungleichgewichte von Angebot und Nachfrage sowie „spezielle“ Zinssätze bei Wertpapierpensionsgeschäften.

¹² Eines der besonders attraktiven Merkmale des Swapkontrakts ist, dass er die gleiche Konvexität aufweist wie Anleihen am Kassamarkt und Zinsswaps. Dies ist bei den Eurodollar-Futures nicht der Fall, da deren Preisstruktur zu einer linearen Duration führt (da sich der Kontraktpreis berechnet aus $100 - \text{Satz} = \text{Preis}$).