

Der Markt für Euro-Zinsswaps¹

Der Markt für Euro-Zinsswaps gehört zu den grössten und liquidesten Finanzmärkten weltweit. So entwickelt sich die Swapkurve derzeit zur herausragenden Benchmark-Zinsertragskurve an den Euro-Finanzmärkten, die nun häufig sogar für einige Staatsanleihen herangezogen wird. Allerdings bewirkt die gegenwärtige Struktur des Swapmarktes, dass hier die Liquidität gegenüber Marktanspannungen nicht so widerstandsfähig ist wie an den grösseren Märkten für Staatsanleihen und Futures.

Grösse und Wachstum des Swapmarktes

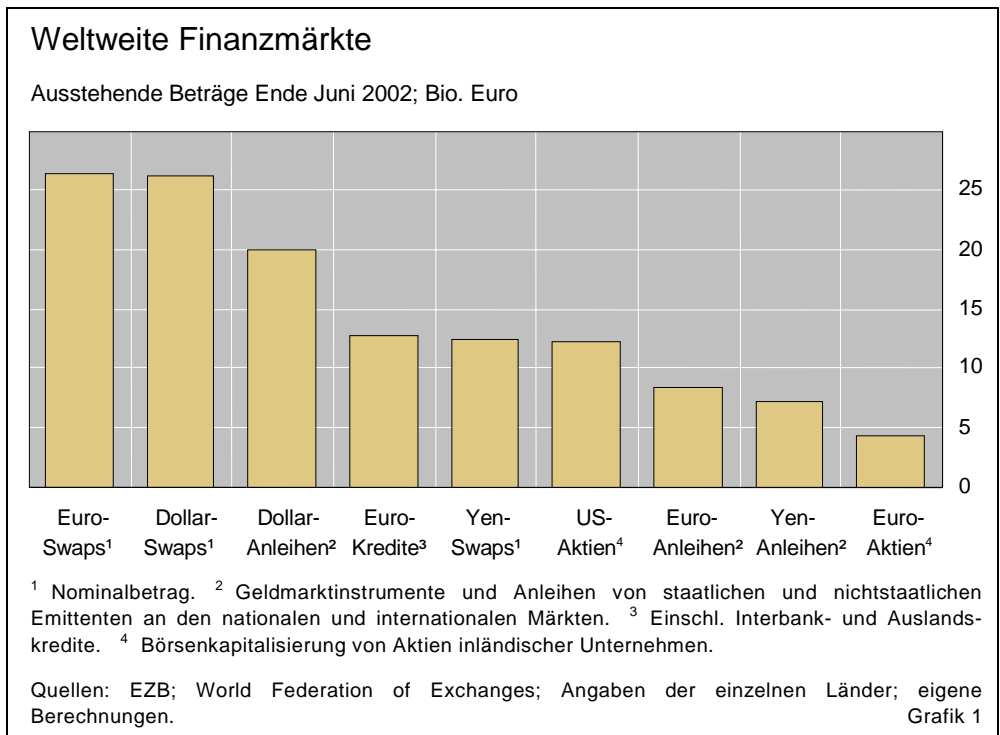
Ein Zinsswap ist eine Vereinbarung zwischen zwei Parteien zum Austausch von Zinszahlungsströmen. Dabei wird ein Strom von Zahlungen gewöhnlich auf Basis eines festen Zinssatzes berechnet, während der andere Strom auf einem variablen Zinssatz beruht. Es werden nur die Nettzahlungsströme ausgetauscht, nicht aber der Nominalbetrag, auf dessen Grundlage die Zinszahlungen berechnet werden. Ein Forward Rate Agreement (FRA) entspricht einem Zinsswap über einen Zeitraum, in dem nur einmal Zinszahlungen ausgetauscht werden. Ein Swap kann deshalb als ein Portfolio von FRAs bezeichnet werden.

Die ausserbörslichen Märkte für auf Euro und US-Dollar lautende Zinsderivate sind, gemessen am ausstehenden Nominalbetrag, die weltweit grössten Finanzmärkte (Grafik 1). Der nominale Bestand an auf Euro lautenden Zinsswaps und FRAs belief sich Ende Juni 2002 auf €26,3 Bio. Der Bestand an US-Dollar-Kontrakten war mit €26,2 Bio. nur unwesentlich kleiner.

Bereits vor Beginn der europäischen Währungsunion waren die Märkte für Zinsswaps in verschiedenen der im Euro aufgegangenen Währungen, insbesondere in D-Mark und französischen Francs, gross und rasch expandierend. Seit Einführung der Einheitswährung hat sich der Umsatz am Euro-Swapmarkt nahezu verdoppelt (Grafik 2). Dabei übertraf das Wachstum des Euro-Swapmarktes bei weitem das Wachstum der Märkte für Euro-Anleihen und Euro-Kredite, deren Umsatz von Ende Dezember 1998 bis Ende Juni 2002 um etwa 40% bzw. 25% zunahm. Allerdings legte der US-Dollar-Swapmarkt noch

Der Umsatz am Euro-Swapmarkt hat sich seit 1999 verdoppelt

¹ Das Feature gibt die Meinung der Autoren wieder, die sich nicht unbedingt mit dem Standpunkt der BIZ deckt.



stärker zu und expandierte sogar um 170%. Damit erreichte er Ende Juni 2002 annähernd das gleiche nominale Volumen wie der Euro-Swapmarkt, nachdem er unmittelbar vor Beginn der Währungsunion noch deutlich kleiner gewesen war.

Swaps als Benchmarkinstrumente

Das Wachstum des Euro-Swapmarktes wurde durch Absicherungs- und Positionierungsgeschäfte angetrieben. Nach Beginn der Währungsunion erlangten Swaps an den Euro-Finanzmärkten schnell Benchmarkstatus und lösten damit einige der Referenzinstrumente in den im Euro aufgegangenen Währungen bei der Preisfindung für die zukünftigen kurzfristigen Zinssätze ab.

Die Einführung des Euro bewirkte einen sprunghaften Anstieg der Emission von Euro-Anleihen. Dies wiederum verstärkte die Arbitrage- und Absicherungsgeschäfte von Emittenten, Händlern und Anlegern. An den europäischen Märkten wurden zur Absicherung von nichtstaatlichen Anleihen bereits zu Beginn der neunziger Jahre Zinsswaps verwendet, also einige Jahre früher als an den US-Dollar- und anderen Märkten. Damals waren Finanzinstitute die dominierenden nichtstaatlichen Emittenten an den europäischen Märkten, und demzufolge ähnelten sich die qualitativen Bedingungen an den nichtstaatlichen Anleihemärkten und den Swapmärkten. Deshalb gingen die Teilnehmer an den europäischen Märkten dazu über, ihre Kreditinstrumente mit Swaps abzusichern.

Die Fragmentierung der europäischen Märkte für Staatstitel verstärkte den Anreiz, Swaps einzusetzen, um auf Zinsbewegungen zu spekulieren bzw. sich dagegen abzusichern. Der Markt für unbesicherte Interbankeinlagen war einer der ersten Euro-Finanzmärkte, der nach Beginn der europäischen Währungs-

Swaphandel angetrieben durch Absicherungsgeschäfte ...

... die Fragmentierung der europäischen Märkte für Staatsanleihen ...

union zusammenwuchs. Angesichts der Tatsache, dass Swapsätze Erwartungen im Hinblick auf zukünftige Interbanksätze verkörpern, fand in der Folge auch eine rasche Integration der Swapmärkte in den im Euro aufgegangenen Währungen statt. Tatsächlich entstand praktisch über Nacht eine einheitliche Euro-Swapkurve. So können Leerpositionen – Positionen, die in Erwartung steigender Zinsen eingegangen werden – am Swapmarkt relativ einfach aufgebaut werden, indem der Teilnehmer die Rolle des „Festzinszahlers“ innerhalb des Swaps übernimmt. Im Gegensatz dazu war es an den Märkten für besicherte Instrumente, insbesondere am allgemeinen besicherten Repo-Markt, schwieriger, die vor der Währungsunion charakteristische Segmentierung zu überwinden. Zu den noch bestehenden Hindernissen für eine vollständige Integration der Märkte für europäische Staatstitel zählen Unterschiede in den Bonitätseinstufungen der Staaten, den Abrechnungssystemen, der Besteuerung und den Marktkonventionen (EZB 2001b). Deshalb existiert auch noch kein einheitlicher Markt für allgemeine besicherte Repo-Geschäfte; die Marktteilnehmer müssen vor Geschäftsabschluss immer noch das Schuldnerland der Staatstitel angeben, die sie als Sicherheit verwenden (EZB 2001a). Dies erschwert die Verwendung solcher Papiere zur Absicherung gegen bzw. Spekulation auf Zinsbewegungen.

... und traumatische
Marktereignisse

Der Wechsel zu Swaps wurde durch eine Reihe traumatischer Marktereignisse in den späten neunziger Jahren begünstigt. Die Ereignisse um den Beinahezusammenbruch von Long-Term Capital Management im September 1998 verdeutlichten die Risiken, die mit der Verwendung von Staatsanleihen und entsprechenden Derivaten zur Absicherung von Positionen in Wertpapieren nichtstaatlicher Emittenten verbunden sind. Bis dahin war dies eine alltägliche Strategie unter Händlern gewesen, die allerdings im US-Dollar-Markt stärker verbreitet war als im Euro-Markt. Eine ähnliche Signalwirkung hatten die Liquiditätsengpässe bei Futures auf deutsche Staatsanleihen in den Jahren 1998 bis 2002. Auch der zeitweilige Anstieg der Knappheitsprämien auf Euro-Staatstitel während der Auktionen von UMTS-Mobilfunklizenzen im Jahr 2000 verringerte die Attraktivität derartiger Anleihen für Absicherungs- und Positionierungsgeschäfte.

Kräftige Zunahme
des Handels mit
kurzfristigen
EONIA-Swaps

Overnight Index Swaps (OIS) haben sich zu besonders gängigen Absicherungs- und Positionierungsvehikeln an den Euro-Finanzmärkten entwickelt. Bei einem OIS handelt es sich um einen Swap von Festzins gegen variablen Zins, bei dem letzterer an einen Index für Tages-Interbanksätze gebunden ist.² Am Euro-Markt werden OIS überwiegend auf den EONIA-Satz (Euro OverNight Index Average) bezogen – einen gewichteten Durchschnitt vertraglich vereinbarter Zinssätze für unbesicherte Tageskredite am Interbankmarkt des Euro-Raums. Der Handel mit EONIA-Swaps konzentriert sich insbesondere auf Laufzeiten bis zu drei Monaten, und die EONIA-Swapsätze gelten allgemein als

² Ein wichtiger Unterschied zwischen einem OIS und einem klassischen Zinsswap ist der, dass die zinsvariable Seite eines OIS erst bei Fälligkeit bestimmt und ausgezahlt wird. Bei einem klassischen Zinsswap wird die zinsvariable Seite an einem Abrechnungsdatum festgelegt und am darauffolgenden ausgezahlt, d.h. sie wird im Voraus festgelegt und rückwirkend ausgezahlt.

die herausragende Benchmark am kurzen Ende der Euro-Renditenstrukturkurve. Banken, Pensionsfonds, Versicherungsunternehmen, Geldmarktfonds und Hedge-Fonds machen allesamt umfangreichen Gebrauch von EONIA-Swaps, um sich gegen Veränderungen der kurzfristigen Zinssätze abzusichern bzw. darauf zu spekulieren (EZB 2001a, 2002). OIS werden auch in US-Dollar und anderen wichtigen Währungen gehandelt, haben in diesen Märkten allerdings keinen Benchmarkstatus erlangt.

Der Benchmarkstatus der Euro-Swapkurve zeigt sich in der Quotierungspraxis für Unternehmensanleihen, die oftmals von der Kreditqualität des Emittenten und der Nationalität des Anlegers abhängt. So werden Euro-Anleihen, die von Schuldern mit „investment grade“ emittiert wurden, gewöhnlich mit einem Spread gegenüber der Swapkurve notiert. Die Preise für Unternehmensanleihen unterhalb „investment grade“ werden dagegen direkt als Renditen notiert. Auch am US-Dollar-Markt werden Zinsswaps zunehmend als Benchmarkinstrumente verwendet (McCauley 2001). Diese Entwicklung ist dort jedoch weniger weit vorangeschritten als am Euro-Markt. So ziehen es viele US-Anleger immer noch vor, auf US-Dollar lautende Unternehmensanleihen gegenüber der Renditenstrukturkurve der US-Schatztitel und nicht gegenüber der Swapkurve zu notieren.

Umsatz von Zinsinstrumenten				
Durchschnittlicher Tagesumsatz in Mrd. Euro				
	Gesamtumsatz ¹		Davon: Futures-Umsatz	
	April 1998	April 2001	April 1998	April 2001
Euro-Markt				
Zinsswaps ^{2,3}	112	260	...	1
EURIBOR-Futures ⁴	...	...	198	404
Deutsche Staatstitel ⁵	99	202	76	150
Italienische Staatstitel	316	195	14	...
Französische Staatstitel	110	130	6	15
US-Dollar-Markt				
Zinsswaps ^{2,6}	54	156	...	...
LIBOR-Futures	...	...	465	958
US-Staatstitel	253	396	54	63
Yen-Markt				
Zinsswaps ²	16	28	...	...
LIBOR-Futures	...	...	83	29
Japanische Staatstitel	111	195	26	32

¹ Handel an den Geld-, Anleihe- und Futures-Märkten. ² Einschl. Forward Rate Agreements (FRAs). ³ Die LIFFE führte im März 2001 den Handel mit Futures auf Euro-Swaps ein. ⁴ Die Daten für 1998 basieren auf Futures-Kontrakten auf DM-LIBOR, Lira-LIBOR, MIBOR, PIBOR und RIBOR. ⁵ Die Daten für die Geld- und Anleihemarktumsätze basieren lediglich auf den meistgehandelten Anleihen im System von Euroclear und dürften den Kassamarkumsatz deutscher Staatsanleihen deutlich unterzeichnen. Die Daten für den Umsatz am Kassamarkt im Jahr 2001 beziehen sich auf den Monat Januar. ⁶ Das Chicago Board of Trade begann im Oktober 2001 mit Futures auf US-Dollar-Swaps zu handeln, die Chicago Mercantile Exchange und die LIFFE im April bzw. Juli 2002.

Quellen: Euroclear; FOW TRADEdata; Futures Industry Association; Angaben der einzelnen Länder; eigene Berechnungen.

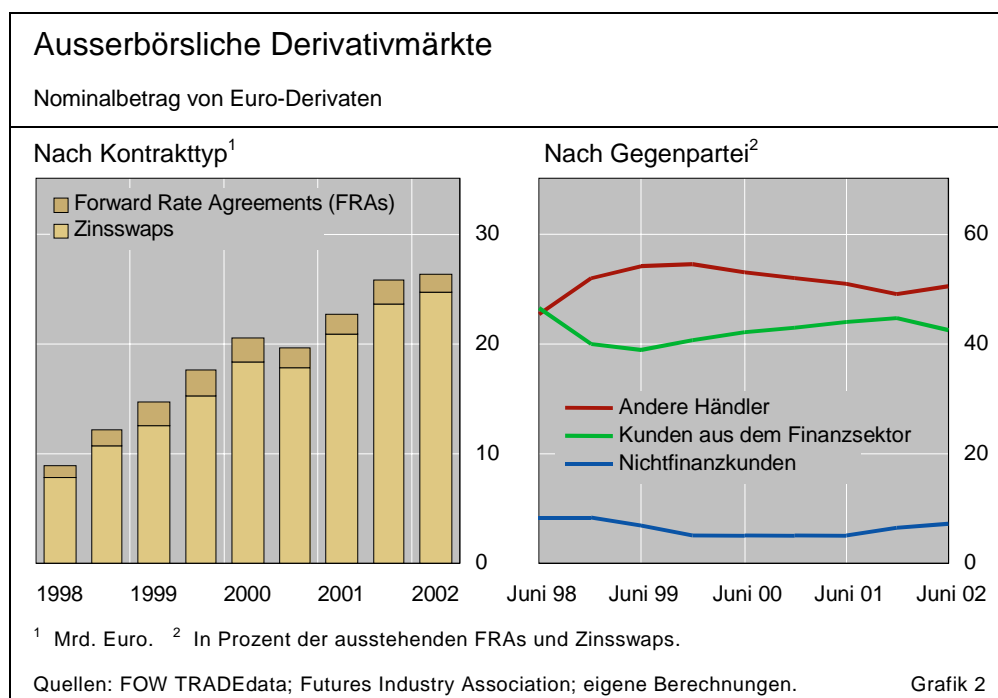
Tabelle 1

Ungeachtet des Wachstums des Euro-Swapmarktes werden nach wie vor Futures-Kontrakte häufig als Absicherungs- und Positionierungsvehikel verwendet. Der Handel mit auf Euro lautenden Geldmarkt- und Anleihemarkt-Futures expandierte im Vorfeld und in den Jahren unmittelbar nach der Einführung der Einheitswährung stark (Tabelle 1). Kontrakte, die auf dem 3-Monats-EURIBOR – einem „getrimmten“ (um Extremwerte bereinigten) Durchschnitt von Zinsnotierungen für Termineinlagen am Interbankmarkt des Euro-Raums – basieren und an der London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE) gehandelt werden, sind die mit Abstand meistgehandelten Futures auf kurzfristige Zinssätze am Euro-Markt. Kontrakte, die auf deutschen Staatsanleihen basieren und an der Eurex gehandelt werden, dominieren bei den Euro-Futures auf langfristige Zinssätze.

Teilnehmer am Swapmarkt

Swaps werden von einem zunehmend breiteren Teilnehmerspektrum verwendet ...

Dem Wachstum des Euro-Swapmarktes steht ein zunehmend breiteres Teilnehmerspektrum gegenüber, das Zinsswaps einsetzt. Im Vorfeld der europäischen Währungsunion wuchs der Euro-Swapmarkt vor allem aufgrund des Geschäfts zwischen Händlern. Ende 1998 machten Positionen gegenüber anderen Händlern 52% des ausstehenden Nominalbetrags von Zinsswaps und FRAs in Euro aus. Seit 1999 hat das Händler-Kunden-Segment zunehmend an Bedeutung gewonnen (Grafik 2). Ende Juni 2002 erreichten die Positionen gegenüber Kunden aus dem Finanzsektor 42%, die Positionen gegenüber Nichtfinanzkunden 7% des ausstehenden Nominalbetrags von Zinsswaps und FRAs in Euro. Im Vergleich hierzu machten im US-Dollar-Swapmarkt die Positionen gegenüber Kunden aus dem Finanzsektor 41% und die Positionen gegenüber Nichtfinanzkunden 15% der ausstehenden Kontrakte aus. Mit 45%



ist der Anteil der Positionen gegenüber anderen Händlern im US-Dollar-Swapmarkt geringer als im Euro-Swapmarkt (51%), was sich teilweise mit der höheren Konzentration im US-Dollar-Swapmarkt erklären lässt, die bewirkt, dass Händler mehr Transaktionen intern statt mit anderen Händlern glattstellen.

Sogar europäische Staaten verwenden inzwischen Zinsswaps für ihr Risikomanagement. So setzt Frankreich seit Oktober 2001 Swaps ein, um die durchschnittliche Laufzeit der Staatsverschuldung zu verringern.³ Ende Juli 2002 hatte das Land Swaps mit einem Nominalbetrag von insgesamt € 61 Mrd. abgeschlossen. Dies entspricht etwa 8% der ausstehenden französischen Staatsschuld. Deutschland verwendet Swaps, um seine Zinskosten zu senken. Zum heutigen Zeitpunkt ist das Land berechtigt, bis zu € 20 Mrd., rund 3% der ausstehenden deutschen Staatsschuld, im Rahmen von Swaps zu tauschen. Auch die Niederlande, Italien und Spanien sind aktive Teilnehmer am Euro-Swapmarkt. Das Auftreten von Staaten am Markt für Zinsswaps hat in der Regel eine Obergrenze für Euro-Swapsreads geschaffen. Immer dann, wenn sich die Spanne zwischen den Renditen von Staatsanleihen und den Swaprenditen ausweitet, ist es für Staaten lohnend, sich einen Festzins am Swapmarkt zu sichern.

... einschliesslich
europäischer
Staaten

Obwohl das Teilnehmerspektrum am Swapmarkt breiter wird, geht die Zahl der Finanzintermediäre zurück. Swaps werden fast ausschliesslich ausserbörslich gehandelt, weshalb Händlern am Swapmarkt eine Schlüsselrolle zukommt. Aufgrund der traditionellen Präferenz der Kunden für erstklassige Gegenparteien wurde der ausserbörsliche Swapmarkt lange von einigen wenigen Händlern mit höherer Bonitätseinstufung dominiert. So waren die wichtigsten Händler zumeist Geschäftsbanken, die zumindest über ein AA-Rating verfügten.⁴ In den letzten Jahren hat sich der Konzentrationsprozess bei den Händlern am ausserbörslichen Markt aufgrund von Fusionen und Übernahmen noch verstärkt. So belief sich nach der Fusion der Chase Manhattan mit J.P. Morgan im Jahr 2000 der Anteil der fusionierten Einheit am weltweiten ausserbörslichen Markt für Zinsderivate auf etwa 25%. Am EONIA-Swapmarkt hatten im zweiten Quartal 2001 die fünf grössten Händler einen Anteil von 48% und die zwanzig grössten Händler einen Anteil von 88% am Gesamtumsatz (EZB 2002). Andere Segmente des Marktes für Euro-Zinsswaps wiesen mit einem Umsatzanteil der fünf grössten Händler von 60% eine noch stärkere Konzentration auf. Allerdings ist die Konzentration am Euro-Swapmarkt geringer als am US-Dollar-Swapmarkt. Dort halten zwei Banken nahezu drei Viertel aller Zinsderivate, die bei US-Banken verbucht sind; die fünf grössten Banken halten mehr als 90% der ausstehenden Kontrakte.

Finanz-
intermediation
jedoch auf einige
wenige Händler
konzentriert

³ Aufgrund von Bedenken hinsichtlich des Niveaus und der Volatilität der Swapsreads suspendierte Frankreich im September 2002 vorübergehend sein Swap-Programm.

⁴ Wertpapierhäuser haben tendenziell eine niedrigere Bonitätseinstufung als Banken (in der Regel ein A-Rating). Ende der achtziger und zu Beginn der neunziger Jahre gründeten eine Reihe von Wertpapierhäusern für ihr Derivatgeschäft Tochtergesellschaften, die mit einem Triple-A-Rating ausgestattet waren. Diesen Tochtergesellschaften gelang es jedoch nie, einen nennenswerten Marktanteil zu erobern.

Marktanteile der grössten Swaphändler			
In Prozent des Nominalbetrags ausstehender Swaps Ende Juni 2002			
Hauptsitz der Händler ¹	Euro-Swaps ²	Dollar-Swaps ²	Yen-Swaps ²
Euro-Raum	45,8	24,2	19,5
Deutschland	20,5	13,1	11,0
Deutsche Bank, Dresdner Bank, Commerzbank, HypoVereinsbank			
Frankreich	14,7	7,1	7,3
BNP Paribas, Société Générale, Crédit Agricole			
Belgien, Italien, Niederlande	10,6	4,0	1,2
ABN AMRO, Rabobank			
USA	35,0	53,8	37,2
J.P. Morgan Chase, Bank of America, Citigroup, Goldman Sachs, Merrill Lynch			
Japan	2,0	4,5	33,1
Fuji Bank, Bank of Tokyo-Mitsubishi, Sumitomo Bank			
Kanada, Schweden, Schweiz, Vereinigtes Königreich	17,2	17,4	10,3
UBS, Royal Bank of Scotland, Barclays, HSBC			
<i>Nachrichtlich: Nominalbetrag in Mrd. Euro</i>	<i>26 322</i>	<i>26 247</i>	<i>12 507</i>
¹ Jeder der angegebenen Händler hielt Ende 2001 ausstehende Swapkontrakte in der Höhe von mindestens € 1 Mrd. ² Zinsswaps und FRAs.			
Quellen: Swaps Monitor; Angaben der einzelnen Länder; eigene Berechnungen.			Tabelle 2

Banken mit Hauptsitz im Euro-Raum sind die aktivsten Händler am Euro-Swapmarkt; auf sie entfielen Ende Juni 2002 46% des Nominalbetrags ausstehender Kontrakte (Tabelle 2). Die grössten Händler unter den Banken des Euro-Raums sind die deutschen Banken mit einem Marktanteil von 21%, gefolgt von den französischen Banken mit 15%. Der Anteil der US-Banken am Euro-Swapmarkt lag Ende Juni 2002 bei 35%. Im Vergleich dazu belief sich der Anteil der US-Banken am US-Dollar-Swapmarkt auf 54%. Während japanische Banken sowohl im Euro- als auch im US-Dollar-Swapmarkt nur eine geringfügige Rolle spielen, erreichen sie im Yen-Swapmarkt einen Anteil von 33%.

Preisgestaltung von Euro-Swaps

Die Preisgestaltung von Zinsswaps hängt im allgemeinen von dem Zinssatz ab, der für die zinsvariable Seite des Kontrakts verwendet wird. Die Rendite der festverzinslichen Seite sollte Erwartungen über die künftige Entwicklung des variablen Zinssatzes innerhalb der Kontraktlaufzeit und über das mit der Volatilität dieses Zinssatzes verbundene Risiko beinhalten. Bei Euro-Swaps hängt die Wahl des variablen Zinssatzes gewöhnlich von der Kontraktlaufzeit ab. Wie oben ausgeführt, ist der EONIA-Satz bei kurzfristigen Swaps die gängigste Basis für die zinsvariable Seite. Nach Beginn der Währungsunion hatte zunächst der EURIBOR als Referenzsatz die grösste Bedeutung. Im Jahr

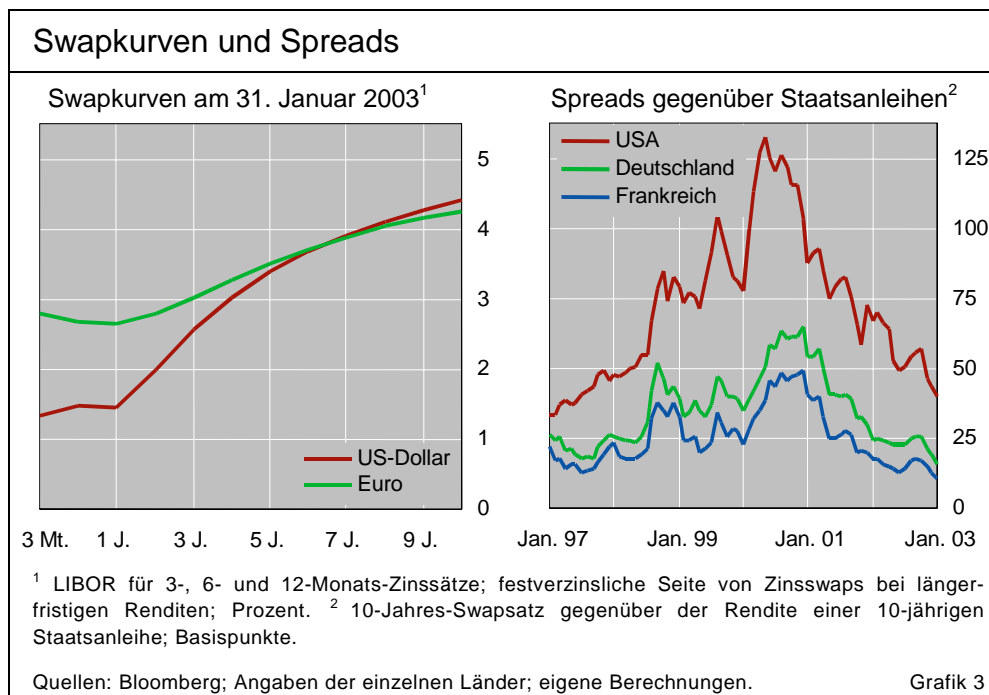
EONIA und EURIBOR als gängigste Referenzsätze

2000 hatte ihn jedoch der EONIA-Satz am kurzen Ende der Swapkurve abgelöst. Für längerfristige Swaps ist der EURIBOR nach wie vor die Hauptreferenz. Die Basiswerte sowohl für den EONIA-Satz als auch für den EURIBOR sind unbesicherte Interbankeinlagen, und dementsprechend spiegeln diese Sätze ein gewisses Kreditrisiko wider. Tatsächlich weisen die meisten Banken, die in den EONIA- und EURIBOR-Sätzen berücksichtigt werden, ein AA-Rating auf (BIZ 2001).

Gemäss den Absprachen zur Preisgestaltung für Euro-Swaps werden die Notierungen in Form der Renditen gestellt, die die Festzinszahlungen der jeweiligen Kontrakte angeben. Dagegen sehen die entsprechenden Absprachen für US-Dollar-Swaps normalerweise eine Notierung in Form von Renditenaufschlägen gegenüber US-Schatzpapieren vor. Daher wird vielleicht der Preis eines 5-jährigen Euro-Swaps mit 4% ohne Bezugnahme auf die Rendite einer Staatsanleihe notiert, während ein 5-jähriger US-Dollar-Swap z.B. mit 50 Basispunkten über der Rendite des 5-jährigen US-Schatztitels notiert wird.⁵

Die Renditen von Euro-Swaps liegen trotz ihres Benchmarkstatus tendenziell über den Renditen der liquidesten Staatsanleihen mit Triple-A-Rating in allen Laufzeiten, ähnlich wie die Renditen von US-Dollar-Swaps zumeist über den Renditen von US-Schatzpapieren liegen. So lag der Festzinssatz für Euro-Swaps mit 10-jähriger Laufzeit Ende Januar 2003 etwa 20 Basispunkte über der Rendite der 10-jährigen deutschen Bundesanleihe (Grafik 3). Swapsätze sind gewöhnlich höher als die Renditen von Schuldtiteln mit Triple-A-Rating, da

Swapsätze mit Prämie für das Gegenparteirisiko



⁵ Es ist zu präzisieren, dass US-Dollar-Swaps von Händlern in New York üblicherweise in Form von Renditenaufschlägen notiert werden, von Händlern in London dagegen eher in Form von Renditen.

sie eine Prämie für das Gegenparteirisiko enthalten, mit dem die wichtigsten Händler häufig behaftet sind. Möglich ist allerdings auch, dass sich der Spread verringert, wenn die Kreditwürdigkeit eines Landes plötzlich geringer eingeschätzt wird. Beispielsweise haben fiskalpolitische Schwierigkeiten in Deutschland offenbar dazu beigetragen, dass der Spread zwischen Euro-Swaps und deutschen Staatsanleihen in den Jahren 2001 und 2002 kleiner wurde (Artus und Teiletche 2003).

In der Vergangenheit konnte ein Kunde das Gegenparteirisiko mindern, indem er seine Positionen unter verschiedenen Händlern streute. Nachdem sich infolge der Konsolidierung im Finanzsektor die Zahl der aktiven Swap-Händler verringert hat und die Bonitätseinstufungen der verbliebenen Händler herabgesetzt wurden, haben sich die tägliche Abwicklung und insbesondere die Besicherung zu einer gängigen Praxis entwickelt. Der weitverbreitete Einsatz dieser Mechanismen zur Verminderung des Gegenparteirisikos führte zu geringeren und stabileren Swapspreeds. Trotzdem kann das Gegenparteirisiko nach wie vor den Swapmarkt zeitweise in Unruhe versetzen. So verursachten Bedenken hinsichtlich der Bonität verschiedener grosser US-Banken – auch bedeutender Derivativhändler – im Juli 2002 einen Anstieg der US-Dollar-Swapspreeds und in geringerem Ausmass auch der Euro-Swapspreeds (BIZ 2002b).

Zu weiteren möglichen Einflussfaktoren der Swapspreeds zählen das allgemeine Zinsniveau und die Neigung der Renditenstrukturkurve. Allerdings ist der ökonomische Zusammenhang, der sich hinter diesen Faktoren verbirgt, nur undeutlich zu erkennen. Zudem ist im Zeitverlauf die Beziehung zwischen den Faktoren und den Swapspreeds tendenziell instabil. Die Liquidität war zwar in der Vergangenheit ein Faktor, doch – wie unten ausgeführt – ist die Liquidität am Euro-Swapmarkt heute derart hoch, dass die Renditen in der Regel nicht durch Ungleichgewichte von Angebot und Nachfrage bestimmt werden.

Marktliquidität

Bereits vor der Währungsunion war die Liquidität an den europäischen Swapmärkten recht hoch. Nach Einführung der Einheitswährung nahm sie noch zu. Einige Marktteilnehmer verwendeten Zinsswaps als Absicherungs- und Positionierungsvehikel, was die Bereitschaft anderer Marktteilnehmer erhöhte, es ihnen gleichzutun. Daraus entwickelt sich eine Eigendynamik, die die Liquidität an bereits liquiden Märkten zusätzlich steigert.

Der Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (2000) definiert einen liquiden Markt als einen Markt, an dem Teilnehmer grossvolumige Transaktionen rasch und mit nur geringer Preiswirkung durchführen können. Es existieren wenigstens drei Dimensionen von Marktliquidität: Marktbreite, Markttiefe und Widerstandsfähigkeit. Für den Grad an Marktbreite ist der Unterschied zwischen Kauf- und Verkaufspreis ausschlaggebend. Markttiefe bezieht sich auf den Umfang der Transaktionen, die ohne Preiswirkung durchgeführt werden können. Widerstandsfähigkeit bezeichnet, wie schnell die Preise nach vorübergehenden Order-Ungleichgewichten zum Normalwert zurückkehren.

Die verfügbaren Daten deuten darauf hin, dass Euro-Swaps zu den liquiden Instrumenten gehören, die an den Euro-Finanzmärkten zur Verfügung stehen. So sind EONIA-Swaps das liquideste Segment des Euro-Geldmarktes (EZB 2001a). Am Händlermarkt für Laufzeiten bis zu drei Monaten werden regelmässig EONIA-Swaps über €2 Mrd. gehandelt, und deutlich höhere Transaktionen sind keine Seltenheit. Die Geld-Brief-Spannen betragen üblicherweise einen Basispunkt. Die alle drei Jahre durchgeführte Zentralbankerhebung über das Geschäft an den Devisen- und Derivatmärkten zeigt, dass der durchschnittliche Tagesumsatz von in Euro denominierten ausserbörslichen Zinskontrakten von April 1998 bis April 2001 auf €231 Mrd. stieg, nahezu eine Verdoppelung (BIZ 2002a). 2001 übertraf der Umsatz von Swaps und FRAs in Euro den Umsatz aller anderen Zinsprodukte mit Ausnahme von Geldmarkt-Futures, US-Schatzpapieren und (wahrscheinlich) deutschen Staatsanleihen (Tabelle 1). Dieses Wachstum dürfte grösstenteils auf den Handel mit EONIA-Swaps zurückzuführen sein.

EONIA-Swaps als liquidestes Segment des Euro-Geldmarktes ...

Für Laufzeiten von mehr als zwei Jahren jedoch verfügt der Euro-Swapmarkt weder über die Marktbreite noch über die Markttiefe der grösseren Märkte für europäische Staatsanleihen. Vereinzelt deuten darauf hin, dass die Geld-Brief-Spannen für Euro-Swaps grösser sind als für Staatsanleihen: ein Basispunkt für Swaps zwischen Händlern im Vergleich zu weniger als einem halben Basispunkt für die zuletzt emittierten deutschen Staatsanleihen. Auch die Notierungsvolumina sind geringer: ungefähr €100 Mio. für 5- und 10-jährige Swaps im Vergleich zu mindestens €150 Mio. für die zuletzt emittierten deutschen Bundesobligationen und Bundesanleihen. Das Geschäft mit längerfristigen Swaps macht nur einen Bruchteil des Geschäfts mit Futures-Kontrakten auf deutsche Staatsanleihen aus.

... aber Markt für Staatsanleihen bei längeren Laufzeiten liquider

Des Weiteren dürfte die Liquidität am Euro-Swapmarkt in Zeiten extremer Volatilität eher versiegen als an den grösseren Staatsanleihenmärkten. Insbesondere Zinsswaps sind immer noch weniger liquide, als sie es im Falle des organisierten Handels an einer Börse wären, wo eine zentrale Clearingstelle bei allen Geschäften als Gegenpartei fungieren könnte. In Phasen hoher Marktvolatilität, wenn die Unsicherheit über die Solidität von Finanzinstituten oftmals zunimmt, gibt das Gegenparteirisiko am meisten Anlass zur Sorge. Deswegen bestimmen Mechanismen zur Handhabung des Gegenparteirisikos die Liquidität bei Marktanspannungen entscheidend mit (Borio 2000). Unter der Voraussetzung, dass die Solidität der Clearingstelle gewährleistet ist, ist die Liquidität bei börsengehandelten Instrumenten gegenüber Marktanspannungen tendenziell widerstandsfähiger als bei ausserbörslich gehandelten Instrumenten (Ausschuss für das weltweite Finanzsystem 1999, Borio 2000).

Liquidität im ausserbörslichen Handel gegenüber Marktanspannungen weniger widerstandsfähig als im Börsenhandel

Massnahmen für eine stärkere Zentralisierung des Swapmarktes sind ergriffen worden. Anfang 2001 begann das London Clearing House, unterstützt von mehreren führenden Swaphändlern, mit dem Clearing und der Abwicklung von Zinsswaps in allen wichtigen Währungen. Etwa zur gleichen Zeit führte die LIFFE den Handel mit Futures-Kontrakten auf 2-, 5- und 10-jährige Euro-Swaps ein. Der Handel mit solchen Swap-Futures macht allerdings nur einen Bruchteil des weltweiten Swapgeschäfts aus (Tabelle 1). Im Gegensatz dazu

macht der Handel mit Futures-Kontrakten auf deutsche Staatsanleihen den grössten Teil des Geschäfts am Markt für deutsche Staatstitel aus.

Die Zukunft von Swaps

Noch ist unklar, ob Swaps den Benchmarkstatus von Staatsanleihen weiter erodieren und ihre Rolle als führendes Positionierungs- und Absicherungsvehikel an den Euro-Festzinsmärkten weiter festigen können. Neben der bereits erwähnten Problematik hinsichtlich des Gegenparteirisikos wird auch befürchtet, dass es angesichts der Beteiligung grosser Teilnehmer auf nur einer Seite des Marktes, wie es Staaten sind, leichter zu ganz bestimmten Veränderungen der Swaprenditen käme (beispielsweise zu einer Erhöhung des Basisrisikos) und Swaps somit als Absicherungsinstrumente weniger wirksam wären.

Zunehmende
Integration der
europäischen
Repo-Märkte

Schliesslich könnten Repo-Geschäfte den EONIA-Swaps ihren Benchmarkstatus am kurzen Ende der Euro-Renditenstrukturkurve streitig machen, wie dies am US-Dollar-Markt der Fall ist. Die Integration der schnell wachsenden europäischen Repo-Märkte nimmt stetig zu, im Wesentlichen aufgrund von Bemühungen der Marktteilnehmer, das Gegenparteirisiko zu begrenzen. Bemerkenswert ist hier insbesondere die Entwicklung eines Repo-Marktes mit drei Parteien, an dem die Abwicklung und die Verwaltung der Sicherheiten an eine zentrale Clearingstelle delegiert werden; dadurch kann eine Transaktion nämlich mit einem Wertpapierkorb unterlegt werden, der möglicherweise tiefer eingestufte, weniger liquide Wertpapiere enthält (EZB 2002). Am längeren Ende der Renditenstrukturkurve bleiben Staatsanleihen – nicht zuletzt aufgrund der gewaltigen Liquidität der Futures-Kontrakte auf deutsche Staatsanleihen – attraktive Benchmarkinstrumente.

Bibliografie

Artus, P. und J. Teiletche (2003): „Les mécanismes sous-jacents au resserrement des spreads dans la zone euro“, Sonderbericht von CDC Ixis, Januar.

Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (1999): *A review of financial market events in autumn 1998*, Basel, März.

——— (2000): *Market liquidity: research findings and selected policy implications*, Basel, März.

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2001): „The changing shape of fixed income markets“, in *BIS Papers*, Nr. 5, Basel, Oktober, S. 1-43.

——— (2002a): *Triennial central bank survey: foreign exchange and derivatives market activity in 2001*, Basel, März.

——— (2002b): „Überblick: Vertrauensverlust wächst und breitet sich aus“, *BIZ-Quartalsbericht*, September, S. 1-14.

Borio, C. (2000): „Marktliquidität und Anspannungen: Ausgewählte Fragen und ihre Bedeutung für die Gestaltung der Rahmenbedingungen“, *BIZ-Quartalsbericht*, November, S. 40-52.

Europäische Zentralbank (2001a): *The euro money market*, Frankfurt, Juli.

——— (2001b): *The euro bond market*, Frankfurt, Juli.

——— (2002): *Euro money market study 2001 (MOC)*, Frankfurt, Dezember.

McCauley, R. (2001): „Wandel bei den Referenzwerten am Geld- und Anleihemarkt“, *BIZ-Quartalsbericht*, März, S. 45-52.