

CSR-KOMMENTAR Nr. 11/2019

Wachsender Terminmarkt bei Bundesanleihen – Rückwirkung auf den Kassamarkt?

Termingeschäfte (oder auch Zeitgeschäfte genannt) sind Verträge, bei denen sich die Vertragspartner verpflichten, die gegenseitige Erfüllung von Zahlung und Lieferung über mehr als zwei Handelstage hinaus auf einen vereinbarten Zeitpunkt zu verschieben. Als Future bezeichnet man die börsengehandelte Form eines Termingeschäftes. Um die Liquidität und Transparenz dieser Produkte zu erhöhen und die Handelskosten zu senken, sind diese Kontrakte standardisiert und somit für eine viel höhere Schnittmenge der Marktteilnehmer von Interesse.

Der griechische Philosoph Thales hat als Erster die Notwendigkeit von Termingeschäften erkannt. Er befasste sich unter anderem mit Wetterprognosen und errechnete in seinen Werken, dass eine längere Hitzeperiode bevorsteht. Da sich dies besonders günstig für die Olivenernte auswirkt und zu seiner Zeit sehr viele Griechen ihren Lebensunterhalt als Olivenbauern verdienten, beschloss er bereits im Vorfeld sämtliche Olivenpressmaschinen für einen sehr niedrigen Preis zu mieten. Als die längere Hitzeperiode tatsächlich eintrat, konnte Thales seine Olivenpressmaschinen zu viel höheren Preisen weitervermieten.

Die ersten entwickelten Futures haben ihren Ursprung in der Landwirtschaft und im Mittelpunkt stand der Versicherungsgedanke. Erste historische Vorformen existierten bereits im 17. Jahrhundert an der Reisbörse von Osaka. Es ging dabei darum, eine festgelegte Menge Reis in bestimmter Qualität zu einem festgesetzten Preis an einem vorher bestimmten Datum zu kaufen bzw. zu verkaufen.

Heutzutage existieren zwei Gruppen von standardisierten Terminkontrakten: Finanzfutures (z.B. auf Aktien) oder Rohstofffutures (wie z.B. Erdöl) und der Versicherungsgedanke steht längst nicht immer im Vordergrund des Geschehens auf den Terminmärkten. Wie in dem Fall von Thales versuchen viele Marktteilnehmer durch ihre Prognosemodelle Trends im Vorfeld zu antizipieren bzw. Marktineffizienzen zu erkennen. Dies führt u.a. dazu, dass die Handelsumsätze an dem entsprechenden Kassamarkt von den Umsätzen an dem jeweiligen Terminmarkt stark abweichen können. Um diesen Effekt zu quantifizieren, wurde der Begriff „Open Interest“ erschaffen.

Das Open Interest bezeichnet die Summe aller offenen Positionen in einem Terminkontrakt. Da die Anzahl der gekauften und verkauften Kontrakte immer gleich ist, kann man vereinfacht sagen, dass das Open Interest der Summe aller offenen gekauften Kontrakte entspricht (also alle Long Positionen). Das Open Interest bleibt unverändert nach jeder Transaktion, welche eine Position eröffnet und eine andere glattstellt (Teilnehmer A verkauft seinen Kontrakt an Teilnehmer B) und steigt nach jeder Transaktion, welche sowohl beim Käufer als auch beim Verkäufer eine neue Position erzeugt (Teilnehmer A kauft erstmals einen Kontrakt und Teilnehmer B (leer)verkauft erstmals einen Kontrakt).

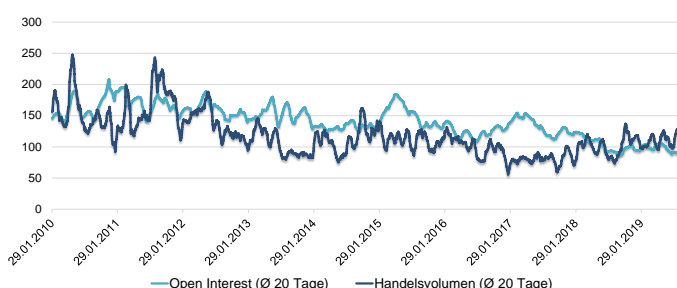


Abb.1 Generischer DAX Future, Anzahl Kontrakte (in Tsd.)
Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

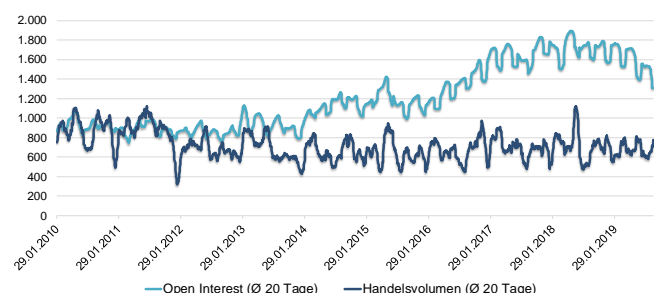


Abb.2 Generischer Euro-Bund-Future, Anzahl Kontrakte (in Tsd.)
Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

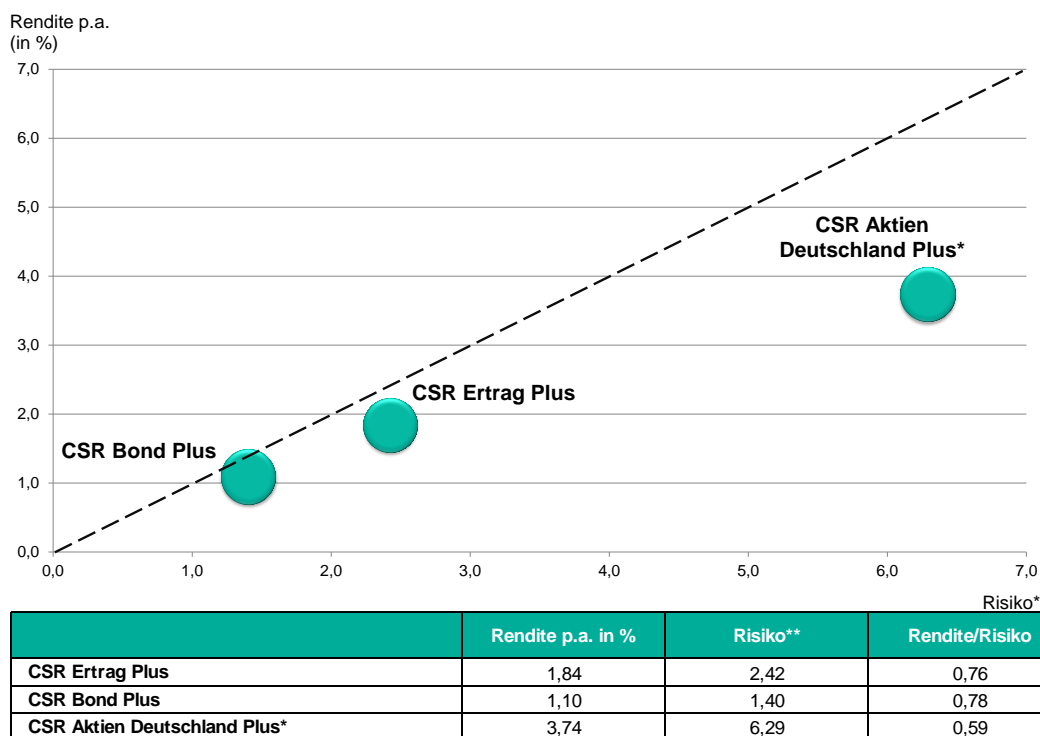
Grundsätzlich können Futures entweder physisch oder durch einen Barausgleich erfüllt werden. Futures mit physischer Belieferung lassen sich bei Fälligkeit effektiv beliefern, d.h. die Verkäufer der Futures müssen die Basiswerte (beim Euro Bund Future sind das deutsche Staatsanleihen) tatsächlich zur Verfügung stellen. Beim DAX Future erfolgt wiederum am Fälligkeitstag ein Barausgleich und somit ist der Basiswert (der

Investitionskorb aus den 30 DAX-Aktien) von diesem Ereignis nicht direkt betroffen. Es lässt sich festhalten, dass es an Future-Verfallstagen bei den Instrumenten mit physischer Belieferung zu hohen Ausschlägen an den Kassamärkten kommen kann, wenn das Open Interest und somit die zu liefernden Assets die tatsächlich zur Verfügung stehenden Produkte übersteigt.

Wie man den beiden obigen Abbildungen entnehmen kann, sind die Handelsvolumina in zwei der bekanntesten Finanzfutures in Deutschland (DAX Future und Euro Bund Future) in den letzten 10 Jahren nahezu unverändert geblieben. Bei dem Open Interest-Verlauf besteht allerdings ein signifikanter Unterschied. Während dieser beim DAX Future den Handelsumsätzen folgt, ist beim Euro Bund Future eine große Lücke entstanden. Das Open Interest ist aktuell ca. 2,5-mal höher als das Handelsvolumen. (Mitte 2018 lag der Wert zeitweise bei über 3,5!) Mit ca. 1,3 Mio. Kontrakten (umgerechnet ca. 230 Mrd. Euro) liegt die Summe aller offenen Positionen deutlich über dem Volumen der „Basiswert“-Anleihen (momentan beträgt das Nominal der drei Staatsanleihen, die den EUREX-Belieferungs-Kriterien entsprechen, 62 Mrd. Euro). Ist also ein Short Squeeze bzw. ein extremer Kursanstieg, der allein durch eine Verknappung aller lieferbaren Anleihen am Future-Fälligkeitstag entsteht, möglich? Eine Belieferung am Fälligkeitstag scheint aus Kostengesichtspunkten ineffizient zu sein. Ein klares Indiz dafür ist der Open Interest-Verlauf in der letzten Woche vor dem Fälligkeitstermin. Am Beispiel vom September-Bund-Future erreichte das Open Interest am 14.06.2019 mit 1,7 Mio. Kontrakten einen Höchstwert. Einen deutlichen Rückgang der offenen Positionen konnte man erst in den letzten 10 Tagen vor Fälligkeit beobachten. Drei Tage vor Fälligkeit wurden bereits $\frac{2}{3}$ dieser Positionen geschlossen und am 05.09., also einen Tag vor der Fälligkeit, waren lediglich 0,9 % der Positionen (umgerechnet ca. 2 Mrd. Euro) offen (Quelle: Bloomberg).

Es steht fest, dass die Anzahl der um die Verfallstage zu rollenden Bund-Future-Kontrakte (wenn also fällige Future-Positionen geschlossen werden und die äquivalenten Positionen in länger laufenden Futures neu eingegangen werden) in der Vergangenheit deutlich gestiegen ist. Die Statistiken sprechen allerdings eindeutig dafür, dass nur ein sehr kleiner Anteil der Marktteilnehmer diese Kontrakte bis zum Verfallstag im Bestand behält. Ein Short Squeeze scheint momentan aus theoretischer Sicht weiterhin noch wenig wahrscheinlich. Die Entwicklung am Euro-Bund-Future-Markt in den letzten 10 Jahren ist aber trotzdem auffällig und es ist durchaus davon auszugehen, dass Roll-Effekte eine signifikante Auswirkung auf den Marktverlauf haben können.

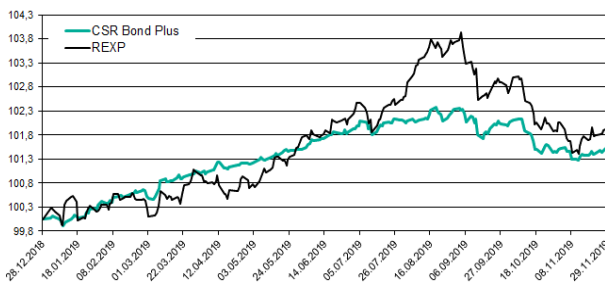
Rendite und Risiko der CSR-Fonds auf einen Blick (31.12.2013 - 29.11.2019)



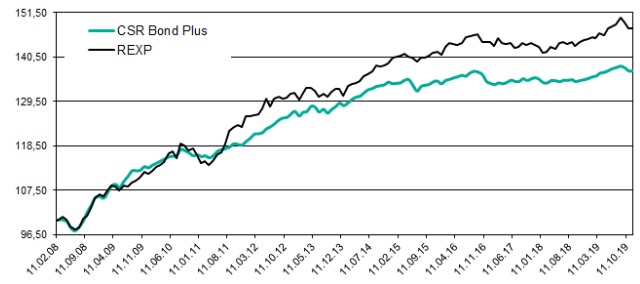
* bis 02.01.2017 CSR „AS – Equity D“ wikifolio, ab 02.01.2017 CSR Aktien Deutschland Plus Fonds ** monatliche Volatilität der Renditen (annualisiert)

Quelle: www.wikifolio.de, Bloomberg, eigene Darstellung

Performance des CSR Bond Plus

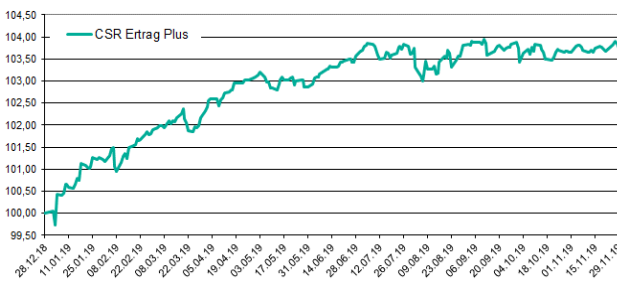


in 2019: **+1,45 %** (REXP: +1,82 %)

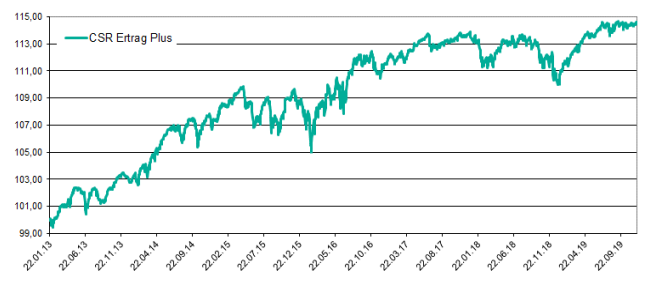


seit Auflage: **+37,08 %** (REXP: +47,65 %)

Performance des CSR Ertrag Plus

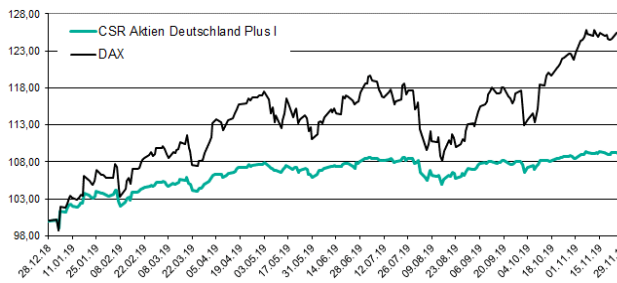


in 2019: **+3,75 %**

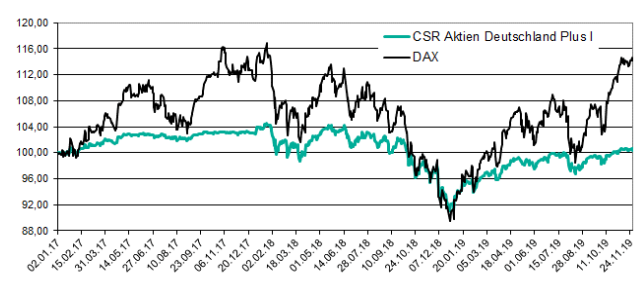


seit Auflage: **+14,47 %**

Performance des CSR Aktien Deutschland Plus I



in 2019: **+9,05 %** (DAX: +25,36 %)



seit Auflage: **0,41 %** (DAX: +14,12 %)

Links zu den aktuellen Factsheets unserer CSR-Fonds:

<https://csr-beratungsgesellschaft.de/csr-bond-plus.html>

<https://csr-beratungsgesellschaft.de/csr-ertrag-plus.html>

<https://csr-beratungsgesellschaft.de/csr-aktien-deutschland-plus.html>

Marktentwicklung und Zusammenfassung

- Der DAX konnte im November weiter an Wert zulegen (+2,87 %), während der REXP einen minimalen Verlust zu verzeichnen hatte (-0,19 %), da die 10-jährige Bundrendite im vergangenen Monat wieder anzog und zuletzt bei -0,36 % notierte. Der Euro verlor gegenüber dem US-Dollar weiter an Wert (-1,22 %).

- Unsere Fonds konnten sich in diesem Umfeld stabil halten. Die aktuelle Jahresperformance beträgt per Ultimo November:

CSR Bond Plus: +1,45 %, CSR Ertrag Plus: +3,75 %, CSR Aktien Deutschland Plus: +9,05 % (I-Tranche) bzw. +8,69 % (R-Tranche).