

# Futures

Magazin für technisches Trading  
9. Jahrgang | Oktober 2007



## Die seltsame Welt der Zinsderivate

**Ob Kredit- und Leasingnehmer, Bausparer oder Profiinvestor – fast jeder Mensch ist in irgendeiner Form von der Entwicklung der Zinsmärkte direkt betroffen. Dennoch sind diese in der Regel bei weitem nicht so stark im Fokus der öffentlichen Debatte wie etwa Ereignisse an den Aktienbörsen. In den letzten Wochen hat sich das durch die Krise am US-Hypothekenmarkt ein wenig geändert. Für Futures-Händler freilich gehören Zinsen schon lange zu den wichtigsten und liquidesten Instrumenten.**

Wer sich ein wenig mit Futures-Märkten beschäftigt, stößt früher oder später unweigerlich auf den Eurodollar-Kontrakt. Er war im Jahr 1981 der erste, welcher per Cash-Settlement erfüllt wurde (also durch Barausgleich anstatt der physischen Lieferung des Basiswertes zum Erfüllungstermin). Der Eurodollar war auch der erste Interbörsen-Future – seit 1984 kann man ihn nicht nur an der Ursprungsbörse CME (Chicago Mercantile Exchange) sondern auch an der SGX in Singapur kaufen und verkaufen, was die tägliche Handelszeit schon vor der Einführung elektronischer Plattformen auf 16 Stunden ausdehnte. Heute ist der Eurodollar der am stärksten gehandelte Terminkontrakt der Welt mit über 3 Millionen Transaktionen pro Tag (Futures-Kontrakten und Optionen

### Inhalt

**Schwerpunkt-Thema Zinsen:** Wie Futures auf Bonds und andere Zinsen-Märkte funktionieren.

**Markt & Meinung:** FTC CEO Eduard Pomeranz über auffällige Marktentwicklungen der letzten Zeit sowie die Entwicklung der FTC-Fonds.

### Impressum

**Medieninhaber, Herausgeber, Redaktion:**

FTC Capital GmbH

Konzept & Umsetzung: Wolfgang Schimmel

Alle: Schottenring 12, A-1010 Wien

(+431) 585 61 69 | office@ftc.at | [www.ftc.at](http://www.ftc.at)



auf Futures). Im Schnitt werden pro Handelstag also 35 Kontrakte in jeder Sekunde abgeschlossen. Bei einem Nominalwert von einer Million Dollar je Kontrakt werden (theoretisch) 35 Millionen Dollar pro Sekunde bewegt. Das ergibt 126 Milliarden Dollar pro Stunde oder 3.000 Milliarden Dollar an jedem Handelstag.

## Eurodollar: Der Weltmeister unter den Futures

Gründe genug also, sich diesen Rekordhalter der Futuresmärkte näher anzusehen: Der Name „Eurodollar“ lässt einen Währungs-Kontrakt vermuten, hat tatsächlich aber keinerlei Bezug zum Euro- oder Dollarkurs. Der Name steht vielmehr für jede Festgeldanlage in US-Dollar außerhalb der USA und damit außerhalb des Einflussbereichs der amerikanischen Notenbank FED. Weil solche Konten in den 1960er Jahren vorwiegend in Europa und insbesondere bei britischen Banken geführt wurden, hat sich der Name Eurodollar eingebürgert.

Grundlage des Eurodollar-Kontraktes ist eine derartige Anlage über eine Million USD, verzinst mit dem 3-Monats-Libor. Stellen wir uns zur Verdeutlichung Folgendes vor: Ein russischer Ölkonzern nimmt eine Million US-Dollar aus Rohölverkäufen und legt diese, für drei Monate gebunden, auf sein Festgeldkonto bei einer Londoner Bank. Das Unternehmen erhält dafür Zinsen in der Höhe der aktuellen „London Interbank Offered Rate“ (Libor) für Dollaranlagen.

Diese Verzinsung (und nicht der Nominalbetrag) bildet die Grundlage für die Kursbildung des Kontraktes. Und weil es sich dabei ja um ein Termingeschäft handelt, wird zum Stichtag „heute“ nicht etwa die Verzinsung jener Million Dollar gehandelt, welche „heute“ auf dem genannten Festgeldkonto liegt, sondern die künftig erwartete zum Erfüllungstermin des Future-Kontraktes. Soweit klar? Gut.

## Die diskontierte Notierung

Nun stoßen wir sofort an die nächste Hürde: Wenn wir uns die zugehö-

rigen Kurse ansehen, stellen wir etwa fest, dass der 3-Monats Libor (USD) gerade 5,33 % beträgt. Der nächstfällige Eurodollar-Future dagegen notiert zum selben Zeitpunkt bei 94,73. Der Zusammenhang erschließt sich erst, wenn man eine Eigenart der Geldmarktfutures kennt: deren Kurse werden nämlich diskontiert „von Hundert“ angegeben. Der Eurodollar notiert daher immer mit einem Wert von 100 (Prozent) minus der erwarteten Rendite in Prozentpunkten. Wir können also berechnen, dass die Marktteilnehmer zum Erfüllungstermin eines Eurodollar-Kontraktes, welcher mit 94,73 notiert, eine Rendite von 5,27 % erwarten ( $100 - 94,73 = 5,27$ ). Aus dem Vergleich zwischen diesem (impliziten) Zinssatz und der aktuellen Notierung des Libor lässt sich übrigens auch schließen, ob der Markt von künftig steigenden oder fallenden Zinsen ausgeht.

## Logik aus der Sicht des Hedgers

Diese, auf den ersten Blick exotische Art der Kursnotierung, hat eine plausible Begründung, die sich etwa so erklären lässt: Unterstellen wir, unser russischer Ölförderer würde wissen, dass in drei Monaten Reparaturarbeiten an einer technischen Anlage beginnen müssen.

Die Kosten dafür werden eine Million Dollar betragen. Vorausschauend will der Finanzchef des Unternehmens bereits jetzt die benötigte Summe sicherstellen, um seine Lieferanten umgehend bezahlen zu können. Eine gute Methode wäre, genau jenen Dollar-Betrag auf drei Monate zu veranlagen (zum 3-Monats Libor), der nach Zinsen eine Million ausmacht. Weiß man, dass der Libor, wie alle anderen Referenz-Zins-

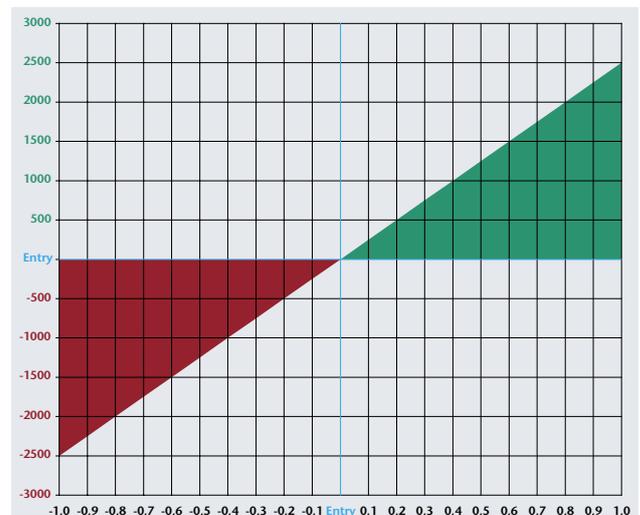
sätze auch, annualisiert angegeben, wird (5,27 % für ein Jahr), kann man das einfach berechnen: Das Zinsjahr ist per Konvention mit 360 Tagen und der 3-Monats-Libor mit 90 Tagen definiert. Für die Berechnung der effektiven Verzinsung müssen wir den annualisierten Zinssatz also auf die tatsächlich wirksamen 90 Tage „verkürzen“, indem wir ihn mit dem Term  $90/360$  multiplizieren. Daraus ergibt sich folgende Formel für jenen anzulegenden Geldbetrag, der nach 3 Monaten eine Million Dollar ergibt, wenn er mit dem Libor verzinst wird :

$$1.000.000 - 1.000.000 * 5,27\% * 90 / 360 = 1.000.000 - 1.000.000 * 0,013175 = 1.000.000 - 13.175 = \mathbf{986.825}$$

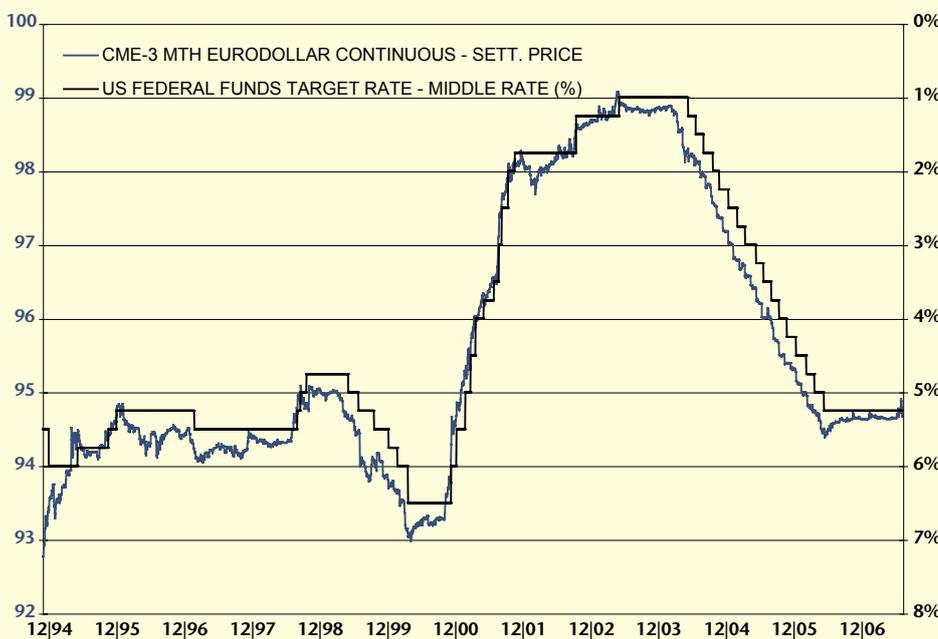
Was würde nun geschehen, wenn der Marktzins sinkt? Der Geldbedarf steigt und zwar für jeden Basispunkt des Zinssatzes (0,01%) um exakt 25 Dollar. Beweis:

$$1.000.000 - 1.000.000 * 5,26\% * 90 / 360 = 1.000.000 - 1.000.000 * 0,01315 = 1.000.000 - 13.150 = \mathbf{986.850}$$

Steigt dagegen der Marktzins, sinkt der Geldbedarf im selben Verhältnis. Dieser Logik folgt auch der Kurs des Eurodollar Future. Beträgt der (zum



Der Hebel beim Euro-Dollar-Future: Jede Veränderung des erwarteten Zinsniveaus um 0,1 % (x-Achse) führt zu einer Veränderung des Kontraktwertes um 250 US-Dollar (y-Achse). Das Beispiel zeigt die Reaktion eines Eurodollar-Kontraktes (Short-Position).



Der jeweils nächstfällige Eurodollar-Kontrakt und seine Tages-Schlusskurse seit Ende 1994 (linke y-Achse). Das durch den Kurs reflektierte Zinsniveau (in Prozent) ist auf der rechten y-Achse aufgetragen. Die schwarze Linie zeigt den jeweils gültigen Referenz-Zinssatz der US-Notenbank. Es ist deutlich zu sehen, dass der Kurs des Futures steigt, wenn das künftig erwartete Zinsniveau sinkt. Beispiel: Ein Kurs von 94 reflektiert ein Zinsniveau von 6 %.

Erfüllungstermin erwartete Zinssatz) 5,27%, errechnet sich ein Future-Kurs von 94,73. Steigt der Zinssatz, fällt der Future und umgekehrt.

Die Notierung erfolgt also aus der Sichtweise eines Anlegers, der einen zu variablen Zinsen veranlagten Geldbetrag gegen fallende Zinsen absichern (hedgen) möchte. Wenn er einen Eurodollar-Kontrakt kauft („long geht“), so profitiert der Hedger, wenn der Zinssatz in der Folge sinkt. Umgekehrt verdient der Verkäufer (der Inhaber der Short-Position) an steigenden Zinsen. Wie viel das jeweils ist, haben wir in der Rechnung oben bereits bewiesen: 25 Dollar je Basispunkt (0,01). Denn der Wert des Future errechnet sich nach der selben Methode, wir müssen nur die Formel ein wenig adaptieren, um wieder auf unser Ursprungsmodell zu kommen:

Statt  
 $1.000.000 - 1.000.000 * 5,27\% * 90 / 360$   
 verwenden wir  
 $1.000.000 - 1.000.000 * [(100-94,73)/100] * 90 / 360$   
 und gelangen wieder zu  
 $1.000.000 - 1.000.000 * 0,0527 * 0,25 =$

$1.000.000 - 13.175 = 986.825$   
 Generalisiert lautet die Formel für den Wert (W) des Eurodollar und analog konstruierter Zinskontrakte:

$$W = Kg - Kg * [(100-k)/100] * t/360$$

Wobei gilt: Kg gleich Kontraktgröße (1 Mio. USD), k gleich dem Futurekurs und t gleich der Anzahl verzinster Tage (90).

Nach diesem Prinzip sind auch die Kontrakte anderer kurzfristiger Zins-Futures konstruiert. Dazu gehören etwa der Euroyen (3-Monats Yen-Anlagen außerhalb Japans) oder der 1-Monats Libor an der CME sowie der Euribor-Future an der Eurex.

Geldmarktfutures sind – wenn man die Grundlagen einmal verstanden hat – recht einfach in der Handhabung und durch die unkomplizierte Erfüllung mittels Barausgleich ein attraktives Instrument, um kurzfristige Zinsen zu handeln. Die aktuell verlangte Sicherheitsleistung (Margin) für einen Kontrakt liegt bei etwa 750 Dollar – das ergibt in Bezug zum kontrollierten Wert einen passablen Hebel. Weil gerade kurzfristige Zinsen meist in ausgeprägten Trends verlaufen, bieten

Geldmarktfutures auch ein interessantes Instrument für spekulative Trader mit dem Fokus auf Langzeittrends. So bildete der Eurodollar den Zyklus der US-Zinssenkungen zwischen 2000 und 2003 nahezu perfekt ab, ebenso die Erhöhungsschritte von 2004 bis heute.

## Langfristige Zinsen: Futures auf Anleihen

Etwas komplexer ist das breite Feld der langfristigen Zins-Futures, deren Basiswerte Anleihen bilden. Der weltweit bedeutendste Kontrakt aus diesem Segment ist der Bund-Future an der europäischen Terminbörse Eurex. Basiswert ist eine fiktive Euro-Bundesanleihe mit folgenden Merkmalen:

Nominale: 100.000 Euro  
 Restlaufzeit: 8,5 bis 10,5 Jahre  
 Kupon (Zinszahlung): jährlich 6 %

Der Kurs des Bund-Future gibt den Preis dieser Anleihe (und nicht deren Verzinsung) in Prozent an. Steht der Kurs bei 110, unterstellt das einen Anleihen-Preis von 110.000 Euro.

Futures mit Anleihen als Basis reagieren daher auf die gleichen Einflüsse, wie Anleihen selbst. Tatsächliche und erwartete Veränderungen im Zinsniveau sind ein starker Faktor, weil steigende Zinsen in der Regel zu sinkenden Preisen von in Umlauf befindlichen Anleihen führen (und umgekehrt). Daher wettet man mit einer Long-Position im Bund-Future auch auf sinkende Zinsen im Euro-Raum. Anleihen-Futures reagieren aber nicht annähernd so direkt auf die Zinspolitik wie Geldmarkt-Futures, weil sich auch eine Reihe anderer Faktoren auf Anleihenpreise auswirken.

Drastisch zu sehen war das zuletzt im August 2007, als eine Kapitalflucht aus den Aktienbörsen in den sicheren Hafen der Staatsanleihen zu beobachten war. Die sprunghaft angestiegene Nachfrage trieb die Kurse der Bonds kräftig an, noch bevor über mögliche Zinssenkungen spekuliert wurde.

## Satter Hebel: 10 Euro je Tick

Trotz der erhöhten Schwankungsfreude von Anleihenfutures im



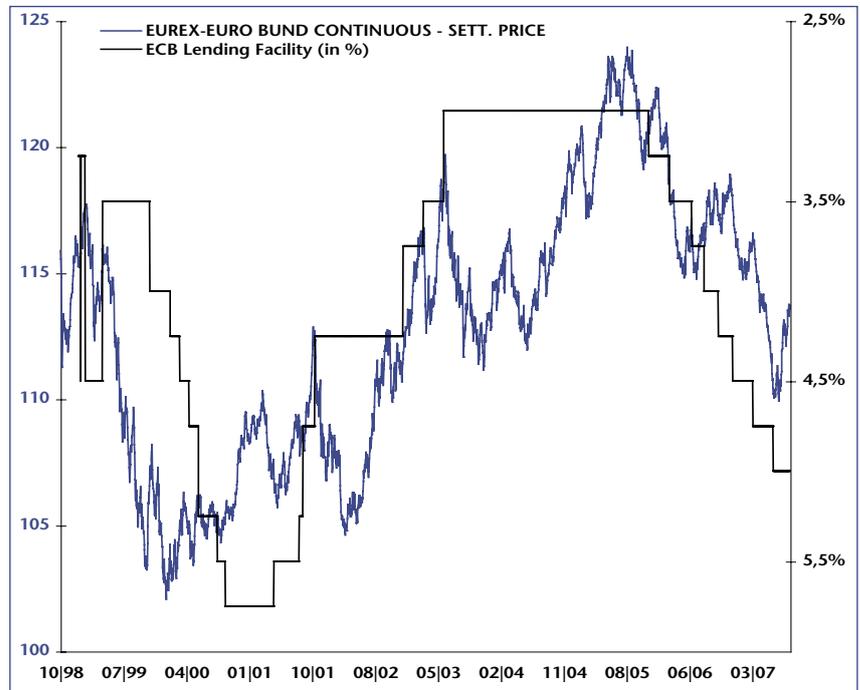
Vergleich mit Geldmarktderivaten sieht der Bund-Future mit seinen langjährigen Bewegungen zwischen 102 und 125 Punkten auf den ersten Blick nicht besonders abenteuerlich aus. Doch auch hier ist der Hebel beachtlich: Ein einziger Basispunkt (0,01) im Future-Kurs bewirkt eine Veränderung des Kontraktwertes um 10 Euro. Tagesveränderungen um die 50 Basispunkte sind keine Seltenheit. Unterstellen wir eine durchschnittliche Einschuss-Margin von 1.600 Euro pro Kontrakt, kann also recht schnell deren Totalverlust eintreten – ebenso wie ein Gewinn von 100 % gemessen an der Sicherheitsleistung.

## Achtung: Lieferung!

Wirklich knifflig wird der Umgang mit dem Bond-Future, wenn ein Kontrakt tatsächlich erfüllt werden soll. Der Bund-Kontrakt sieht nämlich eine physische Lieferung des Basiswertes zum Laufzeitende vor. Wer also eine Verkaufs-Position (Short) bis zum Ende hält, muss passende Anleihen bereithalten – was freilich in der Praxis nur in sehr wenigen Fällen schlagend wird, denn über 97 % alle Kontrakte werden vorzeitig glattgestellt.

Dennoch: Wie soll man sich die Erfüllung vorstellen? Deutsche Staatsanleihen mit passendem Kupon (6%) und entsprechender Restlaufzeit (8,5 bis 10,5 Jahre) werden nicht zu jeder Zeit zu finden sein. Im September 2007 gab es kein einziges Papier, welches diese Anforderungen erfüllt hätte. Der Weg aus diesem Dilemma führt über das Verzeichnis lieferbarer Anleihen, welches die Terminbörse Eurex für jeden einzelnen Terminkontrakt bereitstellt. Darin sind sämtliche akzeptierten Bonds für einen bestimmten Liefertermin mit deren Kennnummer (ISIN) und einem mehrstelligen Konvertierungsfaktor verzeichnet. Für den September-Kontrakt, der seinen letzten Handelstag am 6.9.2007 hatte, wäre das unter anderem das Papier mit der ISIN DE0001135309 gewesen. Diese Bundesanleihe läuft noch bis zum 4.7.2016, hat einen Kupon von 4 % und einen Konvertierungsfaktor von 0,865938.

Der Schlusskurs dieser zu je 100



Preisentwicklung des Bund-Future im Vergleich zum Referenzzins der EZB (%-Achse): Nicht immer ist ein direkter Zusammenhang zwischen Anleihenpreis und Zinspolitik erkennbar.

Euro gestückelten Anleihe betrug am 6. September 2007 auf dem Kassamarkt 98,7547. Der Kurs des Bund-Septemberkontraktes schloss an diesem letzten Handelstag bei 113,99. Nun wäre es ein glänzendes Geschäft, erhielte der Verkäufer tatsächlich den Kontraktwert des Future (113.990 Euro) als Preis für 1.000 Stücke (100.000 Euro Nominale) der schlechter verzinsten und weit tiefer gehandelten Anleihe. Eben deshalb gibt es den Konvertierungsfaktor. Mit dessen Hilfe wird der tatsächliche Rechnungsbetrag, welchen der Inhaber der Long-Position dem Lieferanten der Anleihe zu bezahlen hat, ermittelt. Es gilt dabei folgende Formel :

$$(KW * f) + AZ$$

wobei:

KW = Kontraktwert des Future

f = Konvertierungsfaktor

AZ = Unterjährige Zinsen aller gelieferten Anleihen am Liefertag seit der letzten Kuponzahlung

Bleiben wir bei der oben beschriebenen Anleihe, so ergeben sich folgende Werte:

$$KW = 113.990$$

$$f = 0,865938$$

$$AW = 700 \text{ (Zinsen zwischen der letzten)}$$

Kupon Zahlung und dem Bewertungstag 6. September für 1.000 Stück der Anleihe)

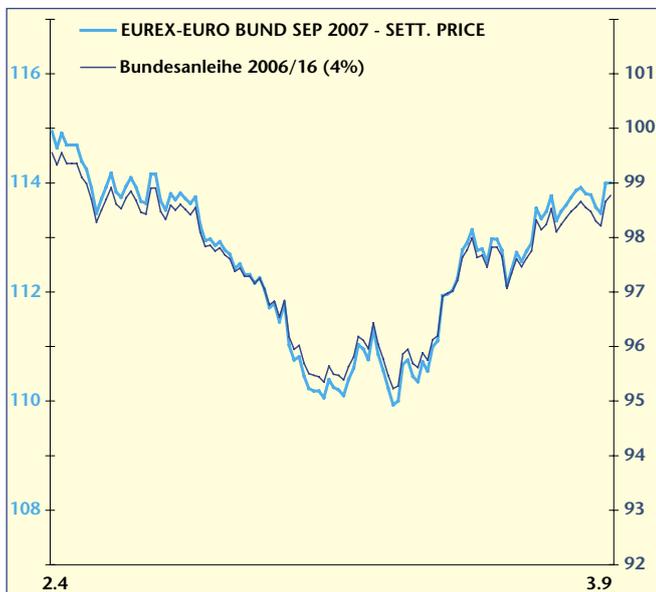
Daher:

$$((113.990 * 0,865938) + 700 = 98.708,27 + 700 = 99.408,27$$

Der Inhaber der Short-Position (Verkäufer) kann sich diese Anleihen zum Kassapreis von 98.754,70 Euro plus der anteiligen Kuponzahlung (700 Euro) beschaffen. Sein Beschaffungspreis beträgt daher 99.454,27 der Verlust 45,57 Euro. Wer seinen Bund-Kontrakt also tatsächlich durch Lieferung erfüllen will, wird versuchen, die für ihn günstigste Anleihe aus der Liste der lieferbaren Titel zu identifizieren. Diese „Cheapest to Deliver“-Anleihe kann dem Lieferanten in manchen Fällen einen Arbitragegewinn bescheren.

## Ein gewaltiger Markt

Die meisten anderen Anleihen-futures funktionieren wie der Bund-Kontrakt. Dazu gehören dazu etwa die 2-, 5- und 10-jährigen U.S. Treasury Notes an der CBOT oder der Schatz- und Bobl-Future an der Eurex. Anleihen- und Geldmarktfutures zusammengenom-



Preisentwicklung des Bund-September-Future 2007 und einer der lieferbaren Bundesanleihen (rechte Wertachse): Der enge Zusammenhang ist offensichtlich.

men bilden nach Aktienindizes das zweitgrößte Segment an den internationalen Terminbörsen. Im Jahr 2006 wurden rund 3,2 Milliarden Zins-Kontrakte gehandelt – mehr als an allen Rohstoff- und Währungsmärkten zusammengenommen.

Einer der Gründe für die seit Jahren hohen Steigerungsraten im Handel mit Zinsderivaten sind deren vielfältige Einsatzmöglichkeiten. Neben den einfachen Long- und Short-Trades mit einzelnen Basiswerten bieten die „Fixed Interest“ Futures eine ganze Reihe möglicher „Zusatzwerten“, mit denen sehr komplexe Strategien umgesetzt werden können. Etwa durch die Kombination unterschiedlicher Laufzeiten vom „kurzen Ende“ der Ein- und Dreimonatszinssätze bis zum „langen Ende“ der 10- oder gar 30-jährigen Anleihen: Damit kann ein Spezialist auf ganz unterschiedliche, künftig erwartete Formen der Zinskurve spekulieren. Machbar sind außerdem zahlreiche Arbitrage-Variationen – etwa durch Kombination unterschiedlicher Währungen oder Erfüllungstermine. Diese „Fixed Income Arbitrage“ ist ein eigenständiger Zweig innerhalb des Hedge-Fonds-Universums. Selbst Cash-

and-Carry Arbitrage ist mit Anleihenfutures relativ problemlos realisierbar.

Ursprüngliche Aufgabe jedes Futures-Marktes ist aber natürlich das Absicherungsgeschäft: Der Hedge gegen ungünstige Zinsentwicklungen mit Hilfe von Derivaten jeder Art und im großen Stil ist eine Domäne der Banken.

## Die Geschichte der Zinsfutures

Historisch betrachtet sind Zinsfutures noch relativ junge Instrumente. Der erste Markt wurde ziemlich genau 110 Jahre nach Erfindung des ersten standardisierten Futures-Kontraktes eröffnet und zwar am 20. Oktober 1975 an der Chicago Board

of Trade (CBOT). Er lautete auf Hypotheken-Zertifikate der Government National Mortgage Association (GNMA), salopp auch „Ginnie Mae“ genannt. Es handelte sich dabei auch um das erste Derivat auf Mortgage Backed Securities – ein Instrument, das durch die US-Subprimekrise derzeit in aller Munde ist. Dem Future war allerdings kein langes Leben beschied: Der Handel mit dem GNMA-Kontrakt wurde 1985 wegen zu geringer Volumina wieder eingestellt.

Stattdessen boomten bald die ersten Futures auf kurzfristige Bundes-Schatzwechsel: 1976 wurde ein Kontrakt auf 3-monatige Treasury Bills an der CME gestartet, der schon bald zu deren liquidstem Markt avancierte. 1981 folgte der Eurodollar und schließlich 1982 die Serie langfristiger Treasury Notes und Bonds an der CBOT. Im selben Jahr legte die Londoner LIFFE (heute Euronext NYSE) ihren ersten Zinskontrakt auf. Der Bund-Future schließlich hat seinen Geburtstag am 29. September 1988. Er lautete damals freilich noch auf die D-Mark.

Wem die Reinform dieser mittlerweile schon klassischen Zinsfutures noch nicht Herausforderung genug ist, kann einen Blick auf Swap-Futures werfen. Basis der an der CBOT seit 2001 eingeführten Kontrakte ist der Swap-Satz für den Tausch einer mit 6 % fix verzinsten Kuponanleihe gegen eine variabel mit dem 3-Monats-Libor verzinsten Floating Rate Note (alle Kontrakte lauten auf 100.000 Dollar mit unterschiedlichen Anleihen-Restlaufzeiten zwischen 5 und 30 Jahren). Dieses Derivat auf ein Derivat erlaubt noch präzisere Absicherungsstrategien gegen einen unerwünschten Zinsverlauf.

In den USA ist der gesamte Kassamarkt für Swaps bereits vier Mal größer als jener für Notes und Bonds. Auf den Futures-Börsen ist das Verhältnis zwar noch umgekehrt, aber die Swap-Kontrakte sind auch für spekulative Strategien bereits liquide genug.

## Die wichtigsten Zinsfutures

Kontrakt	Basiswert	Volumen 2006*
Eurodollar (CME)	3-Monats-Libor (1 Mio. USD)	502
Euro-Bund (Eurex)	Staatsanleihe 10 Jahre (100.000Euro)	320
10Y T-Note (CBOT)	Bundesschatzbrief 10 Jahre (100.000 USD)	256
Euribor (Eurex)	3-Monats-Euribor (1 Mio. Euro)	202
Euro-Bobl (Eurex)	Bundesobligation 5 Jahre (100.000 Euro)	167
Euro-Schatz (Eurex)	Bundesschatzanweisung 2 Jahre (100.000 Euro)	165
5Y T-Note (CBOT)	Bundesschatzbrief 5 Jahre (100.000 USD)	125
30Y T-Bond (CBOT)	Bundesanleihe 30 Jahre (100.000 USD)	94
Short Sterling	3-Monats-Sterling (50.000 brit. Pfund)	83

\* in Millionen Kontrakten



## Markt & Meinung von Eduard Pomeranz, CEO

Der Sommer 2007 hat Befürchtungen bestätigt, vor denen professionelle Marktbeobachter bereits Monate gewarnt hatten: Eine massive Abkühlung der Aktienmärkte als Reaktion auf eine bevorstehende US-Konjunkturschwäche war schon 2006 mehrfach diskutiert worden und der schwache US-Immobilienmarkt war einer der häufig genannten Frühindikatoren. Als es im Juli schließlich gerade von dieser Front eine Flut schlechter Nachrichten gab und der Kurssturz tatsächlich eintrat, wurde deutlich, wie stark heute unterschiedlichste Märkte in Stress-Situationen aufeinander reagieren können, obwohl sie historisch nur sehr geringe Korrelationen untereinander aufweisen.

### Am oberen Ende der Skala

Zwischen Mitte Juli und Mitte August brachen nahezu alle über Monate etablierten Trends – von Aktien über Zinsen und Währungen bis zu den Energiepreisen. Ein derartiges Marktverhalten haben wir in den historischen Simulationen der derzeit aktuellen Handelssysteme kaum jemals angetroffen. Das gilt auch für die schnelle Korrektur, die wir schließlich im September gesehen haben. Innerhalb weniger Handelstage kehrte eine ganze Reihe von Märkten in ihre ursprünglichen Richtungen zurück: Aktien zogen wieder an, Bonds gaben nach, Euro, Gold und Energiepreise gingen auf die Jagd nach neuen Hochs. Unsere Futures-Fonds reagierten sensibel auf diese Richtungswechsel: Juli und August bescherten den Anlegern

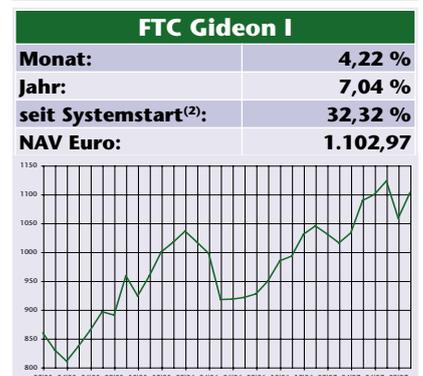
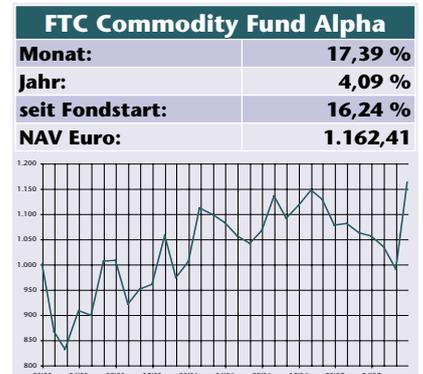
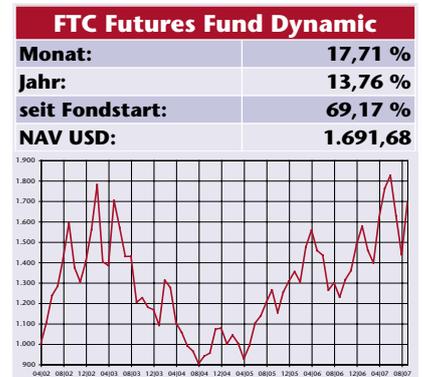
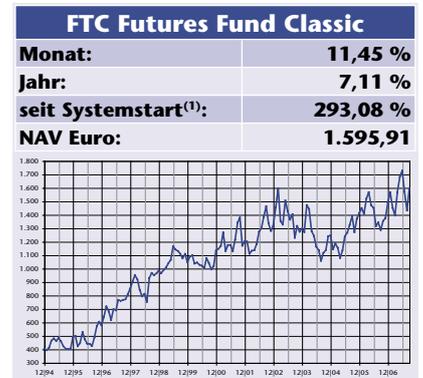
Verluste, die gerade noch innerhalb der Erwartungswerte lagen, in dieser Höhe aber sehr selten auftreten sollten. Der September dagegen brachte stark positive Performances – der FTC Commodity Fund Alpha verzeichnete gar sein bisher bestes Monatsergebnis. Die Freude darüber ist aber nicht ungetrübt, denn die ungewöhnlich hohe Volatilität der letzten drei Monate kann nicht einfach als Naturereignis hingenommen und damit ad acta gelegt werden.

### Börsen sind keine Opernhäuser

Wir müssen schon aus reiner Vorsicht damit rechnen, dass derartige Extreme in Zukunft vielleicht häufiger anzutreffen sein werden als in der Vergangenheit. Börsen sind eben keine Opernhäuser, in denen immer wieder die altbekannten Werke aufgeführt werden. Finanzmärkte sind eine dynamische Veranstaltung und sie halten immer neue Überraschungen bereit. Vor unseren Augen entsteht derzeit aus vielen kleineren und größeren Bühnen der Vergangenheit ein riesiger, in Echtzeit vernetzter Komplex – das verändert die Spielregeln. Wer hätte z.B. noch vor fünf Jahren damit gerechnet, dass ein Kursturz an einer „Exotенbörse“ wie Shanghai, Verwerfungen an den etablierten Leitbörsen auslösen könnte? Die fantastische Idee der Chaostheoretiker, dass der Flügelschlag eines Schmetterlings Auslöser für einen gewaltigen Hurricane sein könnte, ist, auf die Finanzmärkte angewandt, heute durchaus vorstellbar.

Unsere Konsequenz aus diesen Überlegungen liegt auf der Hand: Die Stressresistenz unserer Systeme muss weiter verbessert werden. Ich habe daher unsere R&D-Abteilung mit der Entwicklung von zusätzlichen Lösungen beauftragt, welche die insgesamt sehr gute und international wettbewerbsfähige Performance unserer Systeme in Zukunft noch besser beschützen können – auch und gerade in extremen Phasen wie diesem Sommer.

Natürlich wird es trotzdem auch künftig Situationen geben, in denen unsere Produkte schlechter performen als andere, ebenso wie solche, in denen wir besser abschneiden. Sie können aber davon ausgehen, dass wir gegen ähnliche Ereignisse wie im Sommer schon sehr bald besser gewappnet sein werden.



Daten per 28.9.2007. Alle Angaben ohne Gewähr für Richtigkeit und Vollständigkeit. Ergebnisse der Vergangenheit erlauben keinen Rückschluss auf zukünftige Entwicklungen.  
<sup>(1)</sup>Unter Einbeziehung des Vorgängerfonds „FTC Diversified Concept I“, <sup>(2)</sup>unter Einbeziehung eines, mit demselben Handelssystem verwalteten Managed Account (2/05-1/06).



## Trading-Enzyklopädie

### Kontrakt - Korrelation

#### Kontrakt

*Kleinste handelbare Einheit auf Futures- und Optionsbörsen.*

Ein Kontrakt (lat. „contractum“: Vertrag), der an einer geregelten Börse gehandelt wird, enthält alle Verpflichtungen, welche die beiden Vertragsparteien (Käufer und Verkäufer) eingehen. Bei einem Future-Kontrakt sind darin zumindest der Liefergegenstand (Basiswert), dessen Qualität und der Lieferzeitpunkt standardisiert. Beim Optionskontrakt noch zusätzlich der Ausübungspreis. Ein Kontrakt kann nicht weiter geteilt werden – es handelt sich also um die kleinste handelbare Einheit.

**Kontraktsspezifikationen** von Futures enthalten darüber hinausgehend meist weitere Regeln, welche die Handelsbedingungen betreffen. Hier zum Beispiel ein Ausschnitt aus den Kontrakt-Spezifikationen des Crude Light Future an der New Yorker NYMEX:

**Kontraktgröße:** 1.000 US-Barrels

**Lieferqualität:** US-Leichtöl der Sorten West Texas Intermediate, Low Sweet Mix, New Mexican Sweet, North Texas Sweet, Oklahoma Sweet, South Texas Sweet mit 0.42% Schwefel oder weniger etc.

**Erfüllung:** Physische Lieferung gemäß den Lieferrichtlinien der Börse.

**Preisnotierung:** US-Dollars und Cents/Barrel

**Handelszeiten:** Elektronisch Sonntag bis Freitag von 6:00 bis 17:15 New

Yorker Zeit via CME Globex®...

**Kontraktmonate:** Für die bevorstehenden 5 Jahre für jeden einzelnen Kalendermonat...

**Minimale Kursbewegung (Tick Size):** \$0.01 (1¢) pro Barrel (\$10.00 pro Kontrakt).

**Maximale tägliche Kursbewegung:** \$10.00 pro Barrel (\$10,000 pro Kontrakt). (Es folgen Anweisungen, welche Beschränkungen eintreten, wenn dieses Tagesmaximum erreicht wird)

**Lieferperiode:** Vom ersten bis zum letzten Kalendertag des Liefermonats...

**Tickersymbol:** CL, CLT (TAS Code)

#### Konvertierungsfaktor (auch: Konversionsfaktor)

*Im Zusammenhang mit Anleihen-Futures: Maßzahl zur Berechnung des Abrechnungspreises bei der Erfüllung eines Kontraktes durch Lieferung.*

Viele Anleihen-Futures haben als Basiswert eine standardisierte, fiktive Anleihe. Der Bund-Kontrakt an der Terminbörse Eurex etwa basiert auf einer deutschen Staatsanleihe mit einer Restlaufzeit von 8,5 bis 10,5 Jahren und einem jährlichen Kupon von 6 %. Zumal eine derartige Anleihe nur selten verfügbar ist, stellt die Eurex zu jedem einzelnen Kontrakt eine Liste lieferbarer Anleihen jeweils mit einem zugehörigen Konvertierungsfaktor zur Verfügung, mit dessen Hilfe der tatsächliche Abrechnungspreis ermittelt werden kann.

**Beispiel:** Für den Bund-Kontrakt September 2007 hatte eine der lieferbaren Bundesanleihen folgende Ausstattungsmerkmale:

Laufzeit: bis zum 4.7.2016

Kupon: 4 %

Konvertierungsfaktor: 0,865938.

Wird der Kontrakt durch Lieferung dieser Anleihe erfüllt, ergibt sich für den Inhaber der Long-Position (Käufer) eine Zahlungsverpflichtung an den Verkäufer. Dieser Abrechnungspreis wird wie folgt ermittelt:

$(KW * f) + AZ$

wobei:

KW = Kontraktwert des Future zum Schlusskurs (Settlement-Preis)

f = Konvertierungsfaktor

AZ = Unterjährige Zinsen aller gelieferten Anleihen am Liefertag seit der letzten Kuponzahlung

Angenommen, der Kontraktwert des Future betrug 113.900 Euro und die unterjährigen Zinsen für die Anleihe berechneten sich mit 700 Euro, so ergibt sich folgender Abrechnungspreis:

$((113.990 * 0,865938) + 700 = 98.708,27 + 700 = 99.408,27$

#### Korrelation

*Korrelation ist das statistische Maß für eine Wechselbeziehung zwischen zwei Wertereihen. Sie wird mit dem Korrelationsfaktor (auch: Korrelationskoeffizient) in der Bandbreite zwischen -1 und +1 angegeben.*

Ein Korrelationsfaktor von +1 bedeutet, dass sich zwei unterschiedliche Werte-Reihen immer in dieselbe Richtung der Werteachse bewegen (steigt Wert A so steigt auch Wert B und umgekehrt). Diese „ideale“ Korrelation findet man in der Praxis nur in sehr banalen Beispielen – etwa im Vergleich zweier Anleihen mit ähnlicher Ausstattung. Dasselbe, nur mit umgekehrten Vorzeichen, gilt für eine absolut negative Korrelation (Faktor -1). Ein Beispiel wäre etwa die Wertentwicklung der Put-Option auf einen bestimmten Wert im Vergleich mit der Call-Option auf denselben Wert. Die große Bandbreite dazwischen ist der Normalfall. Gerade in der Berechnung von Finanzwerten findet man nicht selten Korrelationen mit einem Faktor nahe Null (also einen „Nicht-Zusammenhang“). Achtung: Eine Null-Korrelation innerhalb einer längeren Phase liegt auch dann vor, wenn sich darin kurze Phasen hoher positiver und negativer Korrelation abwechseln.

Aussagekräftig sind Korrelationsfaktoren nur, wenn eine genügend lange Zeitreihe zur Berechnung herangezogen wird. Selbst dann ist eine deutliche (positive oder negative) Korrelation alleine noch kein ausreichender Beweis dafür, dass tatsächlich eine kausale Wechselbeziehung der beiden verglichenen Zeitreihen vorliegt.