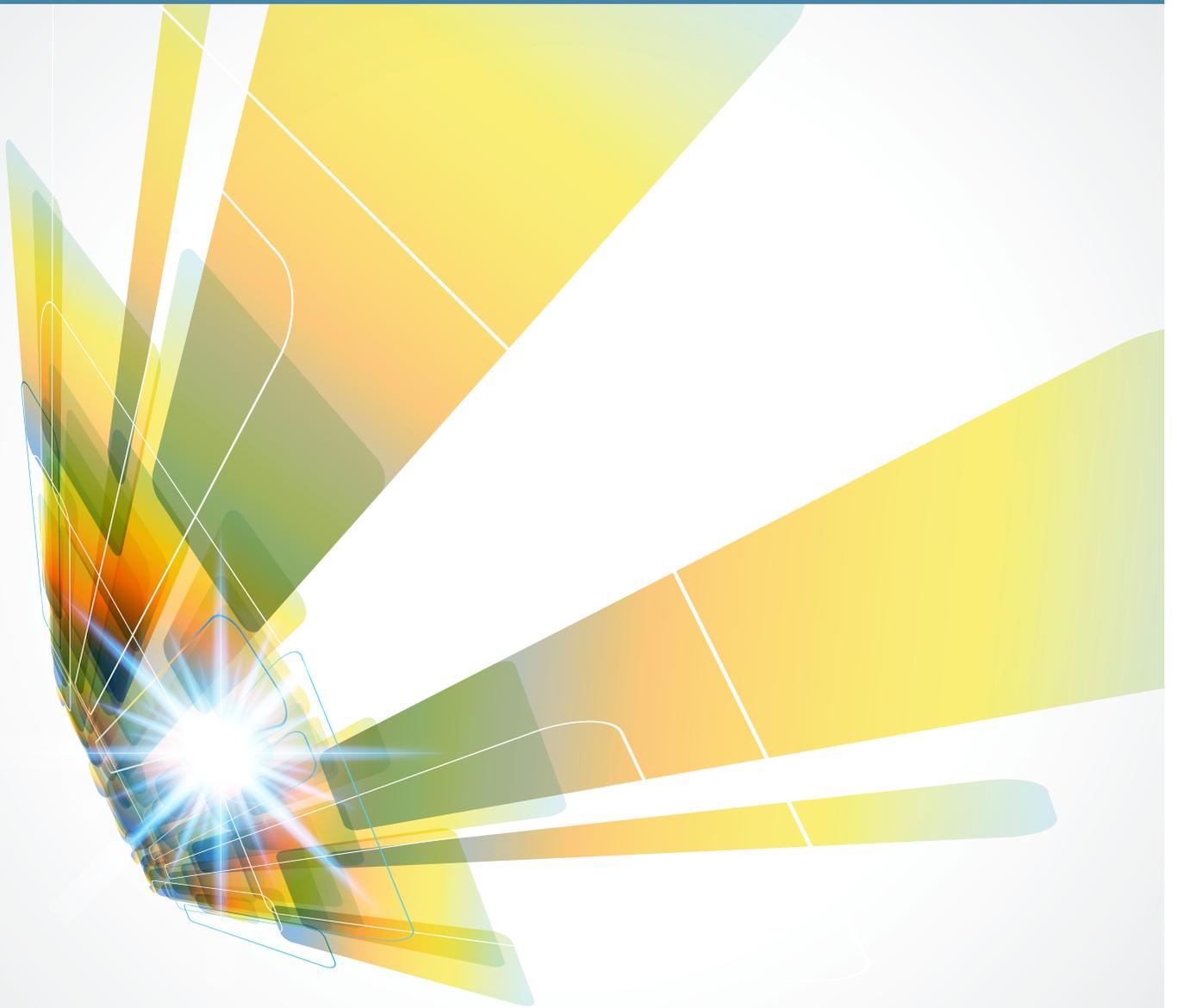


Q4 2017

Glänzende Zukunft für Devisenfutures



INHALTSVERZEICHNIS

- 2 Zusammenfassung
- 3 Druck durch Basel III und Margin-Anforderungen bei nicht zentral geclearten Derivaten
- 5 Die Vorteile von Devisenfutures
- 5 Ausgangsdaten und getroffene Annahmen
- 6 Durch Interviews überprüft
- 6 Analyseergebnis
- 9 Basel III kann den Einsatz von Devisenfutures weiter vorantreiben
- 9 Hindernisse beim Einsatz von Devisenfutures
- 12 Auswirkungen des Wandels auf der Sell-Side
- 13 Künftiges Potenzial für Devisenfutures
- 14 Studienhintergrund



David Stryker ist als Partner Teil des Markets Teams unseres Hauses und hat sich auf Fixed Income, Devisen und Aktien spezialisiert.

Zusammenfassung

Vor dem Hintergrund des wachsenden Handels mit Devisenfutures hat Greenwich Associates die möglichen wirtschaftlichen Vorteile untersucht und bewertet, die sich aus dem Handel mit Futures als Alternative zum OTC-Markt ergeben.

Dazu haben wir ein proprietäres quantitatives Modell eingesetzt, um die Kosten zu analysieren, die jeweils mit dem außerbörslichen Devisenhandel (OTC-Handel) und vergleichbaren Devisenfutures verbunden sind. Unser Modell berechnet die Kosten für die Eröffnung, das Halten und die Glattstellung einer Position. Um die wichtigsten Ausgangsdaten des Modells zu überprüfen und Feedback zur derzeitigen Nachfrage und Preisgestaltung zu erhalten, haben wir mit Devisenhändlern der Buy- und Sell-Side gesprochen.

Die Ergebnisse zeigen, dass Anleger im Devisenhandel erhebliche Kosteneinsparungen erzielen können (im Einzelfall von über 75%), wenn sie ihre Transaktionen nicht am OTC-Markt, sondern in Futures tätigen. Marktteilnehmer, bei denen regulatorische Kosten durch Basel III anfallen, können dabei sogar noch größere Einsparungen erreichen.

Doch reine Kosteneinsparungen sind nicht der einzige Grund, Devisenfutures in Betracht zu ziehen. Sell-Side-Händler wählen ihre primären Zielkunden zunehmend selektiver aus, was den Zugang zu Liquidität für manchen Buy-Side-Händler erschweren könnte. Andere wiederum haben den Eindruck, dass sie bei bestimmten Kontrahenten nicht mehr im Mittelpunkt stehen und weniger Dienstleistungen erhalten. Folglich könnten Futures als Alternative die Auswirkungen des veränderten Verhaltens der Sell-Side abmildern.

Ungeachtet der potenziellen Kosteneinsparungen kann der Wechsel in den Futures-Markt für manche Devisenhandelsteilnehmer dennoch nicht sinnvoll sein, wenn diese nur selten handeln oder geringe Volumina tätigen. Zudem hegen einige Anleger eine gewisse Skepsis hinsichtlich der verfügbaren Liquidität in einem börslich gehandelten Umfeld – wenngleich jüngste Statistiken beweisen, dass

das durchschnittliche Tagesvolumen (ADV) der Devisenfutures dem Volumen an einem großen Kassahandelsplatz entspricht, oder dies sogar übersteigt.

Die Ergebnisse unserer Analyse beweisen, dass der Handel von Devisenfutures eindeutige wirtschaftliche Vorteile bieten kann, selbst wenn man die potenziell nachteiligen regulatorischen Effekte auf die Handelskosten außer Acht lässt. Daher rechnen wir damit, dass Devisenfutures auch künftig als Alternative zum OTC-Handel an Bedeutung gewinnen.

Mit einem täglichen Handelsvolumen von über 5 Billionen USD ist der Devisenmarkt bei weitem der größte und liquideste Finanzmarkt weltweit. Dort bewegt sich ein breites Spektrum von Marktteilnehmern: von Vermögensverwaltern mit billionenschweren Mandaten zu multinationalen Unternehmen und Privatpersonen, die jährlich nur einige wenige spekulative Positionen handeln. Somit hätten jegliche strukturelle Veränderungen in diesem Markt – ungeachtet dessen, ob sie durch Wettbewerbseffekte oder regulatorischen Druck verursacht werden – umfangreiche Auswirkungen.

In vielen verschiedenen Assetklassen hatte die Einführung und Etablierung von Futures einen entscheidenden Einfluss auf die Handelsgewohnheiten der Investoren. Allerdings lässt sich das Verhalten der Anleger nicht einfach über Nacht ändern, indem man ein neues Produkt einführt. Stattdessen ist eine gewisse Trägheit festzustellen: Investoren müssen informiert und durch nachweisbare wirtschaftliche Anreize überzeugt werden.

Um Anleger zu einer Änderung ihrer Handelsgewohnheiten zu bewegen, müssen sie informiert und durch nachweisbare wirtschaftliche Anreize überzeugt werden.

Druck durch Basel III und Margin-Anforderungen bei nicht zentral geclearten Derivaten

Die am meisten gehandelten Deviseninstrumente – Swaps und Devisentermingeschäfte – sind teilweise von den strikteren regulatorischen Anforderungen ausgenommen, die anderen Arten von Derivaten auferlegt wurden (Clearing-Pflicht, Hinterlegung von Initial Margin). Doch ist der Devisenmarkt von den Kapitalanforderungen gemäß Basel III und von Margin-Anforderungen für nicht zentral geclearnte Derivate betroffen – wie die Variation Margin (VM) auf lieferbare Swaps und Termingeschäfte in der EU (ab Januar 2018), sowie Initial Margin (IM) und VM auf NDFs und OTC-Devisenoptionen. Obwohl

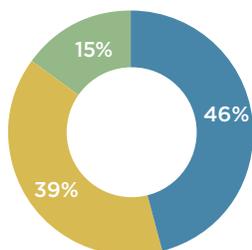
in keinem Land eine Clearingstelle für Devisen entstehen dürfte, wird der Kostendruck sehr wahrscheinlich an die Stelle eines regulatorischen Katalysators treten.

Die Auswirkungen aufsichtsrechtlicher Änderungen auf das Handelsverhalten waren schon Gegenstand zahlreicher Veröffentlichungen. Im Verlauf dieser Studie teilten uns mehr als 50% aller Buy-Side- und Sell-Side-Teilnehmer mit, dass sie bereits die Auswirkungen von Margin-Anforderungen für nicht zentral geclearte Derivate auf den Devisenhandel detailliert untersucht haben. Zudem haben 42% die möglichen Auswirkungen von Basel III auf die Kosten des Devisenhandels untersucht. Dabei überrascht es kaum, dass nahezu alle Sell-Side-Häuser und Market-Maker diese Veränderungen eingehend untersucht haben. Diese Unternehmen sind für ihre Kunden von der Buy-Side zweifellos eine wichtige Informationsquelle.

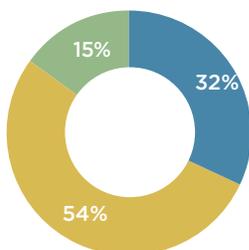
REGULATORISCHE EINFLÜSSE AUF BUY- UND SELL-SIDE

Frage: Haben Sie die Auswirkungen von Basel III oder der Margin-Anforderungen für nicht zentral geclearte Derivate auf die Kosten des Devisenhandels analysiert?

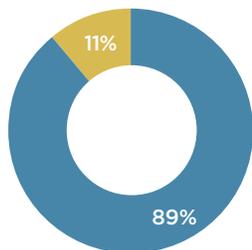
Auswirkungen der Margin-Anforderungen bei Derivaten ohne zentrales Clearing—Buy-Side



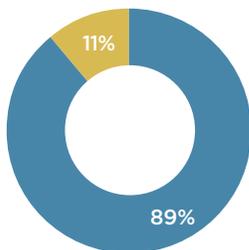
Auswirkungen von Basel III auf die Kosten des Devisenhandels—Buy Side



Auswirkungen von Margin-Anforderungen bei Derivaten ohne zentrales Clearing —Sell Side



Auswirkungen von Basel III auf die Kosten des Devisenhandels —Sell Side



■ Ja ■ Nein ■ Weiß nicht/Keine Antwort

Hinweis: Aufgrund von Rundungseffekten können die Summen von 100% abweichen. Basiert auf den Antworten von 41 Buy-Side- und 9 Sell-Side-Teilnehmern.
Quelle: Greenwich Associates 2017 FX Futures Trading Study

Von den befragten Buy-Side-Teilnehmern, die die Auswirkungen von Margin-Anforderungen bei nicht zentral geclearten Derivaten untersucht hatten, sind zwei Drittel nicht fest entschlossen, andere Produkte als bisher zu nutzen. Dies passt ins Bild, denn die Mehrheit der Buy-Side-Teilnehmer war bisher nicht von der Einschusspflicht für nicht zentral geclearte Derivate betroffen und es wurden bisher noch keine wesentlichen Kosten an sie durchgereicht. Dies dürfte sich allerdings ändern, da die Kosten allmählich weiterbelastet werden und Margin-Anforderungen auch abseits der großen Handelshäuser zum Tragen kommen.

Die Vorteile von Devisenfutures

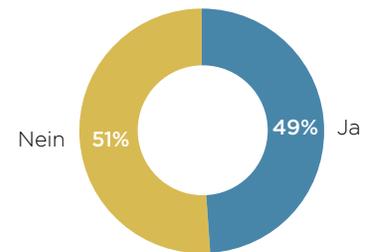
Angesichts des Wachstums des Handels mit Devisenfutures wollten wir die möglichen wirtschaftlichen Vorteile untersuchen, die sich aus der Umstellung vom OTC-Handel zu Futures ergeben. Dabei sind wir nicht die einzigen: Auf unsere Frage, ob sie den Handel von Futures als Alternative im Devisenhandel in Betracht gezogen hätten, antwortete die Hälfte der Buy-Side-Teilnehmer mit Ja.

Auf den folgenden Seiten werden wir einige Vorteile untersuchen, die sich aus der Nutzung von Devisenfutures anstelle von vergleichbaren OTC-Transaktionen ergeben.

Ausgangsdaten und getroffene Annahmen

Wir haben eine Reihe von Szenarien geprüft, um zu verstehen, inwiefern sich der Pauschalrefinanzierungssatz, Geld-/Brief-Spannen, Handelsvolumen (USD 1 Mio., 5 Mio., 10 Mio.), Haltedauer (30-120 Tage) und die Art der Positionsschließung zum Ende der Haltedauer (Glattstellung oder Rollover) auf die Handelskosten im OTC-Markt und im Futures-Handel auswirken. Eine Reihe weiterer Variablen wurden konstant gehalten und richtete sich nach den Aussagen aus unserem Befragungsprozess, während andere Daten auf den im Markt üblichen Werten basierten.

NUTZUNG VON DEISENFUTURES— ALS ZUSATZ ODER ALTERNATIVE ZU OTC-DEISENINSTRUMENTEN



Hinweis: Basiert auf den Antworten von 41 Buy-Side-Teilnehmern.
Quelle: Greenwich Associates 2017 FX Futures Trading Study

Durch Interviews überprüft

- **Ausführung von Futures zum Mittelkurs:** Im Durchschnitt führten die Befragten Futures in 35% der Fälle zum Mittelkurs aus, die Ausreißer liegen bei 10% und 90%.
- **Höhe der beim Prime Broker für den OTC-Devisenhandel gestellten Initial Margin:** 3,5%, wobei manche große Institutionen laut Umfrage nahezu 0% hinterlegen.
- **Durchschnittlich anfallende Plattformkosten pro Million bei OTC-Devisengeschäften:** USD 10, wobei manche Institutionen Beträge von nur USD 5 – andere bis zu USD 20 nannten.
- **Typische Ablehnungsquote:** 6%, während manche Institutionen nahezu 0% und andere bis zu 20% angaben.
- **Geld-/Brief-Spanne:** Die Befragten berichten von Spreads von weniger als einer Stelle sowie von Spreads von bis zu zwei bis drei Stellen bei Transaktionen mit weniger als USD 20 Mio. Volumen.

Analyseergebnis

Unter Berücksichtigung der Ergebnisse unserer Interviews und der Daten, die uns die teilnehmenden Anleger und FCMs zur Verfügung gestellt haben, zeigt unser Modell, dass Futures einen sicheren Platz im Arsenal der Trader haben. In den meisten von uns getesteten Szenarien scheinen Futures die günstigere Alternative zur Ausführung einer ähnlichen Transaktion am OTC-Markt zu sein. Allerdings wissen wir, dass einzelne Situationen oder Szenarien davon abweichen können und sich die tatsächlichen Einsparungen von denen in unserem Modell unterscheiden.

Ungeachtet dessen bleibt eine Frage offen: Wenn es wirtschaftlich sinnvoll ist, Futures zu bevorzugen, warum gibt es dann keine signifikante Verhaltensänderung? Obwohl durch die niedrigeren Handelskosten bei Futures eindeutig ein wirtschaftlicher Vorteil besteht, sind manche Händler nicht zu einer Umstellung ihrer Vorgehensweise bereit, bis ihnen der Nutzen im Vergleich zum erforderlichen Aufwand angemessen erscheint. Des Weiteren liegen die Volumina vieler OTC-Devisengeschäfte über die in unserem Szenario getesteten Transaktionen. Wir rechnen jedoch damit, dass ein wachsender Anteil algorithmischer Orderausführungen das durchschnittliche Volumen pro Transaktion im Devisenhandel wahrscheinlich reduzieren und die Einsparungen damit höher ausfallen werden.

Die nachstehende Tabelle zeigt einige Beispiele mit Handelsvolumina zwischen USD 1 Mio. und 10 Mio.

KOSTENEINSPARUNGEN DURCH DEWISENFUTURES STATT OTC-HANDEL—HALTEDAUER VON 60 TAGEN

	EUR/USD	USD/JPY	USD/CAD	EUR/USD	USD/JPY	USD/CAD
USD 1 Mio.	-USD 153	-USD 168	-USD 130	77%	76%	64%
USD 5 Mio.	-USD 646	-USD 588	-USD 255	64%	52%	24%
USD 10 Mio.	-USD 1.120	-USD 916	-USD 300	53%	39%	14%

Wir haben hierzu folgende Annahmen getroffen:

Refinanzierungssatz (Gesamtzinssatz, zu dem Sie Mittel aufnehmen können): 0,3%

Haltedauer: 60

Positionsglattstellung am Ende der Haltedauer (Glattstellung oder Rollover): Rollover

Fälligkeit: vierteljährlich

Quelle: Greenwich Associates 2017 FX Futures Trading Study

Prozentual betrachtet sind die Kosteneinsparungen erheblich – in manchen Fällen sogar mehr als 75%. Der absolute Betrag erscheint dagegen etwas weniger beeindruckend, da er sich in bestimmten Fällen nur auf einige hundert Dollar beläuft. Selbst bei einer Verdopplung der Haltedauer von 60 auf 120 Tage erzielen Futures gegenüber einer vergleichbaren OTC-Transaktion proportional weiterhin wesentliche Kosteneinsparungen.

KOSTENEINSPARUNGEN DURCH DEWISENFUTURES STATT OTC-HANDEL—HALTEDAUER VON 120 TAGEN

	EUR/USD	USD/JPY	USD/CAD	EUR/USD	USD/JPY	USD/CAD
USD 1 Mio.	-USD 143	-USD 164	-USD 117	63%	63%	47%
USD 5 Mio.	-USD 639	-USD 607	-USD 228	54%	45%	17%
USD 10 Mio.	-USD 1.206	-USD 1.053	-USD 348	47%	37%	12%

Wir haben hierzu folgende Annahmen getroffen:

Refinanzierungssatz (Gesamtzinssatz, zu dem Sie Mittel aufnehmen können): 0,3%

Haltedauer: 120

Positionsglattstellung am Ende der Haltedauer (Glattstellung oder Rollover): Rollover

Fälligkeit: vierteljährlich

Quelle: Greenwich Associates 2017 FX Futures Trading Study

Bei der Projektion der Kosten für Buy-Side-Marktteilnehmer aus der oben stehenden Tabelle haben wir berechnet, dass eine Verlagerung von nur 10% des täglichen Buy-Side-Volumens von USD 513 Mrd. in den Währungspaaren EUR/USD, USD/JPY und USD/CAD in den Futuresmarkt ein Einsparungspotenzial von insgesamt mehr als USD 5 Mio. täglich und fast USD 1,5 Mrd. jährlich zur Folge hätte.

AUSWIRKUNGEN DURCH BASEL III UND WEITERE KOSTEN

Marktteilnehmer, denen durch Basel III Kosten erwachsen, können durch den Einsatz von Futures (an Stelle von OTC-Devisengeschäften) erhebliche Kostenvorteile erzielen – mit Futures stehen alle Marktteilnehmer einer Clearingstelle als zentralem Kontrahent (CCP) direkt gegenüber.

Bei der Berechnung der risikogewichteten Aktiva (RWA) und des Gesamtrisikoenagements (Total Leverage Exposure, TLE) bei OTC-Geschäften können sich zusätzliche Kontrahenten ohne Netting erheblich auswirken und das Risiko (sowie die damit verbundenen Kapitalanforderungen) exponentiell steigern. Beim Handel von Futures entfällt dieses Problem, da alle Marktteilnehmer nur einen Kontrahenten haben: den zentralen Kontrahenten (Central Counterparty, CCP). Das CCP-Modell erlaubt maximale Portfoliokompression bei minimalem Aufwand. Beim OTC-Handel hat das Vorhandensein mehrerer Kontrahenten allgemein zur Folge, dass eine gewisse Kapitalausstattung erforderlich ist, selbst wenn unter den verschiedenen Kontrahenten keine Differenzierung aus Risikosicht vorliegt. Des Weiteren gilt für Institute, die als global systemrelevante Banken (G-SIBs) berichtspflichtig sind und damit verbundenen Zusatzkosten unterliegen, dass Devisenfutures in den erforderlichen Kalkulationen unberücksichtigt bleiben.

Für diejenigen Institutionen, die besonderen Belastungen aus risikogewichteten Aktiva unterliegen, fällt bei Engagements mit einer Qualifying Central Counterparty (QCCP) nur ein Risikogewicht von 2% an, während die Untergrenze im OTC-Handel bei 20% liegt. Zusätzlich entfällt bei Transaktionen mit zentralem Clearing die Bewertungsanpassung für die Kontrahentenbonität (CVA): Teilnehmer können ihre CVA vollständig neutralisieren, wenn sie alle Devisenprodukte über das Clearing abwickeln.

GRAFIK: KOSTENDRUCK DURCH BASEL III BEI HANDEL OHNE CLEARING GEGENÜBER FUTURES MIT CLEARING

Kostendruck	Ohne Clearing	OTC-Geschäfte mit Clearing/ Futures-Kontrakte	Warum?
Margin-Regelungen für nicht geclearte Derivate			Margin-Anforderungen sind ohne Clearingstelle höher als bei Futures oder Produkten mit Clearing: a) HVaR/SPAN vs. ISDA SIMM b) Fehlende Netting-Effizienz durch Zentralkontrahenten
Bewertungsanpassung für die Kontrahentenbonität (Credit Value Adjustment, CVA)			Aufsichtsrechtlich erfordern Transaktionen mit zentralem Clearing keine CVA
Mindestliquiditätsquote (Liquidity Coverage Ratio, LCR)			Effizienzeffekte durch CCP-Netting senken die Anforderungen
Credit lines			Clearing-Engagements belasten bilaterale Kreditlinien nicht

Quelle: Greenwich Associates 2017 FX Futures Trading Study

Mit der Definition lieferbarer OTC-Devisenderivate gemäß MiFID II werden weitere Margin-Komponenten für nicht zentral geclearte Derivate in Europa anwendbar. Zu erwarten ist die Erfordernis des Austauschs von Variation Margin bei allen linearen, lieferbaren OTC-Devisenprodukten (außerhalb des Kassamarkts), sobald 2018 die Klassifizierung von lieferbaren OTC-Devisenprodukten nach MiFID II veröffentlicht wird. Diese Änderung der Variation Margin wird mit der Veröffentlichung der Definitionen alle Marktteilnehmer betreffen, die Margin-Anforderungen nicht geclearter Derivate unterliegen. Anders als bei der Initial Margin – im Rahmen der Margin-Anforderung für nicht geclearte Derivate – wird es hier keine schrittweise Einführungsphase geben. Für manche Buy-Side-Institutionen wird es das erste Mal sein, dass sie im Devisenhandel Sicherheitsleistungen austauschen.

Basel III kann den Einsatz von Devisenfutures weiter vorantreiben

Selbst wenn künftig aus regulatorischer oder marktstruktureller Sicht keine großen Veränderungen anstehen, so können wir der vorangehenden Analyse entnehmen, dass der Einsatz von Devisenfutures wirtschaftlich sinnvoll sein kann.

Doch können wir nicht die Kostenbelastung aus Basel III außer Acht lassen. Wie die vorhergehende Grafik verdeutlicht, sind die potenziellen Auswirkungen von Basel III enorm. Im selben Szenario wie oben haben die Kapitalkosten und die Kosten der Mindestliquiditätsquote unter Basel III das Potenzial, die Gesamtkosten des OTC-Devisenhandels fast zu verdoppeln. Umgekehrt versehen verdoppelt sich das Einsparungspotential des Futures-Handels, wenn die Kosten von Basel III berücksichtigt werden.

Und nicht nur die Sell-Side muss sich mit den Kostenaspekten von Basel III befassen. Unsere Nachfrage, ob die Prime Broker unter unseren Studienteilnehmern bereits begonnen hätten, ausdrücklich aus Basel III resultierende Kosten weiterzureichen, beantwortete einer von fünf Teilnehmern positiv.

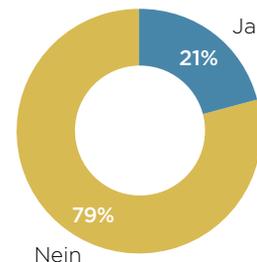
Hindernisse beim Einsatz von Devisenfutures

Obwohl wir viele Szenarien aufzeigen können, in denen Futures die logische Wahl gegenüber einem OTC-Geschäft sind, fällen Händler ihre Entscheidungen nicht nach rein quantitativen Argumenten. Manchmal sind qualitative Aspekte genauso wichtig.

Auf unsere Frage nach dem größten Hindernis bei der Nutzung von Futures als Alternative zum OTC-Devisenhandel nannten fast zwei Drittel der Studienteilnehmer die mangelnde Liquidität als entscheidenden Faktor. Sie waren nicht der Überzeugung, dass sie im Futures-Markt die gleiche Liquidität antreffen würden, die sie beim Vertrieb ihrer Handelsadressen als selbstverständlich gewohnt sind.

In einem Markt mit einem durchschnittlichen Tagesumsatz im Billionenbereich ist es nicht überraschend, dass Liquiditätssorgen an erster Stelle stehen, während der Tagesumsatz bei CME-Devisenfutures

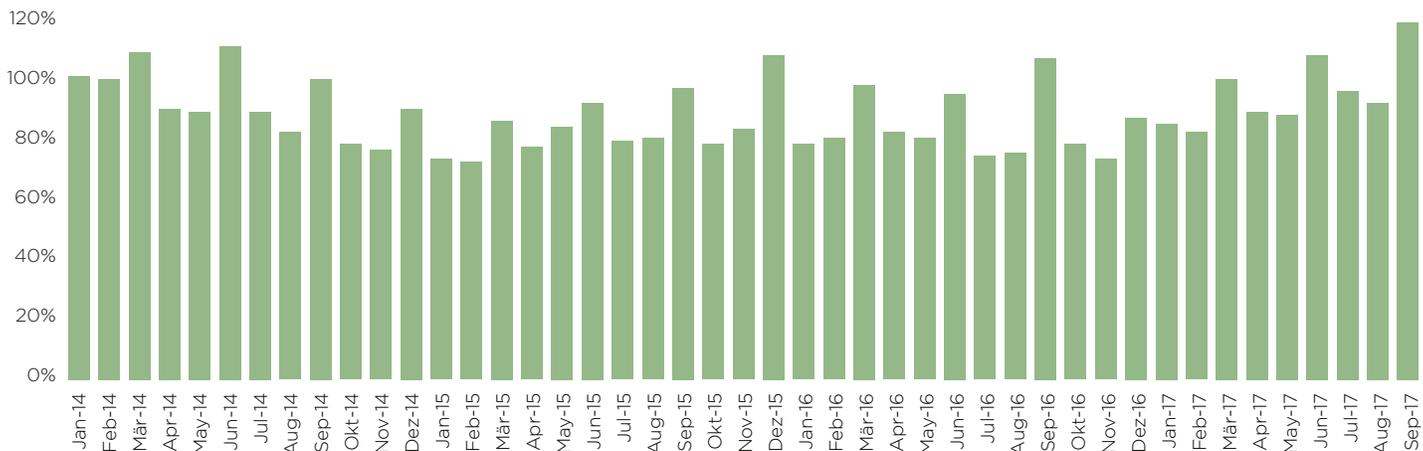
WEITERBELASTUNG DER KOSTEN VON BASEL III DURCH HÄNDLER/ PRIMARY BROKER



Hinweis: Basiert auf den Antworten von 14 Buy-Side-Teilnehmern.
Quelle: Greenwich Associates 2017
FX Futures Trading Study

im Schnitt bei 82 Milliarden USD liegt (Stand: September 2017). Wie die nachstehende Grafik jedoch zeigt, weichen die täglichen Volumina in Devisenfutures nicht wesentlich von den Volumina an einem großen elektronischen Kassamarkt ab.

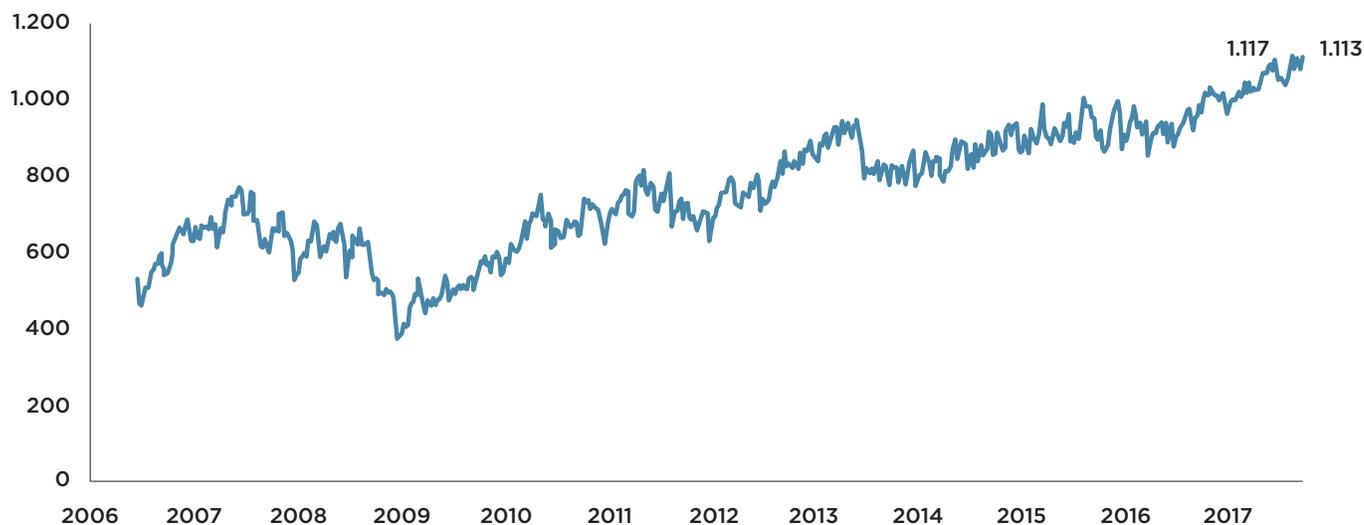
CME FUTURES ANTEILIG ZUM EBS-SPOTMARKT



Quelle: CME Group

Zudem hat sich seit 2009 die Anzahl der großen Positionen im Open Interest der CME-Devisenfutures um mehr als 150% erhöht: auf mehr als 1.113 Positionen Mitte September – mit einem Rekord im Open Interest von 2.985.000 offenen Kontrakten am 19. September 2017.

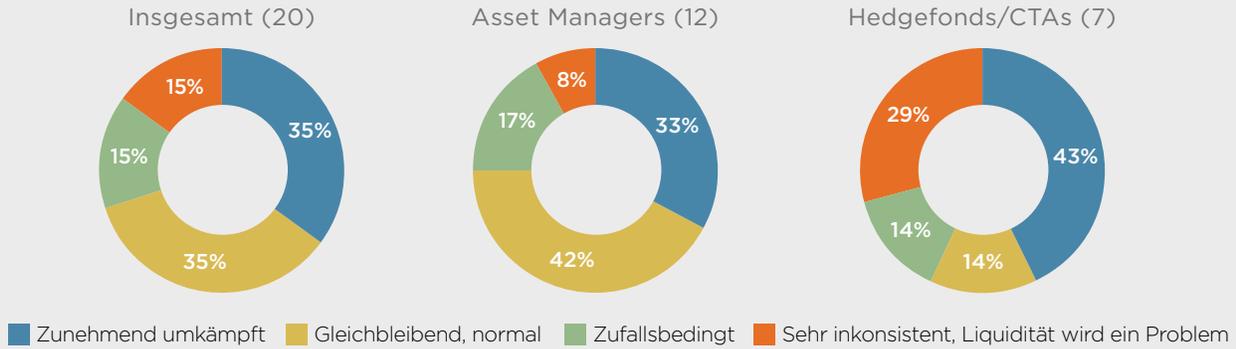
CME GROUP DEISENFUTURES – GROSSE POSITIONEN IM OPEN INTEREST



Anmerkung: Die CTFC definiert große Positionen im Open Interest mit 400 offenen Kontrakten bei den Hauptdevisenfutures und mit mindestens 100 offenen Kontrakten in anderen Devisenfutures.
Quelle: CTFC

LIQUIDITÄTSDRUCK IM DEISENOPTIONSMARKT

Im Markt für Devisenoptionen könnte sich ein Liquiditätsdruck bereits formieren. Wir fragten die Studienteilnehmer nach den Spreads, die ihnen bei Optionsgeschäften in den letzten sechs bis zwölf Monaten quotiert wurden: 30% beschrieben sie als zufallsbedingt oder zumindest sehr inkonsistent, sofern die Liquidität zum Problem wurde. Unter den Hedgefonds erreicht diese Zahl nahezu 50%.



Hinweis: Aufgrund von Rundungseffekten können die Summen von 100% abweichen. Die Zahlen in Klammern geben die Anzahl der Umfrageteilnehmer an.

Quelle: Greenwich Associates 2017 FX Futures Trading Study

Selbst wenn Devisenhändlern garantiert werden könnte, dass der Handel von Futures in den meisten Szenarien einen wirtschaftlichen Vorteil gegenüber OTC-Geschäften bieten würde, so wäre die Bequemlichkeit der Teilnehmer ein erhebliches Hindernis. Nach unserer Studie hat die Hälfte der Buy-Side-Händler das Potenzial von Futures als Ersatz für den OTC-Devisenhandel untersucht – die andere nicht. In einem klassischerweise vom außerbörslichen Handel dominierten Markt gibt es nach wie vor eine nennenswerte Anzahl von Marktteilnehmern, die sich bisher keine Gedanken gemacht haben, ob es eine geeignete oder sogar wirtschaftlich sinnvolle Alternative zum Status quo gibt.

Zusätzlich zu Liquiditätsbedenken und kulturellen Hindernissen gibt es eine Vielzahl von Marktakteuren, die nur zögerlich einige der individuellen Anpassungen aufgeben wollen, die im bilateralen Handel verfügbar sind. Allerdings haben die befragten Hedgefonds-Manager berichtet, dass sie im Durchschnitt bereits fast 40% ihrer Volumina zu den IMM-Kontraktfälligkeiten ausführen; bei den Vermögensverwaltern lag diese Zahl bei knapp über 35%. Somit würde der Wechsel zu Futures nicht bedeuten, dass diese Teilnehmer einen wesentlichen Teil der Flexibilität aufgeben müssten, die sie derzeit genießen.

Auswirkungen des Wandels auf der Sell-Side

Neben den Aspekten, die den Futures-Markt direkt betreffen, sind auch wechselnde Dynamiken der Sell-Side ein möglicher Anreiz für die Buy-Side, Devisenfutures in Betracht zu ziehen. So schreiben wir in unserem Bericht [Seeking Profits in FX, Many Dealers Narrow Their Focus](#), der 2017 veröffentlicht wurde:

Einige der weltweit führenden Devisenhandelshäuser verschlanken ihr Angebot und konzentrieren sich auf jene Instrumente, in denen sie das höchste Gewinnpotenzial sehen. Beispielsweise geben einige Banken in den G10-Währungen Swaps den Vorzug vor Kassamarkttransaktionen. Andere konzentrieren ihre Strategien auf bestimmte Kunden und richten ihre Ressourcen vorrangig auf Banken, Hedgefonds und andere Finanzunternehmen oder auf Aggregatoren für Privatanleger aus. Zuletzt werden manche Banken auch wesentlich anspruchsvoller, was die Wahl der Geschäftskanäle betrifft, in denen sie miteinander konkurrieren. Diese Banken unterscheiden nicht nur zwischen margenträchtigeren Transaktionen mit engem Kundenkontakt und weniger rentablen elektronischen Orderausführungen. Sie unterscheiden auch nach verschiedenen Arten von elektronischen Handelsplätzen.

Für manche Buy-Side-Händler bedeuten diese Verschiebungen letztlich, dass sie auf ihre auszuführenden Transaktionen von ihren Handelspartnern weniger aggressive Quotierungen erhalten als in der Vergangenheit. Andere wiederum haben den Eindruck, dass sie bei bestimmten Kontrahenten nicht mehr im Mittelpunkt stehen und weniger Dienstleistungen erhalten. Folglich könnten Futures als Alternative die Auswirkungen des veränderten Verhaltens der Sell-Side abmildern.

Künftiges Potenzial für Devisenfutures

Es wäre naiv zu glauben, dass Devisenfutures den bilateralen Markt vollständig ablösen würden – der OTC-Devisenhandel ist und bleibt ein robuster, globaler Markt. Vielen Marktteilnehmern ist es den Kostenaufschlag wert, ihre Engagements maßgeschneidert anzupassen oder entsprechende Strategien umzusetzen.

Wer des Weiteren nur selten handelt, kann unter Umständen keinen ausreichenden Vorteil erzielen, der die mit dem Futures-Handel verbundenen Kosten ausgleicht. Allerdings rechnen wir damit, dass sich die Verlagerung in Richtung börslichem Handel weiter beschleunigt und dieser sich als wichtige Liquiditätsquelle im Devisenhandel weiter etabliert.

Greenwich Associates ist der Ansicht, dass Devisenfutures kurz- und mittelfristig weiterhin zulegen werden. Unsere dargestellte Analyse beweist, dass der Handel von Devisenfutures eindeutige wirtschaftliche Vorteile bieten kann, selbst wenn man die potenziell nachteiligen regulatorischen Effekte auf die Handelskosten außer Acht lässt.

Zusätzlich dürften die gestiegenen Anforderungen für die beste Orderausführung („Best Execution“) und Liquidität nach Maßgabe von Regularien wie MiFID II ebenfalls positive Auswirkungen auf Devisenfutures haben.

Zusammen mit dem Druck, der hinsichtlich ihrer Kapital- und Renditeanforderungen auf der Sell-Side lastet, erwarten wir in den nächsten Jahren ausschließlich einen weiteren Anstieg der impliziten und expliziten Kosten des OTC-Devisenhandels. Da die Liquidität an den Futures-Märkten weiter ansteigt, wird der börsliche Handel von Devisen einfacher sein als je zuvor.

Wir sind der Ansicht, dass Devisenfutures kurz- und mittelfristig weiterhin zulegen werden.

Studienhintergrund

Als Basis für diesen Bericht nutzen wir ein proprietäres quantitatives Modell zur Analyse der Kosten, die jeweils mit dem außerbörslichen Devisenhandel und vergleichbaren Devisenfutures verbunden sind. Das Modell berechnet die Kosten für die Eröffnung, das Halten und die Glattstellung einer Position. Diese Kosten werden grob in die folgenden Kategorien eingeteilt:

- Spread-Kosten: Definiert durch die Geld-/Brief-Spanne des jeweiligen Instruments
- Margining- und Refinanzierungskosten: Beinhaltet die Höhe der für das Produkt gestellten Margin und deren Finanzierungskosten
- Vermittlungsgebühren: Vom FCM oder Prime Broker berechnete Handelsgebühren, Clearinggebühren und Gebühren für Kapitalinanspruchnahme
- Plattformkosten/CCP-Gebühren: Von der Clearingstelle oder der Handelsplattform berechnete Börsen-, Handels- und Clearinggebühren

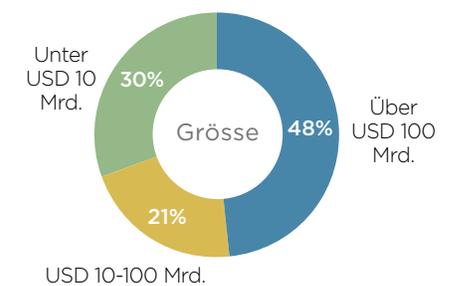
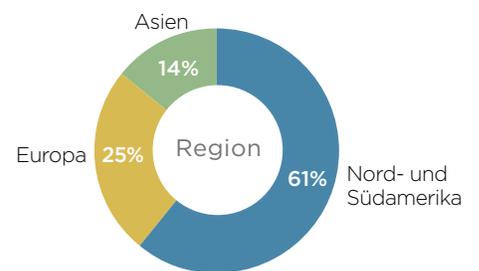
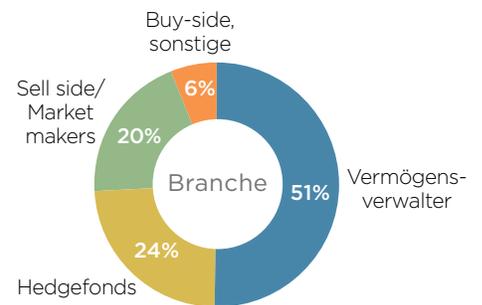
Um die wichtigsten Ausgangsdaten des Modells zu überprüfen und Feedback zur derzeitigen Nachfrage für sowie Überlegungen zum Handel von Devisenfutures zu erlangen, hat Greenwich Associates zwischen Januar und April 2017 insgesamt 51 Telefoninterviews mit Devisenhändlern der Anlageseite („Buy-Side“) sowie aus dem Vertrieb („Sell-Side“) durchgeführt. Die Studienteilnehmer erbrachten Daten über die durchschnittlichen Geld-/Brief-Spannen bei Devisengeschäften verschiedener Volumina, durchschnittliche Plattformkosten pro OTC-Devisengeschäft, den Anteil der zum Mittelkurs ausgeführten Future-Kontrakte und einigen weiteren qualitativen und quantitativen Aspekten.

Aus diesen Ergebnisse wurden mehrere Szenarien entworfen, anhand derer geprüft werden sollte, in welchen Fällen Futures eine sinnvolle (und in einigen Fällen ganz offensichtliche) Alternative zum OTC-Devisenhandel darstellen oder ob die derzeitigen Handelsgewohnheiten beibehalten werden sollten.

Dieser Bericht wurde ursprünglich in Englisch als A Bright Future for FX Futures veröffentlicht. Greenwich Associates ist für etwaige Ungenauigkeiten in der Übersetzung nicht verantwortlich.

This report was originally published in English as A Bright Future for FX Futures. Greenwich Associates is not responsible for any inaccuracies in this translation.

PROFIL DER BEFRAGTEN



Hinweis: Aufgrund von Rundungseffekten können die Summen von 100% abweichen.

ANMERKUNGEN

Foto Deckblatt: © iStockphoto/shuoshu

Die in diesem Dokument angeführten Daten spiegeln ausschließlich die Ansichten der von Greenwich Associates befragten Studienteilnehmer wider. Die Teilnehmer können über ihren Gebrauch und die Nachfrage nach Finanzprodukten und -Dienstleistungen sowie zur Anlagepraxis in den relevanten Märkten befragt worden sein. Greenwich Associates fügt die erhaltenen Daten zusammen, führt statistische Analysen durch und bereitet sie zu Präsentationszwecken auf, um zu den dargestellten Ergebnissen zu gelangen. Soweit nicht anders angegeben, sind Meinungen und Marktbeobachtungen ausschließlich unsere eigenen.

© 2017 Greenwich Associates, LLC. Javelin Strategy & Research ist ein Geschäftsbereich von Greenwich Associates. Alle Rechte vorbehalten. Dieses Material darf ohne ausdrückliche Genehmigung von Greenwich Associates, LLC, weder als Ganzes noch auszugsweise kopiert, reproduziert, verbreitet und weder elektronisch noch anderweitig Dritten übertragen werden. Greenwich Associates®, Competitive Challenges®, Greenwich Quality Index®, Greenwich ACCESS™, Greenwich AIM™ und Greenwich Reports® sind eingetragene Marken von Greenwich Associates, LLC. Greenwich Associates verfügt gegebenenfalls auch über Rechte an anderen Marken, die in diesem Material verwendet wurden.

