

Kreditderivate: weiteres Wachstum, neue Strukturen

Derivate werden nach wie vor überwiegend außerbörslich gehandelt. Daher ist es schwer, verlässliche Marktdaten zu erhalten. Für Kreditderivate, das derzeit am schnellsten wachsende OTC-Segment, gilt dies im Besonderen. Während die zuletzt im Mai erschienene halbjährliche Studie der Bank For International Settlements (BIS) das Marktvolumen der übrigen Assetklassen nach verschiedenen Produkten aufbricht, finden für Kreditderivate nur CDS-Berücksichtigung. Durch die British Bankers' Association (BBA), die International Swaps and Derivatives Association (ISDA) sowie Fitch Ratings (Fitch) wurden im September drei separate Studien vorgelegt, die neue Einblicke gewähren.

Weiter wachsender Markt

Die Studien stimmen überein, dass der Markt für Kreditderivate rapide gewachsen ist. Unterschiede bestehen bei der Schätzung des Marktvolumens: Fitch ermittelt für Ende 2005 ein ausstehendes Nominalvolumen von fast 12 Billionen US-Dollar, ein Wachstum von 122 Prozent gegenüber dem Vergleichswert in 2004. Demgegenüber sieht die BBA-Studie den Markt bei rund 20 Billionen US-Dollar und korrigiert damit ihre Prognose aus dem Jahr 2004 deutlich, die von einem Wachstum auf „nur“ 8,2 Billionen US-Dollar ausging. Die ISDA geht Mitte 2006 von 26 Billionen US-Dollar aus, ein Anstieg von 52 Prozent gegenüber dem Wert vor sechs Monaten.

Während sich die Abweichungen neben den angesprochenen Erfassungsproblemen mit Unterschieden bei der Datenerhebung erklären lassen, ist ausblickend ein Befund bemerkenswert: Zwar wird unisono ein weiter wachsender Markt erwartet, das Wachstumstempo ist aber umstritten. Die BBA prognostiziert das Marktvolumen Ende 2008 auf mehr als 33 Billionen US-

Dollar, ein nochmaliger Anstieg um 65 Prozent gegenüber 2006. Demgegenüber gehen in der Fitch-Studie nur 40 Prozent der Auguren von einem stark wachsenden Markt aus, während 17 Prozent ein moderates und 43 Prozent ein langsames Wachstum erwarten.

Langsame Migration in schwächere Adressen

Produktseitig ist nach der BBA-Studie der Anteil von Single-named CDS von 51,0 Prozent in 2004 auf 32,9 Prozent gefallen. Neue Wachstumstreiber sind danach Indexprodukte, die für 37,7 Prozent stehen, verglichen mit nur elf Prozent in 2004. Daneben nehmen synthetische CDOs mit 16,3 Prozent (2004: 16 Prozent) weiterhin eine wesentliche Rolle ein.

Auch die von Fitch befragten Experten sprechen Indexprodukten die besten Wachstumchancen zu, gefolgt CDS auf Asset-Backed-Strukturen und CDOs. Die

Dr. Michael Eichhorn, Royal Bank of Scotland, Group Internal Audit, London, und Melanie Eichhorn-Schurig, Commerzbank AG, London

Kreditderivate gehören heute unbestritten zu den am schnellsten wachsenden Finanzmarktsegmenten. Ihre Erfassung in zuverlässigen Marktstatistiken hat allerdings keineswegs mit der Zunahme ihrer Volumina Schritt halten können. Und eine Auswertung der Marktentwicklung erfolgt auch keineswegs so systematisch und selbstverständlich wie das bei anderen Aggregaten des Bankgeschäftes der Fall ist. Die Autoren greifen neuere Studien auf, anhand derer sie die Marktentwicklung skizzieren. Die zugehörigen Daten und Quellen hat die Redaktion in der folgenden Marktstatistik zusammengestellt. (Red.)

geringsten Wachstumchancen billigen sie Recovery Swaps und Total Return Swaps zu.

Für Underlyings ist generell eine langsame Migration in schwächere Ratingklassen zu beobachten. Der Anteil von CDS auf AAA-BBB geratete Unternehmen ist von 65 Prozent (2004) auf 59 Prozent (2006) gefallen. Ende 2008 sieht die BBA-Studie ihn bei 52 Prozent. Umgekehrt ist der Anteil von BB-B gerateten Unternehmen von 13 Prozent auf 23 Prozent gestiegen und wird 2008 auf 27 Prozent geschätzt.

Corporates und Asset Manager als neue Marktteilnehmer

Von Banken dominiert, weist der Markt nach Fitch weiterhin eine hohe Konzentration auf: Die Top Ten Counterparties vereinen 86 Prozent des Gesamtvolumens aller Käufe und Verkäufe auf sich (2004: 84 Prozent). Als Wachstumstreiber, gerade unterhalb des Investment Grade, gelten Hedge Funds. Führende Händler gaben an, dass Hedge Funds mindestens 20 Prozent bis 30 Prozent ihrer Handelsaktivitäten repräsentieren. Ausblickend wird erwartet, dass Asset Manager und Corporates vermehrt in den Markt eintreten.

Als größte Herausforderung macht die Fitch-Studie das Settlement aus, gefolgt vom Bestätigungswesen. Wenngleich schwächer, werden auch Dokumentation, Liquidität und Pricing weiterhin als problematisch erachtet. Weitgehend gelöst scheinen Risikomanagement-Aspekte.

Beim Settlement ist der BBA-Studie zufolge der Anteil physischer Lieferungen von 86 Prozent in 2004 auf 73 Prozent gefallen. Umgekehrt hat sich der Anteil von Cash Settlements gegenüber dem Vorjahr von elf Prozent auf 23 Prozent verdoppelt. ■■■■