

Ende von Bretton Woods wirkt als Katalysator für Derivate

Von Paul Meier

Nach dem Ende des Ersten Weltkriegs setzte für den Derivathandel eine Phase des stürmischen Wachstums ein. Dabei kämpften die US-Terminbörsen mit harten Bandagen. Das führte 1922 zum Capper Tincher Act, der den Handel mit Getreide-Futures regulierte. Verschiedene Interessengruppen opponierten gegen den marktfeindlichen Erlass, doch 1923 wurde er vom Supreme Court, dem US-Verfassungsgericht, bestätigt. Damit begann das Zeitalter der Regulierung. Politischer Druck führte dazu, dass 1933 der Commodity Exchange Act in Kraft gesetzt wurde, der den Handel mit Optionen auf Rohstoffe untersagte. Dieses Gesetz bildete bis zu den Siebzigerjahren die Basis für Eingriffe in die US-Derivatmärkte; seither schwingt die Commodity Futures Trading Commission das Zepter.

In den Zwanzigerjahren wuchsen die Sorge um das Gegenparteirisiko, die Handelbarkeit der Produkte und damit das Bedürfnis nach Sicherheit. Die Gründung des Board of Trade Clearing House am 4. Januar 1926, das die Abwicklung und Verrechnung der Transaktionen am Chicago Board of Trade (CBOT) garantierte, stellte einen Meilenstein dar.

Die Depression, die durch den Börsenkrach am Schwarzen Dienstag (29. Oktober 1929) ausgelöst wurde, erschütterte auch die Terminbörsen. 1933 fusionierten die nationale Metallbörse, die Gummibörse, die nationale Rohseidenbörse und die neue Fell- und Lederbörse zur Commodity Exchange (Comex) in New York. Gold, für das die Comex heute bekannt ist, wurde damals noch nicht gehandelt. Denn Amerikaner durften nach 1933 kein Gold besitzen, eine Bestimmung, die erst am 21. Dezember 1974 aufgehoben wurde. Von 1929 bis 1935 purzelte der Preis für eine CBOT-Mitgliedschaft von 62500 auf 612\$. Aber der Unternehmensgeist blieb erhalten, und 1936 wurden Futures auf Sojabohnen eingeführt. Während des Zweiten Weltkriegs, der für die USA 1941 begann, entwickelten sich die Märkte jedoch nicht mehr weiter.

Nach 1945 wurden die Kommunikationstechnologien verbessert, die Wirtschaft prosperierte, und mit dem Wohlstand wuchs der Appetit auf Spekulationsgeschäfte. Weil der Welthandel rasch expandierte, stieg das Bedürfnis nach Absicherung markant. Innert kurzer Zeit waren die US-Märkte reif für neue Produkte und einen Wachstumsschub. So wurden an der Chicago Mercantile Exchange (CME) 1964 die ersten Futures auf lebende Produkte, auf Rinder (live cattle), eingeführt. Langsam, aber sicher wuchs die Akzeptanz von Futures auch ausserhalb der USA. In den frühen Fünfzigern war Japan en vogue. Die Seidenbörse von Yokohama, die während des Kriegs geschlossen worden war, nahm 1951 den Betrieb wieder auf. Die Textilbörse in Tokio öffnete ihre Pforten, gefolgt von der Tokioter Gummibörse, der Getreidebörse und der Gummibörse in Kobe. Auch Australien blieb nicht untätig: Ab 1960 wurde Schafwolle gehandelt. Nur in Europa regte sich – abgesehen von den wenigen Rohstoffen, die in London und Paris gehandelt wurden – nichts.

Bis zu den Sechzigerjahren blieben die Finanz- und die Rohstoffmärkte Männersache. Erst 1967 wurde die erste Frau, Muriel Siebert, Mitglied der New York Stock Exchange. Carol J. Ovitz und Virginia Hansen brachen den Bann am CBOT. In diesem Jahrzehnt rüttelten soziale Protestbewegungen am traditionellen Gesellschaftsaufbau. Diese Diskussion von «heiligen» Werten und die Offenheit für neue Ideen führten zu Veränderungen, die wir heute noch spüren. In dieses Kapitel gehört die Lancierung der Financial Futures (FF), d.h.

Terminkontrakten, die sich nicht auf Rohstoffe, sondern auf Finanzinstrumente (Aktien, Obligationen, Indizes, Währungen etc.) beziehen.

Der grosse Sprung nach vorn gelang den Derivaten in den frühen Siebzigerjahren. Während das Wachstum von Terminkontrakten im 19. Jahrhundert dort stattfand, wo sich der Kassamarkt für den Rohstoff befand, zeigte sich diesmal ein anderes Bild. Chicago gelang es, zwei neue Produkte zu entwickeln, die eigentlich in der Finanzmetropole New York hätten entstehen müssen: die FF und Aktienoptionen. Insbesondere die Geburt der FF ist eng verknüpft mit dem Zusammenbruch des Systems der fixen Wechselkurse.

Noch vor Ende des Zweiten Weltkriegs hatten die wichtigsten Industrieländer (ohne die Achsenmächte) im amerikanischen Bretton Woods eine neue Weltwährungsordnung entworfen. Alle Währungen wurden an den Dollar angebunden und dieser wiederum in Gold fixiert. Bis zu den Sechzigerjahren bewährte sich dieses Wechselkursregime. Aber dann baute sich auf Grund der realwirtschaftlichen Entwicklung in europäischen Währungen und im Yen ein Aufwertungsdruck gegenüber dem Dollar auf. Während die Europäer untereinander abwerteten, blieb der Dollar aus politischen Gründen hoch. Die US-Wirtschaft büsste an Wettbewerbsfähigkeit ein. Deshalb hob Präsident Richard Nixon am 15. August 1971 die Goldbindung des Dollars auf. De facto schaffte er damit das Bretton-Woods-System ab.

Plötzlich bewegten sich die Währungen frei und unterlagen wie andere Güter den Kräften von Angebot und Nachfrage. Das Bedürfnis nach Absicherungsmechanismen wuchs. Obwohl der herkömmliche Devisenhandel auch solche Instrumente bot, lag der Gedanke nahe, dass die Terminbörsen derartige Produkte anboten. Denn in den herkömmlichen Rohwarenkontrakten stagnierten die Umsätze. Mitglieder der CME hatten die Nase vorn und entschieden sich, den Devisenhandel zu standardisieren. Sie entwickelten Kontrakte für Dollar gegen die Währungen der wichtigsten Handelspartner. Allerdings trauten sie den neuen Instrumenten nicht so richtig und schufen dafür eigens den International Monetary Market. Diese Konstruktion schützte die CME-Mitglieder davor, die Risiken eines Fehlschlags selbst tragen zu müssen. Zudem verhinderten sie dadurch, dass die Sitzpreise durch Neumitglieder verwässert wurden. Anders als in Europa, wo die Börsen normalerweise im Besitz von Banken sind, werden die US-Märkte von ihren Mitgliedern gehalten, die sich einkaufen müssen.