

3. Der internationale Markt für Schuldtitel

Trotz sich verschlechternder Finanzierungsbedingungen im Juni erholte sich der Nettoabsatz am internationalen Markt für Schuldtitel im zweiten Quartal 2002 insgesamt und erhöhte sich gegenüber dem Vorquartal um 11% auf \$ 344 Mrd. (Tabelle 3.1). Im privaten Sektor wuchs die Nachfrage nach Finanzmitteln wesentlich stärker als die Zahlen für den Gesamtabsatz vermuten lassen, da der Nettoabsatz des öffentlichen Sektors deutlich zurückging. Die Zunahme des Gesamtabsatzes im privaten Sektor ist nahezu ausschließlich auf die Aktivitäten der europäischen und japanischen Schuldner zurückzuführen. Im Gegensatz dazu ging der Nettoabsatz durch Emittenten mit Sitz in den USA zwischen dem ersten und zweiten Quartal von \$ 139 Mrd. auf \$ 118 Mrd. zurück. Bei den Schuldnern aus aufstrebenden Volkswirtschaften war die Emissionsrate im internationalen Schuldtitelmarkt nach wie vor gering.

Gegen Ende des zweiten Quartals blieb der angekündigte Absatz am internationalen Anleihemarkt deutlich hinter dem Volumen zurück, das auf der Grundlage von saisonalen Faktoren normalerweise zu erwarten gewesen wäre. Mit diesem Defizit kam es gleichzeitig zu einer Vergrößerung der Renditeaufschläge auf Unternehmensanleihen (s. „Überblick“, S. 1), was eher eine Verknappung des Mittelangebots als eine mangelnde Nachfrage nahe legt. Besonders stark ausgeprägt war der Rückgang beim Bruttoabsatz der erstklassigen Schuldner; bei den Schuldnern mit Rating unter Anlagequalität hatte der Bruttoabsatz schon im Mai zu versiegen begonnen. Im Juli war in den USA und in Europa eine starke Ausweitung der Kreditzinsspannen zu verzeichnen (s. „Überblick“). Die Ankündigungen durch erstklassige Schuldner in Europa gingen weiter zurück, und der Absatz erstklassiger Titel in den USA versiegte beinahe gänzlich. Besonders bemerkenswert ist, dass die grössten US-Finanzgesellschaften nach einigen Monaten mit starkem Absatz nahezu völlig vom Markt für internationale Anleihen und Notes verschwunden waren.

Rückgang der Emissionen der öffentlichen Hand durch Mittelaufnahme des privaten Sektors ausgeglichen

Rückgang der
Mittelaufnahme im
öffentlichen
Sektor ...

Der Nettoabsatz durch Emittenten des öffentlichen Sektors ging vom ersten zum zweiten Quartal 2002 stark zurück. Mit \$ 51 Mrd. fiel der Absatz im zweiten Vierteljahr 53% niedriger aus als der Rekordbetrag des Vorquartals.

Hauptmerkmale des Nettoabsatzes an den Märkten für internationale Schuldtitel								
Mrd. US-Dollar								
	2000	2001	2001			2002		Stand Ende Juni 2002
	Jahr	Jahr	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	
Nettoabsatz insgesamt	1 237,8	1 348,8	370,8	224,8	339,4	310,2	344,0	8 634,7
Geldmarktinstrumente ¹	152,1	-78,9	-26,2	-45,6	-9,3	-7,8	7,5	423,4
<i>Commercial Paper</i>	55,2	26,9	10,1	-12,0	6,5	5,5	1,8	266,8
Anleihen und Notes ¹	1 085,6	1 427,7	397,0	270,4	348,8	318,0	336,5	8 211,3
<i>Zinsvariable Emissionen</i>	354,6	391,6	98,7	93,8	95,9	61,0	74,4	2 076,8
<i>Festverzinsliche Emissionen</i>	714,3	996,4	287,6	170,5	237,5	253,7	247,9	5 824,4
<i>Eigenkapitalbezogene Emissionen</i>	16,7	39,7	10,7	6,2	15,3	3,3	14,1	310,1
Entwickelte Volkswirtschaften	1 158,1	1 260,8	327,2	210,1	323,8	286,3	325,3	7 582,6
USA	464,5	597,2	155,4	114,3	136,9	138,8	117,5	2 638,7
Euro-Raum	558,2	551,5	126,9	87,4	149,3	128,4	151,2	3 261,2
Japan	-25,8	-10,1	1,1	-6,5	-1,8	-9,3	3,2	272,4
Offshore-Finanzplätze	14,7	27,0	8,1	5,4	6,4	4,5	-0,1	103,0
Aufstrebende Volkswirtschaften	42,1	44,7	29,9	-1,8	7,9	11,5	12,0	528,6
Internationale Organisationen	22,9	16,3	5,7	11,1	1,3	8,0	6,8	420,6
Privater Sektor	970,4	1 003,3	267,5	156,4	252,0	193,1	285,9	6 463,4
<i>Finanzinstitute²</i>	798,1	800,3	200,7	133,6	196,4	178,9	243,5	5 242,7
<i>Unternehmen</i>	172,3	202,9	66,8	22,8	55,6	14,2	42,5	1 220,7
Öffentlicher Sektor ³	244,5	329,3	97,7	57,2	86,2	109,1	51,3	1 750,7
<i>Zentralstaatl. Stellen</i>	52,6	60,5	32,1	-2,3	11,6	45,1	7,2	629,1
<i>Andere staatl. Stellen</i>	191,9	268,7	65,6	59,5	74,6	64,0	44,0	1 121,7
<i>Nachrichtlich: CP Inland⁴</i>	255,6	-139,6	-63,1	-49,8	30,7	-73,0	-58,5	1 828,4
<i>darunter: USA</i>	208,3	-161,2	-67,9	-58,5	28,3	-63,3	-57,0	1 320,6

¹ Ohne von Gebietsfremden am Inlandsmarkt begebene Notes. ² Geschäftsbanken und sonstige Finanzinstitute. ³ Ohne internationale Organisationen. ⁴ Daten für 2. Quartal 2002 teilweise geschätzt.

Quellen: Bank of England; Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; nationale Stellen; BIZ. Tabelle 3.1

Der Rückgang war relativ gleichmässig auf die Schuldner in den USA und in Europa verteilt. In den entwickelten Volkswirtschaften Europas war der sinkende Absatz durch eine schwächere Mittelaufnahme zentralstaatlicher Stellen bedingt. In den USA war der Rückgang von \$ 61 Mrd. auf \$ 37 Mrd. von einer um \$ 19 Mrd. tieferen Abschlussquote begleitet. Eine Rolle spielte hier der niedrigere Bruttoabsatz durch die US-Wohnbaufinanzierungsinstitute: Der Bruttoabsatz an den internationalen Märkten sank bei Freddie Mac von \$ 41 Mrd. auf \$ 33 Mrd. und bei Fannie Mae von \$ 31 Mrd. auf \$ 24 Mrd. Dennoch umfassten die grössten Emissionen, die am Markt für internationale Anleihen und Notes platziert wurden, zwei Emissionen im Wert von jeweils \$ 6 Mrd. von Freddie Mac und Fannie Mae, von denen letztere einen Renditenaufschlag von 26 Basispunkten aufwies.

Bruttoabsatz an den Märkten für internationale Anleihen und Notes

Mrd. US-Dollar

	2000	2001	2001			2002	
	Jahr	Jahr	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
Angekündigte Emissionen insgesamt	1 703,8	2 306,5	639,8	465,8	554,1	606,5	582,0
Zinsvariable Emissionen	518,2	643,6	163,1	157,1	168,7	141,8	165,0
Festverzinsliche Emissionen	1 129,1	1 590,7	458,0	297,6	359,1	455,1	396,3
Eigenkapitalbezogene Emissionen ¹	56,5	72,2	18,7	11,1	26,3	9,6	20,7
US-Dollar	791,8	1 131,9	332,2	247,0	243,6	310,8	260,4
Euro	581,7	841,9	217,0	145,7	221,3	228,4	235,5
Yen	129,1	125,3	38,8	32,5	26,2	16,4	25,9
Sonstige Währungen	201,2	207,5	51,7	40,6	62,9	51,0	60,1
Privater Sektor	1 319,5	1 676,6	451,0	327,0	420,9	416,7	438,2
<i>Finanzinstitute</i> ²	1 087,6	1 335,4	349,8	276,0	325,7	353,1	364,1
<i>Unternehmen</i>	231,9	341,1	101,3	51,0	95,2	63,6	74,2
<i>davon: Telekommunikation</i>	119,3	134,6	30,2	15,9	38,0	11,8	14,5
Öffentlicher Sektor	315,1	555,2	165,9	118,7	118,4	163,8	122,5
<i>Zentralstaatliche Stellen</i>	92,9	130,8	58,2	13,4	17,9	59,3	29,0
<i>Anderer staatliche Stellen</i>	222,2	424,4	107,6	105,3	100,5	104,6	93,5
Internationale Organisationen	69,2	74,8	22,9	20,1	14,8	26,0	21,3
Bruttoabsatz	1 705,6	2 306,3	630,2	478,1	568,4	587,9	579,2
<i>Nachrichtlich: Tilgungen</i>	619,9	878,6	233,2	207,7	219,6	269,9	242,7

¹ Wandel- und Optionsanleihen. ² Geschäftsbanken und sonstige Finanzinstitute.

Quellen: Bank of England; Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BIZ.

Tabelle 3.2

... wird durch wachsenden Absatz im privaten Sektor mehr als ausgeglichen

Der im zweiten Quartal 2002 rückläufige Nettoabsatz des öffentlichen Sektors wurde durch den Schub beim Nettoabsatz im privaten Sektor – der sich gegenüber dem Vorquartal um 48% auf \$ 286 Mrd. erhöhte – mehr als ausgeglichen. In diesem Anstieg kam die deutlich grössere Mittelaufnahme durch Finanzinstitute und Wirtschaftsunternehmen zum Ausdruck. Der Nettoabsatz durch Finanzinstitute war während des zweiten Quartals besonders hoch und erreichte mit \$ 244 Mrd. den dritthöchsten je verzeichneten Stand. Die grösste Emission im privaten Sektor belief sich auf \$ 6 Mrd. und wurde von GE Capital Corporation aufgelegt.

Der Anstieg der Mittelaufnahme im privaten Sektor entfiel beinahe vollständig auf Schuldner in den entwickelten Volkswirtschaften Europas. Deren Nettoabsatz stieg von \$ 108 Mrd. im ersten Quartal 2002 auf \$ 184 Mrd. im Folgequartal. Die Mittelaufnahme durch Unternehmen des japanischen Privatsektors erhöhte sich von -\$ 10 Mrd. auf \$ 4 Mrd., während sie bei den US-Unternehmen mehr oder weniger unverändert blieb. Die von Schuldnern des privaten Sektors in den USA angekündigten Bruttoemissionen nahmen in diesem Zeitraum sogar ab, von \$ 161 Mrd. auf \$ 145 Mrd.

Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften behalten Zugang zum internationalen Markt für Schuldtitel

Auch im zweiten Quartal 2002 blieb die Mittelaufnahme der aufstrebenden Volkswirtschaften am internationalen Schuldtitelmarkt mässig. Mit \$ 12 Mrd. ergab sich beim Nettoabsatz durch Emittenten aus aufstrebenden Volkswirtschaften im Wesentlichen keine Veränderung gegenüber dem Vorquartal; er lag geringfügig über dem Quartalsdurchschnitt seit Beginn der Asien-Krise. Der angekündigte Bruttoabsatz stieg leicht, von \$ 30 Mrd. auf \$ 33 Mrd. Als grösster Schuldner aus den aufstrebenden Volkswirtschaften zeichnete sich im zweiten Quartal Petronas Capital Limited aus, die drei Emissionen im Wert von insgesamt über \$ 2,7 Mrd. auflegte.

Hinter den aggregierten Werten verbergen sich umfassende Veränderungen im Verhaltensmuster bei der regionalen Mittelaufnahme. So stieg beispielsweise der Nettoabsatz in den aufstrebenden Ländern des asiatisch-pazifischen Raums zwischen dem ersten und zweiten Quartal 2002 von \$ 4,3 Mrd. auf \$ 10,1 Mrd., hauptsächlich infolge einer beträchtlichen erhöhten Mittelaufnahme südkoreanischer Emittenten. Im Gegensatz dazu war die Mittelaufnahme in Lateinamerika stark rückläufig und sank von \$ 4 Mrd. auf -\$ 3 Mrd., wofür insbesondere der Rückgang des Nettoabsatzes in Mexiko verantwortlich war. Auch die Mittelaufnahme Brasiliens schrumpfte in diesem Zeitraum von \$ 2,7 Mrd. auf \$ 1 Mrd.

Gesamtabsatz von Schuldnern aus aufstrebenden Volkswirtschaften unverändert ...

... aber starker Anstieg der Mittelaufnahme Südkoreas

Nettoabsatz internationaler Schuldtitel nach Währung und Region ¹								
Mrd. US-Dollar								
Region/Währung		2000	2001	2001			2002	
		Jahr	Jahr	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
Nordamerika	US-Dollar	377,7	526,4	136,1	105,9	120,9	126,6	93,3
	Euro	44,5	64,4	15,5	7,1	20,9	17,8	15,1
	Yen	17,2	17,5	5,7	6,7	1,8	-3,5	1,7
	Sonstige Währungen	17,3	8,3	3,5	-1,0	0,7	3,5	6,2
Europa	US-Dollar	170,2	56,7	14,2	-0,7	15,6	6,5	43,0
	Euro	411,3	520,1	130,1	79,1	142,2	137,9	133,8
	Yen	40,8	-1,4	3,3	3,9	-2,6	-13,3	-4,7
	Sonstige Währungen	88,1	71,1	11,7	11,9	28,1	17,0	30,9
Sonstige	US-Dollar	61,4	69,8	41,8	11,0	7,7	23,6	13,7
	Euro	14,8	13,0	4,8	0,3	2,9	3,1	7,2
	Yen	-20,3	0,6	4,8	-1,9	0,9	-12,1	5,9
	Sonstige Währungen	14,9	2,4	-0,7	2,4	0,3	3,2	-2,0
Insgesamt	US-Dollar	609,3	652,8	192,1	116,2	144,2	156,6	149,9
	Euro	470,6	597,5	150,3	86,5	166,0	158,7	156,2
	Yen	37,7	16,7	13,9	8,7	0,1	-28,9	2,8
	Sonstige Währungen	120,2	81,8	14,6	13,3	29,1	23,7	35,0

¹ Basis: Nationalität des Schuldners.

Quellen: Bank of England; Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BIZ.

Tabelle 3.3

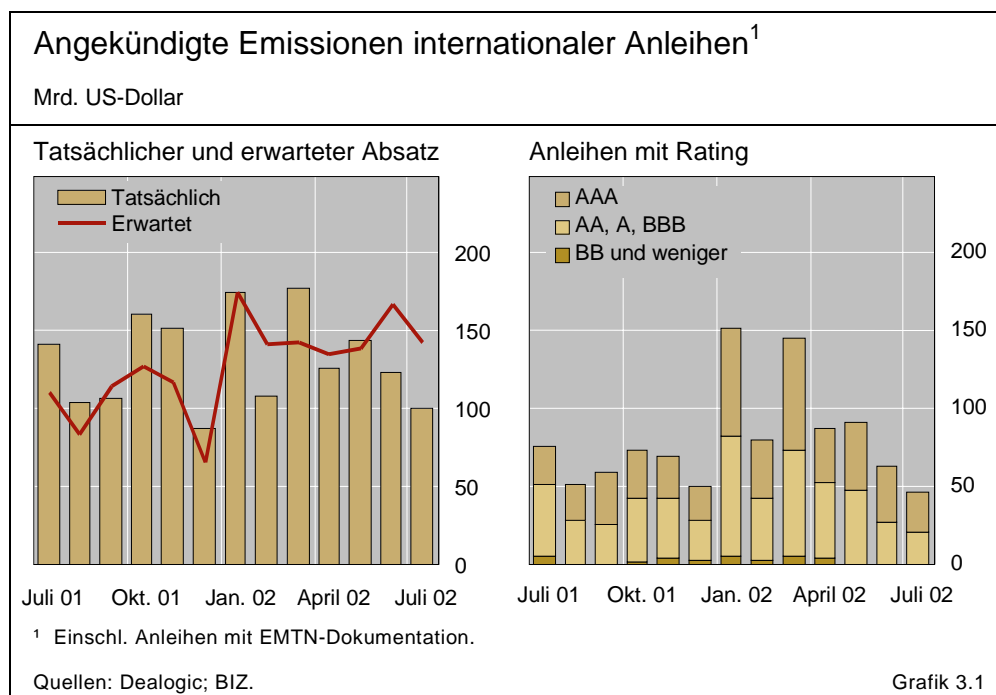
Anhaltende Schwierigkeiten am Markt für Commercial Paper

Der Abschwung am US-Markt für inländisches Commercial Paper (CP) setzte sich auch im zweiten Quartal fort. Beim Nettoabsatz durch Finanzinstitute war ein Rückgang um 4% auf \$ 1 151 Mrd. zu verzeichnen, während der Absatz durch Wirtschaftsunternehmen um 8% auf \$ 170 Mrd. sank. Der Rückgang des Nettoabsatzes insgesamt belief sich auf \$ 57 Mrd. In den vorhergehenden Quartalen war die Entwicklung von einem Anstieg bei den Emissionen von festverzinslichen Anleihen und Notes begleitet gewesen, was darauf hindeutete, dass eine Verlagerung von kurzfristigen hin zu langfristigen Mittelaufnahmen stattfand. Im zweiten Quartal 2002 jedoch war der Absatz festverzinslicher Papiere rückläufig (Tabelle 3.2). Im Gegensatz dazu war der Nettoabsatz am internationalen CP-Markt, einem wesentlich kleineren Markt, mit einem Volumen von \$ 1,8 Mrd. positiv.

Seit Juni scheinen sich die Kreditbedingungen zu verschlechtern

Die Bedingungen an den Kreditmärkten im Allgemeinen und am internationalen Markt für Anleihen und Notes im Besonderen haben sich offensichtlich seit Juni verschlechtert. Im Gegensatz zu der beträchtlichen Zunahme des Absatzes am internationalen Anleihemarkt, die in der Regel von Mai bis Juni zu verzeichnen ist, gingen die angekündigten Emissionen um \$ 21 Mrd. zurück (Grafik 3.1, links). Der niedrigere Absatz durch Schuldner in den entwickelten Ländern hatte hier einen bedeutenden Einfluss. Besonders stark ging der Bruttoabsatz der erstklassigen Schuldner in diesen Ländern zurück, nämlich von \$ 90 Mrd. auf \$ 63 Mrd., und es gab weiterhin keine Emissionen durch Schuldner mit Rating unter Anlagequalität. In den ersten vier Monaten des Jahres 2002

Unerwartet
niedriger Absatz im
Juni ...



entfielen etwa 2% der gesamten Ankündigungen am internationalen Anleihemarkt auf den Absatz von Titeln mit Rating unter Anlagequalität, im Mai und Juni dann gerade noch 0,3% der Gesamtankündigungen.

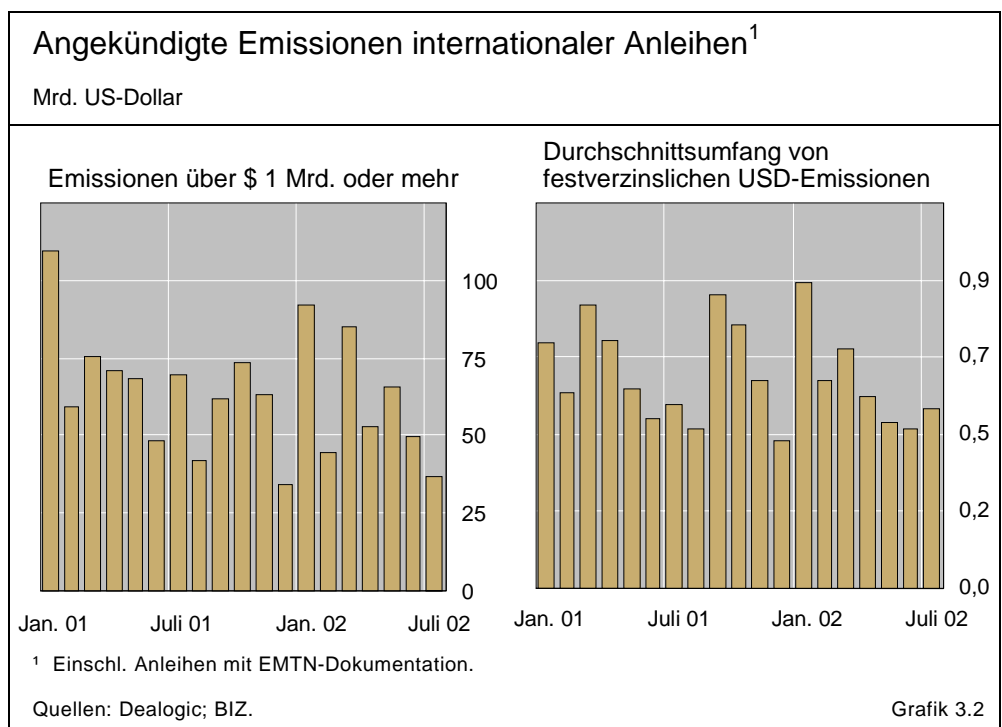
Wie im „Überblick“ erwähnt, waren im Juni die Anfänge einer Ausweitung der Kreditzinsspannen in den USA sowie die Fortsetzung dieses Trends in Europa zu verzeichnen. Diese Entwicklung und der gleichzeitige Rückgang des Absatzes legen die Vermutung nahe, dass sich das Mittelangebot am internationalen Anleihemarkt gegen Ende des zweiten Quartals verringert hat. Es gibt Anhaltspunkte dafür, dass insbesondere die Finanzinstitute Schwierigkeiten hatten, Mittel aufzunehmen. Der Absatz festverzinslicher Titel durch die Finanzinstitute ging von \$ 80 Mrd. im Mai auf \$ 59 Mrd. im Juni zurück, während der Absatz der Wirtschaftsunternehmen sogar leicht zunahm.

Die Verbreiterung der Kreditzinsspannen in den USA und Europa hielt auch im Juli an. Erste Daten zeigen einen weiteren Rückgang der Ankündigungen auf dem internationalen Anleihemarkt, wenn auch weniger ausgeprägt, als auf Grundlage der saisonalen Faktoren zu erwarten gewesen wäre. Der Gesamtbetrag der am internationalen Anleihemarkt platzierten grossen Emissionen lag bei \$ 37 Mrd. und erreichte somit den tiefsten Stand seit Dezember 2001 (Grafik 3.2). Der Absatz von Wertpapieren unter Anlagequalität lag nach wie vor praktisch bei null, während der Absatz von Wertpapieren mit Anlagequalität weiter sank und mit \$ 46 Mrd. einen so niedrigen Stand erreichte wie seit Dezember 2000 nicht mehr. Der Rückgang beim Absatz von Wertpapieren mit Anlagequalität war in den USA besonders ausgeprägt: Dort war im Juli im Wesentlichen kein Absatz zu verzeichnen. Auch am internationalen Anleihemarkt waren die grössten US-Finanzgesellschaften nicht vertreten. Auf die drei grössten Finanzgesellschaften der USA entfielen im Mai und Juni \$ 13 Mrd. des Bruttoabsatzes, doch im Juli zogen sie sich praktisch ganz vom Markt

... bei gleichzeitiger Ausweitung der Kreditzinsspannen

Weiterer Rückgang des Absatzes im Juli ...

... bei Rückzug der grössten US-Finanzgesellschaften vom Markt



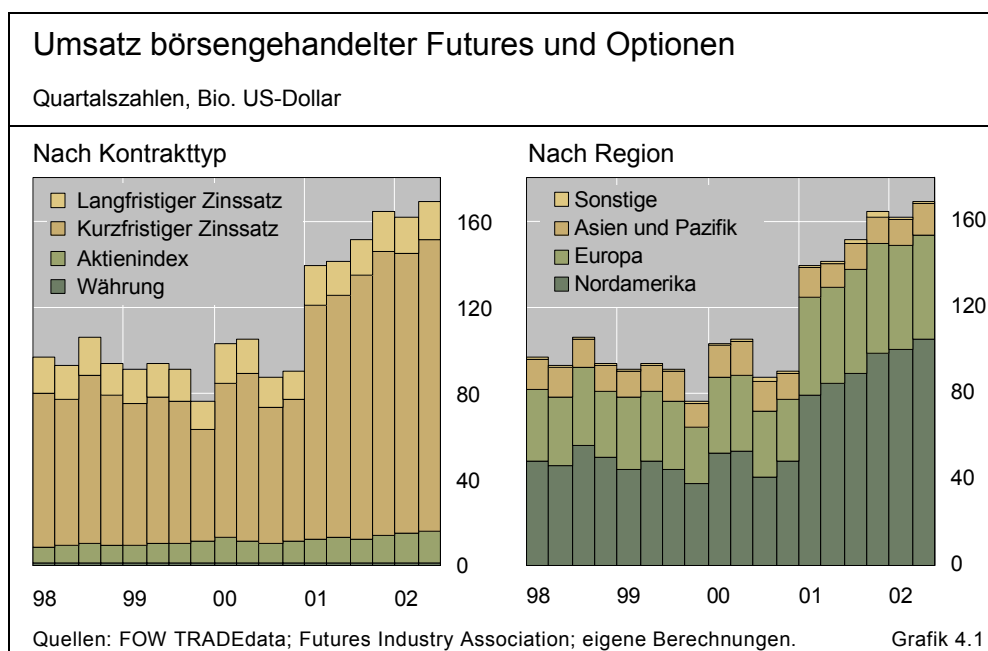
zurück. Dennoch gab es im Juli einige umfangreiche Neuemissionen von Anleihen. Zu den Emissionen mit AA-Rating zählten die von Crédit Agricole SA und Credit Suisse First Boston aufgelegten Anleihen, jeweils in Höhe von \$ 1 Mrd., wobei der Zinsaufschlag bei letzterer 185 Basispunkte betrug.

4. Märkte für derivative Instrumente

Nach einem Rückgang um 2% im Vorquartal stieg der Gesamtumsatz der von der BIZ erfassten börsengehandelten Finanzderivate im zweiten Quartal 2002 um 4% auf \$ 169 Bio. (Grafik 4.1). Diese Umsatzzunahme verteilte sich auf alle drei grossen Risikokategorien; am kräftigsten war die Expansion im Segment der kleineren Währungen.

Angesichts der langen Reihe von Störeinflüssen in diesem Quartal (s. S. 1, „Überblick“) war das Umsatzwachstum jedoch erstaunlich gering. Dies ist wahrscheinlich darauf zurückzuführen, dass es keine nennenswerten Überraschungen in der Geldpolitik gab, die die Marktteilnehmer – und besonders die grossen Finanzinstitute – veranlasst hätten, rasche Anpassungen ihrer Bilanzpositionen vorzunehmen. Im Vorjahr hatten derartige Anpassungen erheblich zum Umsatzwachstum bei börsengehandelten Derivaten beigetragen.

Mit den sich verschlechternden Marktbedingungen stieg das Handelsvolumen im Juli jedoch abrupt an. Neue Enthüllungen über Bilanzunregelmässigkeiten, darunter die umfangreiche Korrektur der Ertragszahlen durch WorldCom am 25. Juni, lösten einen kräftigen Kursrutsch an den weltweiten Aktienmärkten aus. Die vorläufigen Umsatzzahlen für Juli zeigen im



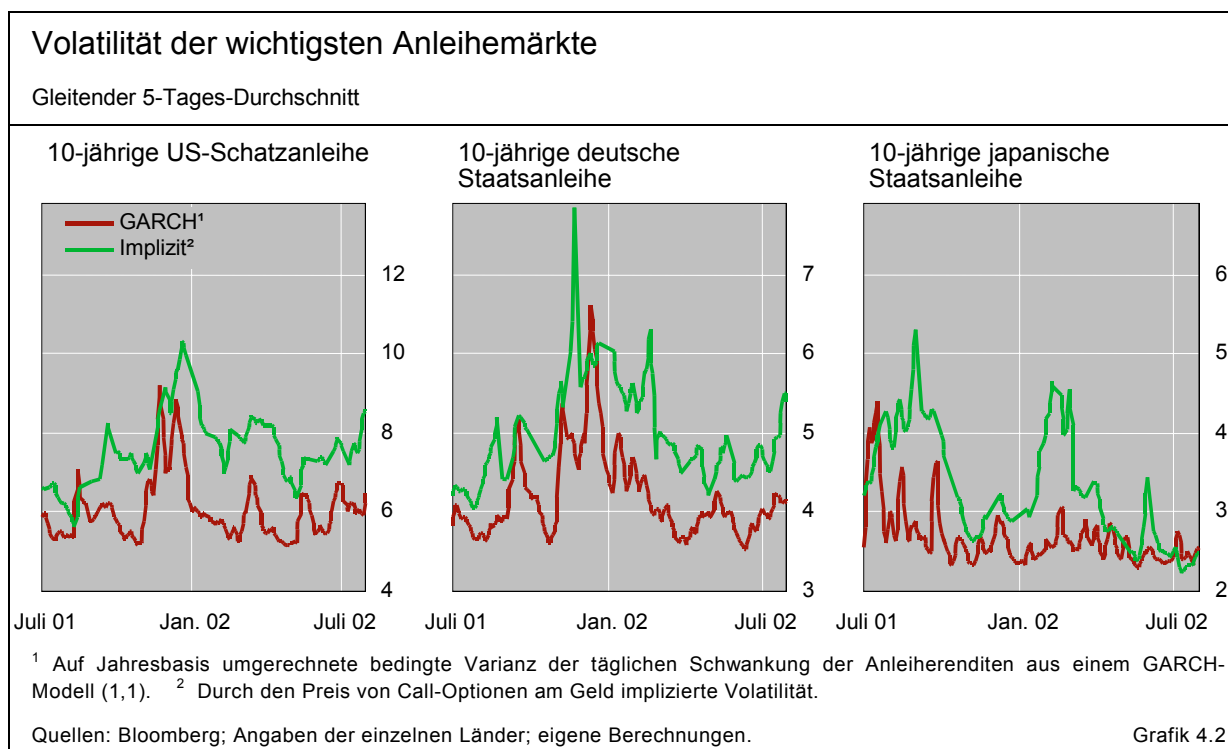
Vergleich zum Juni einen Umsatzanstieg bei Finanzkontrakten um 29%; mehrere Börsen meldeten neue Umsatzrekorde. Dieser Zuwachs entfiel zu einem grossen Teil auf Aktienindexkontrakte, weil die Anleger versuchten, ihre zugrunde liegenden Positionen abzusichern.

Mässiges Umsatzwachstum bei Zinsinstrumenten

Ausbleibende Überraschungen in der Geldpolitik begrenzen das Geschäft mit Zinsinstrumenten

Nach einem Rückgang um 2% im Vorquartal stieg der Umsatz mit börsengehandelten Zinsinstrumenten im zweiten Quartal 2002 um 4% auf \$ 152,8 Bio. Zwar war das Geschäft mit Zinsinstrumenten im langfristigen Vergleich stabil (Grafik 4.1), doch war das Umsatzwachstum insgesamt erstaunlich bescheiden. Während des Quartals waren die Marktteilnehmer immer wieder mit Störeinflüssen konfrontiert, was spekulativen Geschäften Auftrieb verliehen haben dürfte. Da aber in den grössten Volkswirtschaften geldpolitische Impulse und Überraschungen ausblieben, war es für die wichtigen Finanzinstitute weniger erforderlich, Zinsderivate zur raschen Anpassung ihrer Bilanzpositionen zu nutzen. In der Tat wurden die Erwartungen einer Straffung der Geldpolitik allmählich geringer, da der Baissedruck an den Aktienmärkten Zweifeln an einer weltweiten wirtschaftlichen Erholung zusätzliche Nahrung verlieh. Die im zweiten Quartal weitgehend recht stabile Volatilität an den wichtigen Märkten für Staatsanleihen veranschaulichte diesen zunehmenden Wandel der Erwartungshaltung (Grafik 4.2).

Allerdings führten die Entwicklungen zum Quartalsende, insbesondere die Bilanzkorrekturen von WorldCom, zu erneuter Instabilität an den Märkten im Juli und infolgedessen zu einem steigenden Umsatz von Zinsinstrumenten.



Anhaltende Aktivitäten bei Geldmarktkontrakten

Der Umsatz mit Geldmarktkontrakten, auf die der grösste Teil des Geschäfts mit Zinsinstrumenten insgesamt entfiel, stieg um 4% auf \$ 134,9 Bio. Das Geschäft mit kurzfristigen Kontrakten wies im zweiten Quartal bedeutende Unterschiede zwischen den grösseren Handelsregionen auf. In Nordamerika, auf das fast 70% des weltweiten kurzfristigen Geschäfts entfallen, stieg der Umsatz um 4%, während er in Europa stagnierte. Mit einem Umsatzzanstieg um 17% war der Handel in der Asien-Pazifik-Region sehr robust. Zu einem grossen Teil entfiel diese sprunghafte Zunahme auf das lebhafte Geschäft mit Eurodollarkontrakten an der Börse in Singapur.

Regionale Unterschiede im Geldmarktgeschäft

Der Markt für kurzfristige Zinsinstrumente, insbesondere für Eurodollar- und EURIBOR-Kontrakte, ist seit Ende 2000 bemerkenswert lebhaft, was im Wesentlichen auf die gelockerte Geldpolitik, aber auch auf die veränderten Absicherungs- und Handelspraktiken zurückzuführen ist. Beispielsweise wechseln einige Anleger von ihren herkömmlichen längerfristigen Handels- und Absicherungsinstrumenten wie Staatspapieren und dazugehörigen Futures (aus Mangel an liquiden börsengehandelten Alternativen) zu ausserbörslichen Zinsswaps und Swaptions.¹ Die Verschiebung zugunsten von Swaps und Swaptions brachte ihrerseits Zweitrundeneffekte für den Umsatz von Geldmarkt-Futures und -Optionen mit sich, da derartige Instrumente verbreitet zur Absicherung von ausserbörslichen Kontrakten genutzt werden. Einige grosse Marktteilnehmer wie z.B. Hypothekenbanken und Anleger in mit Hypothekarkrediten unterlegten Wertpapieren („mortgage-backed securities“, MBS) nutzen ebenfalls zunehmend Swaps und Swaptions.

Nachfrage nach kurzfristigen Produkten bei veränderten Absicherungs- und Handelspraktiken weiter lebhaft

Schwaches Wachstum von Kontrakten auf Staatsanleihen bei Verlagerung der Aktivitäten

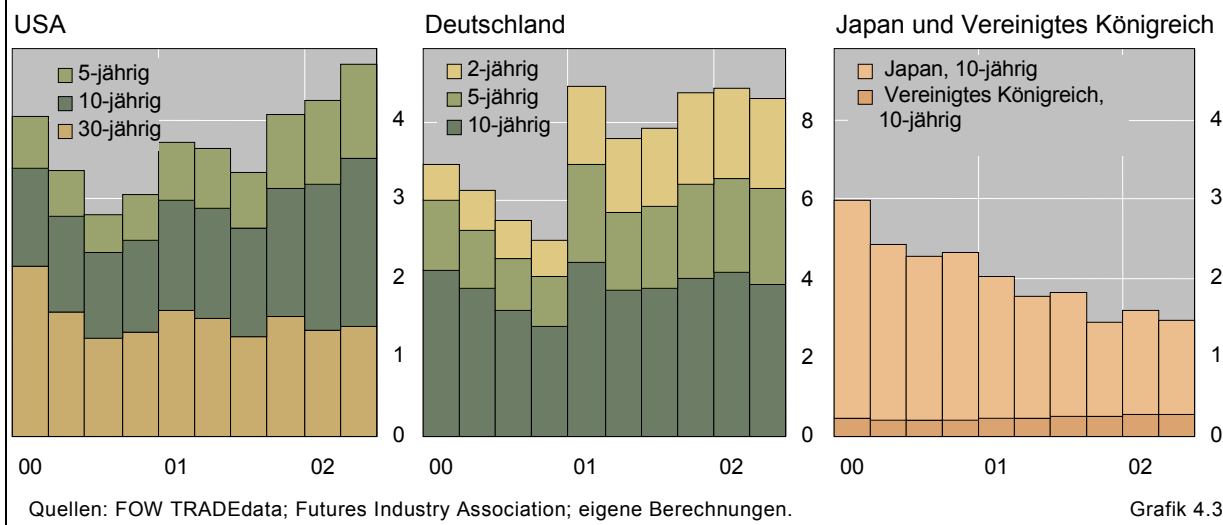
Der Handel mit längerfristigen Zinskontrakten, insbesondere mit Kontrakten auf Zinssätze von Staatsanleihen, wuchs etwas langsamer als der mit kurzfristigen Instrumenten, und zwar um 2% auf \$ 17,9 Bio. Auch hier gab es regionale Unterschiede. In Europa, auf das nahezu 54% der weltweiten Umsätze im langfristigen Geschäft entfallen, ging der Handel um 3% zurück, in der Asien-Pazifik-Region um 5%. An den nordamerikanischen Märkten nahm der Handel dagegen um 13% zu. Als die Zinsertragskurve für US-Schatztitel im zweiten Quartal steiler wurde, ergaben sich vermutlich einige Handelsmöglichkeiten für Kontrakte auf Schatzanweisungen, doch lassen Marktkommentare darauf schliessen, dass auch einige wichtige an Absicherungen interessierte Marktteilnehmer wie z.B. US-Hypothekenfirmen diese Kontrakte wieder aktiver nutzen.

Regionale Unterschiede bei langfristigen Kontrakten

¹ Die Faktoren, die diesem Paradigmenwechsel zugrunde liegen, wurden in früheren Ausgaben des *BIZ-Quartalsberichts* diskutiert, insbesondere auch in einem Feature von Philip D. Wooldridge mit dem Titel „Das Entstehen neuer Referenz-Zinsertragskurven“, (Dezember 2001, S. 54-64).

Umsatz in Kontrakten auf Staatsanleihen

Quartalsumsatz in Futures, Bio. US-Dollar



Verlagerungen der Aktivitäten

Eine der bemerkenswertesten Entwicklungen am Markt für Staatsanleihekontrakte war eine Verlagerung zugunsten kürzerer Laufzeiten (Grafik 4.3). So ist der Handel mit den Kontrakten des Chicago Board of Trade (CBOT) auf 5- und 10-jährige US-Schatzanweisungen seit Ende 1999 ständig gewachsen, und zwar auf Kosten des Kontrakts auf 30-jährige US-Schatzanleihen. Seit dem dritten Quartal 2001 hat der Kontrakt auf 10-jährige Schatzanweisungen sogar den Kontrakt auf Schatzanleihen als umsatzstärkster Kontrakt auf US-Schatztitel überholt. Eine Verschiebung beim US-Schatzamt zugunsten kürzerer Laufzeiten und die Ankündigung im Oktober 2001, den Verkauf von 30-jährigen Schatzanleihen einzustellen, beeinträchtigte die Liquidität dieser Papiere und trug zum trendmässigen Rückgang bei diesem Kontrakt bei.

Eine ähnliche Entwicklung scheint sich bei Kontrakten auf europäische Staatsanleihen abzuspielen. Der an der Eurex gehandelte Kontrakt auf 10-jährige deutsche Staatsanleihen („Euro Bund“) konnte seit dem Rekordhandelsvolumen vom ersten Quartal 2001 keinen weiteren Zuwachs verbuchen, während die Kontrakte auf 2- und 5-jährige Papiere („Euro Schatz“ und „Euro Bobl“) ständig beliebter werden.

Handel mit Aktienindexkontrakten weiter durch Expansion in Asien begünstigt

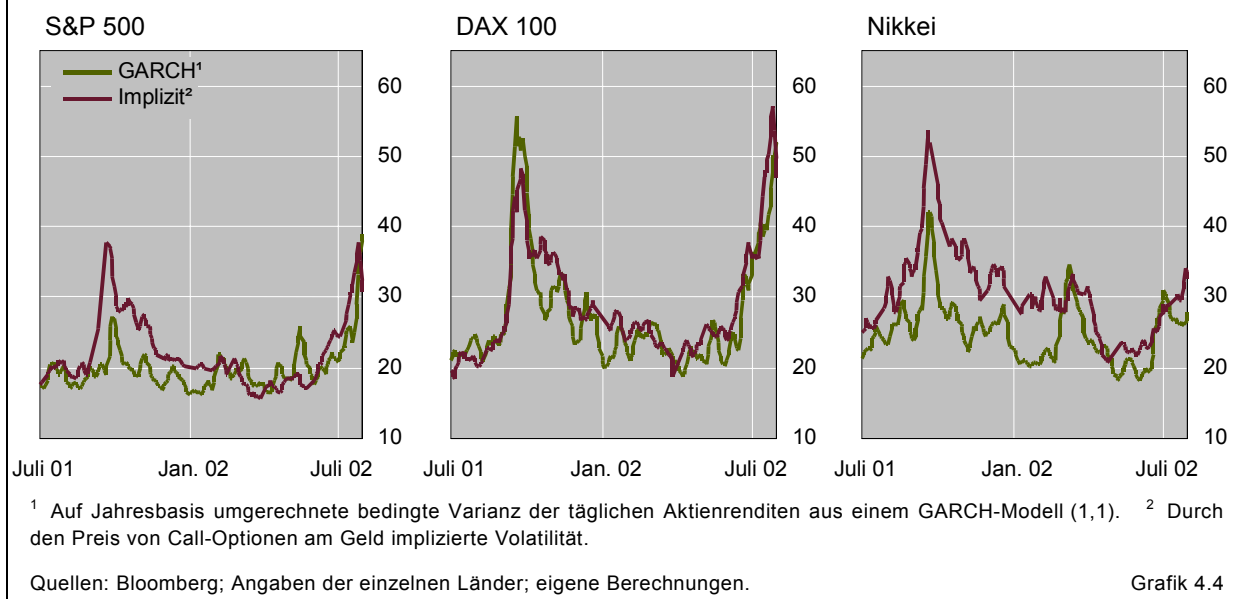
Der Umsatz von Aktienindexkontrakten nahm im zweiten Quartal 2002 um 11% auf \$ 15,4 Bio. zu und erreichte damit ein neues Rekordhoch. Ganz erheblich stieg der Umsatz im Juni, als die weltweiten Aktienmärkte die neu aufgedeckten Unregelmässigkeiten im Unternehmenssektor zu spüren bekamen (Grafik 4.4).

Zwar waren die Umsätze in allen grösseren Regionen recht lebhaft, doch resultierten die Umsatzsteigerungen in absoluter Betrachtung mehr als zur

Rasche Expansion bei koreanischen Aktienindexoptionen

Volatilität der wichtigsten Aktienmärkte

Gleitender 5-Tages-Durchschnitt



Hälfte aus dem raschen Wachstum des Handels mit koreanischen Aktienindexkontrakten (Grafik 4.5). Der Umsatz dieser koreanischen Kontrakte stieg im zweiten Quartal um 27% auf \$ 3,7 Bio., wovon 91% auf Optionen entfielen. Infolgedessen ist der koreanische Markt jetzt zum umsatzstärksten nach den USA geworden, wo sich die Aktienindextransaktionen auf \$ 7,6 Bio. beliefen. Der koreanische Umsatz ist jetzt auch beträchtlich höher als der an allen europäischen Börsen zusammen, der sich im letzten Berichtszeitraum auf \$ 3,2 Bio. belief. Ohne den Handel mit koreanischen Aktienindexkontrakten verringert sich die Gesamtwachstumsrate in diesem Marktsegment auf 7%, wobei der Umsatz mit nordamerikanischen Instrumenten um 8% und der mit europäischen Instrumenten um 5% stieg.

Ebenso wie beim Markt für Instrumente auf langfristige Zinssätze waren auch bei den Aktienindexkontrakten in den letzten Quartalen einige Veränderungen zu verzeichnen. Der S&P-500-Future der CME beispielsweise, der lange Zeit der weltweit wichtigste Aktienindexkontrakt war, hat gegenüber dem e-mini-S&P-500-Kontrakt rasch an Boden verloren. Mit seiner geringen Grösse (ein Fünftel des Wertes des Standard-S&P-500-Kontrakts) und dank des elektronischen Handels während und ausserhalb der Börsenzeiten wurde der e-mini-Kontrakt von Privatanlegern gut aufgenommen.

Veränderte Entwicklung bei Aktienindexkontrakten

Vorsichtiges Comeback der Währungskontrakte

Währungskontrakte, auf die weniger als 1% des Gesamthandels mit Finanzinstrumenten entfallen, verzeichneten im zweiten Quartal 2002 eine Umsatzsteigerung um 19% auf \$ 808 Mrd. Diese Kontrakte scheinen sich in den letzten Quartalen von einer langen Phase des Niedergangs erholt zu haben. Diese Erholung basiert zum grössten Teil auf einem deutlichen Umsatzwachstum bei Dollar/Euro-Futures an der CME. Der Handel mit den wichtigsten

Deutliches Wachstum bei Euro/Dollar-Kontrakten