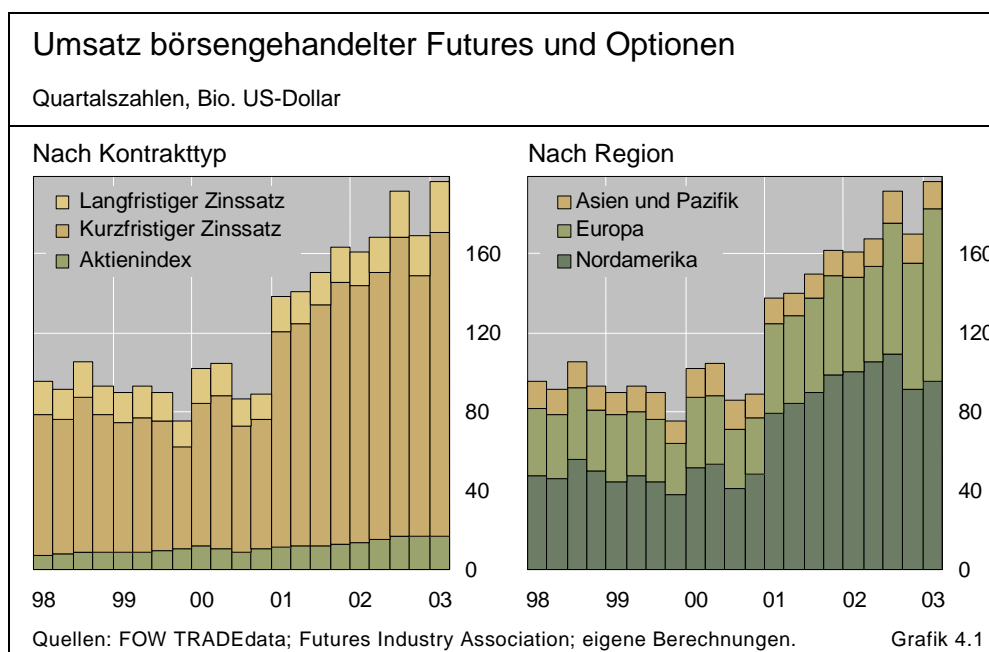


## 4. Märkte für derivative Instrumente

Der Gesamtumsatz der von der BIZ erfassten börsengehandelten Finanzderivate erholte sich im ersten Quartal 2003. Das gesamte Umsatzvolumen der Zins-, Aktienindex- und Währungskontrakte stieg um 16% auf \$ 197 Bio. (Grafik 4.1). Das Geschäft verteilte sich nicht gleichmässig auf die grossen Marktrisikokategorien; die Zinskontrakte verzeichneten einen deutlichen Zuwachs, die Aktienindexkontrakte dagegen einen geringfügigen Rückgang. Aussergewöhnlich lebhaft war das Geschäft mit europäischen Zinsinstrumenten. Wieder führten die Börsen vielfältige neue Kontrakte ein, u.a. Futures auf EONIA-Sätze (Euro OverNight Index Average; s. Kasten).

Aus den neuesten halbjährlichen BIZ-Daten zu den Gesamtpositionen am weltweiten Markt für ausserbörsliche Derivate geht ein bemerkenswertes Wachstum des weltweiten Bruttomarktwerts im zweiten Halbjahr 2002 hervor (Grafik 4.5 und Tabelle 4.1). Er stieg um 43% und betrug Ende des Jahres \$ 6,4 Bio. Der grösste Teil des Zuwachses entfiel auf Zinsswaps, was offensichtlich auf die stark rückläufigen Swaprenditen im Beobachtungszeitraum zurückzuführen war (s. Überblick). Die Marktteilnehmer, die feste Zinsen auf Swapkontrakte zahlten, hätten Verluste erlitten, was vermutlich einige von



ihnen dazu bewog, ihre Positionen durch den Abschluss neuer Swaps glattzustellen. Auf solche Glattstellungsaktivitäten deutet das rasche Wachstum des Nominalwerts der Swapkontrakte in dieser Zeit hin. Auf den ausserbörslichen Märkten insgesamt stieg der Nominalwert der Kontrakte um 11% auf \$ 142 Bio.

Die neuen Zahlen zeigen auch, dass das ausserbörsliche Geschäft im Jahr 2002 – anders als 2001 – rascher expandierte als das Geschäft an den Börsen. Weitere Massnahmen zur Reduzierung des Kontrahentenrisikos an den ausserbörslichen Märkten dürften deren Wettbewerbsfähigkeit ebenfalls gestützt haben.

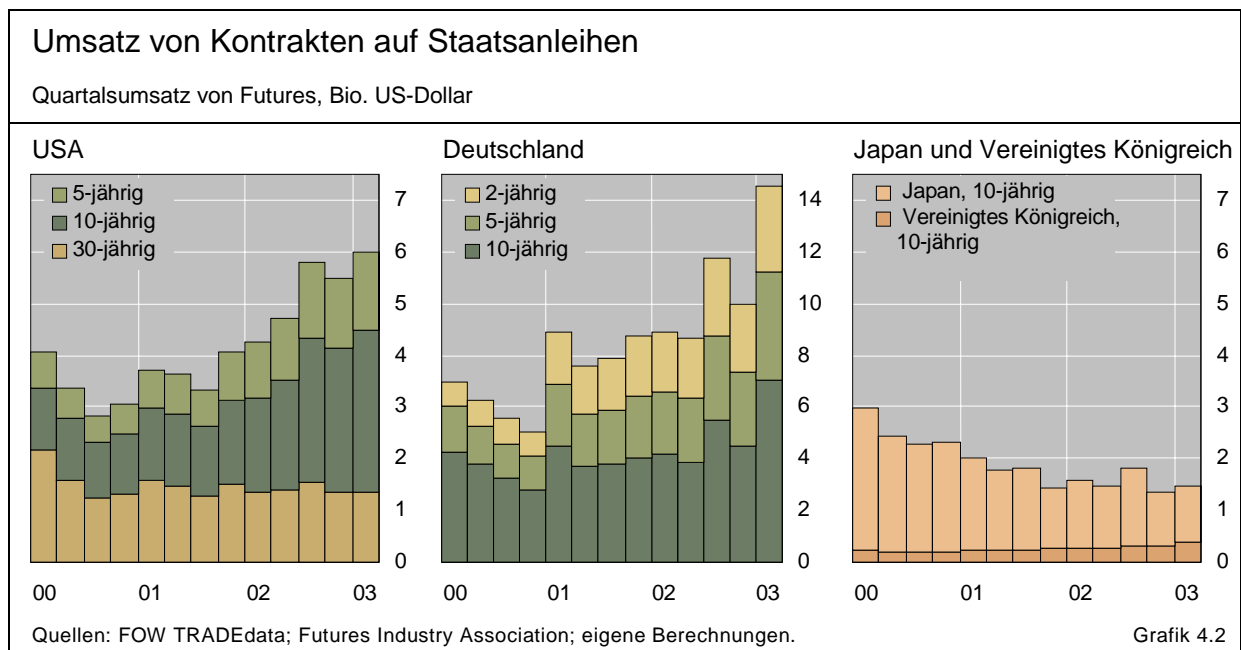
### Aufschwung bei börsengehandelten Zinsinstrumenten

Der Gesamtumsatz börsengehandelter Zinskontrakte, der grössten Marktrisiko-kategorie, erholte sich im ersten Quartal 2003 kräftig. Das Transaktionsvolumen stieg um 18% auf \$ 179,8 Bio., nach einem Rückgang um 13% im vierten Quartal 2002. Kontrakte auf kurzfristige Zinssätze, darunter Eurodollar, EURIBOR und Euroyen, waren für einen Grossteil der absoluten Zunahme verantwortlich; der Umsatz stieg hier um 17% auf \$ 153,8 Bio. Das Geschäft mit Kontrakten auf Staatsanleihen, u.a. 10-jährige US-Schatzanweisungen, 10-jährige deutsche Staatsanleihen und 10-jährige japanische Staatsanleihen, nahm aber noch stärker zu, nämlich um 29% auf \$ 26 Bio. (Grafik 4.2).

Am bemerkenswertesten am Geschäft mit Zinsinstrumenten war die erstaunlich deutliche Zunahme des Umsatzes in Europa: Er legte um 37% auf \$ 83,7 Bio. zu. Der Umsatz mit europäischen Geldmarktinstrumenten (im Wesentlichen auf EURIBOR) stieg um 35% auf \$ 67,1 Bio., mit Kontrakten auf europäische Staatsanleihen (hauptsächlich deutsche) um 46% auf \$ 16,6 Bio. Optionen auf alle Arten von Festzinskontrakten verzeichneten ein Wachstum von fast 60%.

Aufschwung vor allem bei Geldmarkt-kontrakten ...

... mit überraschend starkem Zuwachs in Europa



Der Handel mit europäischen Zinskontrakten verlief im Berichtsquartal uneinheitlich. Im Januar erholte sich der Umsatz kräftig von seinem saisonüblichen Rückgang im Dezember 2002, im Februar stieg er in bescheidenem Umfang und im März erreichten dann die Transaktionen neue Monatsrekorde.

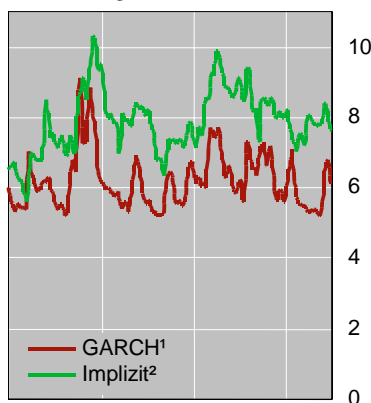
Robustes  
Wachstum bei  
europäischen  
Anleihekonzerten

Für den besonders robusten Zuwachs bei den Kontrakten auf deutsche Staatsanleihen im Berichtszeitraum gibt es mehrere mögliche Erklärungen. Zum einen waren die europäischen Aktienmärkte volatiliter als die US-Aktienmärkte (s. Überblick). Als die Aktienmärkte mehrfach unter Druck gerieten, verlagerten Berichten zufolge die Anleger einen Teil ihrer Mittel aus den Aktienmärkten des Euro-Raums in Staatsanleihen des Euro-Raums. Diese Umschichtung hing möglicherweise mit dem zunehmenden Einsatz von Futures auf deutsche Staatsanleihen zusammen, mit denen die Anleger das Marktrisiko der neu erworbenen Papiere absicherten. Futures könnten auch eingesetzt worden sein, um den Preis geplanter Käufe von Staatsanleihen im Voraus festzulegen. Zum Zweiten verbesserte sich die Stimmung der Anleger gegenüber Finanzanlagen im Euro-Raum im Verlauf des Quartals erheblich, wie nicht zuletzt auch die Aufwertung des Euro zeigte. Die Erwartung, dass die EZB-Leitzinsen angesichts der Schwäche der Volkswirtschaften im Euro-Raum noch weiter sinken würden, könnte die Anleger dazu gebracht haben, zusätzliche Long-Positionen in Futures auf deutsche Staatsanleihen einzugehen, da sie damit rechneten, dass diese sich besser entwickeln würden als Staatsanleihefutures anderer wichtiger Märkte. Ausserdem veranlasste die geringere implizite Volatilität auf dem deutschen Anleihemarkt verglichen mit den US-Anleihemärkten (Grafik 4.3) einige Investmentbanken zu der Empfehlung, Long-Positionen mit Call-Optionen auf Futures auf deutsche Staatsanleihen einzugehen, um von deren besserer Entwicklung zu profitieren. Auf solche

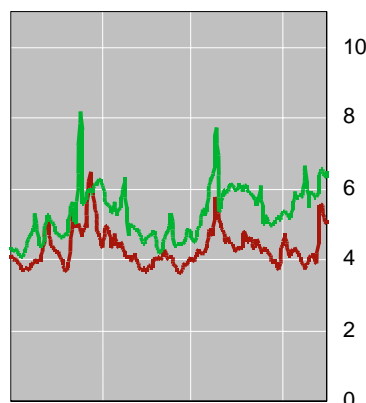
### Volatilität der wichtigsten Anleihemärkte

Gleitender 5-Tages-Durchschnitt

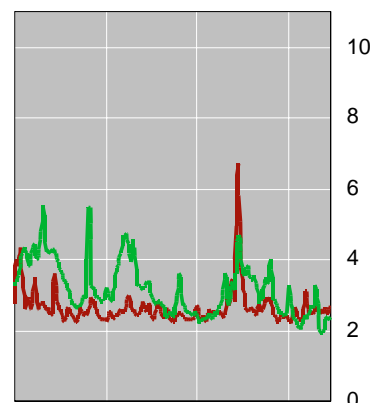
10-jährige US-Schatzanweisung



10-jährige deutsche Staatsanleihe



10-jährige japanische Staatsanleihe



Juli 01 Jan. 02 Juli 02 Jan. 03

Juli 01 Jan. 02 Juli 02 Jan. 03

Juli 01 Jan. 02 Juli 02 Jan. 03

<sup>1</sup> Auf Jahresbasis umgerechnete bedingte Varianz der täglichen Schwankung der Anleiherenditen aus einem GARCH-Modell (1.1). <sup>2</sup> Durch den Preis von Call-Optionen am Geld implizierte Volatilität.

Quellen: Bloomberg; Angaben der einzelnen Länder; eigene Berechnungen.

Grafik 4.3

Positionen könnte die besonders kräftige Umsatzsteigerung bei den Zinsoptionen im Berichtsquartal zurückzuführen sein. Und zum dritten nutzten die Händler möglicherweise Ende Februar und Anfang März auch die ungewöhnlich niedrigen Renditen auf dem Kassamarkt, indem sie Short-Positionen in Futures auf deutsche Staatsanleihen eingingen. Diese Positionen hätten hohe Gewinne gebracht, da die Renditen am Anleihemarkt in der zweiten und dritten Märzwoche erheblich anstiegen.

Das Wachstum des Gesamtumsatzes der Zinsinstrumente an den nord-amerikanischen Börsen war verhältnismässig bescheiden. Der Gesamtumsatz stieg um 5% auf \$ 86,8 Bio., wobei die Geldmarktkontrakte um 5% auf \$ 79,1 Bio., die Kontrakte auf Staatsanleihen um 8% auf \$ 7,7 Bio. zulegten. Die Hypothekenrefinanzierung in den USA erreichte Ende des ersten Quartals einen neuen Rekord, was vermutlich Transaktionen zur Absicherung des Risikos einer vorzeitigen Tilgung begünstigte.

Der Handel mit Zinsinstrumenten in der Asien-Pazifik-Region stieg um 7% auf \$ 8,7 Bio. Das Zinsgeschäft in Singapur – dem grössten asiatischen Markt für Zinsinstrumente – stieg um 6% auf \$ 4,8 Bio., das Zinsgeschäft in Australien gar um 43% auf \$ 2 Bio. Das Geschäft in Japan ging im zweiten Quartal in Folge zurück, um 12% auf \$ 1,7 Bio., hauptsächlich wegen sinkender Umsätze mit japanischen Geldmarktinstrumenten.

Mässiger Zuwachs bei nord-amerikanischen Zinskontrakten

## Börsen führen neue Kontrakte auf EONIA-Zinssätze ein

Die BIZ begann im ersten Quartal 2003, 117 neue Kontrakte zu erfassen, davon 68 Aktienindex- und Einzelaktienkontrakte, 30 Rohstoffkontrakte, 10 Währungskontrakte und 9 Zinskontrakte.

Die Einführung von EONIA-Futures durch die Eurex Ende Januar und die Euronext.liffe Anfang Februar erregte die Aufmerksamkeit der Märkte. Die neuen EONIA-Futures beruhen auf dem Monatsdurchschnitt des Referenzsatzes, der von der EZB täglich anhand der Tagesgeldtransaktionen einer Gruppe von Banken, die am Euro-Interbankmarkt tätig sind, berechnet wird.<sup>①</sup> Die neuen Kontrakte haben einen Nominalwert von € 3 Mio.; die Mindestpreisschwankung beträgt 0,005 Prozentpunkte. Sie haben monatliche Fälligkeiten und verschiedene Liefermonate (9 an der Euronext.liffe und 12 an der Eurex). Gedacht sind sie für Finanzinstitute, die eine präzisere Absicherung ihres sehr kurzfristigen Zinsänderungsrisikos wünschen. Die Tagesgeldsätze werden stark von den wechselnden Erwartungen an die Geldpolitik im Euro-Raum beeinflusst. Ein weiterer Einflussfaktor ist der erhöhte Mittelbedarf zum Monatsende; u.a. müssen die Banken jeweils am 23. des Monats die Mindestreserveanforderungen erfüllen. Die EONIA-Sätze haben auf dem Geld- und dem Zinsswapmarkt des Euro-Raums seit ihrer Einführung Anfang Januar 1999 Benchmark-Status erreicht. Tagesgeldindexswaps, bei denen feste gegen variable Zinsen getauscht werden und bei denen die variable Seite an die täglichen EONIA-Sätze gebunden ist, sind inzwischen besonders beliebte Instrumente zur Absicherung und zum Eingehen von Positionen.<sup>②</sup> Der EONIA-Satz ist denn auch zum praktisch ausschliesslichen Referenzsatz am Markt für kurzfristige Zinsswaps im Euro-Raum geworden.

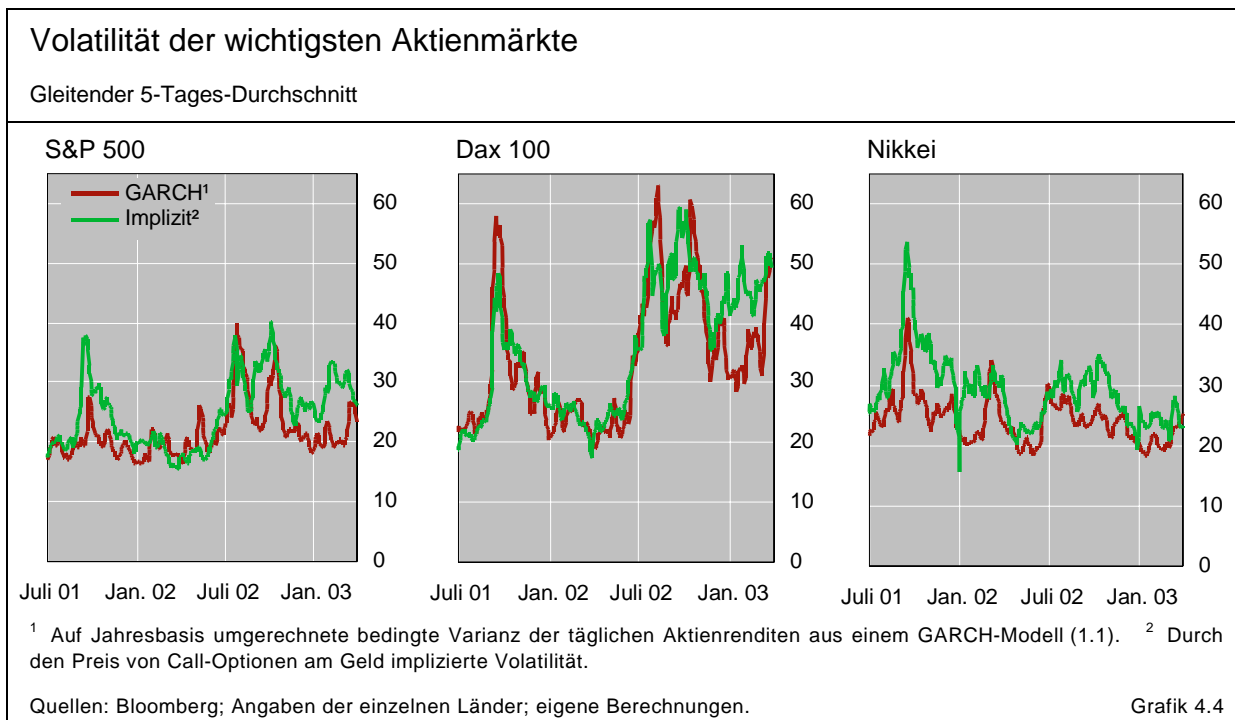
<sup>①</sup> Genau genommen ist der EONIA-Zinssatz das gewichtete Mittel der Zinssätze für ungesicherte Tagesgeldkredite am Interbankmarkt des Euro-Raums. <sup>②</sup> Eine umfassendere Darstellung der Entwicklung des Marktes für Euro-Zinsswaps findet sich bei E. M. Remolona und P. D. Wooldridge, „Der Markt für Euro-Zinsswaps“, *BIZ-Quartalsbericht*, März 2003, S. 53-64.

## Kriegsbedingte Unsicherheit behindert Aktienindexkontrakte

Der Umsatz mit Aktienindexkontrakten nahm im ersten Quartal 2003 leicht ab. Der Rückgang um 3% auf \$ 16,7 Bio. war das Nettoergebnis einer divergierenden Entwicklung unter den Regionen. In Nordamerika und in der Asien-Pazifik-Region brach der Umsatz um 5% bzw. 9% ein, in Europa dagegen stieg er um 13%.

Positionsabbau  
wegen  
geopolitischer  
Spannungen

Der Umsatz mit Aktienindexkontrakten erhöhte sich nicht wesentlich, als die Aktienmärkte im Januar und Februar weltweit unter Abgabedruck gerieten. Dies könnte einen Rückgang der Risikobereitschaft widerspiegeln, als wachsende geopolitische Spannungen die Marktvolatilität verstärkten (Grafik 4.4), da sie stärker ins Gewicht fielen als Wirtschaftsnachrichten und Gewinnmeldungen der Unternehmen.<sup>1</sup> Dieser Rückgang würde auch den rückläufigen Umsätzen auf einigen Basiskassamärkten entsprechen, wo die Investoren mit der Anlage neuer Mittel zurückhaltend waren und zunächst wohl auf eine Bewältigung der Situation im Nahen Osten warteten. Von der zweiten Märzwoche an lösten jedoch erhebliche Kursanstiege an den Aktienmärkten in allen wichtigen Regionen lebhafte Geschäfte aus. Ein Umschwung am Markt ist oft mit einem vermehrten Einsatz von Aktienindexfutures verbunden, wenn neue Informationen oder revidierte Erwartungen die Marktteilnehmer zur Anpassung ihrer Positionen veranlassen.



<sup>1</sup> Eine höhere Volatilität der Märkte führt nicht immer zu aktiverem Handel an den Derivatmärkten. Im Gegenteil, eine ausreichend hohe Volatilität kann sogar einen Rückzug informationsorientierter Marktteilnehmer auslösen. Dieser Rückzug würde die automatische Zunahme der Absicherungsgeschäfte zum Teil ausgleichen. S. S. Jeanneau und M. Micu, „Volatilität und Derivatumsätze: eine wenig ausgeprägte Beziehung“, *BIZ-Quartalsbericht*, März 2003, S. 65-75.

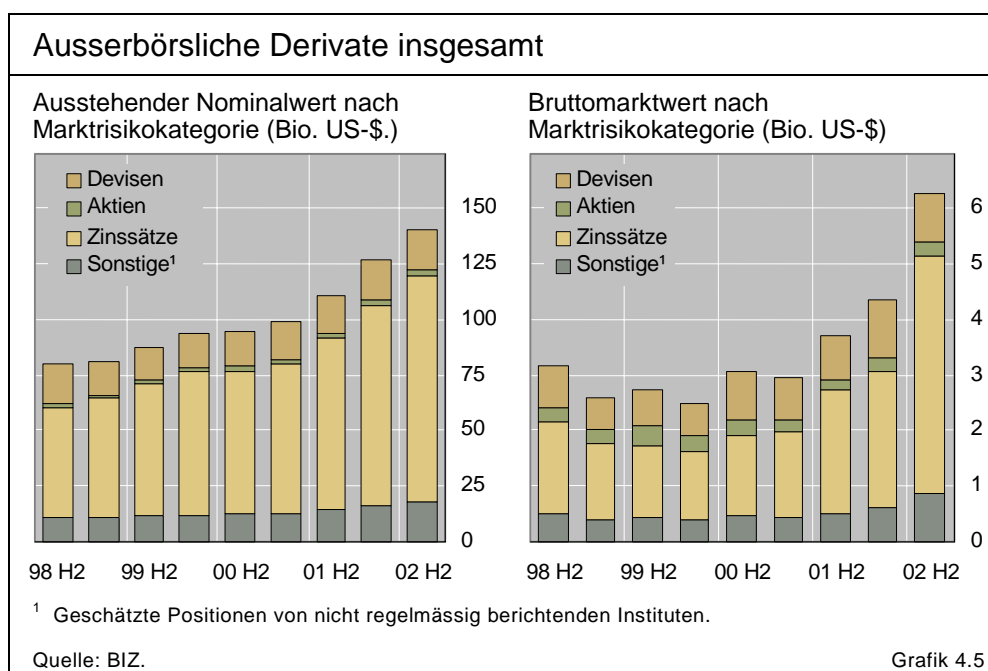
## Anstieg des Bruttomarktwerts begünstigt Geschäft am weltweiten Markt für ausserbörsliche Derivate

Daten aus der halbjährlichen BIZ-Erhebung zu Positionen am weltweiten Markt für ausserbörsliche Derivate per Ende Dezember 2002 zeigen eine aussergewöhnliche Zunahme des Bruttomarktwerts um 43% auf \$ 6,4 Bio. (Grafik 4.5). Dieser neueste Anstieg brachte das Verhältnis des Bruttomarktwerts zum Nominalwert auf 4,5%, den höchsten Wert seit Beginn der Datenerhebungen der BIZ zu diesem Markt. Obwohl ein Teil dieses Anstiegs auf eine Ausweitung der Nominalwerte zurückzuführen war (s. unten), war er dennoch grösser, als man allein aufgrund des gestiegenen Nominalwerts der offenen Positionen erwarten würde. Da ein grosser Teil des Anstiegs auf Zinsinstrumente – insbesondere Swaps – entfiel, schlug sich darin wahrscheinlich eine Rally an den Swapmärkten in der Zeit von Juli bis Anfang Oktober nieder.

Der Bruttomarktwert entspricht den Wiederbeschaffungskosten sämtlicher offener Kontrakte unter der Annahme, dass diese am letzten Tag einer Berichtsperiode (für die neueste Umfrage der 31. Dezember 2002) abgewickelt würden. Damit ist der Bruttomarktwert ein genauere Indikator für das Kontrahentenrisiko als der Nominalwert. Der Bruttomarktwert von Terminkontrakten wie z.B. Swaps ist zum Zeitpunkt des Kontraktabschlusses im Allgemeinen null. Nachfolgende Preisänderungen bei den Basiswerten führen jedoch zu symmetrischen Gewinnen und Verlusten (bei laufender Bewertung zum Marktwert) der jeweiligen Kontrahenten. Der Bruttomarktwert spiegelt somit tendenziell Veränderungen im Preis der Finanzvermögenswerte wider. Der Abwärtstrend der Swaprenditen im Berichtszeitraum dürfte zu Bewertungsverlusten bei den Zahlern fester Zinsen geführt haben, da die niedrigeren Marktzinssätze tiefere Festzinsszahlungen bei neuen Swaps als bei den früher abgeschlossenen implizieren. Um die Verluste in den kommenden Perioden zu begrenzen, könnten einige Marktteilnehmer versucht haben, ihre offenen Swappositionen

Aussergewöhnlicher Anstieg des Bruttomarktwerts

Konfrontiert mit Verlusten auf Swaps ...



... versuchen  
Marktteilnehmer,  
Positionen  
glattzustellen

glattzustellen. Dies würde aber den Abschluss neuer Kontrakte erfordert haben, was den Bestand der offenen Kontrakte hätte wachsen lassen. Der Anstieg des Bruttomarktwerts könnte somit einen positiven Rückkopplungseffekt auf die Umsätze am ausserbörslichen Markt gehabt haben.

In der Tat legte der Markt für ausserbörsliche Derivate im zweiten Halbjahr 2002 erneut stark zu. Der geschätzte gesamte Nominalwert der offenen Kontrakte stieg gegenüber Ende Juni 2002 um 11% auf fast \$ 142 Bio. Im Halbjahr davor war die Wachstumsrate 15%. Diese kräftige Zunahme entspricht auch den Daten anderer Marktbeobachter.<sup>2</sup>

### Zinskontrakte massgebend für das Wachstum der ausserbörslichen Derivatmärkte

Massgebend für das Wachstum der Märkte für ausserbörsliche Derivate waren erneut die Zinsinstrumente, also die grösste Marktrisikokategorie (Grafik 4.5 und Tabelle 4.1), wobei die Zahl der offenen Kontrakte um 13% stieg. Dagegen war das Geschäft mit Devisenkontrakten, der zweitgrössten Marktrisikokategorie, gedämpft; der Wert der offenen Kontrakte stieg um 2%. Auch das Geschäft mit Aktieninstrumenten war mässig; hier stieg der Wert der offenen Kontrakte um 4%. Das Geschäft mit Rohstoffkontrakten, der kleinsten Marktrisikokategorie, blieb dagegen lebhaft, und der Kontraktumlauf stieg um fast 20%.<sup>3</sup>

Durch den 13%-Anstieg bei den Zinskontrakten stieg der Wert der offenen Kontrakte in dieser Kategorie auf \$ 101,7 Bio. Die Zinsswaps wuchsen um 16% auf \$ 79,2 Bio., die Zinsoptionen um 9% auf \$ 13,7 Bio. Forward Rate Agreements (FRA) gingen um 4% auf \$ 8,8 Bio. zurück, allerdings nach einem ungewöhnlich hohen Anstieg in der vorangegangenen Halbjahresperiode.

Rasches Wachstum  
bei Euro-Swaps ...

Der Markt für Euro-Zinsswaps wuchs besonders rasch; der Wert der offenen Kontrakte stieg um 28% auf \$ 31,5 Bio. (Grafik 4.6). Im Halbjahr davor hatte das Wachstum 18% betragen. Auch wenn ein Teil dieses Wachstums auf eine Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar (der Referenzwährung der halbjährlichen BIZ-Erhebung) im vergangenen Jahr zurückzuführen war, so fiel doch die wechselkursbereinigte Zunahme mit 20% immer noch sehr kräftig aus.

... nach wechsellvoller  
Entwicklung  
in den Vorjahren

Die Entwicklung des Marktes für Euro-Swaps war in den letzten Jahren wechsellvoll. Er wuchs nach der Einführung der europäischen Einheitswährung

---

<sup>2</sup> Die Daten der Markterhebungen anderer Institutionen wie der International Swaps and Derivatives Association (ISDA) und des Office of the Comptroller of the Currency (OCC) der USA haben die rasche Expansion des ausserbörslichen Marktes bestätigt. Die ISDA meldete für das zweite Halbjahr 2002 einen Zuwachs im globalen Bestand ausserbörslicher Kontrakte von 21%, während das OCC einen Anstieg der Derivatbestände von Geschäftsbanken (vorwiegend ausserbörsliche Kontrakte) um 12% verzeichnete. Weitere Informationen sind erhältlich unter [www.isda.org](http://www.isda.org) und [www.occ.treas.gov](http://www.occ.treas.gov).

<sup>3</sup> Kreditderivate, die Berichten zufolge in letzter Zeit ein rasches Wachstum verzeichnet haben, sind in der halbjährlichen BIZ-Erhebung zum Geschäft an den ausserbörslichen Derivatmärkten nicht enthalten.

Märkte für ausserbörsliche Derivate weltweit <sup>1</sup>								
Ausstehende Beträge, Mrd. US-Dollar								
	Nominalwert				Bruttomarktwert			
	Ende Juni 2001	Ende Dez. 2001	Ende Juni 2002	Ende Dez. 2002	Ende Juni 2001	Ende Dez. 2001	Ende Juni 2002	Ende Dez. 2002
Gesamtsumme	99 755	111 178	127 564	141 737	3 045	3 788	4 450	6 361
A. Devisenkontrakte	16 910	16 748	18 075	18 469	773	779	1 052	881
Devisenterminkontrakte und Devisenswaps	10 582	10 336	10 427	10 723	395	374	615	468
Währungsswaps	3 832	3 942	4 220	4 509	314	335	340	337
Optionen	2 496	2 470	3 427	3 238	63	70	97	76
B. Zinskontrakte <sup>2</sup>	67 465	77 568	89 995	101 699	1 573	2 210	2 468	4 267
FRAs	6 537	7 737	9 146	8 792	15	19	19	22
Swaps	51 407	58 897	68 274	79 161	1 404	1 969	2 214	3 864
Optionen	9 521	10 933	12 575	13 746	154	222	235	381
C. Aktienbezogene Kontrakte	1 884	1 881	2 214	2 309	199	205	243	255
Termingeschäfte und Swaps	329	320	386	364	49	58	62	61
Optionen	1 556	1 561	1 828	1 944	150	147	181	194
D. Rohstoffkontrakte <sup>3</sup>	590	598	777	923	83	75	78	85
Gold	203	231	279	315	21	20	28	28
Sonstige	387	367	498	608	62	55	51	57
Termingeschäfte und Swaps	229	217	290	402	...	...	...	...
Optionen	158	150	208	206	...	...	...	...
E. Sonstige <sup>4</sup>	12 906	14 384	16 503	18 337	417	519	609	871
Bruttokreditengagement <sup>5</sup>	.	.	.	.	1 019	1 171	1 316	1 511

<sup>1</sup> Bereinigt um Doppelzählungen. Ausstehende Nominalbeträge durch Halbierung der Positionen gegenüber anderen berichtenden Händlern bereinigt. Bruttomarktwerte berechnet als Summe der gesamten positiven Bruttomarktwerte von Kontrakten und des negativen Bruttomarktwerts von Kontrakten mit nicht berichtenden Kontrahenten. <sup>2</sup> Nur Kontrakte in einer einzigen Währung. <sup>3</sup> Bereinigung um Doppelzählungen geschätzt. <sup>4</sup> Geschätzte Positionen der nicht regelmässig berichtenden Institute. <sup>5</sup> Bruttomarktwert nach Berücksichtigung rechtlich durchsetzbarer bilateraler Netting-Vereinbarungen.

Tabelle 4.1

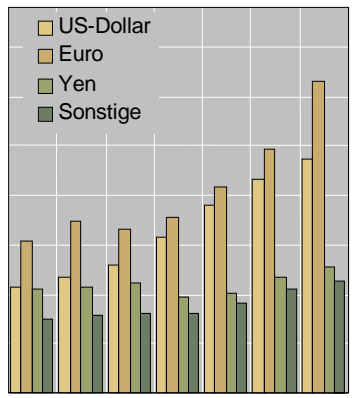
rasch, als diese Instrumente neue Benchmarks für die europäischen Festzinsmärkte wurden. Vom zweiten Halbjahr 1999 bis zum ersten Halbjahr 2001 kam das Wachstum nach der Bestandsanpassung im neuen integrierten Markt zum Stillstand, setzte dann aber ab dem zweiten Halbjahr 2001 wieder lebhaft ein. Dieser Aufschwung ist offenbar auf zwei Hauptfaktoren zurückzuführen. Zum einen förderte der steigende Absatz von auf Euro lautenden Anleihen Arbitrage- und Absicherungsgeschäfte von Emittenten und Händlern. Zum zweiten veranlasste die Entwicklung von Engpässen auf dem Markt für deutsche Staatsanleihen und bei den entsprechenden börsengehandelten Derivaten die Marktteilnehmer zum Umsteigen auf zuverlässigere Instrumente zur



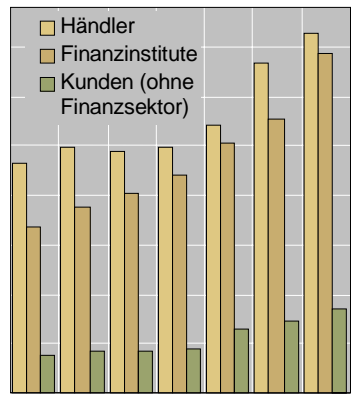
## Zinsswaps

Ausstehender Nominalwert, Bio. US-Dollar

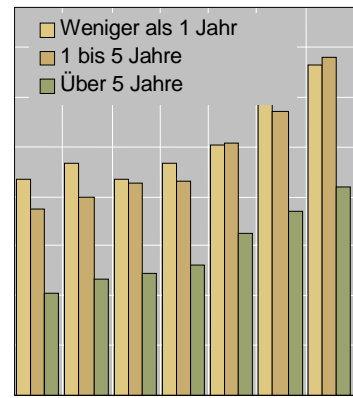
Nach Währung



Nach Kontrahent



Nach Fälligkeit<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Einschl. Forward Rate Agreements, auf die im Dezember 2002 rund 6% des gesamten ausstehenden Nominalwerts entfielen.

Quelle: BIZ.

Grafik 4.6

Absicherung und zum Eingehen von Positionen für nicht staatliche Verbindlichkeiten.<sup>4</sup>

Weniger dynamisches Geschäft auf den anderen Swapmarkten

Der Handel auf den anderen grossen Zinsswapmarkten war etwas weniger lebhaft als auf dem Euro-Zinsswapmarkt. Der Nominalwert der US-Dollar-Swaps stieg um 10% auf \$ 23,7 Bio. Dies stellt gegenüber den 14% der vorangegangenen Halbjahresperiode eine Verlangsamung dar. Die umfangreichen Hypothekenrefinanzierungen in den USA, die Anfang Oktober beobachtet wurden, stützten weiterhin die Verwendung von Swaps, um das Risiko vorzeitiger Tilgung abzusichern. Dieser Zunahme der Absicherungstransaktionen folgte jedoch wahrscheinlich ein geringeres Eingehen von Positionen nach der überraschend kräftig ausgefallenen Leitzinssenkung der Federal Reserve Anfang November. Nach dieser Leitzinssenkung erwarteten die Marktteilnehmer für die folgenden Monate stabile Festzinsmarkte.

Der US-Dollar-Gegenwert der Yen-Zinsswaps stieg in dieser Zeit um 9% auf \$ 12,8 Bio. Ein grosser Teil dieses Anstiegs ging auf umfangreichere Positionen von Nichthandlern zurück.

### Ausserborsliches Geschäft überholt Börsengeschäft

Die neuesten Zahlen zeigen auch, dass das ausserbörsliche Geschäft wiederum rascher expandierte als das Geschäft an den Börsen. Der Zunahme der offenen Kontrakte um 11% im zweiten Halbjahr 2002 steht ein gleichzeitiger Rückgang der offenen Positionen in börsengehandelten Kontrakten um

<sup>4</sup> Die Faktoren, die der Expansion des Euro-Zinsswapmarktes zugrunde lagen, wurden von Remolona und Wooldrige dargestellt (s. Literaturhinweis in Fussnote 2 des Kastens). Das Thema der Marktengpasse bei Futures auf deutsche Staatsanleihen wurde im Kasten auf Seite 35f. des *BIZ-Quartalsberichts* vom Juni 2002 behandelt.

1% gegenüber. Diese Entwicklung kontrastiert mit der im Jahr 2001 beobachteten, als der Umsatz der börsengehandelten Kontrakte den Umsatz am ausserbörslichen Markt überholt hatte. Analysten hatten die damalige Hinwendung zu den Börsen auf mögliche Besorgnis wegen des Kontrahentenrisikos an den ausserbörslichen Märkten zurückgeführt, die wegen der Herabstufung mehrerer grosser Marktteilnehmer und der zunehmenden Konzentration am Händlermarkt aufgekommen war. Diese Besorgnis veranlasste Berichten zufolge die Marktteilnehmer, einen Teil ihres Geschäfts auf die Börsen zu verlegen, um so in den Genuss von deren Clearing-Haus-Garantie zu kommen. Die Teilnehmer am ausserbörslichen Markt haben jedoch inzwischen eine Reihe von Massnahmen ergriffen, um das Kontrahentenrisiko besser in den Griff zu bekommen, u.a. die vermehrte Verwendung von Besicherungen und bilateralen Netting-Vereinbarungen.<sup>5</sup> Diese Massnahmen dürften dazu beigetragen haben, die Wettbewerbsfähigkeit der ausserbörslichen Märkte zu erhalten.

Massnahmen zum Erhalt der Wettbewerbsfähigkeit der ausserbörslichen Märkte

Beide Märkte sind im Übrigen seit dem ersten Halbjahr 1998 (dem Jahr, in dem die BIZ mit ihren Erhebungen zum Markt für ausserbörsliche Derivate begann) in ähnlichem Tempo gewachsen, wobei das Wachstum der ausserbörslichen Märkte jedoch stetiger verlief. Teilweise ist dies darauf zurückzuführen, dass Absicherung oder Handel an den ausserbörslichen Derivatmärkten mit dem Abschluss neuer Kontrakte verbunden sind, sodass sich der Nominalwert der offenen Positionen allmählich erhöht. An den Derivatbörsen ziehen es die Händler vor, die Lieferung des Basiswerts zu vermeiden, indem sie ihre Positionen vor Fälligkeit eines Kontrakts glattstellen. Dieses Glattstellen führt zu einem Rückgang der offenen Positionen, weil Kontrakte an der Börse mittels gegenläufiger Kontrakte ausgeglichen werden.

Stetigeres Wachstum der ausserbörslichen Märkte

---

<sup>5</sup> Die ISDA meldete als Ergebnis einer 2003 durchgeführten Umfrage, dass der Umfang der Sicherheiten, die in privat ausgehandelten Derivatgeschäften gestellt wurden, gegenüber einer ähnlichen, 2002 durchgeführten Erhebung um 70% zugenommen hatte. Die Sicherheiten deckten 55% der Derivatgeschäfte mit Zinsinstrumenten und 51% des Kontrahentenrisikos. Ferner meldete das OCC, der Umfang des Bruttoisikos in den Derivatbeständen von US-Banken, das durch bilaterales Netting neutralisiert wurde, sei im vierten Quartal 2002 um volle 81% gestiegen. Weitere Informationen sind erhältlich unter [www.isda.org](http://www.isda.org) und [www.occ.treas.gov](http://www.occ.treas.gov).