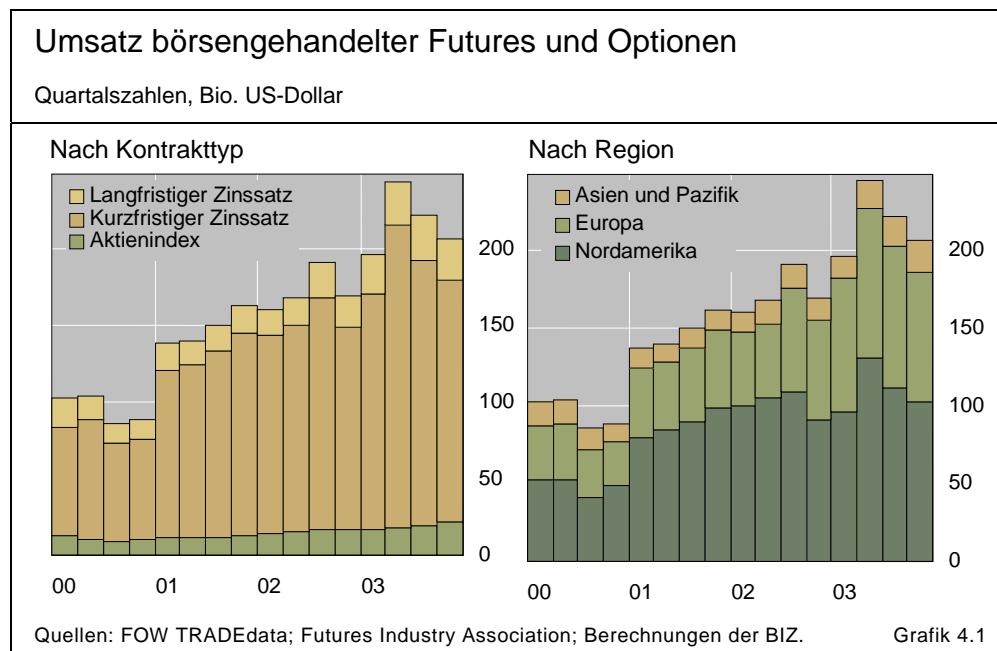


## 4. Märkte für derivative Instrumente

Der Gesamtumsatz der von der BIZ regelmässig erfassten börsengehandelten Finanzderivate ging im vierten Quartal 2003 weiter zurück. Der Wert der gehandelten Zins-, Aktienindex- und Währungskontrakte belief sich auf insgesamt \$ 207 Bio., ein Rückgang um 7% gegenüber dem dritten Quartal (Grafik 4.1). Das Geschäft entwickelte sich je nach Marktrisikokategorie unterschiedlich; bei den Zinskontrakten war ein beträchtlicher Rückgang festzustellen, bei den Aktienindex- und Währungskontrakten dagegen ein moderater Zuwachs. Der insgesamt rückläufige Umsatz bei den Zinsinstrumenten, der grössten Marktrisikokategorie, war das Resultat eines Rückgangs bei den Geldmarktkontrakten wie auch bei den Kontrakten auf Staatsanleihen.

Dennoch stieg für das Jahr 2003 als Ganzes der Gesamtumsatz von Finanzkontrakten erheblich. Das Transaktionsvolumen erreichte 2003 \$ 874 Bio. (s. Kasten weiter unten). Dies entsprach einer Zunahme von 26%, verglichen mit einer Zunahme von 17% im Jahr 2002 und 55% im Jahr 2001. In allen Marktrisikokategorien war das Geschäft lebhaft, ganz besonders am kleinen Markt der Währungskontrakte, wo es lange stagniert hatte.



## Rückläufiges Geschäft mit Zinskontrakten an weniger lebhaften Märkten

Der Gesamtumsatz börsengehandelter Zinskontrakte ging im vierten Quartal 2003 zurück. Das Transaktionsvolumen fiel um 9% auf \$ 184,5 Bio., nach einem Rückgang von 10% im dritten Quartal. Hinter der allgemeinen Abschwächung im Handel mit Zinskontrakten verbirgt sich ein Rückgang in den beiden grossen Marktsegmenten der Geldmarktkontrakte und der Kontrakte auf Staatsanleihen. Der Umsatz der kurzfristigen Zinskontrakte, darunter Eurodollar-, EURIBOR- und Euroyen-Kontrakte, ging um 9% auf \$ 157,7 Bio. zurück, während sich der Handel mit längerfristigen Instrumenten, darunter Kontrakten auf US-Schatzanweisungen, deutsche Staatsanleihen und japanische Staatsanleihen, um 10% auf \$ 26,7 Bio. abschwächte (Grafik 4.3).

Umsatrzugang bei Zinskontrakten ...

Der Handel mit Zinskontrakten ging fast überall in der Welt zurück. In Nordamerika fiel der Umsatz um 9% auf \$ 93,7 Bio. Das Geschäft mit Geldmarktkontrakten ging um 8% auf \$ 84,7 Bio. zurück, das mit längerfristigen Instrumenten um 15% auf \$ 9 Bio. Im Gegensatz zu den früheren Quartalen des Jahres 2003 gab es kaum Unterschiede in der Entwicklung der verschiedenen Geldmarkt- und Staatsanleihektronakte einerseits und der Entwicklung von Futures und Optionen andererseits.

... in den meisten Regionen ...

Abgesehen davon, dass saisonbedingt gegen Jahresende oft eine Abschwächung zu beobachten ist, spiegelt die insgesamt rückläufige Aktivität bei Geldmarktkontrakten und Kontrakten auf längerfristige Instrumente in den USA im Wesentlichen zwei Faktoren wider. Zum einen kehrte an den US-Märkten für festverzinsliche Instrumente im vierten Quartal nach dem abrupten Anstieg der Renditen auf US-Schatztitel und US-Dollar-Zinsswaps von Mitte Juni bis Mitte August wieder eine gewisse Ruhe ein. Die Erklärungen des Offenmarktausschusses der Federal Reserve (FOMC) vom Oktober und Dezember bestätigten eine Verbesserung der Wirtschaftsaussichten, liessen jedoch auch implizit darauf schliessen, dass die Geldpolitik noch während eines beträchtlichen Zeitraums akkommmodierend bleiben würde. Zwar gab es im vierten Quartal bei den Renditen von US-Schatztiteln immer wieder Perioden des Aufwärtsdrucks, doch interpretierten die Marktteilnehmer die Aussage der Federal Reserve dahingehend, dass es zu keiner Erhöhung der Leitzinsen kommen würde. Eine solche Interpretation entspräche auch dem beobachteten Rückgang der impliziten Volatilität der Eurodollar-Zinssätze (Grafik 4.2) und dem weniger aktiven Eingehen von Positionen in verwandten Kontrakten.

... aufgrund ruhigerer US-Märkte ...

Zum zweiten könnte die seit den starken Schwankungen des Marktes für US-Staatsanleihen im vorangegangenen Sommer anhaltende Risikoaversion das Eingehen von Positionen gebremst haben. Die Spanne zwischen der impliziten und der effektiven Volatilität von Optionen auf US-Staatsanleihen (Grafik 4.2) blieb im vierten Quartal ungewöhnlich gross, was den hohen Preis widerspiegelte, den die Finanzintermediäre für die Abdeckung des Marktrisikos verlangten. Einige Händler sollen Berichten zufolge im dritten Quartal erhebliche Verluste bei ihrer Marktmacheraktivität und im Eigenhandel erlitten haben, was im vierten Quartal zu einem Rückzug aus der Marktmacherrolle geführt haben könnte.

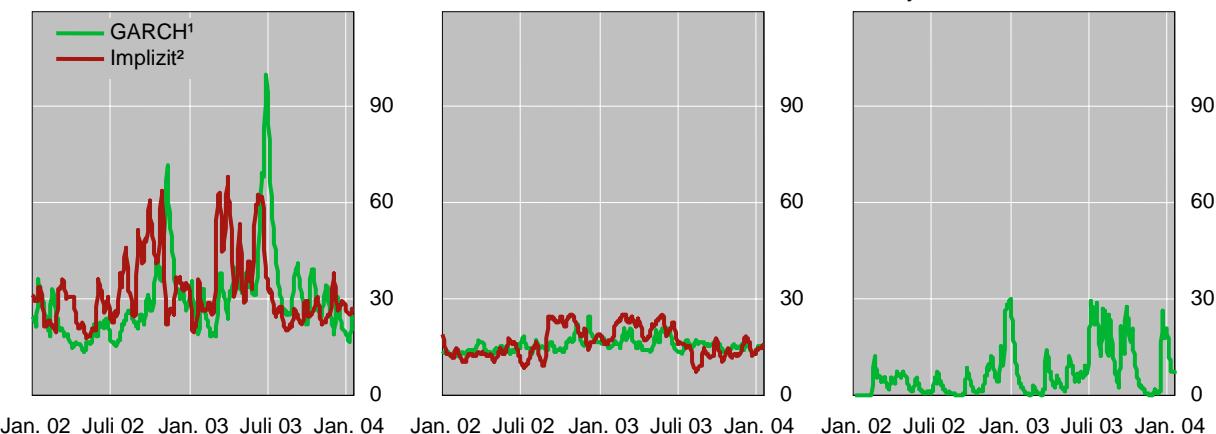
... vielleicht auch aufgrund anhaltender Risikoaversion

## Volatilität der wichtigsten festen Zinssätze

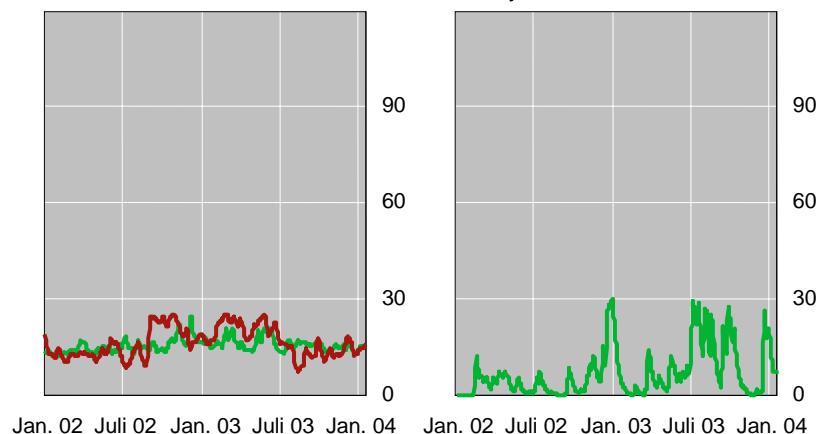
Gleitender 5-Tages-Durchschnitt

### Geldmärkte

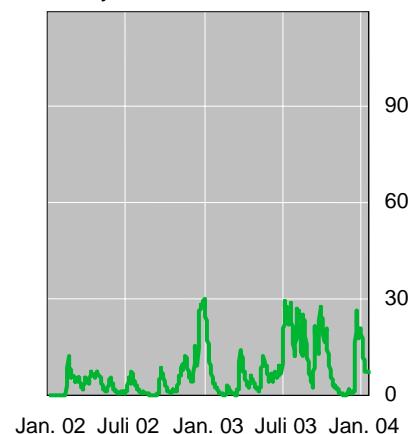
#### Eurodollar



#### EURIBOR

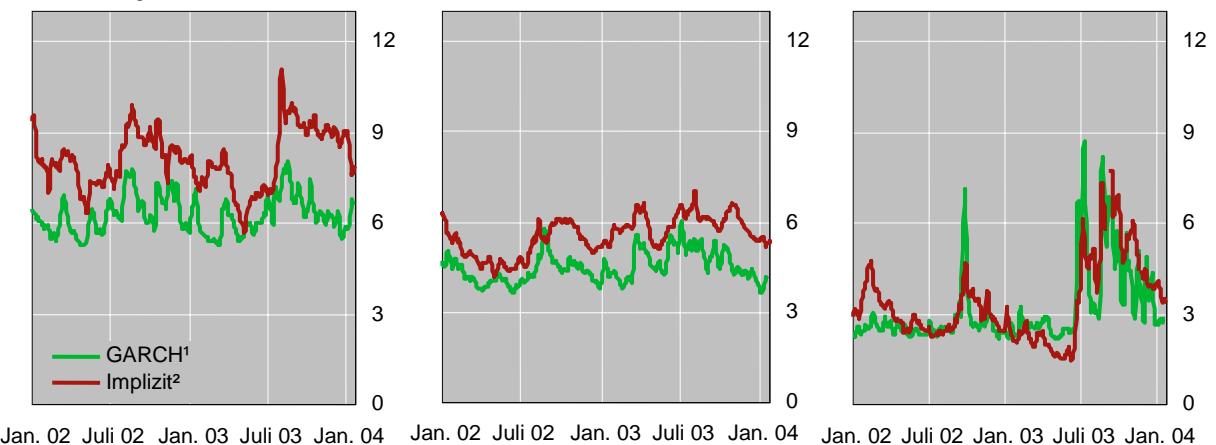


#### Euroyen

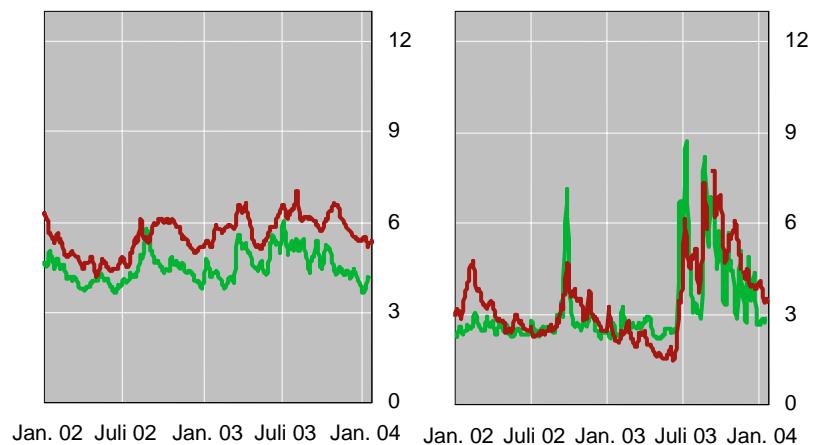


### Staatsanleihemärkte

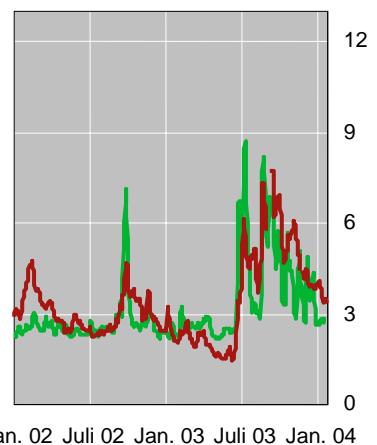
#### 10-jährige US-Schatz- anweisung



#### 10-jährige deutsche Staatsanleihe



#### 10-jährige japanische Staatsanleihe



<sup>1</sup> Auf Jahresbasis umgerechnete bedingte Volatilität 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; Berechnungen der BIZ.

Grafik 4.2

In Europa ging das Geschäft mit Zinskontrakten im vierten Quartal um 9% auf \$ 79,5 Bio. zurück. Der Umsatz von Geldmarktinstrumenten sank um 9% auf \$ 64,1 Bio., der von Kontrakten auf längerfristige Instrumente um 8% auf \$ 15,3 Bio.<sup>1</sup> Das rückläufige Geschäft mit europäischen Geldmarktkontrakten

Rückläufiges  
Geschäft in Europa  
bei Einigkeit über  
Zinsentwicklung

<sup>1</sup> Es sollte dabei jedoch nicht vergessen werden, dass der Rückgang der Umsätze von Zinskontrakten in Europa, in US-Dollar gerechnet, den tatsächlichen Rückgang unterzeichnet, da der Wertzuwachs des Euro gegenüber dem US-Dollar vom dritten zum vierten Quartal (durchschnittlich 6%) den Dollarwert der Transaktionen aufbläht. Eine Analyse der euro-

war fast ausschliesslich auf einen Rückgang des Handels mit Optionen auf 3-Monats-EURIBOR-Futures zurückzuführen. Die erwarteten Zinssätze für 3-Monats-Geld, wie sie durch die EURIBOR-Futures mit Lieferungsdatum 2004 impliziert werden, stiegen im vierten Quartal erheblich. Dennoch schienen sich die Marktteilnehmer über die kurzfristige Entwicklung der Zinsen am kurzen Ende weitgehend einig zu sein, wie die geringe Volatilität der Optionen auf 3-Monats-EURIBOR-Sätze zeigt (Grafik 4.2). Der rückläufige Umsatz von Kontrakten auf europäische Staatsanleihen war im Wesentlichen das Ergebnis des schwächeren Handels mit Futures und Optionen auf 10-jährige deutsche Staatsanleihen, wohl wegen der geringeren Unsicherheit an den längerfristigen Märkten.

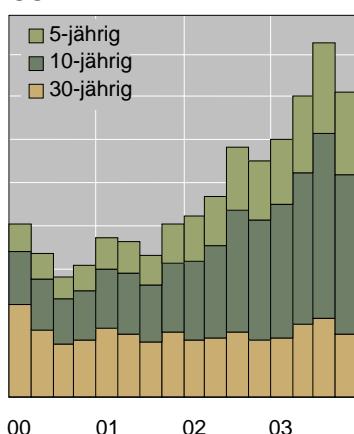
In der Asien-Pazifik-Region fiel der Handel mit Zinsinstrumenten um 11% auf \$ 10,3 Bio. Dabei gab es einen deutlichen Kontrast zwischen der Umsatzentwicklung in Japan und Singapur, den beiden grössten Märkten für Zinsinstrumente in Asien, und der Entwicklung in Australien, dem drittgrössten Markt. In Japan und Singapur ging der Umsatz um 19% bzw. 18% zurück, in Australien dagegen nahm er um 15% zu. Das rückläufige Geschäft in Japan spiegelt ein ruhigeres Marktfeld nach dem Zusammenbruch des spekulativen Handels im vorangegangenen Quartal wider (s. *BIZ-Quartalsbericht* vom Dezember 2003). Der Rückgang in Singapur war hauptsächlich auf den dortigen schwächeren Handel mit Eurodollar-Kontrakten zurückzuführen, da die Händler mit stabilen kurzfristigen US-Zinsen rechneten. Für die lebhaften

Rückgang bei Zinsinstrumenten in Asien-Pazifik-Region ...

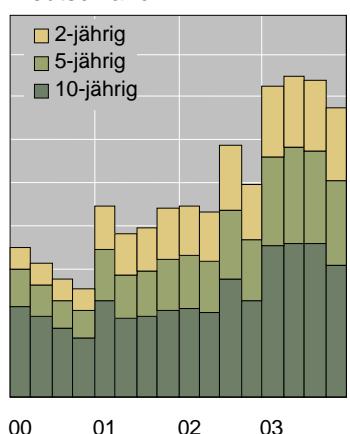
### Umsatz von Kontrakten auf Staatsanleihen

Quartalsumsatz von Futures, Bio. US-Dollar

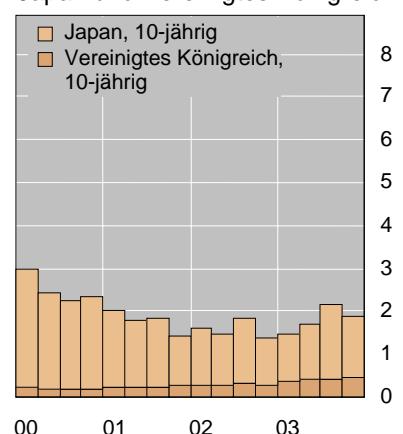
USA



Deutschland



Japan und Vereinigtes Königreich



Quellen: FOW TRADEdata; Futures Industry Association; Berechnungen der BIZ.

Grafik 4.3

päischen Transaktionen anhand der Zahl der Kontrakte zeigt einen effektiven Umsatzrückgang von 13%.

## Markt für börsengehandelte Finanzderivate im Gesamtjahr 2003 weiterhin lebhaft

Der Umsatz der von der BIZ erfassten börsengehandelten Finanzderivate nahm 2003 erneut rasant zu, und zwar um 26% auf \$ 874 Bio. Im Vergleich dazu hatte das Wachstum 2002 17% und 2001 55% betragen. In allen Marktrisikokategorien war das Geschäft 2003 lebhaft. In Dollar gerechnet entfiel der grösste Teil des Zuwachses auf Geldmarktkontrakte. Das stärkste Wachstum verzeichnete jedoch der kleine Markt für Währungskontrakte.

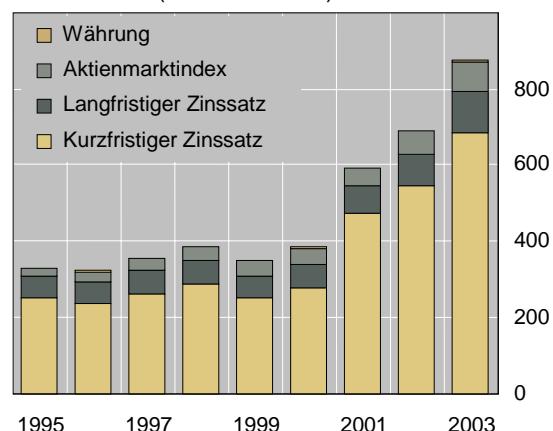
### Europäischer Handel mit Zinskontrakten profitiert von zunehmender Liquidität

Der weltweite Umsatz der Zinskontrakte, dem grössten Segment des Marktes für börsengehandelte Finanzderivate, stieg um 27% auf \$ 794 Bio. Geldmarktkontrakte, darunter Eurodollar-, EURIBOR- und Euroyen-Futures und -Optionen, hatten in Dollar gerechnet den grössten Anteil an diesem Zuwachs; ihr Umsatz stieg um \$ 137 Bio. bzw. 25% auf \$ 683 Bio. Der Handel mit längerristigen Kontrakten – meist auf Staatsanleihen – expandierte jedoch stärker, und zwar um 41% auf \$ 111 Bio.

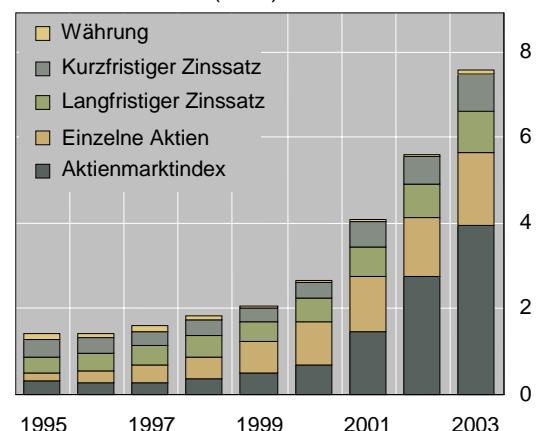
Eine der bemerkenswertesten Entwicklungen bei den Geldmarktprodukten war der besonders starke Umsatzanstieg an den europäischen Börsen. Der europäische Handel mit diesen Kontrakten – insbesondere Kontrakten auf den EURIBOR – stieg sogar um 64% auf \$ 278 Bio., verglichen mit einem Anstieg in Nordamerika um 7% auf \$ 369 Bio. Der Handel mit Optionen auf europäische Geldmarktsätze war besonders lebhaft und stieg um 111% auf \$ 83 Bio., während das Geschäft mit entsprechenden Futures um 50% auf \$ 195 Bio. zunahm. Der Handel mit europäischen Geldmarktinstrumenten hat gegenüber dem nordamerikanischen Handel seit 2002 rasch aufgeholt. Geänderte Erwartungen hinsichtlich der Ausrichtung der Geldpolitik im Euro-Raum spielten bei der Expansion des kurzfristigen Segments eine Rolle, doch scheint der Handel auch durch die zunehmende Liquidität bei ausserbörslichen Derivaten mit EURIBOR-Indexierung Impulse erhalten zu haben. Insbesondere der Markt für Euro-Zinsswaps wuchs 2003 weiterhin kräftig und generierte einen stetigen Fluss von Sekundärmarktgeschäften mit EURIBOR-Futures zu Absicherungszwecken. Die bemerkenswerte Zunahme bei börsengehandelten Optionen könnte das Ergebnis einer Abkehr vom Markt für ausserbörsliche Derivate gewesen sein. Die Volatilität verschiedener Arten von ausserbörslich gehandelten Optionsprodukten, einschliesslich Zinsswaptions, erreichte im zweiten Halbjahr 2003 ein ungewöhnlich hohes Niveau. Dies könnte einige Marktteilnehmer veranlasst haben, auf börsengehandelte Instrumente umzusteigen.

### Umsatz börsengehandelter Derivativkontrakte nach Marktrisikokategorie

Nominalwert (Bio. US-Dollar)



Anzahl Kontrakte (Mrd.)



Quellen: FOW TRADEdata; Futures Industry Association; Berechnungen der BIZ.

Auch der Handel mit längerfristigen Zinsinstrumenten war an den europäischen Börsen lebhafter als in anderen grösseren Regionen. Der europäische Handel mit diesen Kontrakten nahm um 49% auf \$ 66 Bio. zu, verglichen mit einem Anstieg in Nordamerika um 36% auf \$ 36 Bio. Wie bei den kurzfristigen Zinskontrakten entwickelte sich das europäische Geschäft auch bei den Optionen auf Staatsanleihen besonders dynamisch. Der Handel mit diesen Optionen stieg um 86% auf \$ 5,6 Bio., verglichen mit einem Anstieg der entsprechenden Futures um 46% auf \$ 60 Bio. Der Handel mit Kontrakten auf Staatsanleihen wurde sowohl in Europa als auch in Nordamerika durch starke Ausschläge bei den langfristigen Zinssätzen in den ersten drei Quartalen 2003 beflügelt. Der Kursanstieg an den Festzinsmärkten in der ersten Jahreshälfte und seine Umkehrung ab Ende Juni generierten ein erhebliches Transaktionsvolumen aufgrund von Portfolioumschichtungen. Insbesondere Finanzinstitute setzen aktiv Festzinsfutures und -optionen zur Anpassung der Duration ihrer Aktiva und Passiva ein, wenn sich das Zinsniveau verändert. Derartige „Immunisierungs“-Strategien erzeugen eine positive Korrelation zwischen Transaktionen und Marktbewegungen.

An den vergleichsweise kleineren Märkten der Asien-Pazifik-Region dagegen verlief das Geschäft mit Zinskontrakten etwas gedämpft. Die Geldmarktinstrumente verzeichneten eine Umsatzsteigerung um 8% auf \$ 32 Bio., während die Staatsanleihekcontrakte um 12% auf \$ 9 Bio. zunahmen. Der Handel in Australien war die wichtigste Ausnahme von dem tendenziell mässigen Wachstum; hier stieg der Umsatz von Kontrakten auf kurzfristige Zinssätze und auf Staatsanleihen insgesamt um 59% auf fast \$ 10 Bio. Dieser starke Zuwachs stand offenbar in Zusammenhang mit Absicherungsgeschäften für Neuemissionen von Unternehmensanleihen und mit der Anpassung von Positionen nach der Anhebung der Leitzinsen (Cash Rate) durch die Reserve Bank of Australia im November und Dezember.

#### *Handel mit Aktienindexkontrakten erhält Impulse aus Asien*

Der weltweite Umsatz der Aktienindexkontrakte stieg um 20% auf \$ 75,5 Bio. Das Geschäft weitete sich allerdings je nach Region sehr unterschiedlich stark aus. Der Umsatz stieg in der Asien-Pazifik-Region um 48% auf \$ 27,8 Bio., in Europa um 19% auf \$ 14,7 Bio. Für das deutliche Wachstum des Geschäfts in Asien war erneut weitgehend der lebhafte Handel mit Optionen auf den KOSPI-200-Index der koreanischen Börse verantwortlich, deren Umsatz sich um 49% auf \$ 21 Bio. ausweitete. Der Optionshandel war zwar bereits 1997 in Korea eingeführt worden, er nahm aber in den letzten Jahren exponentiell zu. Gleichzeitig stieg der Handel mit japanischen Aktienindexkontrakten um 40% auf \$ 3 Bio., eine zögerliche Erholung nach der in den vorangegangenen Jahren beobachteten Stagnation. Der Handel in Nordamerika dagegen nahm in erheblich geringerer Masse zu; hier stieg der Umsatz um 4% auf \$ 32,3 Bio. Die Aufwärtsbewegung an den US-Aktienmärkten ab März war von einer deutlich niedrigeren (effektiven wie impliziten) Volatilität begleitet, sodass die Anleger weniger Absicherungsbedarf gesehen haben dürften.

Auch der Handel mit Kontrakten auf einzelne Aktien, bei dem der Umsatz nur anhand der Zahl der Kontrakte gemessen wird, wuchs 2003 um 20% auf 1,7 Mrd. Kontrakte. Der Umsatz wuchs an den nordamerikanischen Börsen um 17% auf 837 Mio. Kontrakte und an den europäischen Börsen um 8% auf 592 Mio. Kontrakte. Der entsprechende Handel in der Asien-Pazifik-Region stieg sprunghaft an, und zwar um 112% auf 43 Mio. Kontrakte, wobei die Zunahme hauptsächlich der Einführung des Optionshandels in Indien zuzuschreiben war. Das Geschäft in der übrigen Welt erhielt Auftrieb durch die Zunahme des Handels mit Futures und Optionen in Brasilien um 96% auf 176 Mio. Kontrakte.

#### *Währungskontrakte erholen sich angesichts der Dollarschwäche*

Börsengehandelte Währungskontrakte, auf die weniger als 1% des Gesamtumsatzes von Finanzinstrumenten entfallen, verzeichneten 2003 eine Umsatzsteigerung von 51% auf \$ 4,4 Bio. Diese Kontrakte scheinen sich in den letzten Jahren von einer langen Phase der Stagnation erholt zu haben, was weitgehend auf einen erheblichen Umsatzzuwachs bei Dollar/Euro-Futures an der Chicago Mercantile Exchange (CME), dem weltweit grössten Markt für börsengehandelte Währungskontrakte, zurückzuführen ist. Der Handel mit diesen Kontrakten wurde durch das Streben nach Absicherungen angesichts der raschen Abwertung des US-Dollars gegenüber anderen Währungen gefördert. Auch der Handel mit Dollar/Yen-Futures stieg merklich, vor allem nach der Aufforderung der G7-Länder im September, mehr Wechselkursflexibilität zuzulassen.

Marktteilnehmer haben festgestellt, dass die Einführung des elektronischen 24-Stunden-Handels mit Währungskontrakten durch die CME im April 2001 zu einer Ausweitung des Händlerkreises für diese Kontrakte beigetragen hat. Der elektronische Handel dürfte die Wettbewerbsfähigkeit der Börsen gegenüber dem wesentlich grösseren ausserbörslichen Markt für Währungsinstrumente verbessern.

#### *Wachstum bei Rohstoffkontrakten angesichts steigender Rohstoffpreise*

Der Umsatz von Rohstoffkontrakten, gemessen an der Zahl der gehandelten Kontrakte, stieg 2003 ebenfalls, und zwar insgesamt um 10% auf 530 Mio. Kontrakte. Besonders lebhaft war der Handel mit Kontrakten auf Edelmetalle (plus 26%) und Nichtedelmetalle (plus 30%), die zusammen ein Drittel des gesamten Umsatzes mit Rohstoffkontrakten ausmachen. Für die Zunahme bei den Kontrakten auf Nichtedelmetalle scheinen gestiegene Erwartungen eines weltweiten konjunkturellen Aufschwungs verantwortlich gewesen zu sein. Die Kontrakte auf Edelmetalle, insbesondere auf Gold, spiegelten bis zu einem gewissen Grad die Kursbewegungen des US-Dollars wider und übernahmen die Rolle des sicheren Vermögenswerts, wenn sich der Sinkflug der US-Währung beschleunigte. Im Vergleich dazu war das Geschäft mit Kontrakten auf Agrarerzeugnisse und Energie mit einem Anstieg von 4% bzw. 2% eher verhalten.

... aber starker  
Zuwachs in  
Australien

Umsätze in Australien sind verschiedene Faktoren verantwortlich. Zum Ersten hatte die Reserve Bank of Australia ihre Leitzinsen (Cash Rate) Anfang November gesenkt, etwas früher als die Marktteilnehmer erwartet hatten; dies führte an den Geld- und Staatsanleihemärkten zu einigen Anpassungen von Positionen. Zum Zweiten wurden Kontrakte auf Staatsanleihen von Finanzintermediären aktiv zur Absicherung eines stetigen Flusses neu begebener Unternehmensanleihen genutzt. Und zum Dritten zeigten ausländische Anleger grosses Interesse an Anleihen in australischen Dollar und nutzten dabei möglicherweise Staatsanleihe-Futures, um den Kaufpreis der Anleihen vor dem geplanten Erwerb festzulegen.

#### Zuwachs bei Aktienkontrakten trotz abnehmender Volatilität

Wachstum bei  
Aktienindex-  
kontrakten ...

Der Handel mit Aktienindexkontrakten nahm im vierten Quartal 2003 zu. Der Umsatz stieg auf \$ 21,8 Bio., eine Zunahme um 13% gegenüber dem Vorquartal. Das Wachstum war bei Optionen (19%) ausgeprägter als bei Futures (7%), bei Umsätzen von \$ 12,8 Bio. bzw. \$ 9,0 Bio.<sup>2</sup> Deutlich höher war der Zuwachs in Asien (plus 26% auf \$ 9 Bio.) und in Europa (plus 10% auf \$ 4 Bio.).<sup>3</sup> Das lebhafte Geschäft in Asien war fast ausschliesslich auf einen weiteren Umsatzzuwachs bei den an der koreanischen Börse gehandelten Optionen auf den KOSPI-200-Index zurückzuführen. In Europa stieg der

... besonders kräftig  
in Asien und  
Europa ...

<sup>2</sup> Wenn die Veränderungen gegenüber dem Vorjahresquartal berechnet und auf diese Weise um saisonale Faktoren bereinigt werden, ist der Zuwachs beim Handel mit Aktienindexderivaten im vierten Quartal 2003 sogar noch höher und liegt für Futures wie für Optionen bei 28%.

<sup>3</sup> Der Zuwachs des Dollarwerts der europäischen Umsätze ergab sich im Wesentlichen durch die durchschnittliche Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar um 6% vom dritten zum vierten Quartal 2003. In Asien hatte der Wechselkurseffekt eine gegenteilige Wirkung, und der Dollarwert der Umsätze koreanischer Kontrakte verlor infolge der Abwertung des koreanischen Won gegenüber dem US-Dollar um 4%.

Umsatz besonders an den deutschen Börsen rasant, und zwar um 14%. Ein grosser Teil dieses Zuwachses entfiel auf Kontrakte auf die Aktienindizes Dow Jones EURO STOXX 50 und Dow Jones STOXX 50. Das Geschäft mit diesen Indizes scheint durch die Besorgnis gestützt worden zu sein, dass die Abwertung des US-Dollars negative Auswirkungen auf die Gewinnsituation export-orientierter europäischer Unternehmen haben könnte. Im Vergleich dazu wuchs das Derivativgeschäft in Nordamerika langsamer. Der entsprechende Umsatz an den US-Börsen legte um 3% auf \$ 8 Bio. zu. Dieser Zuwachs entfiel fast ausschliesslich auf Optionen auf den S&P-500-Index, die an der Chicago Board Options Exchange (CBOE) gehandelt werden.

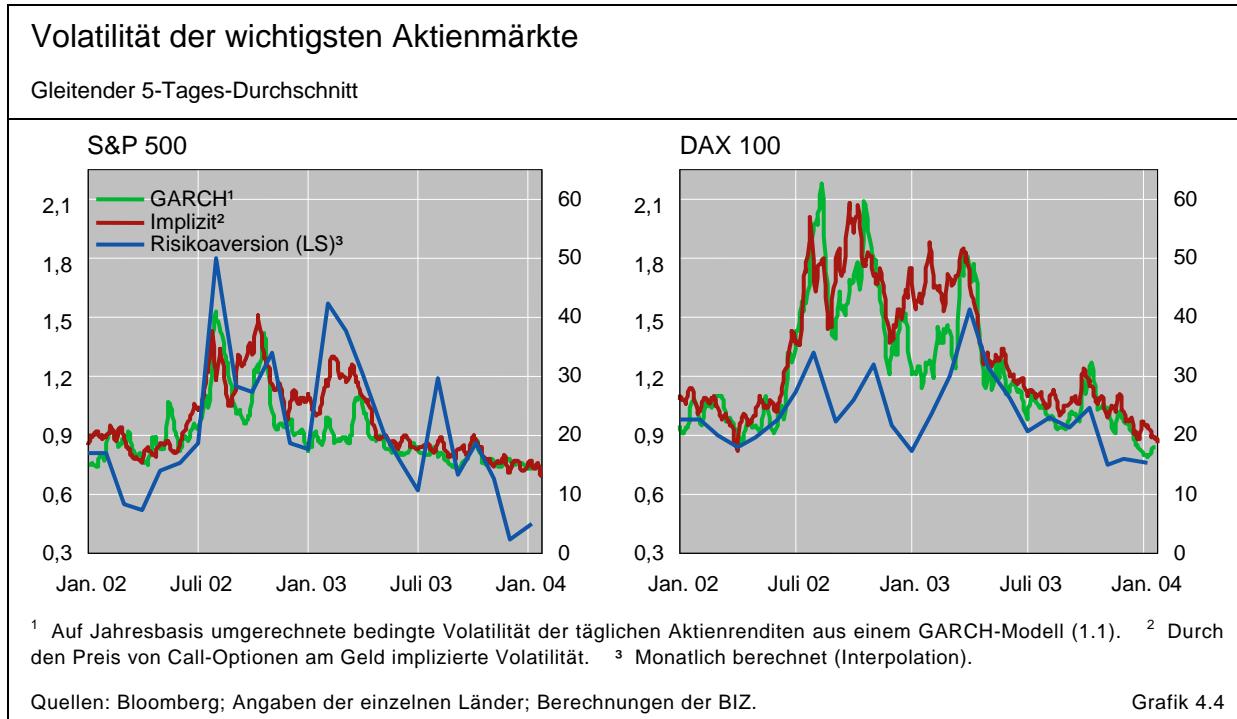
... aber langsamer  
in den USA ...

Diese weltweite Belebung des Geschäfts kam angesichts der parallel dazu weiter abnehmenden Unsicherheit an den Märkten etwas überraschend. Die implizite und die effektive Volatilität gingen gegenüber den 2002 erreichten Rekordwerten erneut zurück (Grafik 4.4), was die Nachfrage nach einer Absicherung des Marktrisikos, wie sie Optionen bieten, eigentlich hätte verringern sollen. Gleichzeitig könnten jedoch andere Faktoren eine Kostenverschiebung bei der Absicherung gegen Abwärtsrisiken bewirkt haben. Als einer dieser Faktoren weist der Marktpreis des Risikos, gemessen als Koeffizient der Risikoaversion, der sich aus Aktienindexoptionen errechnen lässt, seit Mitte 2002 eine sinkende Tendenz auf (s. „Überblick“).

... trotz geringerer  
Volatilität ...

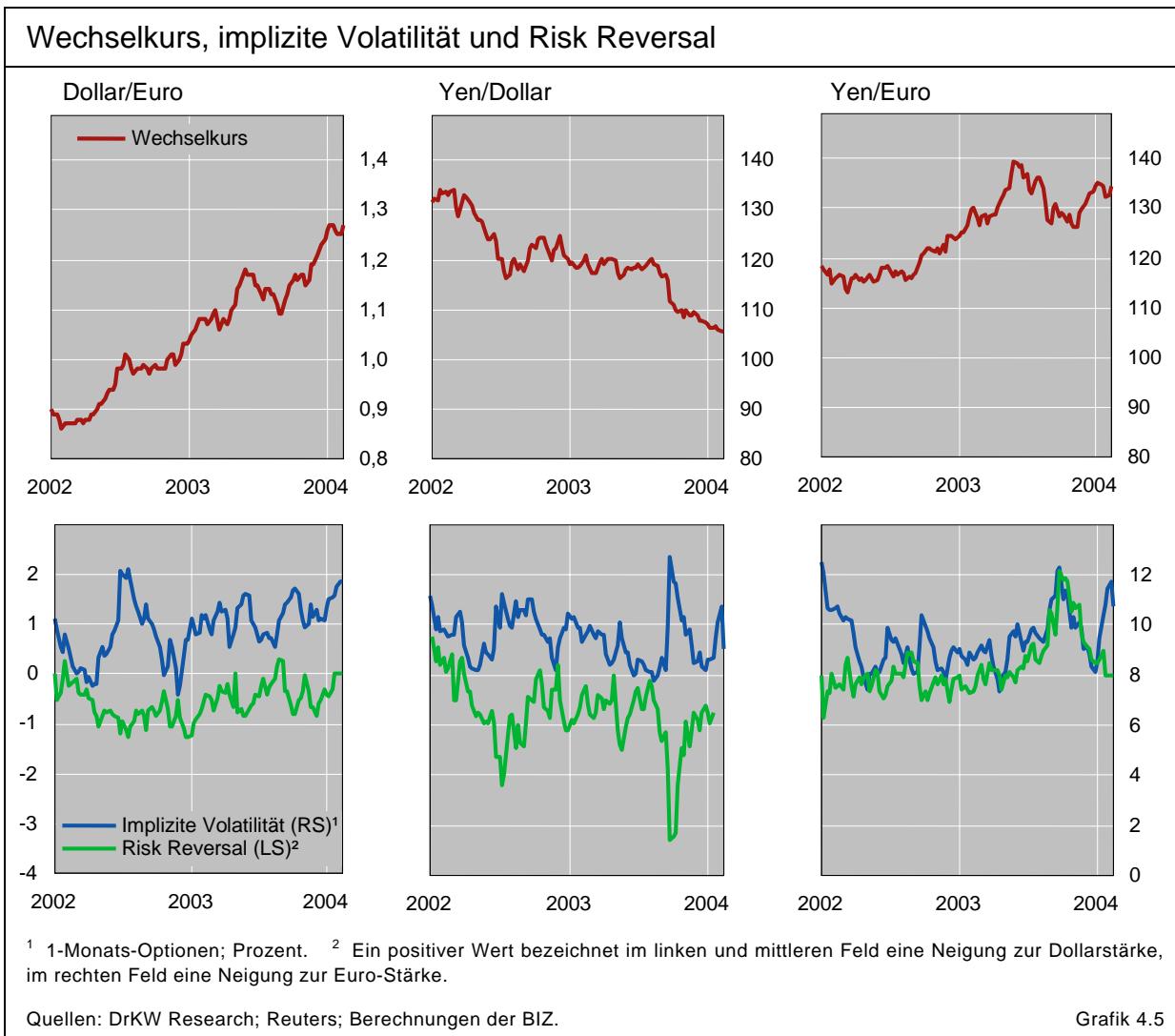
Das höhere Handelsvolumen lässt sich vielleicht mit ungewöhnlich weit auseinander klaffenden Erwartungen der Marktteilnehmer bezüglich der Stärke der weltweiten konjunkturellen Erholung erklären. Der Handel mit Vermögenswerten entsteht automatisch, wenn die Wirtschaftsakteure unterschiedliche Auffassungen über die Entwicklung der grundlegenden ökonomischen Variablen hegen. Dies scheint seit März 2003 der Fall gewesen zu sein; die von

... bei mehr  
Uneinigkeit über  
künftiges Wachstum



Consensus Economics befragten Experten machten seither zunehmend divergierende Aussagen zu dem für 2004 erwarteten BIP-Wachstum in den USA und Europa. Für die USA reichten ihre Vorhersagen im November von 3,7% bis 5,1%, verglichen mit einer Spanne von 3,3% bis 4,4% im September.

Ausser bei Aktienindexderivaten erhöhte sich der Umsatz im vierten Quartal auch bei Kontrakten auf einzelne Aktien, und zwar um 7% gemessen an der Zahl der Kontrakte. Von diesem Umsatz entfielen 97% auf Optionen, von denen mehr als die Hälfte an US-Börsen gehandelt wurden. Der globale Handel mit derartigen Kontrakten konzentrierte sich weiterhin auf die International Securities Exchange in London und auf die CBOE. Im vierten Quartal stieg der Einsatz dieser Instrumente in den USA deutlich (nämlich um fast 20%) und nahm auch in Asien zu, während er fast überall in Europa, besonders in Deutschland und Frankreich, zurückging.



## Dollarschwäche kurbelt Geschäft mit Währungskontrakten an

Der Gesamtumsatz börsengehandelter Währungsderivate – deren Wert nur einen Bruchteil der von der BIZ erfassten börsengehandelten Finanzderivate ausmacht – erreichte im vierten Quartal 2003 einen Nominalwert von \$ 1,2 Bio., 9% mehr als im Vorquartal. Dieser Anstieg war fast ausschliesslich auf Futures zurückzuführen, bei denen der Umsatz um 10% auf \$ 1,1 Bio. zunahm. Der Handel mit Währungsderivaten konzentrierte sich nach wie vor auf die US-Börsen, auf die fast 90% des weltweiten Umsatzes entfielen.

Anstieg bei  
Währungsfutures ...

In letzter Zeit scheint das Geschäft von den Kursbewegungen des US-Dollars beeinflusst worden zu sein. Als sich die US-Währung im Dezember auf über \$ 1,2 gegenüber dem Euro abschwächte, war ein besonders starker Zuwachs bei den Futures-Umsätzen zu verzeichnen. Dieser Zuwachs war Ausdruck der Bemühungen von Kunden, sich gegen die anhaltenden Erwartungen eines Kursverfalls des US-Dollars sowohl gegenüber dem Euro als auch gegenüber dem Yen abzusichern, wie dies der Risk-Reversal-Indikator zeigt, der implizit in den Kursen für Währungsoptionen enthalten ist (Grafik 4.5).

... in Erwartung  
weiterer Dollar-  
schwäche

## Weltweite konjunkturelle Erholung und Flucht in sichere Anlagen als treibende Kräfte bei den Rohstoffkontrakten

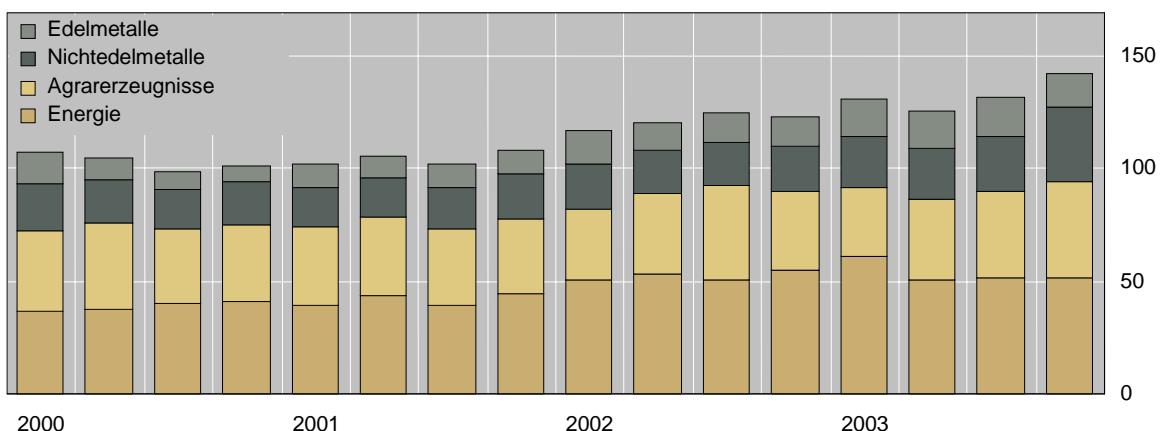
Der Umsatz mit Rohstoffderivaten stieg nach der Zahl der gehandelten Kontrakte gemessen im vierten Quartal 2003 um 8%. Bei Nichtedelmetallen war der Zuwachs mit 36% besonders gross (Grafik 4.6). Der Handel mit diesen Derivaten – meist Futures – wurde dadurch beflogelt, dass die Erwartungen des BIP-Wachstums fast überall in der Welt nach oben korrigiert wurden.

Der Handel mit Edelmetallderivaten ging in der Berichtsperiode um fast 20% zurück. Allerdings stiegen die offenen Positionen in solchen Kontrakten,

Gold als sicherer  
Vermögenswert

Umsatz börsengehandelter Rohstoffkontrakte nach Art des Rohstoffs

Anzahl Kontrakte (Mio.)



Quellen: FOW TRADEdata; Futures Industry Association; Berechnungen der BIZ.

Grafik 4.6

d.h. die noch nicht durch ein Gegengeschäft glattgestellten Kontrakte, von Ende 2002 bis zum Ende des dritten Quartals 2003 um 57%. Dies legt den Schluss nahe, dass Edelmetalle in der Phase ausgeprägter Dollarschwäche möglicherweise als sichere Vermögenswerte betrachtet wurden. Die offenen Positionen gingen in der Folge auf das Ende 2002 verzeichnete Niveau zurück, wahrscheinlich weil der bemerkenswerte Anstieg des Goldpreises viele Anleger zu Gewinnmitnahmen veranlasste, indem diese entweder ihre Optionen ausübten oder ihre Future-Positionen glattstellten.

