

## 4. Märkte für derivative Instrumente

Im ersten Quartal 2005 kehrte der Umsatz börsengehandelter Derivate nach zwei Quartalen des Rückgangs in Folge wieder auf einen soliden Wachstumspfad zurück. Das gesamte Handelsvolumen der Zins-, Aktienindex- und Währungskontrakte stieg um 19% auf \$ 333 Bio. Das Geschäft war in allen Marktsegmenten lebhaft, bei den Zinsprodukten aber besonders kräftig. Im Zinssegment wurde das Geschäft möglicherweise von der zunehmenden Unsicherheit hinsichtlich der langfristigen Zinsen beeinflusst, da es an den Anleihemärkten Ende Februar und Anfang März zu einer Verkaufswelle kam. Der Umsatz mit Aktienindexkontrakten wurde wahrscheinlich durch erhebliche Kursanstiege bei den wichtigsten Aktienindizes im Februar beflügelt, nach Meldungen über überraschend hohe Unternehmensgewinne und der Ankündigung mehrerer grosser Fusionen.

Auf dem weltweiten Markt für ausserbörsliche Derivate weiteten sich nach den neuesten Daten im zweiten Halbjahr 2004 die Positionen aus. Der Nominalwert der offenen Positionen war per Ende Dezember um 12,8% auf \$ 248 Bio. gestiegen. Der Bruttomarktwert erhöhte sich per Ende Dezember um 43% auf \$ 9,1 Bio.; nach Berücksichtigung rechtlich durchsetzbarer bilateraler Netting-Vereinbarungen stieg er um 40% auf \$ 2,1 Bio. Das Verhältnis des Bruttomarktwerts nach Berücksichtigung solcher Netting-Vereinbarungen zum gesamten Nominalwert stieg nur geringfügig auf 0,8%.

Mit dieser Ausgabe des *Quartalsberichts* beginnt die BIZ mit der Veröffentlichung von Statistiken zu Credit Default Swaps, der dynamischsten Komponente des ausserbörslichen Segments.<sup>1</sup> Ende Dezember 2004 belief sich der Nominalwert der offenen Positionen in diesen Kontrakten auf \$ 6,4 Bio. Nach den Daten der alle drei Jahre durchgeführten Zentralbankerhebung über das Geschäft an den Devisen- und Derivatmärkten (*Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity*), die am 17. März 2005 veröffentlicht wurden, stieg der Umsatz mit Kreditderivaten in den drei Jahren bis Juni 2004 um 568% und damit fast fünf Mal so schnell wie das ausserbörsliche Segment als Ganzes.

---

<sup>1</sup> Ebenfalls mit dieser Ausgabe beginnt die BIZ mit der Veröffentlichung von Konzentrationswerten für die Märkte für ausserbörsliche Derivate. Kommentiert werden die Daten in der BIZ-Pressemitteilung *OTC derivatives market activity in the second half of 2004* vom 20. Mai 2005, die auf der Website [www.bis.org](http://www.bis.org) verfügbar ist.

## Lebhaftes Geschäft entlang der Renditenstrukturkurve

Der Gesamtumsatz börsengehandelter Zinskontrakte stieg im ersten Quartal 2005 um 21% auf \$ 304 Bio. Diese Belebung umfasste Kontrakte auf kurzfristige wie auf langfristige Zinssätze. Der Handel mit Geldmarktkontrakten, einschliesslich Kontrakten auf Eurodollar-, EURIBOR- und Euroyen-Sätze, stieg um 21% auf \$ 262 Bio., mit lebhaften Umsätzen bei Futures ebenso wie bei Optionen. Bei den Anleiheinstrumenten stieg der Umsatz um 20% auf \$ 43 Bio. (Grafik 4.1).

Zunehmende Aktivität in Kurzfrist-Zinskontrakten ...

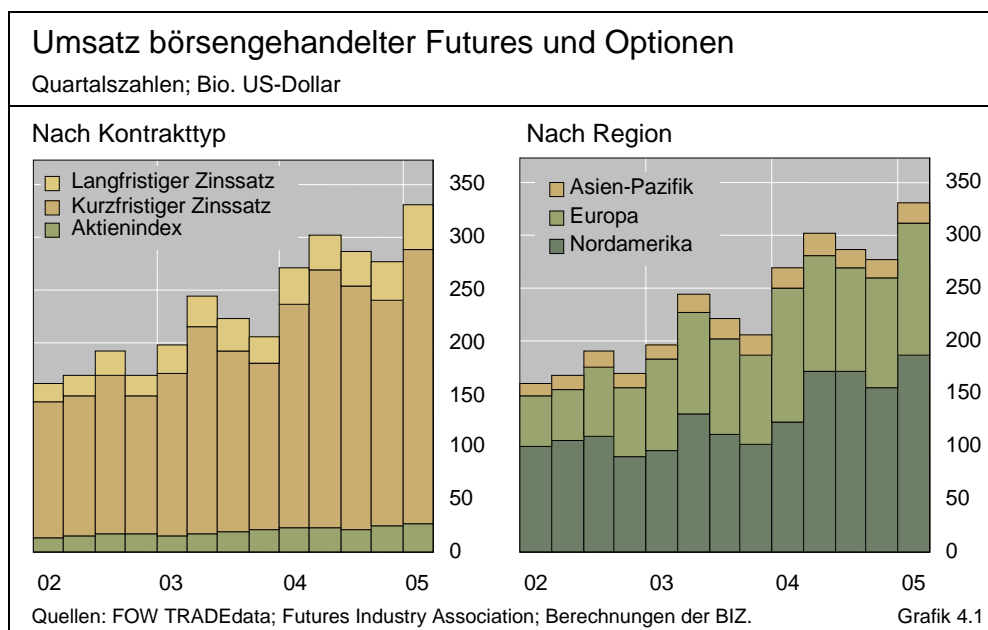
Anders als in den beiden vorangegangenen Quartalen war das Geschäft mit kurzfristigen Kontrakten in allen Regionen gut. Der Gesamtumsatz stieg in den USA um 23% auf \$ 159 Bio., wobei der Zuwachs bei Futures 17%, bei Optionen 38% betrug (Grafik 4.2). In Europa stieg der Umsatz um 18% auf \$ 95 Bio., und der Zuwachs betrug hier bei Futures 13% und bei Optionen 41%.

... bei allen Laufzeiten und Regionen

Der gestiegene Umsatz mit kurzfristigen Derivaten war nicht auf wachsende Unsicherheit über den Kurs der Geldpolitik zurückzuführen. Die meisten Anleger erwarteten, dass die US-Notenbank die Zinszügel mindestens über die nächsten Monate hinweg schrittweise weiter anziehen würde, wie aus den einhelligen Prognosen aller Befragten über den Zielsatz für Tagesgeld in einer Bloomfield-Umfrage hervorging. Interessanterweise sank der Umsatz mit Kontrakten auf US-Tagesgeld, der bereits gegen Ende 2004 merklich zurückgegangen war, im ersten Quartal 2005 für Futures und Optionen um weitere 1% bzw. 14%. Im gleichen Zeitraum erhöhte sich dagegen der Umsatz mit 3-Monats-Eurodollarfutures und -optionen um 20% bzw. 60%.

Das Segment der langfristigen Zinskontrakte wuchs im ersten Quartal um 20% auf \$ 43 Bio. Dabei betrug das Wachstum in Nordamerika 11% auf \$ 15 Bio. und in Europa 27% auf \$ 25 Bio. (Grafik 4.3). Am US-Markt war das lebhaftere Geschäft möglicherweise zurückzuführen auf Absicherungsbedarf im

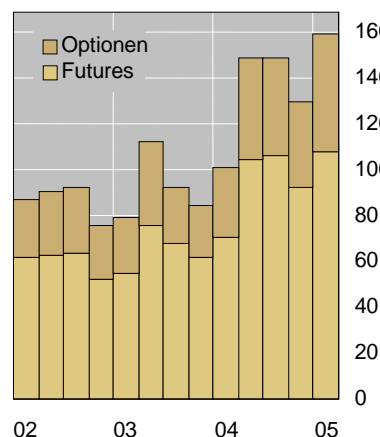
Unsichere Wachstumsaussichten begünstigen langfristige europäische Kontrakte



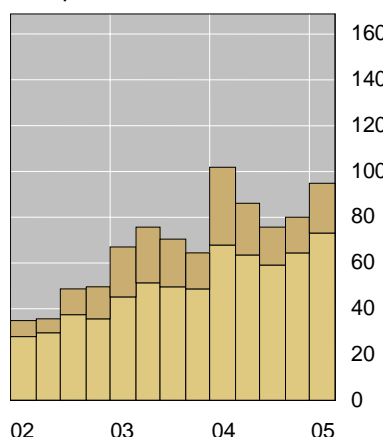
## Umsatz kurzfristiger Zinskontrakte

Quartalsumsatz; Bio. US-Dollar

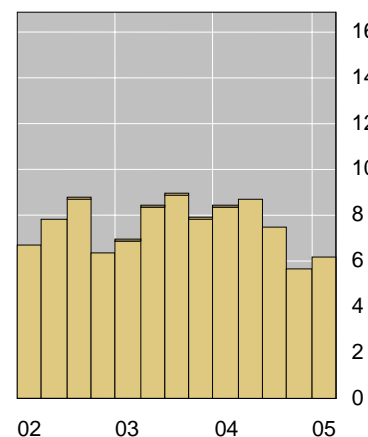
Nordamerika



Europa



Asien-Pazifik



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

Grafik 4.2

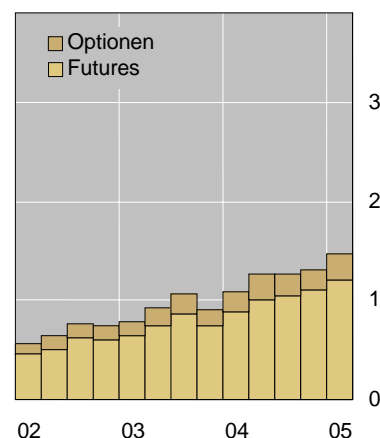
Zusammenhang mit einer unerwarteten Abflachung der Kurve im ersten Teil des Berichtszeitraums, gefolgt Ende Februar/Anfang März von einer plötzlichen Verkaufswelle am langen Ende. An den europäischen Märkten könnte auch die grössere Zinsunsicherheit eine Rolle gespielt haben; die implizite Volatilität der Swapsätze stieg im Quartalsverlauf um 3 Prozentpunkte, da die Nachrichten aus der Wirtschaft in Europa in diesem Zeitraum recht gemischt waren.

Wie schon im vierten Quartal könnte auch hier der Handel am langen Ende des Laufzeitspektrums durch die steilere Fristenstruktur der impliziten Volatilität beeinflusst worden sein, die in den USA aufgrund von stark gefallen Volatilitäten am kurzen Ende besonders ausgeprägt war (Grafik 4.4). Durch die höhere relative erwartete Volatilität der langfristigen Zinsen stieg die Reagibilität von Zinsportfolios gegenüber Laufzeit- und Zinsschwankungen, was möglicherweise den Absicherungsbedarf erhöht hat.

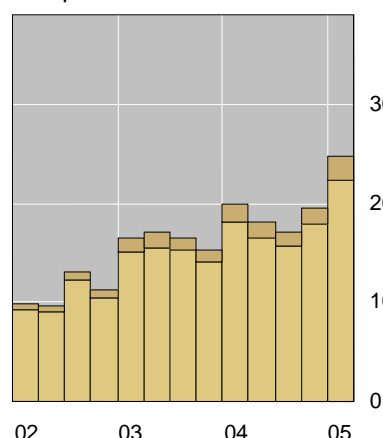
## Umsatz von Kontrakten auf Staatsanleihen

Quartalsumsatz; Bio. US-Dollar

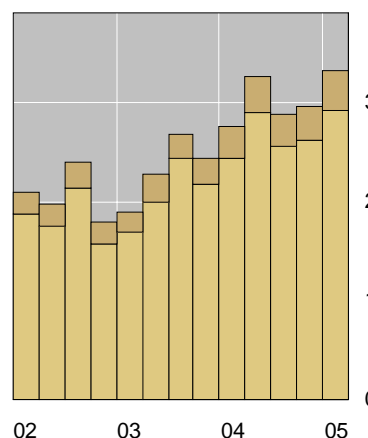
Nordamerika



Europa



Asien-Pazifik

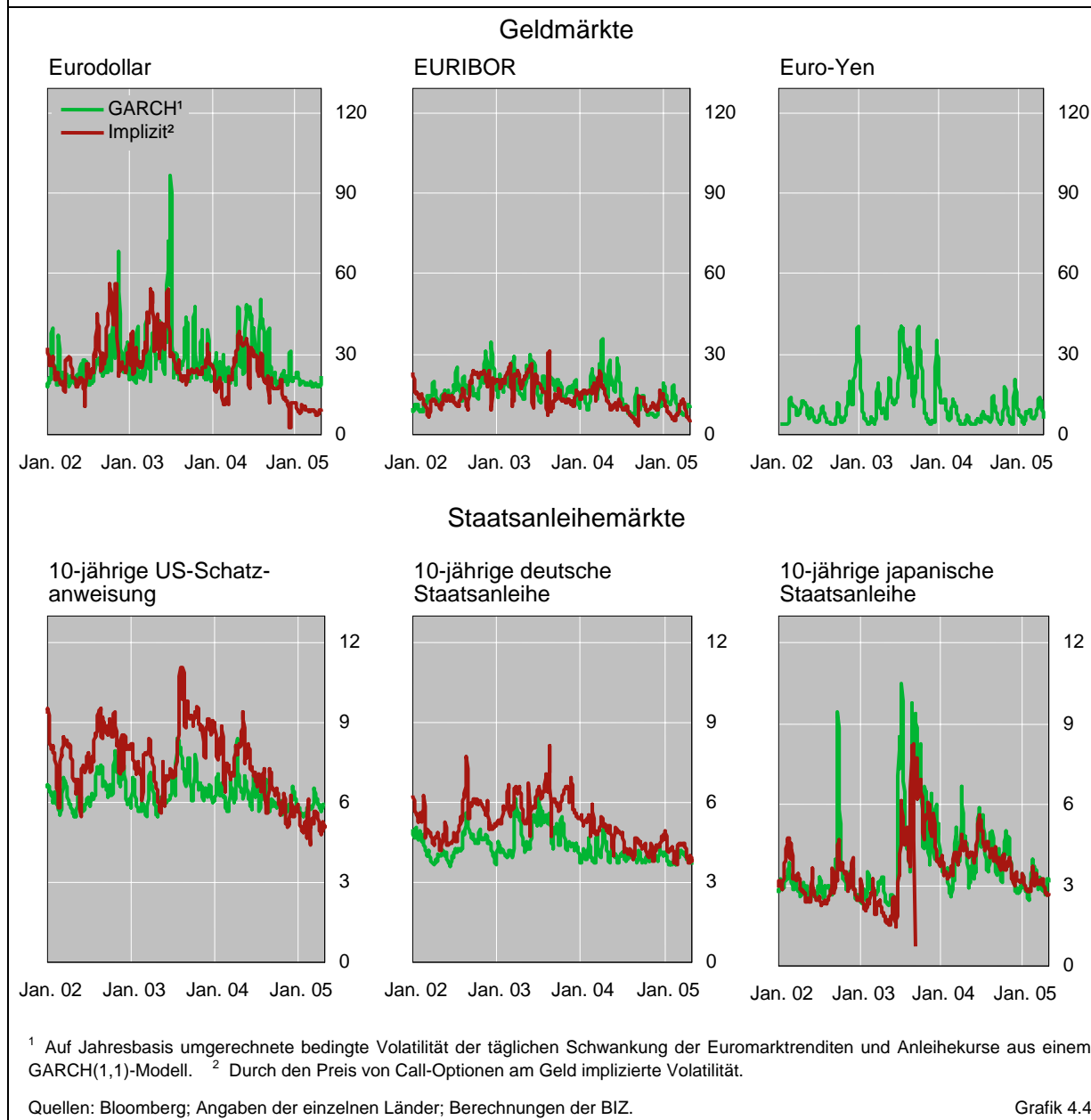


Quellen : FOW TRADEdata; Futures Industry Association; Berechnungen der BIZ.

Grafik 4.3

## Volatilität der wichtigsten festen Zinssätze

Gleitender 5-Tages-Durchschnitt



Nach zwei rückläufigen Quartalen kehrte in der Asien-Pazifik-Region das Wachstum zurück; der Umsatz stieg um 10% auf \$ 9,5 Bio. Das Geschäft mit kurzfristigen Zinskontrakten stieg um 9% und das mit langfristigen um 12%. Im Pazifik-Raum entwickelte sich der Umsatz im kurzfristigen Segment mit einem Plus von 13% stärker als in Asien, wo er nur um 2% zunahm. Unter den asiatischen Ländern verzeichnete Japan eine Erholung des Geschäfts um 19%, nach einem Rückgang von 27% im Vorquartal; in Singapur dagegen ging das Geschäft erneut, dieses Mal um 17%, zurück. In Japan nahmen im Berichtsquartal die Positionen im kurz- wie im langfristigen Bereich zu. Diese Entwicklung spiegelte wahrscheinlich eine grössere Unsicherheit hinsichtlich der Preisentwicklung und des Wirtschaftswachstums wider: Die Prognosen der Bank of Japan im Januar deuteten auf einen spürbaren Rückgang des erwar-

Mehr Umsatz in Asien

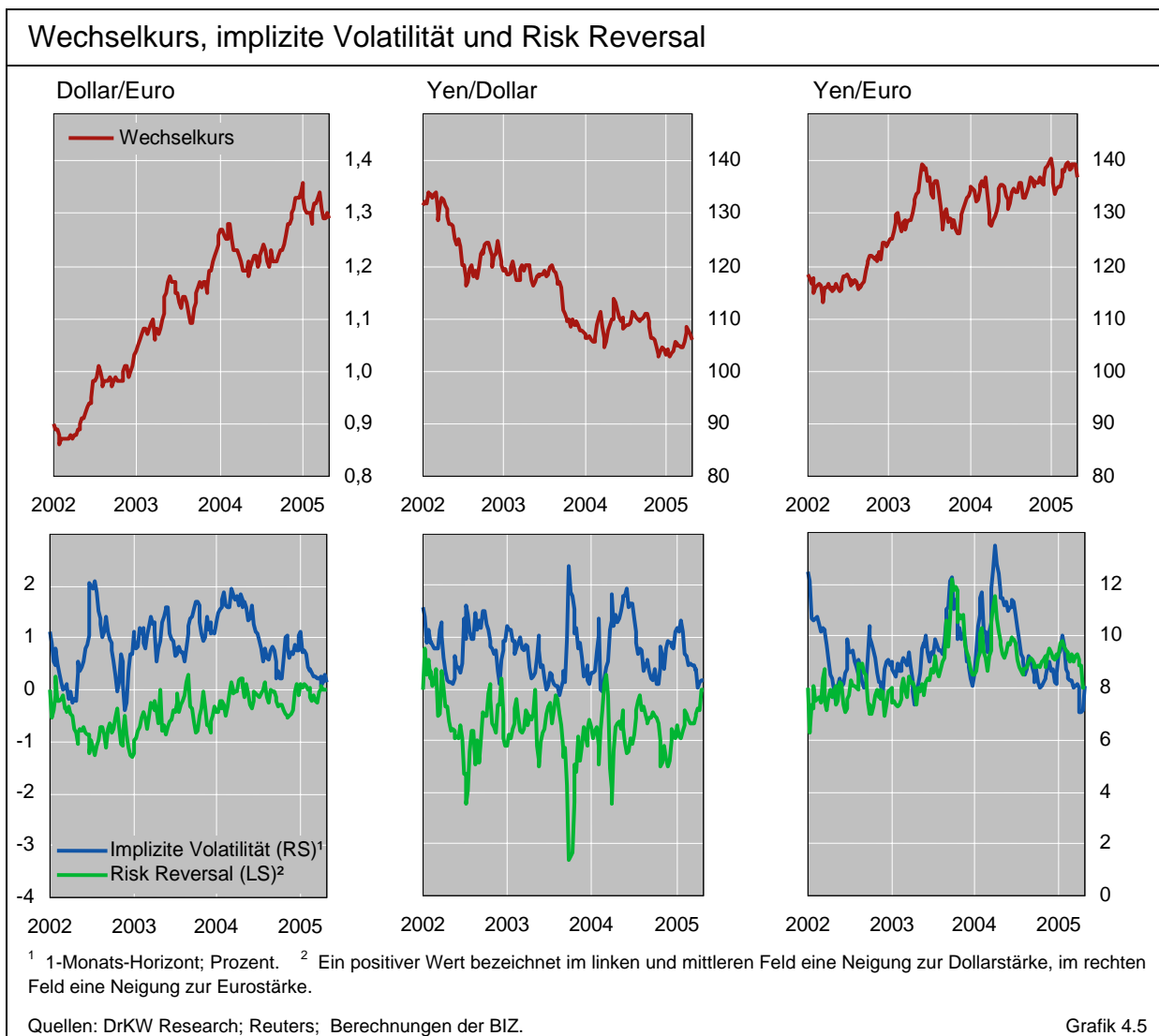
teten Preisdrucks hin; im Februar verbesserten sich dann allerdings die wirtschaftlichen Aussichten infolge überraschend grosser Auftragseingänge im Maschinenbau und steigender Aktienkurse.

### Anhaltendes Wachstum bei Währungskontrakten

Mehr Umsatz in Währungskontrakten ...

Der Umsatz mit börsengehandelten Währungsderivaten stieg gegenüber dem Vorquartal um 15% auf \$ 2,7 Bio. Bei den Futures betrug der Anstieg 14% (auf \$ 2,4 Bio.), bei den Währungsoptionen satte 25%. Der höhere Umsatz war hauptsächlich auf Geschäfte mit dem Währungspaar Euro/US-Dollar zurückzuführen, die um 19% zunahmen. Ferner verzeichnete das Währungspaar Yen/US-Dollar mit 7% eine erhebliche Umsatzsteigerung.

Die Umsatzsteigerung war regional unterschiedlich ausgeprägt, doch konzentriert sich das Geschäft weiterhin überwiegend auf die US-Märkte. In den USA stieg der Umsatz um 14% auf \$ 2,4 Bio., in Asien stagnierte er bei \$ 30 Mrd., und in Europa fiel er um 3% auf \$ 4 Mrd. Besonders stark expandierte das Geschäft erneut in Brasilien: Der Handel mit Futures und Optionen an der Börse von São Paulo (BMF) nahm um 32% auf \$ 234 Mrd. zu.



Die vermehrte Anlage- und Absicherungsaktivität an den Devisenmärkten lässt sich nicht mit Unsicherheit begründen, denn die implizite Volatilität für die wichtigsten Währungspaare ging im ersten Quartal 2005 deutlich zurück. Sie könnte vielmehr tatsächliche oder erwartete Wechselkursveränderungen und die Notwendigkeit zur Korrektur von Positionen widerspiegeln. Nach einer längeren Abwertung stieg der US-Dollar gegenüber dem Euro im ersten Quartal 2005 um 4,5%. Im gleichen Zeitraum wiesen die aus Währungsoptionen abgeleiteten Risk-Reversal-Indikatoren (Grafik 4.5) darauf hin, dass sich die Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der zukünftigen Wechselkurse verändert hatten: Statt wie bisher eine Abwertung des US-Dollars gegenüber dem Euro erwarteten sie jetzt einen stabilen Kurs oder eine leichte Aufwertung. Insbesondere ging die markante positive Veränderung des Risk-Reversal-Indikators im März mit einer Umsatzsteigerung bei den Währungsderivaten um 34% einher.

... bei veränderten Erwartungen hinsichtlich des Dollars

### Langsameres Wachstum bei den Aktienindexkontrakten

Der weltweite Umsatz in Aktienindexkontrakten, der im vierten Quartal 2004 um 17% gestiegen war, wuchs im ersten Quartal 2005 um weitere 7% auf \$ 26 Bio. Insgesamt war das Geschäft mit einem Anstieg von 9% auf \$ 11 Bio. in den USA lebhafter als in Europa, wo der Zuwachs mit 5% auf \$ 6 Bio. relativ schwach ausfiel. Insbesondere in Deutschland stagnierte das Geschäft; hier brach der Umsatz mit auf den DAX bezogenen Kontrakten deutlich ein. In der Asien-Pazifik-Region stieg der Umsatz um 5% auf \$ 9 Bio. An der koreanischen Börse nahm der Handel erneut zu, um 6%, in Japan um 10%. In Australien stieg der Umsatz um 13%.

Umsatzanstieg bei Aktienindexkontrakten ...

... in Europa erneut geringer ...

Der Handel mit Optionen legte um 8% auf 15 Bio. zu, der mit Futures um 5% auf \$ 12 Bio. Zum stärkeren Wachstum im Optionssegment trugen sowohl die US-Märkte (+ 7%) als auch die europäischen Märkte (+ 10%) bei.

Die Umsatzsteigerung bei den Aktienindexderivaten in den USA und in Europa steht in Kontrast zu der Stabilität der zugrundeliegenden Indizes, die im ersten Quartal nur um 0,1% bzw. 2,4% stiegen. Sie lässt sich anscheinend auch nicht durch eine grössere Unsicherheit erklären, da die implizite Volatilität mit etwa 12% auf Jahresbasis stabil blieb. Der höhere Umsatz könnte vielmehr darauf zurückzuführen sein, dass die Risikoaversion der Anleger leicht gestiegen war. Der geschätzte Wert des Koeffizienten der relativen Risikoaversion, abgeleitet von den Preisen für Aktienindexoptionen, tendierte im ersten Quartal 2005 nach oben, nachdem er im Verlauf des Jahres 2004 rückläufig gewesen war.

... bei zunehmender Risikoaversion

Der Handel mit Kontrakten auf einzelne Aktien (hierzu liegen nur Daten zur Zahl der Kontrakte vor) entwickelte sich im Vergleich zu den Umsätzen in Aktienindexkontrakten gut. Die Zahl der gehandelten Futures- und Optionskontrakte auf einzelne Valoren stieg um 11% (17% in Europa und 6% in den USA).

## Handel mit Rohstoffderivaten weiterhin lustlos

Insgesamt lustloser Handel mit Rohstoffkontrakten

Nach einem Rückgang im dritten Quartal 2004 und einer mässigen Erholung im vierten stagnierte das Geschäft mit Rohstoffkontrakten (bei denen nur die Zahl der Kontrakte erfasst wird) im ersten Quartal 2005. Der Umsatz war je nach Region sehr unterschiedlich. In den USA war ein Anstieg um 12% zu verzeichnen, in Europa jedoch ein Rückgang um 2% und in Asien ein Rückgang um 18%. Ausschlaggebend für das rückläufige Geschäft in Asien war ausschliesslich der Handel mit Kontrakten auf Energie und Nichtedelmetalle in Japan und China. Insgesamt war der Umsatz mit Rohstoffkontrakten aller Art rückläufig; eine Ausnahme bildeten nur die Kontrakte auf Agrarerzeugnisse mit einem Anstieg um 26%.<sup>2</sup>

Lebhaftes Geschäft mit Optionen auf Nichtedelmetalle

Bei den Futures – 89% aller Rohstoffkontrakte – war ein Umsatzrückgang von 1% zu verzeichnen, bei den Optionen dagegen ein Anstieg um 9%. Der Umsatz mit Rohstoffoptionen entwickelte sich je nach Rohstoffart sehr unterschiedlich. Bei den Energieoptionen sank er um 5%, bei den Edelmetalloptionen sogar um 31%. Im Gegensatz hierzu legten die Optionen auf Nichtedelmetalle um 21% zu, und die Optionen auf Agrarerzeugnisse um 32%. Die anhaltende Erwartung eines weiterhin soliden BIP-Wachstums – zumindest in den USA – dürfte wohl zum Teil den Umsatzrückgang bei den Optionen auf Edelmetalle (die typischerweise in konjunkturellen Schwächephasen als Anlage beliebt sind) erklären und ebenso den Anstieg bei den Optionen auf Nichtedelmetalle (die im Preis tendenziell Aufschwungphasen vorwegnehmen).

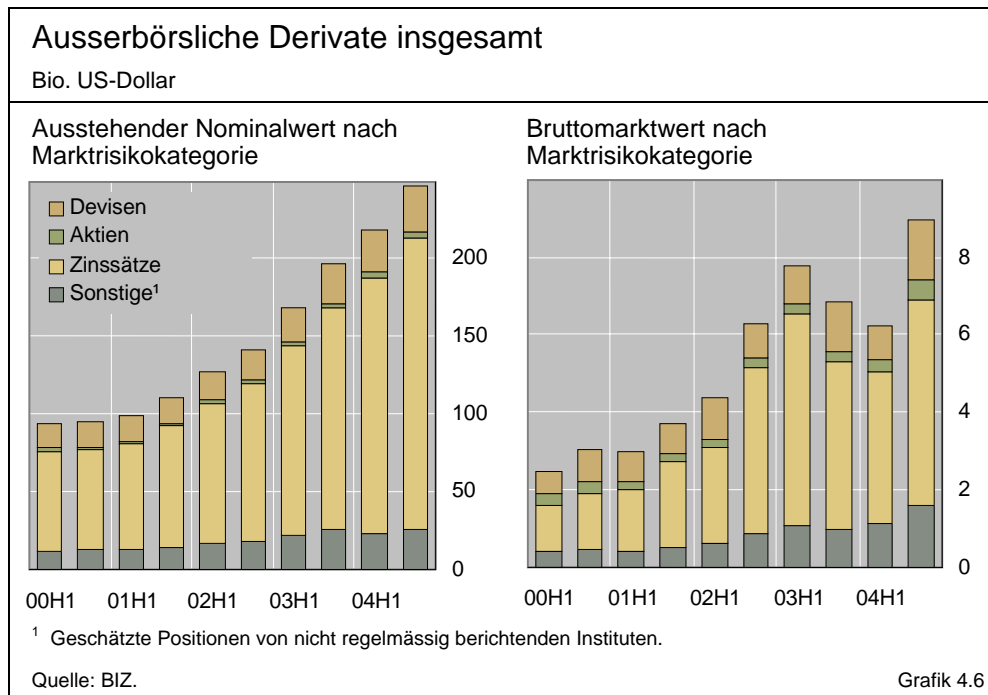
## Kräftige Zunahme bei ausserbörslichen Kontrakten

Wachstum der ausserbörslichen Märkte im zweiten Halbjahr 2004

Mit dieser Ausgabe des *Quartalsberichts* beginnt die BIZ mit der Veröffentlichung von statistischen Daten zum Markt für Credit Default Swaps (CDS).<sup>3</sup> Die neuesten verfügbaren Daten zu ausserbörslichen Derivaten umfassen die zweite Jahreshälfte 2004 und zeigen, dass sich zum Jahresende der Nominalwert der offenen CDS-Positionen auf insgesamt \$ 6,4 Bio. belief, wovon \$ 2,7 Bio. auf Kontrakte zwischen berichtenden Händlern entfielen. Insgesamt gab es auf dem weltweiten Markt für ausserbörsliche Derivate im zweiten Halbjahr 2004 ein solides Wachstum. Der Gesamtwert der offenen Positionen war per Ende Dezember um 12,8% auf \$ 248 Bio. gestiegen (Grafik 4.6 und Tabelle 4.1). Das Wachstum im zweiten Halbjahr war etwas höher als das im ersten (11,6%). Nach einem Rückgang um 20% in den beiden vorangegangenen Erhebungen war per Ende Dezember der Bruttomarktwert um 43% auf

<sup>2</sup> Auf diese Derivate entfallen 35% aller Rohstoffkontrakte.

<sup>3</sup> Die Erhebung der CDS-Daten begann im Dezember 2004; Daten zum ausstehenden Nominalwert für die Zeit davor stehen daher nicht zur Verfügung. Es gibt auch keinen Verweis auf solche Daten im statistischen Anhang. Ein Einzeladressen-CDS ist ein Versicherungsvertrag, der das Risiko abdeckt, dass ein bestimmter Kredit ausfällt. Beim Eintreten eines definierten Kreditereignisses erhält der Sicherungsnehmer zur Abdeckung des Verlusts eine Zahlung vom Sicherungsgeber. Im Gegenzug zahlt der Sicherungsnehmer dem Sicherungsgeber während der Laufzeit des Kontrakts eine Prämie.



\$ 9,1 Bio. gestiegen. Selbst nach Berücksichtigung rechtlich durchsetzbarer bilateraler Netting-Vereinbarungen betrug der Anstieg noch 40% auf \$ 2,1 Bio. Dieser Betrag entspricht allerdings nur gerade 0,8% des gesamten Nominalwerts.

### Wachstum des Nominalwerts, insbesondere im Zinssegment

Der Anstieg des offenen Nominalwerts ergab sich hauptsächlich aus dem lebhafteren Geschäft mit Zinsinstrumenten, das um 13,8% auf \$ 187 Bio. zunahm. Aufgrund des grossen Zuwachses, der in den beiden letzten halbjährlichen Erhebungen ermittelt wurde, entfielen Ende Dezember 2004 fast 80% des gesamten ausserbörslichen Zinssegments auf Zinsswaps. Der Swapumsatz war besonders lebhaft und stieg um 15,5% auf \$ 147 Bio. Der Nominalwert der Zinsoptionen erhöhte sich um 13,6% auf \$ 27 Bio.; dagegen fiel der Nominalwert von Forward Rate Agreements (FRA) – die im ersten Halbjahr ein markantes Wachstum verzeichnet hatten – um 3% auf \$ 13 Bio.

Lebhaftes Geschäft mit Swaps ...

Für das Wachstum bei den Zinsswaps waren hauptsächlich Kontrakte in Euro und Pfund Sterling verantwortlich, die beide um 20% auf \$ 59 Bio. bzw. \$ 12 Bio. zulegten. Der Umsatz im US-Dollar-Segment, zuvor der Wachstumsmotor des Swapmarktes, stieg dagegen nur um 7,9% auf \$ 45 Bio., nach 25% im ersten Halbjahr (Grafik 4.7).

... besonders in Euro und Pfund Sterling

Das Wachstum des Nominalwerts der offenen Zinskontrakte entfiel hauptsächlich auf Geschäfte unter berichtenden Händlern (+ 13%) und, wie im ersten Halbjahr 2004, auf Geschäfte zwischen berichtenden Händlern und anderen Finanzinstituten (+ 23%). Nichtbankkunden – meist Unternehmen – gingen 14% weniger Positionen ein. Nach Laufzeiten betrachtet, war das Wachstum des Nominalwerts bei den langfristigen Kontrakten stärker (18% bei



## Märkte für ausserbörsliche Derivate weltweit <sup>1</sup>

Ausstehende Beträge, Mrd. US-Dollar

	Nominalwert				Bruttomarktwert			
	Ende Juni 2003	Ende Dez. 2003	Ende Juni 2004	Ende Dez. 2004	Ende Juni 2003	Ende Dez. 2003	Ende Juni 2004	Ende Dez. 2004
<b>Gesamtsumme</b>	169 658	197 167	220 058	248 288	7 896	6 987	6 395	9 133
<b>A. Devisenkontrakte</b>	22 071	24 475	26 997	29 575	996	1 301	867	1 562
Devisenterminkontrakte und Devisenswaps	12 332	12 387	13 926	15 242	476	607	308	643
Währungsswaps	5 159	6 371	7 033	8 217	419	557	442	761
Optionen	4 580	5 717	6 038	6 115	101	136	116	158
<b>B. Zinskontrakte <sup>2</sup></b>	121 799	141 991	164 626	187 340	5 459	4 328	3 951	5 306
Forward Rate Agreements	10 270	10 769	13 144	12 805	20	19	29	20
Swaps	94 583	111 209	127 570	147 366	5 004	3 918	3 562	4 793
Optionen	16 946	20 012	23 912	27 169	434	391	360	492
<b>C. Aktienbezogene Kontrakte</b>	2 799	3 787	4 521	4 385	260	274	294	501
Termingeschäfte und Swaps	488	601	691	759	67	57	63	81
Optionen	2 311	3 186	3 829	3 626	193	217	231	420
<b>D. Rohstoffkontrakte <sup>3</sup></b>	1 040	1 406	1 270	1 439	100	128	166	170
Gold	304	344	318	369	12	39	45	32
Sonstige	736	1 062	952	1 070	88	88	121	138
Termingeschäfte und Swaps	458	420	503	554	...	...	...	...
Optionen	279	642	449	516	...	...	...	...
<b>E. Sonstige Derivate <sup>3</sup></b>	21 949	25 508	22 644	25 549	1 081	957	1 116	1 594
<b>Bruttokreditengagement <sup>4</sup></b>	.	.	.	.	1 750	1 969	1 478	2 076
<i>Nachrichtlich:</i>								
<i>Börsengehandelte Kontrakte</i>	38 203	36 740	52 802	46 592	.	.	.	.

<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> Bruttomarktwert nach Berücksichtigung rechtlich durchsetzbarer bilateraler Netting-Vereinbarungen.

Quellen: FOW TRADEdata; Futures Industry Association; verschiedene Futures- und Optionsbörsen.

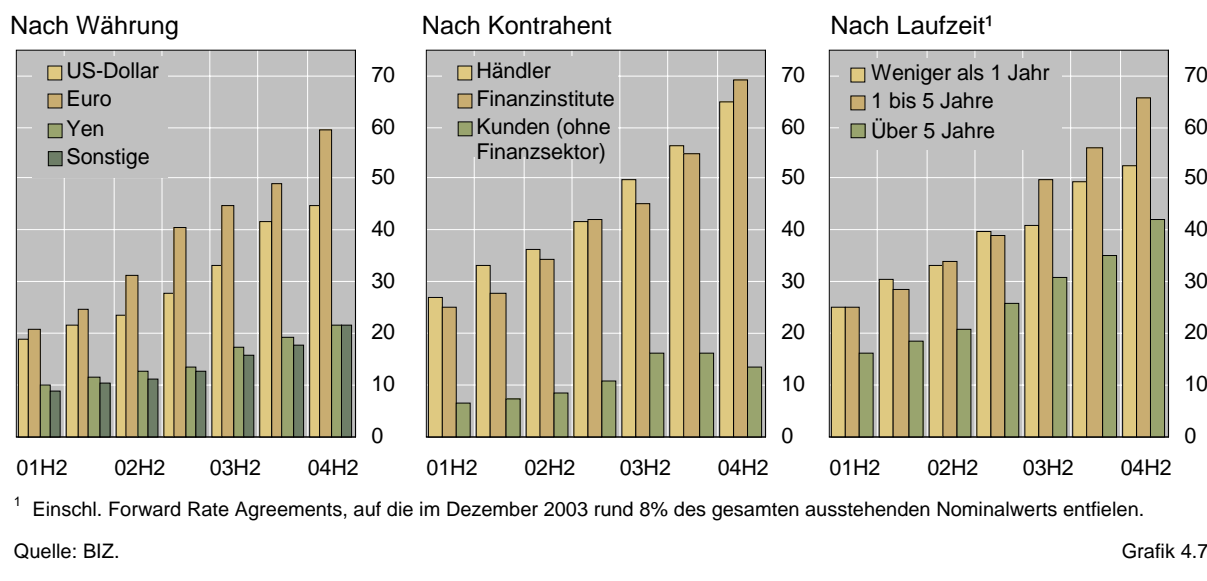
Tabelle 4.1

Kontrakten über 5 Jahre und 16% für Kontrakte von 1–5 Jahren) als bei den kurzfristigen (9%). Dies stand im Gegensatz zur vorangegangenen Periode, wo das Wachstum des Nominalwerts bei den kurzfristigen Kontrakten mit 23% am stärksten gewesen war.

Der Handel mit ausserbörslichen Währungsderivaten stieg um 9,5% auf \$ 30 Bio. Für 2004 als Ganzes betrug das Wachstum dieser Instrumente 21% und hatte sich damit gegenüber 2003 erheblich verlangsamt, trotz anhaltender Schwankungen des US-Dollars gegenüber den wichtigsten Währungen (15% Abwertung gegenüber dem Euro im Jahr 2003 und weitere 8% im Jahr 2004).

## Zinsswaps

Ausstehender Nominalwert, Bio. US-Dollar



Der ausstehende Nominalwert erhöhte sich insbesondere bei Währungsswaps (um 16,8%), während er bei Devisentermingeschäften und Devisenswaps dem Durchschnitt des Segments entsprach (9,5%). Das Geschäft mit Währungsoptionen war eher verhalten und legte nach dem rasanten Wachstum des Jahres 2003 nur noch 1,3% zu.

Das lebhaftes Geschäft mit Währungsswaps könnte durch das stärkere Auseinanderklaffen der Zinserwartungen in den USA und im Euro-Raum gestützt worden sein. Diese Entwicklung hat die Marktteilnehmer möglicherweise dazu veranlasst, sich gegen das erwartete grössere Zinsgefälle zusätzlich abzusichern. Die Umsätze zwischen Händlern und anderen Finanzinstituten stiegen mit 15% am stärksten. Der Umsatz unter berichtenden Händlern stieg um 8%, deutlich weniger als die 25% im ersten Halbjahr. Die offenen Positionen mit Nichtfinanzkunden verzeichneten nach einem Rückgang von 4% im vorangegangenen Zeitraum wieder ein – allerdings schwaches – Wachstum von 3%.

Grössere erwartete Zinsdifferenzen beflügeln Währungsswaps

## Credit Default Swaps

Ende 2004 standen CDS im Nominalwert von insgesamt \$ 6,4 Bio. aus, fast 50% mehr als das Volumen des Marktes für Aktienindexinstrumente, aber immer noch deutlich weniger als das der Zins- und Währungsinstrumente (\$ 187 Bio. bzw. \$ 30 Bio.). Trotz seiner relativ geringen Grösse war die bisherige Entwicklung des CDS-Marktes ganz aussergewöhnlich, verglichen mit dem, was bei anderen Risikokategorien zu beobachten war. Nach den Daten des *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity* stieg der Umsatz mit Kreditderivaten im 3-Jahres-Zeitraum bis Juni 2004 um 568%, verglichen mit 121% für sämtliche ausserbörslichen Kontrakte zusammen.

Aussergewöhnlich hoher Zuwachs bei CDS

Von den \$ 6,4 Bio. des ausstehenden Nominalwerts entfielen \$ 2,7 Bio. auf Kontrakte zwischen berichtenden Händlern. Sowohl bei den Sicherungskäufen als auch bei den Sicherungsverkäufen entfielen über 80% der offenen Kontrakte zwischen berichtenden Händlern und Nichthändlern auf nicht berichtende Finanzinstitute. Was die Laufzeit der offenen Kontrakte betraf, so hatten über 70% der Einzeladressenkontrakte eine Laufzeit von 1–5 Jahren, was nicht weit vom entsprechenden Wert für Kontrakte auf Basis mehrerer Adressen (60%) lag.

Netto erwarben Händler Absicherungen im Umfang von \$ 178 Mrd. von Nichthändlern, davon \$ 149 Mrd. von nicht berichtenden Finanzinstituten. Fast zwei Drittel der letztgenannten Kontrakte lauteten auf mehrere Adressen. Der Nettomarktwert aller offenen Kontrakte betrug \$ 4 Mrd.; Kontrakten mit einem positiven Bruttomarktwert von insgesamt \$ 89 Mrd. standen Kontrakte mit einem negativen Bruttomarktwert von insgesamt \$ 93 Mrd. gegenüber.

Vermutlich Impulse für den CDS-Markt durch Fixing für Kreditderivate

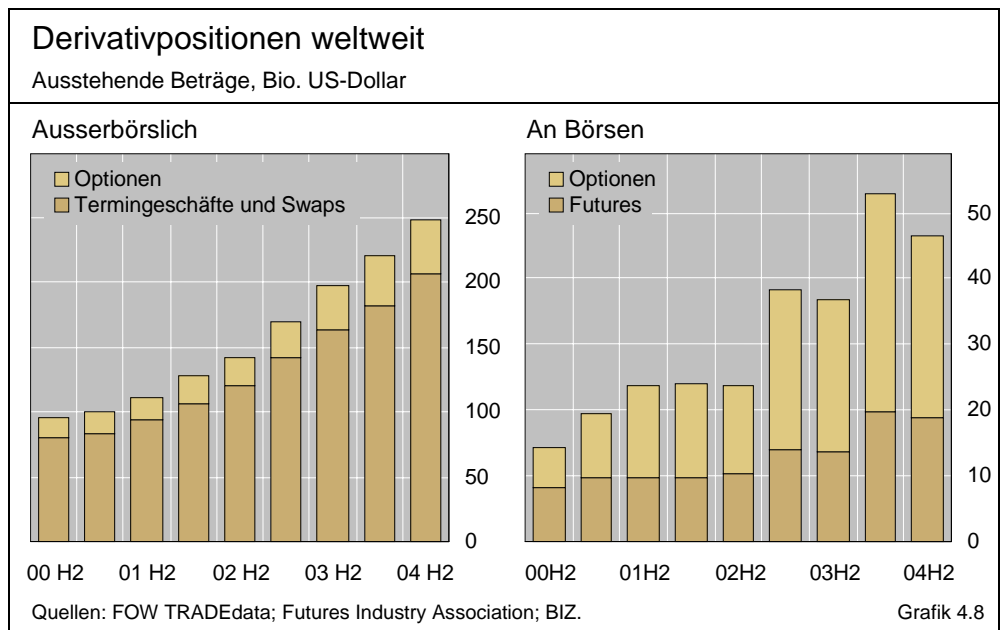
Das zukünftige Wachstum des Marktes für Kreditderivate könnte durch die vor Kurzem erfolgte Einführung eines Kreditderivate-Fixings für die iTraxx-Familie von CDS-Indizes zusätzlich gefördert werden. Durch das Fixing entsteht ein breit abgestütztes Referenz- und Abwicklungsinstrument für den Markt für Kreditderivate. Es wird den Anlegern das beruhigende Gefühl geben, dass die von einzelnen Händlern genannten Preise in der Nähe des Marktkonsenses liegen (ähnlich unterstützen die LIBOR-Sätze die Preisfindung für Zinsswaps). Dies verbessert die Markttransparenz bei den CDS und den bar abgewickelten Kreditoptionen, und damit wird sich auch ihr Volumen erhöhen.

### Beträchtlicher Anstieg des Bruttomarktwerts

Der Bruttomarktwert, der während zweier aufeinander folgender Berichtsperioden rückläufig gewesen war, stieg im zweiten Halbjahr 2004 um beträchtliche 43% auf \$ 9 Bio. (Grafik 4.6). Bei den Zinskontrakten, die das grösste ausserbörsliche Segment bilden, betrug der Zuwachs 34% auf \$ 5,3 Bio. Bei den US-Dollar-Kontrakten war der Zuwachs mit nur 3% (auf \$ 1,5 Bio.) recht klein; hingegen betrug er bei den Euro-Kontrakten 65% (auf \$ 2,9 Bio.) und den Pfund-Sterling-Kontrakten 26% (auf \$ 237 Mrd.). Besonders rasant stieg der Bruttomarktwert bei den Währungsinstrumenten mit 80% auf \$ 1,6 Bio. und bei den Aktienprodukten mit 70% auf \$ 0,5 Bio. Verglichen mit den Zinsinstrumenten sind jedoch beide Segmente nur kleinere Komponenten des Derivatemarktes als Ganzem. Für alle Risikokategorien zusammen stieg das Verhältnis von Bruttomarktwert zu Nominalwert der offenen Kontrakte von 2,9% Ende Juni 2004 auf 3,7% zum Jahresende. Selbst nach Berücksichtigung rechtlich durchsetzbarer bilateraler Netting-Vereinbarungen verzeichnet der Bruttomarktwert noch einen Anstieg. Allerdings stieg der so berechnete Bruttomarktwert im Verhältnis zum gesamten Nominalwert nur geringfügig, nämlich von 0,7% auf 0,8%.

## Derivatbörsen halten mit Wachstum des ausserbörslichen Marktes nicht Schritt

Der Umsatzanstieg an den ausserbörslichen Märkten um 12,8% im zweiten Halbjahr 2004 fiel mit einem Umsatzrückgang von 11,8% an den Börsen zusammen.<sup>4</sup> Das Auseinanderdriften der ausstehenden Nominalwerte der beiden Märkte ist seit Mitte 2003 besonders ausgeprägt (Grafik 4.8). Im Zeitraum Ende Juni 2003 bis Ende Dezember 2004 stieg der Wert der offenen Positionen am ausserbörslichen Markt um 46%, an den Börsen dagegen nur um 22%. Im Gegensatz hierzu waren beide Segmente im vorangegangenen 18-Monats-Zeitraum um etwa 55% gewachsen.



<sup>4</sup> Beim Vergleich zwischen den börsengehandelten und den ausserbörslichen Segmenten muss berücksichtigt werden, dass am ausserbörslichen Markt der Nominalwert der offenen Kontrakte tendenziell schneller wächst, da Absicherung und Handel in diesem Segment im Allgemeinen mit dem Abschluss neuer Kontrakte verbunden sind, was automatisch zu einer Kumulierung der ausstehenden Nominalwerte führt.