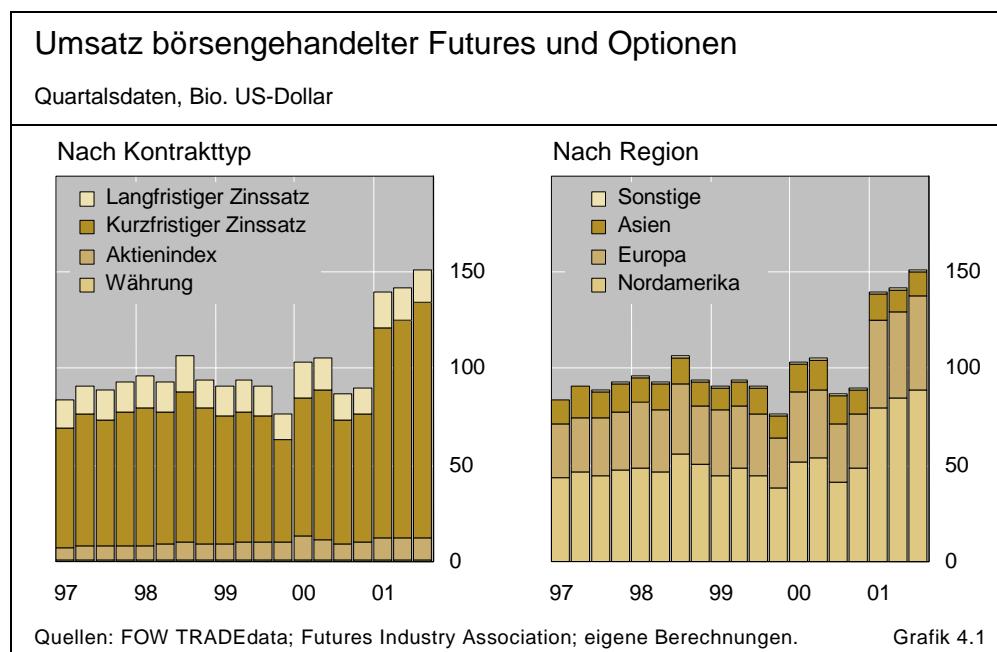


4. Märkte für derivative Instrumente

Der Gesamtumsatz börsengehandelter Derivate erreichte im dritten Quartal 2001 einen neuen Höchststand; der Nominalwert der von der BIZ erfassten Kontrakte erhöhte sich um 6 % auf \$ 150 Bio. Im Juli und August war das Gesamtgeschäft zwar eher gedämpft, doch lösten die Terrorangriffe vom 11. September auf Wahrzeichen der USA einen Aufschwung des Handels aus. Darüber hinaus setzte sich eine Reihe schon in den Vorperioden beobachteter Trends fort. So gab es weiterhin einen kräftigen Handel mit US-Geldmarktkontrakten, nachdem dieser schon in den beiden Vorquartalen vor dem Hintergrund einer geldpolitischen Lockerung und eines Wandels in der Risikomanagement-Praxis aussergewöhnlich lebhaft gewesen war. Das Geschäft mit anderen Kontrakttypen, z.B. Kontrakten auf Staatsanleihen und auf Aktienindizes, blieb dagegen im allgemeinen verhalten.

Die neuesten halbjährlichen Daten der BIZ zu den aggregierten Positionen am weltweiten Markt für ausserbörsliche Derivate zeigen eine leichte Erholung im ersten Halbjahr 2001; der Umlauf der Kontrakte erhöhte sich um 4 % auf



\$ 98,8 Bio. Das Wachstum des ausserbörslichen Marktes hat sich zwar im vergangenen Jahr verlangsamt, aber einige Segmente, z.B. die US-Dollar-Zinsswaps, bleiben robust.

Verschiebung des Geldmarktgeschäfts zu Optionen infolge beschleunigter Hypothekenrefinanzierungen

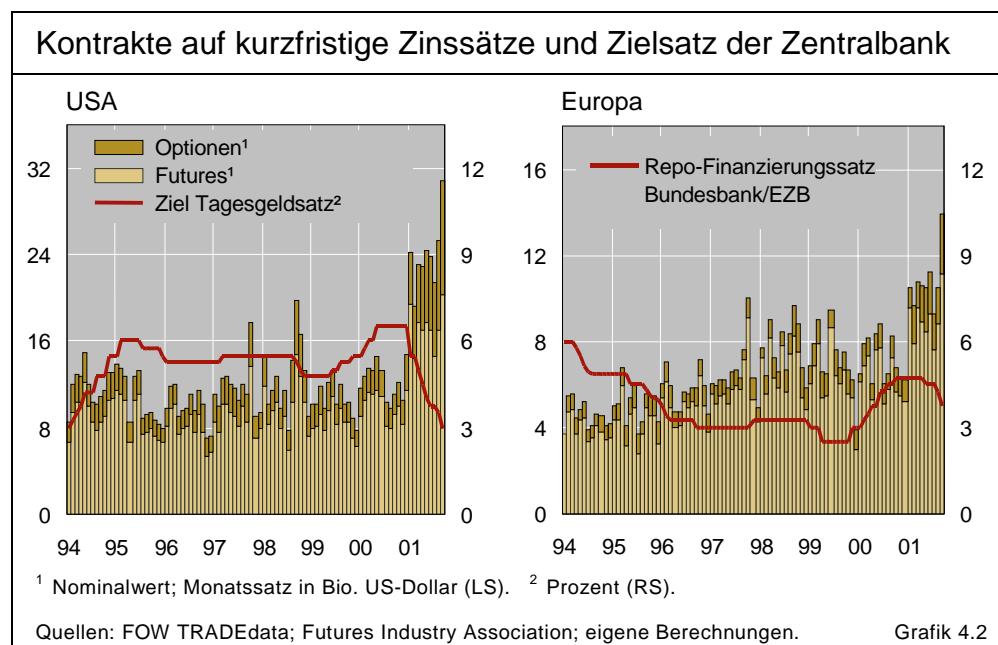
Das Geschäft mit börsengehandelten Zinskontrakten beschleunigte sich im dritten Quartal 2001. Der Gesamtumsatz stieg um 7 % auf \$ 137,9 Bio., nach einem Anstieg um lediglich 1 % im Vorquartal. Einmal mehr waren Geldmarkt-Futures und -Optionen die treibende Kraft des Geschäfts; die Transaktionen nahmen um 9 % auf \$ 122,1 Bio. zu.

Der Umsatz von Geldmarkt-Futures erhöhte sich um 2 % auf \$ 88,5 Bio. Das Transaktionsvolumen dieser Instrumente, das seit Jahresbeginn ungewöhnlich gross ist, lässt sich mit einer Reihe konjunktureller und struktureller Faktoren erklären. Eines der wichtigsten konjunkturellen Elemente war die Lockerung der US-Geldpolitik. Das Schwinden der Hoffnung auf eine Erholung in den USA weckte immer stärkere Erwartungen von Leitzinssenkungen, was das Geschäft mit kurzfristigen US-Instrumenten begünstigte. Gleichzeitig entstanden auch in anderen Regionen angesichts zunehmender Anzeichen von wirtschaftlicher Schwäche ähnliche Erwartungen und förderten das Geschäft mit Geldmarktkontrakten. Die Entwicklung bei den Instrumenten auf kurzfristige Zinssätze des Euro-Raums und in Pfund Sterling verlief denn auch ähnlich, wenn auch weniger ausgeprägt, wie bei den kurzfristigen US-Sätzen.

Der Handel mit kurzfristigen Instrumenten erhielt darüber hinaus Auftrieb durch die Terrorangriffe vom 11. September, die eine tiefe Verunsicherung an den Märkten auslösten. Die grosszügige Liquiditätsabgabe der Zentralbanken

Umsatz kurzfristiger Futures gefördert durch Leitzins-senkungen ...

... und Turbulenzen nach Attentaten vom 11. September



verstärkte die Erwartungen, die Leitzinssätze würden gesenkt, noch zusätzlich und kurbelte das Geldmarktgeschäft an. Da die wichtigsten US-Futuresbörsen ihren Sitz in Chicago haben, wurde der Geschäftsbetrieb der Futuresmärkte weniger stark beeinträchtigt als der der Kassamärkte; möglicherweise verlagerten sich sogar einige Transaktionen für Absicherungen und das Eingehen von Positionen auf Geldmarktsätze von den Kassa- zu den Futuresmärkten.¹

Eine weitere bemerkenswerte Entwicklung im dritten Quartal war die rasante Zunahme des Handels mit Optionen auf Geldmarkt-Futures (um 33 % auf \$ 33,6 Bio.). Der Handel mit solchen Optionen, der seit Anfang 2001 an den US-Märkten besonders lebhaft war, erhielt offenbar durch die gleichen Faktoren Auftrieb wie die Geldmarktfutures. Darüber hinaus hing er offenbar eng mit Entwicklungen am US-Hypothekenmarkt zusammen. Unter Hypothekarbanken und den Inhabern von mit Hypothekarkrediten unterlegten Wertpapieren kam die Besorgnis auf, dass vorzeitige Tilgungen von Hypotheken sich bei einem weiteren Rückgang der langfristigen Zinssätze beschleunigen könnten, und dies führte seit Jahresbeginn zu einer allmählichen Zunahme der Nachfrage nach „Receiver Swaptions“ (Optionen auf den Erhalt von Festzinszahlungen gegen variable Zinszahlungen in Zinsswaps).² Die Händler, die solche Swaptions anboten, sicherten dann ihre Short-Optionspositionen ausserbörslich oder an einer Optionsbörse ab. Das Geschäft bei den kurzfristigen Zinsoptionen scheint weitgehend in Einklang mit Entwicklungen am US-Hypothekenmarkt zu stehen, wo gegen Ende des dritten Quartals die Refinanzierungsanträge einen Rekordumfang erreichten.

Die hohen Umsätze in US-Geldmarktinstrumenten waren möglicherweise noch anderen vorübergehenden Einflussfaktoren zuzuschreiben. Einigen Marktteilnehmern fiel auf, dass Akteure mit Fremdfinanzierung, insbesondere solche, die dynamische Handelsstrategien verfolgten, in den letzten Monaten im kurzfristigen Segment sehr aktiv waren und Eurodollarkontrakte bei Markterholungen kauften.³ Solche Akteure finden in der Regel Futures attraktiver als Kassamarkt-Wertpapiere, denn mit Futures können sie: a) ihre bilanzwirksamen Risiken minimieren, b) die Finanzierungsrisiken verringern, die mit

Lebhafter Handel mit US-Geldmarktoptionen dank Hypothekenrefinanzierungen

Akteure mit Fremdfinanzierung aktiver bei kurzfristigen Instrumenten ...

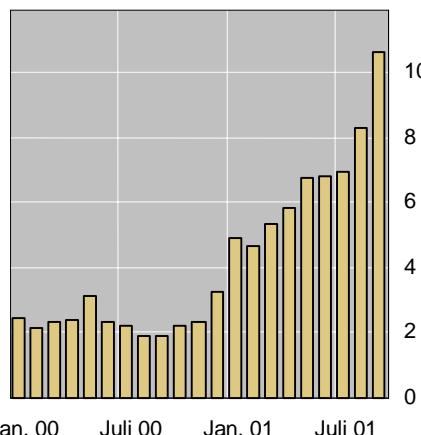
¹ Das CBOT und die CME setzten den Handel mit Festzinsinstrumenten am 11. September aus und waren am 12. September geschlossen. Der Handel wurde am 13. September wieder aufgenommen, aber mit kürzeren Geschäftszeiten.

² Anleger, die hypothekenunterlegte Wertpapiere erwerben, sind einem erheblichen Risiko der vorzeitigen Tilgung (oder Konvexitätsrisiko) ausgesetzt, da die Hypothekarschuldner gewisse Tilgungsrechte haben, z.B. das Recht, die Hypothek zu günstigeren Konditionen neu abzuschliessen, wenn die langfristigen Zinssätze sinken. Solche vorzeitigen Tilgungen veranlassen wiederum die Emittenten, die Wertpapiere zu kündigen, da der zugrundeliegende Hypothekenpool schrumpft. Um sich vor einer Verkürzung der Duration ihres Portfolios und vor einem Verlust an Zinserträgen zu schützen, können die Inhaber hypothekenunterlegter Wertpapiere Receiver- (oder Call-)Swaptions erwerben, so dass sie zu im voraus festgelegten Konditionen feste Zinszahlungen erhalten, wenn ihre Wertpapiere gekündigt werden.

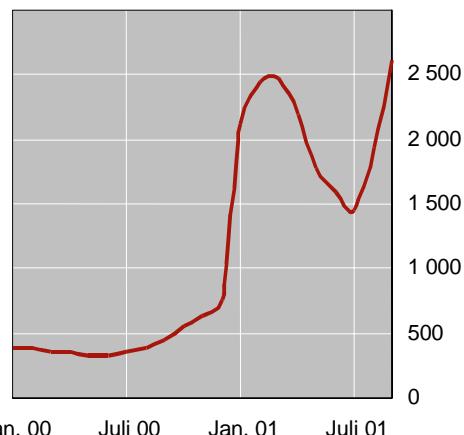
³ Dieses Thema wird in Gerald Lucas und Joseph Schatz, „Futures vs cash volumes“, *Merrill Lynch Fixed Income Strategy*, 24. August 2001, ausführlich erörtert.

Umsatz Optionen auf kurzfristige US-Zinssätze und US-Hypothekenfinanzierungsindex

Optionenumsatz¹



Refinanzierungsindex²



¹ Bio. US-Dollar. ² Gleitender 4-Monats-Durchschnitt; 16. März 1990 = 100.

Quellen: Financial Oxygen; FOW TRADEdata; Futures Industry Association; Mortgage Bankers Association; eigene Berechnungen.

Grafik 4.3

möglichen Kürzungen von Kreditlinien für Pensionsgeschäfte verbunden sind, und c) die besonderen Risiken im Zusammenhang mit „speziellen“ Zinssätzen für Pensionsgeschäfte vermeiden.⁴

Im lebhaften Geschäft am kurzfristigen Markt dürften auch tieferliegende Faktoren mitwirken, z.B. dass die Marktteilnehmer für Absicherungen und Handel von der Zinsertragskurve der US-Schatztitel zu den auf dem LIBOR beruhenden Geldmarkt- und Swapkurven wechselten (s. „Das Entstehen neuer Referenz-Zinsertragskurven“ auf S. 54). In früheren *BIZ-Quartalsberichten* wurde die Rolle des weltweiten Absatzes festverzinslicher Wertpapiere bei der Expansion des Zinsswapmarktes und dadurch auch des Marktes für Eurodollarfutures hervorgehoben. Der nach wie vor lebhafe Eurodollarfuture-Umsatz im Vergleich zum rückläufigen Gesamtabsatz festverzinslicher Wertpapiere im dritten Quartal (s. „Der internationale Markt für Schuldtitel“ auf S. 25) scheint auf längerfristige Veränderungen im Risikomanagement-Verhalten von Marktteilnehmern, vielleicht aber auch auf das Auftreten neuer Marktteilnehmer hinzudeuten.⁵ In diesem Zusammenhang vermerkten Marktkreise, dass Hypothekarbanken und Anleger in letzter Zeit vermehrt aktiv

... aber auch
Mitwirkung tiefer-
liegender Faktoren
am lebhaften
kurzfristigen Markt

⁴ Der Ausdruck „speziell“ bezeichnet am Repomarkt Kreditzinssätze, die unter den Marktsätzen für Tages- oder Termingeld liegen; sie gelten für Kredite, die mit Wertpapieren besichert sind, an denen ein knappes Angebot besteht. Finanzmarktteilnehmer, die bereit sind, solche Wertpapiere anzubieten, können erhebliche Reduktionen ihrer Finanzierungskosten erzielen.

⁵ Der Absatz festverzinslicher Wertpapiere ist im allgemeinen mit einer Nachfrage nach kurzfristigen Zinsswaps für Absicherungszwecke verbunden. Eine schwächere Nachfrage nach solchen Swaps würde zu einem entsprechenden Umsatzrückgang bei den Geldmarkt-Futures führen, da diese Instrumente häufig für die Absicherung kurzfristiger Swaps verwendet werden.

Zinsswaps zur Steuerung der Duration ihrer Portfolios hypothekenunterlegter Wertpapiere einsetzen.⁶

Gesamtumsatz in Anleihektrontrakten erneut rückläufig

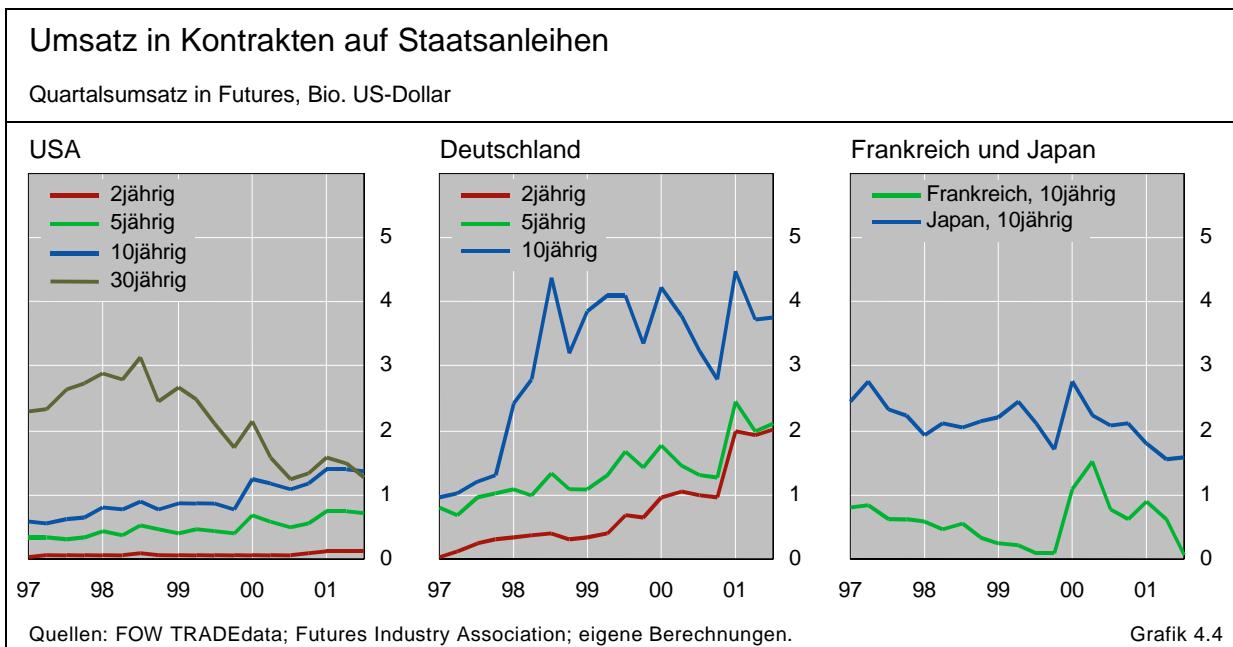
Im Gegensatz zum anhaltend lebhaften Geldmarktgeschäft ging das Gesamtgeschäft mit längerfristigen Instrumenten im zweiten Quartal in Folge zurück, wenn auch nur geringfügig. Der Umsatz von Anleihektrontrakten sank um 2 % auf \$ 15,9 Bio. Die langfristigen Zinssätze bewegten sich im dritten Quartal in einer engen Spanne, was diese verhaltene Entwicklung erklären dürfte. Selbst in den Wochen unmittelbar nach den Terrorangriffen des 11. September sanken die Renditen auf Staatsanleihen nämlich sehr viel weniger als diejenigen auf Geldmarktverbindlichkeiten. Darin kamen vermutlich die Erwartung einer Erholung im späteren Jahresverlauf und die Besorgnis zum Ausdruck, die Lockerung der US-Finanzpolitik werde zu höheren Haushaltsdefiziten und das wiederum zu einer erneuten Nettokreditaufnahme des Staates führen.

Weiterhin
rückläufiger Umsatz
der Kontrakte auf
US-Staatsanleihen ...

Während im zweiten Quartal die Eurex den stärksten Umsatzrückgang verzeichnete (-14 %), war es im dritten Quartal das CBOT (-8 %). Besonders schwach war der US-Umsatz im Juli; im August erholte er sich etwas, als die Volatilität zunahm. Die Ereignisse des 11. September gaben dem Geschäft zwar in der zweiten Monatshälfte Auftrieb, doch wurde der Gesamtumsatz des Monats durch die 2tägige Schliessung des CBOT beeinträchtigt. Insgesamt verzeichneten alle Kontrakte auf US-Staatsanleihen und -Schatzanweisungen mit Ausnahme des Kontrakts auf 2jährige Schatzanweisungen ein geringeres Transaktionsvolumen. Der Kontrakt auf 2jährige Schatzanweisungen wird allgemein für das Eingehen von Positionen auf erwartete Massnahmen der Federal Reserve verwendet.

Trotz der schwerwiegenden Störungen am Markt für US-Schatztitel behaupteten sich einige der Trends am Markt für längerfristige US-Derivate. Unsicherheit über den Status der 30jährigen Schatzanleihen beeinträchtigte weiterhin den Handel an den Kassa- und Futuresmärkten. Nach einer kurzen Erholung im ersten und zweiten Quartal nahm der Kontrakt auf Schatzanleihen seine Talfahrt wieder auf (-15 %). Der Handel mit Futures auf 10jährige Schatzanweisungen erlitt sehr viel geringere Einbussen (-2 %), so dass dieses Instrument die Futures auf Schatzanleihen als umsatzstärkster Kontrakt in den USA verdrängte.

⁶ Dieses Thema wird in verschiedenen Ausgaben des alle zwei Monate erscheinenden Berichts *The global credit strategist* von Credit Suisse First Boston erörtert.



An der Eurex nahm der Handel mit Kontrakten auf deutsche Staatsanleihen um 5 % zu. Nach den Terrorangriffen auf die USA erhöhte sich der Umsatz stark; einigen Marktbeobachtern zufolge war ein Teil dieser Umsatzsteigerung darauf zurückzuführen, dass sich bei den Staatsanleihezinssätzen der Handel von US-Referenzkontrakten auf deutsche Kontrakte verlagerte. Der Anstieg konzentrierte sich auf die 2- und 5jährigen Laufzeiten (Euro-Schatz und Euro-Bobl); damit verstärkte sich der Trend, dass sich die mittelfristigen deutschen Staatspapiere zunehmend als europäische Referenzwerte durchsetzen. Gleichzeitig verhinderten offenbar die Positionslimits der Eurex für ihre Staatsanleihektrontrakte sowie Aussagen der Finanzagentur (die neue Schuldenverwaltungsstelle Deutschlands), sie werde Massnahmen zur Verhinderung von Engpässen ergreifen, erfolgreich das Auftreten solcher Marktstörungen.

... aber wachsender Handel mit 2- und 5jährigen deutschen Anleihektrontrakte

Dagegen verzeichnete der Matif (Euronext Paris) einen weiteren starken Einbruch im Handel mit dem Euro-„Notionnel“ (-90 %), dem langjährigen Flaggschiffinstrument am Festzinsmarkt. Marktkommentatoren schrieben diesen Einbruch der Liquidation der Matif Intervention Bancaire (MIB), einem Ende 1999 geschaffenen Marktstützungsinstrument, im September zu. Die Einführung der MIB hatte im Jahr 2000 den Handel belebt, aber die Verlagerung der Liquidität zu den Futures auf deutsche Staatsanleihen an der Eurex erschwerte zunehmend grössere Transaktionen an der französischen Börse. Damit bestätigt sich einmal mehr, dass die Liquidität sich tendenziell auf einige wenige Instrumente konzentriert und dass im allgemeinen in jeder Zeitzone wenig Raum für mehr als einen Kontrakt auf eine bestimmte Laufzeit besteht. Der Matif hat eine Marktmacherstruktur für seinen verbesserten Kontrakt auf 5jährige Staatsanleihen eingerichtet. Diesem Instrument werden angesichts der Tatsache, dass sich die Fristigkeitenstruktur der französischen Staatschuld verkürzen darf, bessere Chancen eingeräumt.

Versiegen des Handels mit dem französischen Euro-„Notionnel“

An der LIFFE schliesslich wuchs der Umsatz des vor kurzem eingeführten Euro-Swapnote-Kontrakts im dritten Quartal erneut, um fast 30 % (nähere Angaben finden sich im vorherigen *BIZ-Quartalsbericht*). Allerdings ist das Geschäft mit diesen Kontrakten nach wie vor unbedeutend, d.h. es entspricht knapp 2 % des Umsatzwerts von Futures auf deutsche Staatsanleihen.

Trotz Marktturbulenzen rückläufiges Geschäft mit Aktienindexkontrakten

Rückgang bei Aktienindex-instrumenten im dritten Quartal ...

Der Umsatzwert bei den Aktienindexkontrakten sank im dritten Quartal 2001 um 4 % auf \$ 11,6 Bio. In Europa und in der Asien-Pazifik-Region entwickelte sich das Geschäft dynamisch (+13 % bzw. 18 %), in Nordamerika dagegen brach es ein (-15 %). Wie schon im Vorquartal verzeichneten die Optionen auf Aktienindizes stärkere Umsätze als die entsprechenden Futures.

Im Handel spiegelte sich weitgehend die jeweilige Marktvolatilität wider; er nahm im Verlauf des Quartals allmählich zu, als enttäuschende Meldungen aus der Wirtschaft und Gewinnwarnungen an den Aktienmärkten ihren Tribut forderten. Die Marktvolatilität erhöhte sich Ende August erheblich, als Gewinnwarnungen von Sun Microsystems und Corning den Dow Jones Industrial Index zum ersten Mal seit April unter 10 000 Punkte sinken liessen. Die Angriffe vom 11. September führten dann zu tiefer Verunsicherung. Da der Handel mit US-Aktienindexkontrakten für den Rest der Woche eingestellt war, schnellte der Umsatz in anderen Ländern abrupt hoch, und mehrere europäische Börsen verzeichneten neue Tagesumsatzrekorde. Als am Morgen des 17. September der Handel an den US-Derivativmärkten wieder aufgenommen wurde, kam es zu einem aussergewöhnlichen Umsatzsprung, da der Überhang an Verkaufsaufträgen verarbeitet wurde. Der Umsatzrückgang von 15 % an den nordamerikanischen Börsen im Berichtsquartal ist nicht allein auf die Unterbrechung wegen der Terrorangriffe zurückzuführen, da die Umsätze im Juli und August deutlich unter jenen des zweiten Quartals lagen. Wären die US-Aktienmärkte nicht vier Tage lang geschlossen gewesen, hätte das Quartalsgeschäft mit Aktienindexkontrakten einen grösseren Umfang erreicht, aber insgesamt wäre es vermutlich gleichwohl rückläufig gewesen.

Geringfügiges Wachstum des ausserbörslichen Marktes im ersten Halbjahr 2001

Erste Daten aus der halbjährlichen BIZ-Erhebung zu Positionen am weltweiten Markt für ausserbörsliche Derivate zeigen eine leichte Erholung des Geschäfts im ersten Halbjahr 2001. Der gesamte geschätzte Nominalwert offener ausserbörslicher Kontrakte betrug Ende Juni 2001 \$ 98,8 Bio.; dies entspricht einem Anstieg um 4 % seit Ende Dezember 2000. Der ausserbörsliche Markt ist im vergangenen Jahr langsamer gewachsen, aber einige seiner Segmente sind nach wie vor sehr aktiv.

Unterteilt nach allgemeinen Risikokategorien nahm der Bestand der Devisen- und der Zinskontrakte um 8 % bzw. 4 % zu, bei den Aktienkontrakten blieb er stabil. Ein Vergleich des ausserbörslichen Geschäfts mit dem Börsengeschäft zeigt eine unterschiedliche Wachstumsrate im ersten Halbjahr 2001. Die offenen Positionen in Zins- und Aktienindexkontrakten, den umsatzstärksten Finanzkontrakten an den Derivativbörsen, erhöhten sich gegenüber Ende Dezember 2000 um 39 % bzw. 28 %. Wenn dieser rasche Umsatzanstieg anhält, wäre dies eine erhebliche Abweichung vom bisherigen Muster. In den letzten zehn Jahren hat der ausserbörsliche Markt nämlich in der Regel stärker expandiert als das Börsengeschäft.

Unterschied zwischen ausserbörslichem Geschäft und Börsengeschäft

Die jüngsten Zahlen deuten ausserdem darauf hin, dass die Konsolidierung im Finanzsektor nicht so sehr das Geschäft insgesamt beeinflusst als vielmehr die Verteilung des Geschäfts auf die verschiedenen Kontrahenten. Einige Marktteilnehmer hatten nämlich damit gerechnet, dass die Ende 2000 erfolgte Fusion von J.P. Morgan und Chase den Gesamtbestand an US-Dollar-Positionen schrumpfen lassen würde.⁷ Dies war nicht der Fall; Positionen mit US-Dollar verzeichneten einen kräftigen Anstieg. Hingegen dürfte die Konsolidierung im Finanzsektor die Ursache für das schwächere Wachstum der Positionen zwischen Händlern sowohl im Zins- als auch im Devisensegment gewesen sein.

Konsolidierung im Finanzsektor beeinflusst Verteilung des Geschäfts auf Kontrahenten

Der Markt für *Zinsinstrumente* wuchs im ersten Halbjahr 2001 um 4 % auf \$ 67,5 Bio. Drei bedeutende Entwicklungen sind erwähnenswert. Erstens erhielt das Geschäft Auftrieb durch ein erneutes Wachstum des Zinsswapmarktes, des bei weitem grössten Segments des ausserbörslichen Marktes; der Umlauf stieg um 5 % auf \$ 51,4 Bio. Dagegen blieb das Geschäft mit Forward Rate Agreements und Zinsoptionen schleppend und verzeichnete im Berichtszeitraum praktisch keinen Zuwachs. Zweitens bietet der Markt für Zinsprodukte offenbar einem immer grösseren Kreis von Finanzmarktteilnehmern Raum, wie das stetige Wachstum der Positionen nicht berichtender Finanzinstitute seit 1998 zeigt. Diesem Wachstum gegenüberzustellen ist das schwächere Geschäft der berichtenden Händler und das verhaltene Geschäft mit Nichtbankkunden. Drittens holen die US-Dollar-Instrumente gegenüber den Euro-Instrumenten rasch auf (s. die Grafik auf S. 62).

Wieder Wachstum bei den Zinsswaps ...

... und grösserer Teilnehmerkreis

Das Geschäft am US-Dollar-Swapmarkt war im ersten Halbjahr 2001 ganz besonders lebhaft, und der Kontraktbestand erhöhte sich um 22 % auf \$ 15,9 Bio. Dieser Markt ist in den letzten Jahren im Zuge eines Wandels bei den Absicherungs- und Handelspraktiken rasch gewachsen. Die verminderte Liquidität der langfristigen US-Staatsanleihen veranlasste die Marktteilnehmer, sich nach anderen Absicherungs- und Handelsinstrumenten umzusehen, wie z.B. Zinsswaps. Darüber hinaus hat sich der Kreis der am Swapmarkt aktiven Teilnehmer erweitert und schliesst jetzt u.a. US-Hypothekarbanken und

Rasches Wachstum des US-Dollar-Swapmarktes infolge Wandels bei Absicherungs- und Handelspraktiken

⁷ Fusionen und Übernahmen führen zu einer Konsolidierung der bilateralen Transaktionen und damit zu einer Verminderung der offenen Kontrakte.

Märkte für ausserbörsliche Derivate weltweit ¹								
Ausstehende Beträge in Mrd. US-Dollar								
	Nominalwert				Bruttomarktwert			
	Ende Dez. 1999	Ende Juni 2000	Ende Dez. 2000	Ende Juni 2001	Ende Dez. 1999	Ende Juni 2000	Ende Dez. 2000	Ende Juni 2001
Gesamtsumme	88 202	94 008	95 199	98 835	2 813	2 572	3 180	3 114
A. Devisenkontrakte	14 344	15 494	15 666	16 910	662	578	849	773
Devisenterminkontrakte und Devisenswaps	9 593	10 504	10 134	10 582	352	283	469	395
Währungswaps	2 444	2 605	3 194	3 832	250	239	313	314
Optionen	2 307	2 385	2 338	2 496	60	55	67	63
B. Zinskontrakte ²	60 091	64 125	64 668	67 465	1 304	1 230	1 426	1 573
FRA	6 775	6 771	6 423	6 537	12	13	12	15
Swaps	43 936	47 993	48 768	51 407	1 150	1 072	1 260	1 404
Optionen	9 380	9 361	9 476	9 521	141	145	154	154
C. Aktienbezogene Kontrakte	1 809	1 645	1 891	1 884	359	293	289	199
Termingeschäfte und Swaps	283	340	335	329	71	62	61	49
Optionen	1 527	1 306	1 555	1 556	288	231	229	150
D. Rohstoffkontrakte ³	548	584	662	590	59	80	133	83
Gold	243	261	218	203	23	19	17	21
Sonstige	305	323	445	387	37	61	116	62
Termingeschäfte und Swaps	163	168	248	229
Optionen	143	155	196	158
E. Sonstige ⁴	11 408	12 159	12 313	11 986	429	392	483	486
Bruttokreditengagement ⁵					1 023	937	1 080	1 019

¹ 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 absoluten Betrags des negativen Bruttomarktwerts von Kontrakten mit nichtberichtenden Kontrahenten. ² Nur Kontrakte in einer einzigen Währung. ³ Bereinigung um Doppelzählungen geschätzt. ⁴ Geschätzte Positionen der nicht regelmäßig berichtenden Institute. ⁵ Bruttomarktwert nach Berücksichtigung rechtlich durchsetzbarer bilateraler Netting-Vereinbarungen.

Tabelle 4.1

Anleger in hypothekarisch gesicherten Wertpapieren ein (s. den Abschnitt über börsengehandelte Derivate). Die Lockerung der Geldpolitik in den USA begünstigte Absicherungsgeschäfte und das Eingehen von Positionen am US-Dollar-Swapmarkt ebenfalls.

Langsameres Wachstum des Euro-Swapmarktes

Nach einem deutlichen Rückgang im zweiten Halbjahr 2000 expandierte der Markt für Euro-Zinsswaps wieder, und der Kontraktbestand erhöhte sich um 7 % auf \$ 17,6 Bio. Die Euro-Swaps verzeichneten nach der Einführung der Einheitswährung ein rasches Wachstum, da Swaps zu einem attraktiven Referenzwert der europäischen Märkte für festverzinsliche Instrumente wurden. Das seit Mitte 2000 langsamere Wachstum des Marktes deutet darauf hin, dass sich der Bestandsanpassungsprozess seinem Abschluss nähert.

Der Umlauf der Yen-Zinsswaps verringerte sich um 12 % auf \$ 9,7 Bio. Dieser Rückgang dürfte auf die Ansicht zurückzuführen sein, dass sich die japanischen Zinssätze in einer engen Spanne bewegen würden. Er ist im übrigen schlecht mit jüngsten Pressemeldungen zu vereinbaren, wonach japanische Banken grosse einseitige Positionen mit Entgegennahme von Festzinsen eingegangen sind.

Bei den *Währungsinstrumenten* erhöhte sich der Wert der ausstehenden Kontrakte um 8 % auf \$ 16,9 Bio. Bei den offenen Devisenterminpositionen und Devisenswaps, dem grössten Marktsegment der Währungsinstrumente, betrug der Zuwachs 4 %, bei den Währungsoptionen 7 % und bei den Währungswaps 20 %. Die Währungswaps verzeichnen seit Beginn der Datenerhebung der BIZ zum ausserbörslichen Markt ein stetiges Wachstum. Das Geschäft wurde gefördert durch das grosse weltweite Volumen von Konsortialkrediten und Wertpapieremissionen.

Im Segment der *Aktienprodukte* blieb der Bestand nach einem kräftigen Wachstum, in der Vorperiode praktisch unverändert bei \$ 1,9 Bio. Bei den *Rohstoffkontrakten*, dem kleinsten Marktsegment, trat ein Rückgang um 11 % auf \$ 0,6 Bio. ein.

Die geschätzten *Bruttomarktwerte* sanken geringfügig auf \$ 3,1 Bio., nachdem sie im zweiten Halbjahr 2000 einen ungewöhnlich grossen Zuwachs von 24 % verzeichnet hatten. Die Verhältniszahl zwischen Bruttomarktwert und Nominalwert sank von 3,3 % auf 3,1 %.

Detailliertere Ergebnisse zum weltweiten Bestand ausserbörslicher Kontrakte aus der *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity* werden im Dezember 2001 veröffentlicht. Die neue 3-Jahresreihe, die ein breiteres Spektrum von Marktteilnehmern erfasst, wird auch Angaben zu Kreditderivaten enthalten.⁸

Veröffentlichung
weiterer Ergebnisse
der 3-Jahres-
erhebung

⁸ Diese Instrumente sind in der regelmässigen halbjährlichen Erhebung über die Märkte für ausserbörsliche Derivate nicht erfasst.

Zentralbankerhebung über das Geschäft an den Devisen- und Derivativmärkten

Gabriele Galati und Serge Jeanneau

Im April dieses Jahres nahmen 48 Zentralbanken und Währungsbehörden an der alle drei Jahre durchgeführten Zentralbankerhebung über das Geschäft an den Devisen- und Derivativmärkten teil (*Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity*). Sie erhoben Daten zum Umsatz an den traditionellen Devisenmärkten – Kassa- und Termingeschäfte sowie Devisenswaps – und an den Märkten für ausserbörsliche Währungs- und Zinsderivate.^① Im Oktober veröffentlichten die BIZ und die beteiligten Zentralbanken erste globale Statistiken aus der Erhebung.^② Die BIZ plant, die endgültigen globalen Ergebnisse zum Devisenmarktumsatz und die endgültigen Statistiken zum Umsatz und Umlauf an den ausserbörslichen Derivativmärkten Anfang 2002 zu veröffentlichen.

Laut der Erhebung betrug der Devisenmarktumsatz im April 2001 \$ 1 210 Mrd., verglichen mit \$ 1 490 Mrd. im April 1998, was einem Rückgang von 19 % zu den jeweiligen Wechselkursen entspricht. Dies kontrastiert mit den Ergebnissen vorangegangener Erhebungen, die jeweils ein rasches Wachstum des Devisenmarktgeschäfts gemeldet hatten. Nach Instrumenten betrachtet, war der Rückgang an den Kassamärkten am deutlichsten. Bei der Gliederung nach Kontrahenten verzeichneten der Handel am Interbankmarkt sowie zwischen Banken und nicht zum Finanzsektor gehörenden Kunden markante Einbussen, das Geschäft zwischen Banken und Kunden aus dem Finanzsektor stieg dagegen an. In einem Feature (S. 44) werden die Faktoren untersucht, die zum Rückgang der Devisenmarktumsätze beigetragen haben dürften.

Am Markt für ausserbörsliche Derivate betrug der durchschnittliche Tagesumsatz \$ 575 Mrd., ein Anstieg um 53 % gegenüber April 1998.^③ Die Erhebung zeigte eine gegensätzliche Entwicklung der Zins- und der Währungsinstrumente; die ersten verzeichneten nach wie vor ein kräftiges Wachstum (um 85 % auf \$ 489 Mrd.), die letzteren einen Rückgang (um 31 % auf \$ 67 Mrd.). Das Wachstum des Zinssegments war hauptsächlich dem lebhaften Geschäft bei den Zinsswaps zuzuschreiben: Der Umsatz stieg um 114 % auf \$ 331 Mrd. Die rasche Expansion war vor allem darauf zurückzuführen, dass der US-Dollar- und der Euro-Swapmarkt an Tiefe gewannen.

Weltweiter Umsatz an den Devisenmärkten und am Markt für ausserbörsliche Derivate¹

Tagesdurchschnitt im April; Mrd. US-Dollar

	1995	1998	2001
A. Umsatz Devisenmärkte	1 190	1 490	1 210
Kassageschäfte	494	568	387
Termingeschäfte	97	128	131
Devisenswaps	546	734	656
B. Umsatz ausserbörsliche Derivate	200	375	575
Währungsswaps	4	10	7
Währungsoptionen	41	87	60
FRA	66	74	129
Zinsswaps	63	155	331
Zinsoptionen	21	36	29

¹ Bereinigt um in- und ausländische Doppelzählungen.

^① Die Daten zum Umlauf ausserbörslicher Derivate wurden Ende Juni 2001 erhoben. Erste Ergebnisse wurden im Dezember 2001 veröffentlicht. ^② Die Ergebnisse der einzelnen Länder werden um Doppelzählungen am inländischen Händlermarkt bereinigt; die Gesamtergebnisse werden um in- und ausländische Doppelzählungen am Händlermarkt und um geschätzte Meldelücken bereinigt. ^③ Der ausserbörsliche Markt besteht aus „nicht traditionellen“ Devisenderivaten – wie Währungsswaps und -optionen – sowie allen Zinsderivatkontrakten.