

**SCHÄFFER**  
**POESCHEL**

# 1 Bedeutung der Finanzmärkte

## Lerninhalte

- ▶ Kapitalvermittlung auf Finanzmärkten
- ▶ Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsgleichung
- ▶ Losgrößen-, Fristen-, Risikotransformation
- ▶ Größe der Finanzmärkte

Die Vorgänge auf den Finanzmärkten gelten gemeinhin als komplex und schwer durchschaubar. Was geht hier vor? Welche Funktionen haben die Finanzmärkte? In diesem Kapitel werden wir uns einen ersten Überblick verschaffen.

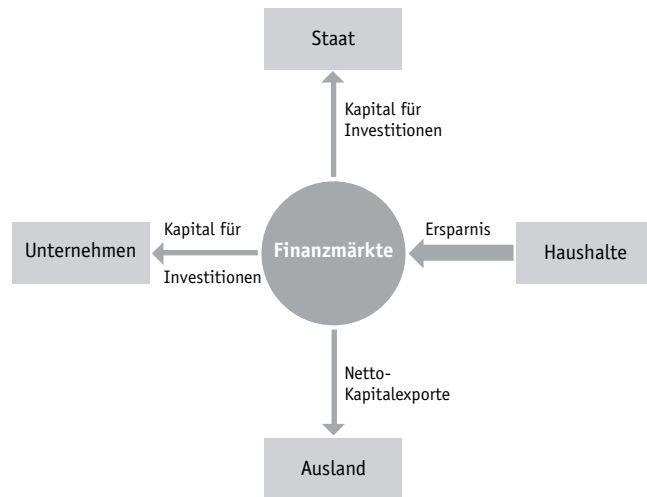
## 1.1 Kapitalvermittlung

Auf Finanzmärkten werden finanzielle Mittel von den Kapitalanbietern (Sparern) zu den Kapitalnachfragern (Investoren) transportiert. Dies ist in Abbildung 1-1 dargestellt.

Bei den Sparern handelt es sich um den Sektor der privaten *Haushalte*. Im Gegenzug für ihre Kapitalbereitstellung erhalten die Sparer häufig Wertpapiere (siehe Kapitel 4). Investoren sind die Sektoren *Unternehmen* und *Staat*. Die transportierten Finanzmittel haben entweder die Form von Eigenkapital (die Kapitalgeber erhalten dafür oft Aktien) oder von Fremdkapital (Bankkredite und verzinsliche Wertpapiere). Die Kapitalvermittlung selbst geschieht durch so genannte Finanzintermediäre – also Banken, Versicherungen, Bausparkassen, Fondsgesellschaften etc. Sie fungieren sozusagen als Transportunternehmen (siehe Kapitel 6). Der Teil der Ersparnis, der nicht der Finanzierung inländischer Sachinvestitionen dient (und auch nicht in Form von »Vermögensübertragungen« an das Ausland verschenkt wird), fließt als Netto-Kapitalexport (Kapitalexporte minus Kapitalimporte) ins *Ausland*. Aus der Sicht des Inlands erhöht sich dadurch das Geldvermögen in Form von Netto-Auslandsforderungen, während das Ausland Netto-Verbindlichkeiten gegenüber dem Inland eingeht.

Abb. 1-1

## Kapitalvermittlung auf Finanzmärkten



## 1.2 Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsgleichung

Deutschland ist traditionell ein Land mit hohen Netto-Kapitalexporten. Das hängt mit unseren großen Finanzierungsüberschüssen aus dem Güterverkehr mit dem Ausland zusammen (also mit unseren Exportüberschüssen) und ist die Folge davon, dass Deutschland mehr spart, als es im Inland investiert. Der Zusammenhang zwischen Sparen, Investition, Kapitalverkehr und Außenhandel sei kurz an einem *Beispiel* erklärt:

Angenommen, in einer Volkswirtschaft werden in einem Jahr ein Lastkraftwagen (LKW) im Wert von 150.000 Euro und ein Personenkraftwagen (PKW) im Wert von 50.000 Euro produziert und verkauft. Das Volkseinkommen des Landes beläuft sich also auf 200.000 Euro. Der LKW werde von einem inländischen Unternehmen gekauft (Investition), der PKW werde exportiert. Da der Konsum in unserer Volkswirtschaft somit gleich Null ist, beträgt die Ersparnis 200.000 Euro. Die Ersparnis werde von den privaten Haushalten bei der einzigen Bank des Landes angelegt und von dieser an den inländischen Unternehmer ausgeliehen, der mit dem Geld seine Investition in den LKW in Höhe von 150.000 Euro finanziert. Die verbleibenden 50.000 Euro vergibt unsere Bank als Kredit an eine (die einzige) ausländische Bank. Dies geschieht in der Weise, dass unsere inländische Bank dem Währungs-

konto, das die ausländische Bank bei ihr unterhält, 50.000 Euro gutschreibt. Sie geht damit eine Verbindlichkeit gegenüber der Auslandsbank ein, indes steigen in gleicher Höhe ihre Auslandsforderungen. Das Nettoauslandsvermögen des Inlands und des Auslands ändert sich also durch die Kreditvergabe selbst nicht. Aber unser Beispiel ist noch nicht zu Ende erzählt.

Die ausländische Bank gibt ihrerseits einen Kredit in Höhe von 50.000 Euro – jedoch in ihrer eigenen Landeswährung – an einen privaten Haushalt ihres Landes. Dieser bezahlt damit den PKW, der aus unserem Land importiert wird. Die Bezahlung erfolgt dadurch, dass die ausländische Bank das Konto ihres Importeurskunden mit 50.000 Euro bzw. dem Gegenwert in der Landeswährung belastet. Gleichzeitig bucht unsere inländische Bank vom bei ihr geführten Währungskonto der Auslandsbank den Betrag von 50.000 Euro ab und überweist das Geld auf das Konto ihres inländischen Exporteurskunden (PKW-Hersteller). Die im Zuge der ursprünglichen Kreditvergabe eingegangenen Auslandsverbindlichkeiten unserer inländischen Bank in Höhe von 50.000 Euro verschwinden, während die entsprechenden Auslandsforderungen bestehen bleiben. Das heißt, unser Land hat netto Auslandsforderungen erworben (Nettokapitalexport) während das Ausland netto Verbindlichkeiten gegenüber dem Inland eingegangen ist (Nettokapitalimport). Im Ergebnis entspricht der Exportüberschuss unseres Landes in Höhe von 50.000 Euro genau seinem Netto-Kapitalexport, der sich wiederum aus dem Überschuss der inländischen Ersparnis über die inländische Investition ergibt.

Die für jede Volkswirtschaft für eine abgelaufene Zeitspanne (zum Beispiel ein Jahr) feststellbare Identität von Netto-Kapitalexport und Exportüberschuss (bzw. Netto-Kapitalimport und Importüberschuss) muss natürlich nicht von vorneherein – die Volkswirte sagen »ex ante« – schon gelten. Es könnte beispielsweise sein, dass das Ausland *nicht plant*, einen PKW im Wert von 50.000 Euro aus dem Inland zu importieren. Auf dem Devisenmarkt (siehe Kapitel 9) stünde dann dem Angebot an Euro aus dem Auslandskredit der inländischen Bank eine geringere oder gar keine Nachfrage nach Euro zum PKW-Import des Auslands gegenüber. Der Euro müsste sich daraufhin abwerten, was den Import des Auslands (= Export des Inlands) steigen ließe. Die Anpassung müsste solange anhalten, bis der inländische Exportüberschuss (= ausländischer Importüberschuss) das Niveau des inländischen Netto-Kapitalexports (=ausländischer Netto-Kapitalimport) erreicht hat. Und sollte der Wechselkurs nicht flexibel, sondern fixiert sein, so müsste die Zentralbank die überschüssig angebotenen Euro ankaufen (siehe Kapitel 9.11).

Ebenso ist denkbar, dass der *geplante* Überschuss der inländischen Ersparnis über die Investition zum Beispiel größer ist als der *geplante* Netto-Kapitalexport. In diesem Falle müsste das überschüssig angebotene Sparkapital die Zinsen auf dem Kapitalmarkt sinken lassen, was den Netto-Kapitalexport anregen und die Ersparnis dämpfen würde.

In unserem Beispiel haben wir unterstellt, dass die Bezahlung des PKW-Exports in der Währung des Exportlandes – also in Euro – erfolgt. Eine weitere Möglichkeit wäre die Fakturierung in der Währung des Importlandes. Wie wir in Kapitel 9.2 zeigen werden, ändert das indes nichts an dem im Nachhinein (»expost«) stets gültigen volkswirtschaftlichen Zusammenhang, der da lautet:

Ersparnis = Investition + Nettokapitalexport  
wobei gilt: Nettokapitalexport = Exportüberschuss

Man nennt dies die *gesamtwirtschaftliche Finanzierungsgleichung*. Es handelt sich dabei um eine Identitätsbeziehung, die – wie gesagt – für eine abgelaufene Periode stets erfüllt ist. Wie eingangs erwähnt, vernachlässigen wir bei dieser Betrachtung die Existenz von grenzüberschreitenden Vermögensübertragungen.

Aus der Sicht eines Landes mit Importüberschüssen gilt entsprechend:

Ersparnis = Investition – Nettokapitalimport  
wobei gilt: Nettokapitalimport = Importüberschuss

Das bedeutet: Bleibt die Ersparnis eines Landes hinter seinen Investitionsausgaben zurück, so muss die Sparlücke durch Netto-Kapitalimporte aufgefüllt werden. Diese dienen der Finanzierung des nationalen Importüberschusses. Ein Paradebeispiel für ein Land, das in diesem Sinne »zu wenig« spart, sind die USA, die sich aufgrund der beständigen Notwendigkeit von Kapitalimporten, insbesondere in Form von Kreditaufnahmen im Ausland, zur weltgrößten Schuldnation entwickelt haben. Im krassen Gegensatz dazu steht vor allem China, dessen Volk extrem viel spart. Im Zuge der damit verbundenen Kapitalexporte, also der Geldanlagen im Ausland, ist das Land zur weltgrößten Gläubignation geworden.

Die deutsche Ersparnis belief sich im Jahr 2012 auf 223 Milliarden Euro. Die inländische Sachvermögensbildung (Investition) betrug 56 Milliarden Euro. Daraus resultierte ein Netto-Kapitalexport Deutschlands in die übrige Welt von 167 Milliarden Euro. Über die Jahrzehnte hinweg hat Deutschland so ein Auslandsvermögen von brutto (also vor Abzug der Auslandsverbindlichkeiten) 7.036 Milliarden Euro angehäuft. Ein Gutteil davon entfällt auf die Geldanlagen deutscher Banken, Versicherungen, Pensionskassen, etc. Das heißt, mit den Erträgen aus dem durch Kapitalexporte gebildeten deutschen Auslandsvermögen werden die Renten, Lebensversicherungen und Zinseinkommen der deutschen Bürger mitfinanziert. Allein diese Tatsache erklärt schon das überragende Interesse, das Deutschland an einer positiven Wirtschaftsentwicklung des Auslands haben muss.

Allerdings – das muss an dieser Stelle leider auch erwähnt werden – sind die Deutschen offenbar ganz schlechte Kapitalanleger. Das Deutsche Institut für Wirtschaftsforschung hat ausgerechnet, dass sich die Vermögensverluste, die Deutschland bei seinen Auslandsanlagen realisierte, allein in den Jahren 2006 bis 2012 auf 600 Milliarden Euro summierten. Das ist die Differenz zwischen den deutschen Überschüssen im Außenhandel und dem tatsächlichen Anstieg des deutschen Netto-Auslandsvermögens. Im angelsächsischen Raum wird diesbezüglich manchmal etwas despektierlich von »dumb German money« (dummes deutsches Geld) gesprochen.

Global gesehen müssen sich – wie unser Beispiel zeigt – Forderungen und Verbindlichkeiten genau entsprechen. Das Geldvermögen der Welt ist per Saldo immer

Null, und es gilt die »weltwirtschaftlichen Finanzierungsgleichung«: Ersparnis = Investition. Der mitunter gehörte Satz »Die Welt ist überschuldet« ist also Unsinn. Auch ist es keineswegs so, dass Kapitalexporte im Inland fehlen würden (ebenfalls ein weit verbreiteter Irrtum). Vielmehr benötigen die Schuldnerländer dieses Geld, um damit Güterimporte aus den Überschussländern, das heißt deren Güterexporte, zu bezahlen. Ein Verbot oder eine Einschränkung von Kapitalexporten wäre für eine Exportnation wie Deutschland eine Katastrophe.

Andererseits stoßen die hohen deutschen Exportüberschüsse international häufig auf Kritik. Im Kern wirft man Deutschland vor, seine europäischen Handelspartner dadurch in Armut zu stürzen. Deutschland solle doch bitteschön seine Binnennachfrage – etwa über Lohnerhöhungen – steigern und so seine Importe ankurbeln und seine Exportperformance verringern. Das ist etwa dasselbe, wie wenn man von den Fußballern des FC Bayern verlangen würde, dass sie mehr Bier trinken und weniger trainieren, damit sie den anderen Mannschaften nicht überlegen sind. Jeder kann sich denken, welche negative Folgen dies für das Leistungsniveau im Sport hätte. Für die Weltwirtschaft gilt das gleichermaßen.

### 1.3 Weitere Funktionen

Finanzmärkte sind gleichsam die »Drehscheibe« der Kapitalvermittlung. Wir werden dies in Kapitel 3 nochmals näher betrachten. Darüber hinaus haben die Finanzmärkte weitere Funktionen: Losgrößentransformation bedeutet, dass viele kleine Anlagebeträge (von den Banken) gebündelt werden, um die Finanzierung sehr großer Investitionen zu ermöglichen. Unter Fristentransformation versteht man, dass kurzfristig, etwa für wenige Monate, angelegte Gelder den Unternehmen für längere Zeiträume, im Extremfall mehrere Jahrzehnte, zur Verfügung gestellt werden (oder umgekehrt). Risikotransformation bewirkt, dass das Risiko eines Unternehmens von vielen Anlegern gemeinsam getragen wird. Ist eine Bank zwischengeschaltet, die Spargelder hereinnimmt und auf eigene Rechnung ausleiht so übernimmt sie das Kreditrisiko (zunächst) ganz. Finanzmärkte ermöglichen es den einzelnen Anlegern daneben, ihre Mittel auf verschiedene Investitionsobjekte zu verteilen und so das Risiko zu reduzieren (siehe Kapitel 4). Außerdem existieren »derivative« Finanzprodukte, mit deren Hilfe Risiken abgesichert werden können (siehe Kapitel 5).

### 1.4 Größe der Finanzmärkte

Wenn wir zusammenfassend das System der durch eine Volkswirtschaft bzw. durch die Weltwirtschaft fließenden Geldströme mit dem Blutkreislauf eines Menschen vergleichen, so entspricht die Rolle der Finanzmärkte offenkundig der des Herzens:

---

#### Rolle der Finanzmärkte

Über die Märkte für Bankkredite, verzinsliche Wertpapiere und Aktien (siehe Kapitel 2) werden Finanzierungsmittel in die Adern der Wirtschaft gepumpt. Der reibungslose und ausreichende Geldtransport auf den Finanzmärkten ist notwendig, um die im Wirtschaftsprozess entstehenden Finanzierungsdefizite des Sektors Unternehmen, des Staates und des Auslands zu decken. Andernfalls müsste der Umfang der gesamtwirtschaftlichen Aktivität merklich schrumpfen. Anders ausgedrückt: Wenn die Finanzmärkte nicht funktionieren, brechen moderne Volkswirtschaften und die gesamte internationale Ökonomie zusammen.

---

#### Finanztiefe

Jedoch werden die erreichte Größe und das rasante Wachstum der Finanzmärkte auch kritisch beobachtet. Nach einer Untersuchung von McKinsey beträgt der Gesamtwert der weltweit umlaufenden Anleihen und Aktien mehr als 200 Billionen US-Dollar (Stand Ende 2012). Setzt man diesen Betrag ins Verhältnis zur Weltproduktion (Summe der Bruttoinlandsprodukte aller Länder) so ergibt sich die sogenannte *Finanztiefe*. Sie beläuft sich auf rund 400 Prozent. Das heißt, der globale Finanzbereich ist ungefähr vier Mal so groß wie die weltweite Realwirtschaft. Da die globalen Ansprüche auf Zahlungen jährlich um etwa 1,5 Prozentpunkte schneller wachsen als die globale Wertschöpfung von Gütern, wird sich diese Dominanz des Finanzbereichs aller Voraussicht nach in der Zukunft noch erhöhen. Schwankungen der Finanzmarktpreise (Zinsen und Kurse) können somit erhebliche Wirkungen auf die Entwicklung der Güterproduktion auslösen – in positive wie negative Richtung. Skeptiker sprechen diesbezüglich gerne vom »Weltfinanzhund, der mit dem Schwanz der Güterwirtschaft wedelt«.

**Kontrollfragen Kapitel 1**

1. *Worin besteht die zentrale ökonomische Bedeutung der Finanzmärkte?*
2. *Erklären Sie die Beziehung zwischen der Ersparnis, der Investition und dem Nettokapitalverkehr eines Landes. Warum entspricht der Nettokapitalexport bzw. -import ex post immer dem Nettogüterexport bzw. -import dieses Landes?*
3. *Wie wird sich ein Anstieg des Nettokapitalexports bei konstanter inländischer Ersparnis auf die inländische Sachvermögensbildung (Investition) eines Landes auswirken?*
4. *Angenommen, in Deutschland seien die Ersparnis und der Nettokapitalexport konstant. Wie würde sich der deutsche Nettogüterexport infolge eines Anstiegs des Einkommens im Ausland (dem »Rest der Welt«) ändern? Welche Wirkung ergäbe sich für den Wert des Euro auf dem Devisenmarkt?*
5. *Worin liegt also letztlich die Ursache der beobachtbaren Ungleichgewichte im globalen Güterverkehr (unter anderem Importüberschüsse der USA und Exportüberschüsse Chinas)?*
6. *Wie lautet die »weltwirtschaftliche Finanzierungsgleichung«?*
7. *Nennen Sie drei (weitere) Funktionen der Finanzmärkte.*
8. *Warum ist der reibungslose und ausreichende Geldtransport auf den Finanzmärkten volkswirtschaftlich notwendig?*
9. *Was versteht man unter der so genannten »Finanztiefe«?*
10. *Welche realwirtschaftlichen Konsequenzen ergeben sich aus der Größe und der damit verbundenen Dominanz der Finanzmärkte? Veranschaulichen Sie Ihre Antwort anhand eines Beispiels.*



# 2 Einteilung der Finanzmärkte

## Lerninhalte

- ▶ Kassa- und Terminmärkte
- ▶ Geld-, Kredit- und Kapitalmärkte, Geldpolitik
- ▶ Nationale und internationale Finanzmärkte
- ▶ Grundgedanke von Finanztermingeschäften

In ihrer Gesamtheit gleichen die Finanzmärkte einem Mosaik. Aus welchen Teilen setzt es sich zusammen, und wie greifen diese Teile ineinander?

## 2.1 Kassamärkte

Als Erstes muss man zwischen Kassamärkten und Terminmärkten unterscheiden. Betrachten wir zunächst die Kassamärkte, an denen der vereinbarte Finanzmitteltransport sofort bzw. innerhalb weniger Tage ausgeführt wird. Üblich ist hier eine Differenzierung nach den Marktteilnehmern und der Fristigkeit der Finanzmittel (siehe Abb. 2-1).

Auf dem *Geldmarkt im engeren Sinne* finden Geldgeschäfte zwischen der Europäischen Zentralbank (EZB) und den Geschäftsbanken statt. Es handelt sich hier sozusagen um das »Operationsfeld« der Geldpolitik. Im Rahmen ihrer Tätigkeit nehmen Geschäftsbanken Kredite bei der EZB auf. Seltener legen Geschäftsbanken überschüssiges Geld bei der EZB an. (In Krisenzeiten allerdings parken die Kreditinstitute teilweise große Beträge auf ihren Zentralbankkonten, in der Europäischen Währungsunion waren das auf dem Höhepunkt der Staatsschuldenkrise Ende 2011 über 400 Milliarden Euro.) Die aufgenommenen EZB-Kredite müssen von den Geschäftsbanken verzinst werden und sind überwiegend mit Wertpapieren abgesichert. Man spricht dann von »Wertpapierpensionsgeschäften«. Die bekanntesten und regelmäßig getätigten Wertpapierpensionsgeschäfte sind die sogenannten »Hauptrefinanzierungsgeschäfte«. Deren Zinssatz, der »Hauptrefinanzierungssatz« (kurz: Refi-Satz) ist der maßgebliche Leitzins im Eurosystem. Er gilt als Indikator für den monetären Kurs der EZB. Bei Wertpapierpensionsgeschäften hinterlegen Geschäftsbanken beispielsweise Staatsanleihen oder Industrieobligationen, die sie im Zuge früherer Kreditgewährungen an Staaten oder Unternehmen

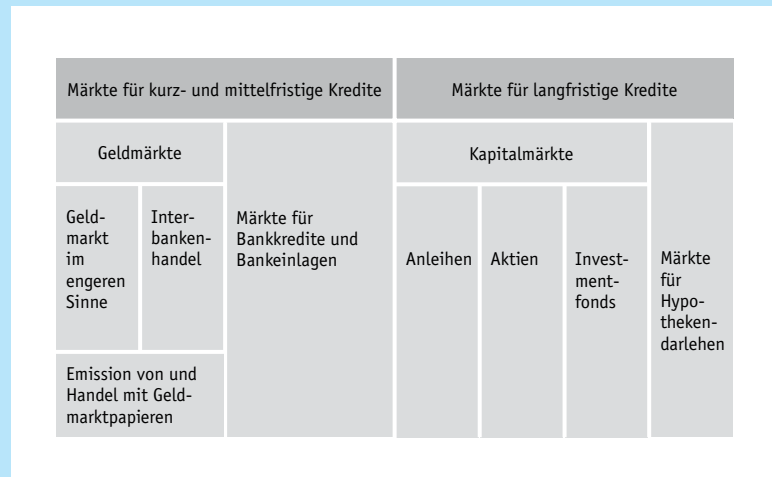
---

Geldmarkt im engeren Sinne

erworben haben, als Pfand bei der EZB. Dafür erhalten sie von dieser für eine bestimmte Zeitspanne Geld – so genanntes »Zentralbankgeld« – geliehen. Das heißt, die EZB schreibt der betreffenden Geschäftsbank den Gegenwert auf deren Konto bei der EZB gut und erhöht damit die Bankenliquidität (expansives Wertpapierpensionsgeschäft). Neben der Kreditgewährung über Wertpapierpensionsgeschäfte tätigt die EZB auch definitive Käufe von Wertpapieren. Mit diesen Maßnahmen steuert sie die Liquidität der Geschäftsbanken, das heißt deren Bestand an Zentralbankgeld. Will die Zentralbank die Bankenliquidität verengen, so geschieht das über kontraktive Wertpapierpensionsgeschäfte oder definitive Verkäufe von Wertpapieren. Auf diese Weise kann die EZB die Fähigkeit der Geschäftsbanken zur Kreditvergabe und damit das Wachstum der Geldmenge beeinflussen.

Abb. 2-1

## Einteilung der Finanzmärkte (Kassamärkte)



## Interbankenhandel

Das zweite Segment des Geldmarkts bildet der *Interbankenhandel*. Hier leihen sich die Geschäftsbanken gegenseitig Zentralbankgeld für Zeiträume von einem Tag bis zu einem Jahr. Die Zinsen, die sich dafür – und auch für Geldmarktpapiere (siehe unten) – bilden, heißen »Geldmarktzinsen«. Schließlich findet auf dem Geldmarkt die Emission, also die erstmalige Ausgabe, neuer sowie der Handel mit den schon umlaufenden *Geldmarktpapieren* statt; Teilnehmer sind außer den Banken einige große Unternehmen aus Industrie, Handel und Versicherungswirtschaft sowie die öffentliche Hand (siehe Kapitel 4.1).

## Bankkredite und -einlagen

Die *Märkte für Bankkredite und -einlagen* umfassen die normalen Kreditbeziehungen zwischen Geschäftsbanken und ihren Kunden. Banken nehmen von ihren Kunden Giro-, Spar- und Termineinlagen entgegen und reichen an ihre Kunden Kredite für Finanzierungszwecke aus.

Zum Markt für langfristige Finanzierungen (Laufzeit von mehr als 4 Jahren) gehören zum Einen die *Kapitalmärkte*. An ihnen werden überwiegend börsenfähige Wertpapiere (so genannte »Effekten«) emittiert und gehandelt, also Aktien und Industrie-, Bank- und Staatsobligationen (Anleihen) sowie Anteile an Investmentfonds (siehe Kapitel 4). Hinzu kommen die Märkte für *Hypothekendarlehen*.

---

 Kapitalmärkte
 

---



---

 Hypothekendarlehen
 

---

## 2.2 Internationale Finanzmärkte

Parallel zu der oben beschriebenen Systematik lassen sich die Finanzmärkte (Kassa- wie Terminmärkte) in nationale und internationale Märkte einteilen. An nationalen Finanzmärkten agieren ausschließlich Inländer allein in der Währung ihres Landes. Es ist diesbezüglich sinnvoll, die Teilnehmerstaaten der Europäischen Währungsunion zu einem Land (»Euroland«) zusammenzufassen. Ein *Beispiel* für ein Geschäft an diesem nationalen Finanzmarkt wäre dann etwa, dass eine deutsche Bank einen Kredit in Euro an ein französisches Unternehmen vergibt (Kreditmarktgeschäft). Ein entsprechendes Kapitalmarktgeschäft könnte darin bestehen, dass eine deutsche Bank eine auf Euro lautende Anleihe eines französischen Unternehmens an Geldanleger in Deutschland (oder in Frankreich oder in einem anderen EWU-Land) verkauft.

---

 Nationale Finanzmärkte
 

---

Typisch für *internationale Finanzmärkte* ist, dass die Geschäftspartner aus unterschiedlichen Ländern stammen oder dass eine Fremdwährung beteiligt ist. Abbildung 2-2 zeigt die entsprechenden Teilmärkte.

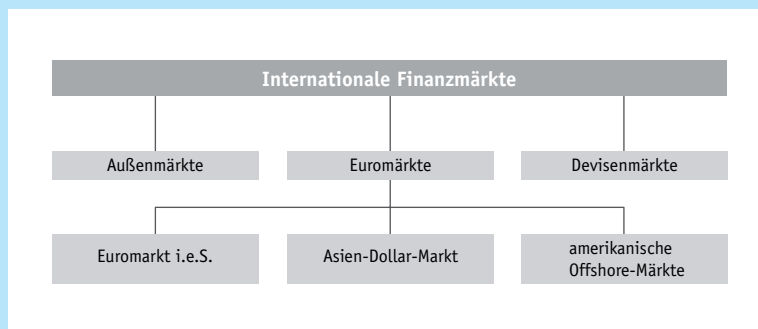
---

 Internationale Finanzmärkte
 

---

Abb. 2-2

### Einteilung der internationalen Finanzmärkte (Kassamärkte)



Zu den internationalen Finanzmärkten zählen die traditionellen *Außenmärkte*, an denen beispielsweise eine deutsche Bank einer koreanischen Bank (Geldmarktgeschäft) oder einem koreanischen Unternehmen (Kreditmarktgeschäft) einen bestimmten Geldbetrag in Euro (also in aus Gläubigersicht heimischer Währung)

---

 Außenmärkte
 

---

## Euromärkte

leiht. Solche Auslandskredite gibt es schon sehr lange, ebenso wie die klassischen Auslandsanleihen, also etwa in Deutschland platzierte, auf Euro lautende Anleihen einer koreanischen Firma (Kapitalmarktgeschäft).

Geradezu explosionsartig haben sich daneben die *Euromärkte* entwickelt. Um Missverständnissen vorzubeugen: Es handelt sich hierbei nicht um die Märkte für auf die europäische Währung »Euro« lautende Kreditbeziehungen. Auf dem Euromarkt werden generell Währungen außerhalb ihres Ursprungslandes gehandelt. Ein Beispiel wäre ein auf japanische Yen lautender Kredit einer deutschen Bank an einen Kreditnehmer aus Brasilien oder sonst wo (Kreditmarktgeschäft). Die Nationalität des Kreditnehmers ist unerheblich. Entscheidend ist, dass die benutzte Währung aus Sicht des Gläubigers (der Bank) eine Fremdwährung ist. Solche Geschäfte werden in allen frei konvertierbaren (umtauschbaren) Währungen durchgeführt. Man nennt sie Eurowährungen – also Euro-Yen, Euro-Dollar etc. Kurioserweise gibt es folglich auch »Euro-Euro«.

Der Eurokapitalmarkt schließlich ist der Markt für Anleihen und Aktien, die von großen Banken oder internationalen Bankenkonsortien meist gleichzeitig in mehreren Ländern platziert werden. *Beispiel:*

Eine Luxemburger Bank platziert (auf eigene oder fremde Rechnung) eine in englischen Pfund denominierte Anleihe unter anderem in Deutschland. Ein weiteres Beispiel ist eine in der europäischen Gemeinschaftswährung »Euro« denominierte Anleihe, die von einer (oder unter Führung einer) Tokyoter Bank weltweit platziert wird. Es handelt sich in diesem Fall um eine »Euro-Euro«-Anleihe.

Wichtig zu erwähnen ist noch, dass sich der Zins von Eurokrediten bzw. -anleihen immer nach dem Zinssatz richtet, der in dem Land mit der betreffenden Währung gilt. Ein etwa auf Yen lautender Kredit einer deutschen Bank oder eine in Deutschland platzierte Yen-Anleihe »trägt« also den in Japan für ähnliche Laufzeiten geltenden Zinssatz.

Der betriebswirtschaftliche Vorteil des Euromarktes besteht darin, dass er nicht von einer Währungsbehörde reglementiert wird. Die Euromarkt-Transaktionen selbst unterliegen keiner unmittelbaren geldpolitischen Steuerung oder bankaufsichtlichen Kontrolle. Euroeinlagen – also etwa in Euro geführte Konten deutscher Staatsbürger auf den Cayman Islands – sind typischerweise von Mindestreserveverpflichtungen, ebenso wie von Quellenbesteuerung, befreit. Deshalb und aufgrund der hohen Volumina sind die Zinssätze an den Euromärkten im Allgemeinen sowohl für Anleger als auch für Kreditnehmer günstiger als auf nationalen Märkten. Andererseits erhalten Unternehmen und Staaten Zugang zu Eurokrediten nur, wenn sie über eine bestimmte, hohe Bonität verfügen (siehe Kapitel 3.2).

Der oben definierte Euromarkt umfasst seinerseits mehrere Teilmärkte. Hierzu zählen neben dem geografisch auf europäische Finanzplätze wie London, Luxemburg, Paris, Frankfurt, Amsterdam oder Brüssel konzentrierten *Euromarkt im engeren Sinne* der Asien-Dollar-Markt sowie die amerikanischen Offshore-Märkte. *Offshore-Märkte* sind dadurch gekennzeichnet, dass sowohl Kapitalgeber als auch

## Offshore-Märkte

Kapitalnehmer nicht gebietsansässig sind, dass die abgeschlossenen Geschäfte von denen der Gebietsansässigen getrennt sind (so dass die inländische Geldversorgung davon unberührt bleibt) und dass solche Geschäfte von staatlichen Kontrollen weitgehend befreit sind. Zentren des *Asien-Dollar-Marktes* sind der Japan Offshore Market (JOM) in Tokio, daneben die Offshore-Plätze Hongkong und Singapur, wobei Tokio insgesamt einer der führenden internationalen Finanzmärkte ist. *Amerikanische Offshore-Plätze* sind zum Einen die International Banking Facilities (IBFs) in New York, weiterhin die Bahamas (allen voran die Hauptstadt Nassau), die Cayman Islands und Panama. Letztere werden oft auch als *Karibik-Dollar-Markt* bezeichnet. An diesen Offshore-Plätzen sind ungefähr 600 ausländische Banken registriert. Außerdem betreiben zahlreiche Banken in Kanada und an anderen Orten der Welt Fremdwährungsgeschäfte, primär in US-Dollar, die ebenfalls zu den Eurogeschäften gerechnet werden können. In Frankfurt am Main soll demnächst ein Offshore-Zentrum für den Handel mit der chinesischen Währung Renminbi (Yuan) etabliert werden.

Vielfach werden auch die *Devisenmärkte* unter die internationalen Finanzmärkte gefasst. Auf dem Devisenmarkt werden Währungen ausgetauscht, beispielsweise Euro gegen US-Dollar. Ein solcher Tausch ist immer bei Währungsraum übergreifenden Geschäften notwendig. Das ist etwa der Fall, wenn ein deutsches Unternehmen Ware aus den USA importiert und in US-Dollar bezahlen muss oder wenn ein deutscher Investor Geld in den USA anlegen will. Wir werden auf die verschiedenen Transaktionen, die am Devisenmarkt stattfinden, im 9. Kapitel näher eingehen.

---

Devisenmärkte

## 2.3 Terminmärkte

Nicht nur im Wirtschaftsleben, aber hier vor allem, erfreuen sich Voraussagen über die zukünftige Entwicklung großer Beliebtheit. Auf den Finanzmärkten ging man noch einen Schritt weiter. Es entstanden neben den Kassamärkten die Terminmärkte, welche es Geschäftsleuten erlauben, künftige Preise und Kurse wichtiger Güter und Vermögenswerte festzuschreiben. Bereits 1859 hat der Handel mit börsennotierten Terminkontrakten am Chicago Board of Trade (CBOT) begonnen. Damals dominierten noch Abschlüsse im Rohstoffbereich, später kamen Kontrakte auf Währungen und Finanzwerte hinzu.

In Termingeschäften wird heute vereinbart, zu einem in der Zukunft liegenden Zeitpunkt einen bestimmten »Basiswert« (etwa eine Aktie) zu einem bestimmten Preis abzunehmen bzw. zu liefern.

---

Termingeschäfte

Da sich Termingeschäfte immer auf einen zugrunde liegenden (originären) Basiswert beziehen, nennt man sie »derivative«, das heißt abgeleitete Finanzprodukte, oder schlicht Derivate. Wir werden die verschiedenen Formen derivativer Finanzinstrumente im 5. Kapitel besprechen. Vorläufig sei hier nur der *Grundgedanke von Termingeschäften* veranschaulicht: Nehmen wir an, Sie kaufen heute – am

23. Dezember – eine Weihnachtsgans im Supermarkt. Gewicht 5 kg, Preis 150 Euro. Sie nehmen die Gans aus dem Kühlregal, bezahlen sie an der Kasse und gehen mit ihr nach Hause. Das ist ein Kassamarkt- oder kurz Kassageschäft.

Ein Terminmarkt- bzw. Termingeschäft liegt vor, wenn etwa der Einkaufsleiter des Supermarktes bei einem Geflügelzuchtbetrieb sagen wir am 23. Juni Weihnachtsgänse mit Liefertermin am 23. Dezember bestellt. Beispielsweise bestellt er 100 Gänse mit einem Gewicht von jeweils 5 kg zum Preis von 100 Euro pro Stück. Mit dieser Vereinbarung sichern sich beide Geschäftspartner ab: Der Supermarkt gegen einen eventuellen zukünftigen Preisanstieg (es könnte sich ja bis Weihnachten das Gänseangebot durch eine Seuche verknappen) und der Geflügelzüchter gegen einen möglichen Preisverfall (etwa weil die Leute an Weihnachten lieber exotische Tiere wie Gnus oder Haifische essen wollen). Das Absichern gegen ungünstige zukünftige Preisentwicklungen bezeichnet man als *Hedging*. Es geschieht in unserem Beispiel durch ein einfaches *Warentermingeschäft*.

Das beschriebene Warentermingeschäft lässt sich durch ein *Finanztermingeschäft* ersetzen. Der Vorteil besteht darin, dass damit die Absicherung gegen Preisschwankungen vom Grundgeschäft (Kauf bzw. Verkauf von Weihnachtsgänsen) losgelöst wird. Dies geschehe im betrachteten Fall durch den Kauf bzw. Verkauf eines *Future*. Dabei handelt es sich letztlich um einen Vertrag über den Erhalt bzw. die Bezahlung einer bestimmten Geldsumme in der Zukunft. Die Vereinbarung könnte zum Beispiel so lauten: Sollte der Marktpreis einer 5 kg schweren Weihnachtsgans am 23. Dezember höher sein als 100 Euro, erhält der Supermarkt (Käufer des Future) von seinem Kontraktpartner den Differenzbetrag ausbezahlt. Sollte der Preis der Gans hingegen unter 100 Euro gesunken sein, muss der Supermarkt seinerseits den Differenzbetrag an seinen Kontraktpartner (Verkäufer des Future) ausbezahlen. Bei einem angenommenen Preis von 130 Euro würde der Supermarkt seine Gänse am 23. Dezember zum Marktpreis (130 Euro) erwerben und bekäme 30 Euro pro Gans erstattet, so dass eine Gans ihn nicht mehr als 100 Euro kostet. Beträgt der Ganspreis am 23. Dezember nur 80 Euro, würde der Supermarkt die Gänse zwar zu diesem niedrigen Preis erwerben können, müsste aber 20 Euro zusätzlich an den Kontraktpartner auszahlen.

Kontraktpartner des Supermarkts könnte der Geflügelzuchtbetrieb sein, der im Falle eines Preisrückganges profitieren würde, das heißt dagegen abgesichert wäre. Kontraktpartner des Supermarkts könnte aber genauso gut ein Spekulant sein, etwa eine Bank oder ein Hedgefonds, der auf einen Preisrückgang bei Gänsen spekuliert. Statt von Spekulation sprechen Banken übrigens lieber von *Trading* (Handeln), weil dieser Begriff nicht so negativ besetzt ist. Selbstverständlich spekulieren Banken und andere Finanzmarktakteure sowohl auf sinkende wie auch auf steigende Preise von Basiswerten.

Eine Bank, die auf einen Preisanstieg bei Gänsen spekuliert, könnte als Kontraktpartner unseres Geflügelzuchtbetriebs auftreten. Die Bank wäre entsprechend Käufer des Future. Sofern Kontrakte über Weihnachtsgänse an der Börse gehandelt werden, wird unsere Bank ihren Kontrakt vermutlich gar nicht bis zum Fälligkeitstag aufrechterhalten. Wenn nämlich der Preis von Weihnachtsgänsen steigt, so erhöht sich auch der Kurs des betreffenden Kontrakts. Immerhin könnte die