

**Untersuchungen über das
Spar-, Giro- und Kreditwesen**

Abteilung A: Wirtschaftswissenschaft

Begründet von Fritz Voigt

Herausgegeben von

G. Ashauer, W. Ehrlicher, H.-J. Krümmel, F. Voigt

Band 117

**Euromärkte und
nationale Finanzmärkte:
Eine Analyse ihrer Interdependenz**

Von

Josef H. Käsmeier



Duncker & Humblot · Berlin

JOSEF H. KÄSMEIER

**Euromärkte und nationale Finanzmärkte:
Eine Analyse ihrer Interdependenz**

Untersuchungen über das Spar-, Giro- und Kreditwesen

Abteilung A: Wirtschaftswissenschaft

Herausgegeben von

G. Ashauer, W. Ehrlicher, H.-J. Krümmel, F. Voigt

Band 117

Euromärkte und nationale Finanzmärkte: Eine Analyse ihrer Interdependenz

Von

Dr. Josef H. Käsmeier



DUNCKER & HUMBLOT / BERLIN

CIP-Kurztitelaufnahme der Deutschen Bibliothek

Käsmeier, Josef H.:

Euromärkte und nationale Finanzmärkte: eine
Analyse ihrer Interdependenz / von Josef H.
Käsmeier. — Berlin: Duncker und Humblot,
1984.

(Untersuchungen über das Spar-, Giro- und
Kreditwesen: Abt. A, Wirtschaftswiss.;
Bd. 117)

ISBN 3-428-05595-0

NE: Untersuchungen über das Spar-, Giro- und
Kreditwesen / A

Redaktion: Dr. Hermann Witte

Alle Rechte vorbehalten

© 1984 Duncker & Humblot, Berlin 41

Gedruckt 1984 bei Werner Hildebrand, Berlin 65

Printed in Germany

ISBN 3-428-05595-0

Meinen Eltern

Inhaltsverzeichnis

Einleitung	13
I. Die Bedeutung und Funktionsweise internationaler Finanzmärkte	15
1. <i>Das Wachstum der Euromärkte</i>	15
a) Definitionen	15
b) Die Entwicklung der Euromärkte	16
2. <i>Weitere Grundbegriffe</i>	20
a) Die Marktteilnehmer	20
aa) Banken	20
bb) Nichtbanken	23
b) Die Handelsobjekte	24
aa) Depositen	24
bb) Kredite	27
α) Art der Kredite	28
β) Die Preisgestaltung bei Eurokrediten	31
γ) Die Marktentwicklung	33
3. <i>Der Zinsbildungsprozeß an den Euromärkten</i>	35
a) Besonderheiten der internationalen Finanzmärkte	35
b) Das Verhalten der Marktteilnehmer	37
aa) Die Depositen- und Kreditnachfrager	37
α) Die Nachfrager von Depositen	37
β) Die Nachfrager nach Krediten	39
bb) Die Depositen- und Kreditanbieter	41
α) Komparative Kostenvorteile, begründet in Besonderheiten des Euromarktgeschäftes	41
β) Komparative Kostenvorteile, begründet in administrativen Eingriffen an den nationalen Finanzmärkten	43
c) Die Ableitung der Zinsspanne am Euromarkt	46
4. <i>Zur weiteren Vorgehensweise</i>	48
II. Die Interdependenz von internen und externen Finanzmärkten in einer Währung	53
1. <i>Theoretisches Grundmodell</i>	53
a) Die Annahmen	53
b) Das Modell	56
aa) Vorbemerkungen	56
bb) Das Mittelangebot	57
cc) Die Mittelnachfrage	59
dd) Der Gesamtzusammenhang	60
2. <i>Administrative Eingriffe in den Kapitalverkehr</i>	62
a) Dollarfinanzmärkte	62
aa) Ein Überblick über das Geld- und Bankwesen in den USA	62
bb) Regulierungsmaßnahmen in den USA	64

α) Regulation D	64
β) Regulation K	66
γ) Regulation M	66
δ) Freiwillige Vereinbarungen	67
b) DM-Finanzmärkte	67
aa) Mindestreservebestimmungen	67
bb) Regulierungen des Außenwirtschaftsverkehrs	69
3. <i>Empirische Überprüfung</i>	70
a) Dollarfinanzmärkte	70
aa) Vorbemerkungen	70
α) Eigenheiten des kurzfristigen US-Finanzmarktes	70
β) Die Auswahl vergleichbarer Finanzaktiva	72
γ) Anmerkungen zum Datenmaterial	74
bb) Die Ermittlung effektiver Zinssätze	76
α) Auswirkungen der Mindestreservpolitik	76
αα) Mindestreserven auf Inlandsverbindlichkeiten	77
ββ) Mindestreserven auf Auslandsverbindlichkeiten	81
β) Auswirkungen der übrigen währungspolitischen Maßnahmen	83
cc) Ergebnis	84
dd) Anhang: Dollarzinssätze (Januar 1977 bis Dezember 1981)	92
b) DM-Finanzmärkte	96
aa) Vorbemerkungen	96
α) Die Struktur des inländischen Geldmarktes	96
β) Die Auswahl vergleichbarer Finanzaktiva	97
γ) Anmerkungen zum Datenmaterial	97
bb) Die Ermittlung effektiver Zinssätze	98
cc) Ergebnis	100
dd) Anhang: DM-Zinssätze (Januar 1977 bis Dezember 1981)	105
III. Die Interdependenz der Dollar- und DM-Finanzmärkte	108
1. <i>Der internationale Zinszusammenhang</i>	108
a) Die Rolle der Devisenmärkte im internationalen Kapitalverkehr	108
b) Die Zinsparität	111
2. <i>Empirische Ergebnisse zur Zinsparitätstheorie</i>	115
a) Transaktionskosten bei Zinsarbitragegeschäften	117
aa) Indirekte Schätzung der Transaktionskosten	117
bb) Direkte Messung der Transaktionskosten	122
b) Die Elastizität der Arbitragefunktion	125
c) Zusammenfassung der Ergebnisse und Schlußfolgerungen	128
3. <i>Die Zinsarbitrage</i>	130
a) Externe Finanzmärkte	130
aa) Unvollkommene Kapitalmärkte	130
bb) Unvollkommene Devisenmärkte	136
cc) Ein Zahlenbeispiel	139
b) Interne Finanzmärkte	140
4. <i>Die übrigen Marktteilnehmer</i>	148
a) Fremdwährungspositionen von Ex- und Importeuren	148
b) Devisenspekulanten	153
c) Die Ableitung einer gemeinsamen Transaktionsfunktion	157
5. <i>Das Gesamtmodell</i>	158
a) Das Marktgleichgewicht	158

b) Einige komparativ-statische Ergebnisse	160
c) Zusammenfassung	164
Schlußbemerkungen	166
Zusammenfassung	169
Summary	170
Résumé	171
Literaturverzeichnis	172

Verzeichnis der Tabellen

Tab. 1:	Das Volumen der Euromärkte	19
Tab. 2:	Das Interbankengeschäft am Euromarkt: I	22
Tab. 3:	Das Interbankengeschäft am Euromarkt: II	22
Tab. 4:	Der Anteil der Auslandspositionen der berichtenden europäischen Banken gegenüber Nichtbanken	24
Tab. 5:	Die Fälligkeitsstruktur der Einlagen am Londoner Euromarkt	26
Tab. 6:	Die Fälligkeitsstruktur der Kredite am Londoner Euromarkt	29
Tab. 7:	Veröffentlichte Eurokredite	30
Tab. 8:	Der Anteil der vergebenen Eurokredite mit einem Aufschlag von kleiner oder gleich 1 Prozent	32
Tab. 9:	Die Bilanzzusammensetzung der Banken in Großbritannien	36
Tab. 10:	Der Anteil der nicht ausgenutzten Kreditzusagen der Eurobanken an Länder außerhalb des Berichtsgebietes	40
Tab. 11:	Die Einlagenstruktur großer US-Geschäftsbanken	79
Tab. 12:	Forderungen und Verbindlichkeiten der US-Banken gegenüber ihren Auslandsfilialen	82
Tab. 13:	US-Mindestreservesätze auf Inlandsverbindlichkeiten	87
Tab. 14:	Mittelwerte und Standardabweichungen der Dollarzinsdifferenzen	88
Tab. 15:	Mindestreservesätze für Termineinlagen in der BRD	99
Tab. 16:	Eurozinssätze und Dollarwechsellkurse	139
Tab. 17:	Ergebnisse des Zahlenbeispiels	140

Verzeichnis der Abbildungen

Abb. 1:	Der Euromoney Index	34
Abb. 2:	Ausgewählte US-Zinsen 1933 - 1979	45
Abb. 3:	Der Gesamtzusammenhang interner und externer Dollar- und DM-Finanzmärkte	51
Abb. 4:	Die Angebotsfunktion am Eurodepositenmarkt	58
Abb. 5:	Die Nachfragefunktion am Eurodepositenmarkt	60
Abb. 6:	Angebot und Nachfrage am Eurodepositenmarkt	61
Abb. 7:	Einmonats-Dollarzinssätze	89
Abb. 8:	Dreimonats-Dollarzinssätze	90
Abb. 9:	Sechsmonats-Dollarzinssätze	91
Abb. 10:	Einmonats-DM-Zinssätze	103
Abb. 11:	Dreimonats-DM-Zinssätze	104
Abb. 12:	Die Zinsarbitragefunktion	114
Abb. 13:	Bruttozinsdifferenzen für Dollar- und DM-Depositen bei unvollkommenen Finanzmärkten	131
Abb. 14:	Der Zusammenhang externer Depositen- und Devisenterminmärkte	134
Abb. 15:	Die Zinsarbitragefunktion bei unvollkommenen Finanzmärkten . .	136
Abb. 16:	Der Zusammenhang der Dollar- und DM-Finanzmärkte	144
Abb. 17:	Die Transaktionsfunktion der Ex- und Importeure am Devisenterminmarkt	151
Abb. 18:	Der Schwankungsbereich des Swapsatzes in Abhängigkeit von der Bruttozinsdifferenz	153
Abb. 19:	Die Transaktionsfunktion der Währungsspekulanten am Devisenterminmarkt	154
Abb. 20:	Die Transaktionsfunktion der Außenhändler und Spekulanten am Devisenterminmarkt	157
Abb. 21:	Das Marktgleichgewicht am Devisenterminmarkt	160
Abb. 22:	Verschiebungen der ZZ-Funktion	162
Abb. 23:	Verschiebungen der SH-Funktion	163

Einleitung

Seit der Entstehung der Euromärkte Ende der fünfziger Jahre hat ihre Bedeutung stark zugenommen. Spätestens zu Beginn der siebziger Jahre hatten sie ein Niveau erreicht, welches grundlegende Veränderungen im internationalen Bankensystem bewirkt hat. Damit einhergehende Wandlungen im Unternehmensbereich, weg von den regional beschränkten, hin zu den weltweit operierenden multinationalen Firmen, haben zu einem Integrationsgrad der Güter- und Finanzmärkte geführt, der völlig neue Entwicklungen im internationalen Zahlungs- und Kapitalverkehr zur Folge hatte.

Von einigen wenigen Beiträgen abgesehen¹ befaßt sich die wissenschaftliche Literatur erst seit etwa 1969 ausführlicher mit der Problematik der Euromärkte. Allerdings beschränkte sie sich zunächst entweder auf rein deskriptive Darstellungen² oder war, wenn sie sich der theoretischen Analyse bediente, fast ausschließlich auf den Geldschöpfungsprozeß am Euromarkt fixiert³. Diese Richtung der Forschung konnte jedoch keine wesentlichen Erkenntnisse liefern, weil sie den Euromarkt isoliert betrachtete und die Vermittlungstätigkeit der Banken vernachlässigte. Deshalb setzte sich in der zweiten Hälfte der siebziger Jahre allmählich⁴ die Erkenntnis durch, daß die zentralen Aspekte der internationalen Finanzmärkte so nicht zu erfassen und erklären sind⁵. Vielmehr gilt es, das Hauptaugenmerk auf die Zusammenhänge zwischen den inländischen Geld- und Kreditmärkten und den Euromärkten zu richten.

Das enorme Einsatzpotential, das sich an den internationalen Finanzmärkten angesammelt hat und die Kurzfristigkeit der Mittelanlagen stellen nicht nur für die Geldpolitik einzelner Länder, sondern für das gesamte Weltwährungssystem eine ständige Störquelle dar. Die Entwicklung zu Beginn der achtziger Jahre zeigte, daß Veränderungen ökonomischer Daten oder auch nur politischer Faktoren massive Kapitalbewegungen von einer Währung in eine andere auslösen können. Aufgrund der engen Verbindun-

¹ Vgl. Altmann (1961, 1963), Einzig (1964).

² z.B. Widmer (1969), Machlup (1972, a), Bell (1973), Quinn (1975).

³ Vgl. etwa Friedman (1969), Makin (1972), Lee (1973), Hewson (1975), Niehans, Hewson (1976).

⁴ Einige Autoren versuchten die Anwendungsbezogenheit der Multiplikatoransätze zu verbessern, indem sie die Zusammenhänge zwischen internem und externem Geldschöpfungspotential berücksichtigten. Vgl. Willms (1976), Fuhrmann (1979).

⁵ Vgl. etwa Lutz (1974), Zumpfort (1977), Freedman (1977), Grünärml (1979).

gen zwischen den wichtigsten Finanz- und Devisenmärkten führen diese Umschichtungen zu starken Schwankungen der Zinssätze und Wechselkurse. Außerdem können sie erhebliche Behinderungen der Zentralbanken bei der Realisierung binnenwirtschaftlich orientierter Ziele verursachen. Deshalb hat sich diese Arbeit zum Ziel gesetzt, die Besonderheiten der internationalen Finanzmärkte (Kapitel I) und die Interdependenzen mit den nationalen Geld- und Kreditmärkten (Kapitel II und III) zu untersuchen. Dadurch sollen zum einen die Kanäle, durch welche die Kapitalströme ihren Weg finden, aufgezeigt werden, und zum zweiten die Art der Verbindungen zwischen den verschiedenen Finanzmärkten, und damit auch die Möglichkeiten geldpolitischer Einflußnahme durch die Währungsbehörden, veranschaulicht werden.

I. Die Bedeutung und Funktionsweise internationaler Finanzmärkte

1. Das Wachstum der Euromärkte

a) Definitionen

Der gesamte Finanzmarkt in einer Währung, z. B. in DM, setzt sich aus der Summe aller Märkte zusammen, an denen DM-Mittel angelegt, und/oder aufgenommen werden. Der Teil des Marktes, welcher sich im Inland befindet, ist das interne, der Teil, der sich im Ausland befindet, das externe Segment des gesamten Finanzmarktes in einer Währung. Das letztere besteht im weiteren Sinne wiederum aus zwei Bereichen. Zum einen gibt es schon immer das traditionelle Fremdwährungsgeschäft, d. h. die Möglichkeit für einen Deutschen z. B. Dollar in New York oder Pfund Sterling in London aufzunehmen bzw. anzulegen. Daneben aber hat sich seit Mitte der fünfziger Jahre das sog. Euromarktgeschäft entwickelt. Da Transaktionen dieser Art hier im Mittelpunkt stehen, soll im folgenden unter externem Segment lediglich dieser Teil des Finanzmarktes in einer Währung verstanden werden.

Ein Eurowährungsmarkt ist ein Finanzmarkt in einem Land, in welchem die bei den Transaktionen verwendete Währung kein gesetzliches Zahlungsmittel ist. So stellt etwa der Geldmarkt in Luxemburg, der in DM abgewickelt wird, einen Teil des Euro-DM-Marktes dar. Nur der Euromarkt im engeren Sinne ist jedoch, wie es die erste Silbe des Wortes vermuten ließe, auf das europäische Gebiet beschränkt. Üblicherweise werden mit Euromarkt auch die internationalen Finanzmärkte in anderen Erdteilen bezeichnet. Der allgemeinere Ausdruck Währungsaußenmarkt oder nur Außenmarkt, der die Implikation der räumlichen Begrenzung vermeiden würde, soll hier synonym verwendet werden, obwohl er sich in der Literatur bisher nicht durchsetzen konnte.

Der gesamte Euromarkt in einer Währung kann nun für sich wieder je nach Bedarf in verschiedene Teilmärkte untergliedert werden. Eine Aufschlüsselung wie F. Machlup sie vorschlägt¹, ist zwar für theoretische Arbei-

¹ Er unterteilt den Euromarkt in drei Subsysteme:

1. Den Geldmarkt, der ein reiner Interbankenmarkt ist.
 2. Den Kreditmarkt, auf dem Nichtbanken bei den Eurobanken Kredite aufnehmen bzw. zur Verfügung stellen.
 3. Den Einlagenmarkt, welcher der Liquiditätshaltung der Nichtbanken dient.
- Vgl. Machlup (1972, b), S. 3.