

Einführung und Erläuterungen zum Thema „Wirtschaftskreislauf“; Texte zum selektiven, auch auszugsweisen Einsatz im Unterricht.

Wirtschaftskreislauf: Eine realistische Darstellung wirtschaftlicher Zusammenhänge?

Die herrschende wirtschaftswissenschaftliche Lehrmeinung versteht den Wirtschaftskreislauf als Zusammenfassung der Konten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (VGR), deren Sinn darin besteht, die Wertschöpfung, also das Sozialprodukt einer Volkswirtschaft, in einem bestimmten Zeitraum zu erfassen. Es geht zunächst nicht darum, die im Wirtschaftsgeschehen wirkenden Kräfte im Sinne materieller und finanzieller Stromgrößen zu erfassen und deren Wirkung zu untersuchen.ⁱ

Aufgrund der Verwendung der Kontensystematik der VGR für den Wirtschaftskreislaufs (der nach allgemeinem Verständnis die Waren- und Geldströme abbilden soll) ist dessen Darstellung in den gängigen Lehr- und Schulbüchern häufig irreführend, mindestens besteht Aktualisierungsbedarf.

Die realwirtschaftlichen Abläufe müssen exakter erfasst und dargestellt werden, als dies in den üblichen Kreislaufdarstellungen geschieht, damit die Realität wenigstens in den großen Linien korrekt nachgezeichnet wird.

Es geht vor allem um folgende Fragen und Probleme:

1. Die Behauptung der Identität von Sparen und Investieren

In der Rückschau („ex-post“) gilt immer die Identität des gesamtwirtschaftlichen Sparens und der gesamtwirtschaftlichen Investition ($I=S$). Diese resultiert aus der banalen Festlegung, dass alles, was in einer Periode produziert und **nicht** konsumiert wurde, pauschal als „Investition“ bezeichnet wird, egal ob also eine neuen Fabrik errichtet oder Waren „auf Lager“ produziert wurden.

In der Darstellung des Wirtschaftskreislaufs ist daher die pauschale Größe „Investition“ nicht sehr aussagekräftig - ist doch nicht auszuschließen, dass hohe „Investitionen“ durch steigende Lagerbestände in einer Wirtschaftsflaute verursacht werden.

Vor allem ist aber problematisch, dass die behauptete Identität von Sparen und Investieren den falschen Eindruck vermittelt, eifriges Sparen (Reduzierung des Konsums) fördere Investitionen, weil diese wesentlich aus dem Sparvolumen finanziert würden. Spätestens seit der internationalen Finanzkrise ist bewiesen, dass es sich dabei um eine grobe Fehleinschätzung handelt.

2. Die Zentralbanken sorgen für Geldnachschub

Die Annahme, dass der „erweiterte Wirtschaftskreislauf“ⁱⁱ alle wesentlichen wirtschaftlichen Stromgrößen erfasst ist korrekturbedürftig. Denn dass das Bankensystem ganz wesentlich über die Offenmarktgeschäfte der Zentralbanken mit Liquidität versorgt wird bleibt in den Kreislaufdarstellungen unberücksichtigt. Seit der internationalen Finanzkrise und dem infolge dessen mindestens bis Anfang 2013 stark beeinträchtigten Geldmarkt bzw. Interbankenmarktⁱⁱⁱ (die Banken leihen untereinander aus Furcht vor Insolvenzen deutlich weniger Geld als früher) versuchen Zentralbanken weltweit, besonders seit Ende 2011 durch deutlich über bisher übliche Dimensionen hinausgehende voluminöse und langfristige Offenmarktangebote („Dicke Bertha“^{iv}) den Geldmarkt zu stabilisieren und die Kreditvergabe der Geschäftsbanken zu beflügeln.

Eine halbwegs realistische Darstellung muss daher die Versorgung des Bankensystems durch Zentralbankgeld einbeziehen.

3. Globale Finanzströme

Globalisierung und internationale Finanzkrise haben auch aufgezeigt, dass nationale Volkswirtschaften (soweit man von solchen noch reden kann) massiv durch globale Finanzströme bzw. –spekulationen beeinflusst und beeinträchtigt werden können.

Finanzbeziehungen zwischen Kredit- und Geldanlage-Instituten und dem Ausland (bzw. dortigen Börsen, Banken, Fondsgesellschaften usw.) sind daher als weiterer wichtiger Einflussfaktor für die wirtschaftliche Entwicklung zu berücksichtigen, auch weil dadurch die Devisenkurse beeinflusst werden können.

4. Abschreibungen

Eine spezielle Merkwürdigkeit ist, dass einige Kreislaufdarstellungen Abschreibungen der Unternehmen pauschal als Ersparnis bzw. Geldanlage bewerten.

Argumentiert wird, dass die Abschreibungen in der Preiskalkulation der Unternehmen als Kostenfaktor berücksichtigt sind und daher im Absatz zu Einnahmen führen, die dann als Kassenbestand vorhanden sind und die Inanspruchnahme von Vermögensbeständen oder Krediten ersparen.

Korrekt ist, dass zur Ermittlung der tatsächlichen Wertschöpfung von Unternehmen nicht nur die Vorleistungen, sondern auch die Abschreibungen (Abnutzung der bereits vorhandenen Maschinen, Geräte, Einrichtungen, Gebäude) vom Bruttoproduktionswert abgezogen werden müssen, denn es handelt sich bei Abschreibungen auf das Inventar um sachliche Produktionskosten. Da diese aber nicht akut bezahlt werden, werde dadurch das Vermögen erhöht bzw. der Schuldenstand gemindert.

Aber: Es fließt kein Geldstrom vom Unternehmen zum Vermögenssektor; deshalb haben Abschreibungen in der Darstellung des Wirtschaftskreislaufs nichts zu suchen, auch deshalb nicht, weil die Realisierung äquivalenter Einnahmen davon abhängt, ob bzw. in welchem Umfang die Waren abgesetzt werden.

Wenn durch Verkaufserlöse entsprechende Überschüsse erzielt und von Girokonten in den Vermögensbereich transferiert werden, wäre dieser tatsächliche Geldfluss ganz normal unter der Kategorie „Ersparnis der Unternehmen“ zu fassen, wie es in einigen Kreislaufdarstellungen auch geschieht. Die uneingeschränkte Notierung von Abschreibungen als Vermögensbildung ist dagegen nicht nachvollziehbar.

5. Investitionen und Kredite

Eine ebenfalls weit verbreiteter Mangel: In vielen Kreislaufdarstellungen werden „Investitionen“ als Geldstrom von den Banken zu den Unternehmen ausgewiesen. Unklar bleibt, ob oder in welchem Umfang es sich dabei um Kredite, um Inanspruchnahme von Guthaben der Unternehmen oder etwa um direkte Investitionen (Beteiligungen) der Banken (oder anderer Geldanlageinstitute) handelt.

Insofern ist es zwar nicht unlogisch, dass in einigen Darstellungen Kredite für Unternehmen gar nicht benannt werden, weil man diese unter „Investitionen“ mit verrechnet. Das kann man zwar so festlegen, es dient aber nicht gerade der Anschaulichkeit und Verständlichkeit, wenn Haushalte und Staat als Kreditnehmer erscheinen, Unternehmen aber nicht.

In Wirklichkeit handelt es sich also bei der im Kreislaufschema als „Investitionen“ bezeichneten Stromgröße um deren Finanzierung, die sich aus unterschiedlichen Quellen speisen kann.

6. Kreislauf?

Der sogenannte erweiterte Wirtschaftskreislauf besteht tatsächlich nicht aus „einem“ Kreislauf. Und eine Rotation im Sinne einer echten Kreisbewegung gibt es ausschließlich beim Geld, bei Waren und Dienstleistungen offensichtlich nicht, denn diese werden bekanntlich ge- und verbraucht und nur in geringem Maße recycelt. Beeinflusst bzw. potenziell aufgeladen oder gedämpft wird der Finanzkreislauf durch Beziehungen zu Auslandsmärkten. So saugen beispielsweise hohe Rohstoffimportkosten Kaufkraft aus dem Wirtschaftskreislauf ab, wenn diese nicht durch Exporteinnahmen ausgeglichen werden. Auch schwer kontrollierbare finanzielle Transfers innerhalb von global agierenden Konzernen können bewirken, dass externe Ansprüche auf das Sozialprodukt einer Volkswirtschaft entstehen. Und schließlich sind es seit der Liberalisierung des Welthandels und der Beseitigung von Devisen- und Kapitalverkehrsbeschränkungen kaum überschaubare internationale Finanztransaktionen (neben dem Handel mit Wertpapieren: Termin- und Optionsgeschäfte sowie der Handel mit kompliziert konstruierten „Derivaten“), die in der Summe ein Vielfaches der für den internationalen Handel von Waren und Dienstleistungen erforderlichen Devisen ausmachen. Es ist also nicht nur die interne konjunkturelle Entwicklung einer Volkswirtschaft bzw. deren internes Wachstum, wodurch die Wirtschaftslage positiv oder negativ beeinflusst wird.

Die zu stark vereinfachenden gängigen Kreislaufdarstellungen lassen auch oft unberücksichtigt, dass ein für die Wirtschaftsentwicklung wichtiger Kreislauf zwischen den Produktions- und Dienstleistungsunternehmen selbst existiert (Kauf/Verkauf von Vorprodukten, Investitionsgütern, Dienstleistungen).

Keynes hat es daher für richtig gehalten, die wirtschaftliche Gesamtnachfrage nicht nur pauschal, sondern in ihren Einzelkomponenten (Konsumgüter, Investitionsgüter, Staat, Ausland) im Verhältnis zur Angebotsseite zu analysieren und die Notwendigkeit staatlichen Eingreifens zur Erhöhung der Gesamtnachfrage aus dieser Analyse abzuleiten.^v

Das hier vorgelegte überarbeitete **Wirtschafts„kreislauf“** – Schema soll den angesprochenen Kritikpunkten Rechnung tragen. Die Darstellung ist aber zweifellos inhaltlich und formal noch verbesserungsfähig. Vorschläge und Kritik sind willkommen!

Erläuterungen zum folgenden Wirtschafts„kreislauf“ – Schema

- Darstellung von Geldströmen: grün
- materielle und nicht materielle Lieferungen und Leistungen: schwarz
- Doppellinien: Ströme in beiden Richtungen, z.B.

Finanzierung von Investitionen / Zinsen

Kredite, Auflösung von Guthaben und Beteiligung von Geldinstituten („Eigenhandel“), also Finanzmittel, die die Betrieben aus dem Geld- und Kreditsektor erhalten; in der Gegenrichtung müssen die Betriebe für Kredite Zinsen und für evtl. Beteiligungen Dividenden zahlen.

- Kredite / Zinsen

Private Haushalte nehmen Kredite bei Banken auf und zahlen dafür Zinsen und Tilgungen.

Bereitstellung von Zentralbankgeld: In der Euro-Zone werden den Banken durch die Europäische Zentralbank kurzfristige, mittelfristige und langfristige Kredite (Zentralbankgeld) angeboten. Dies geschieht auf dem „Geldmarkt“, auf dem von der EZB große Summen quasi

versteigert werden. Die Kredite sind aber befristet, die Gelder müssen also zurückgezahlt werden. Die Zentralbank kann über die Gestaltung dieser sogenannten Offenmarktgeschäfte die gesamtwirtschaftliche Geldmenge steuern. Besondere Bedeutung hat die Geldpolitik der EZB (auch Refinanzierungsgeschäfte oder Wertpapierpensionsgeschäfte genannt, wenn im Gegenzug Wertpapiere verpfändet werden müssen) seit der internationalen Finanzkrise.

- Globale Finanzströme

- Wertpapiergeschäfte, Termingeschäfte, Handel mit Derivaten**

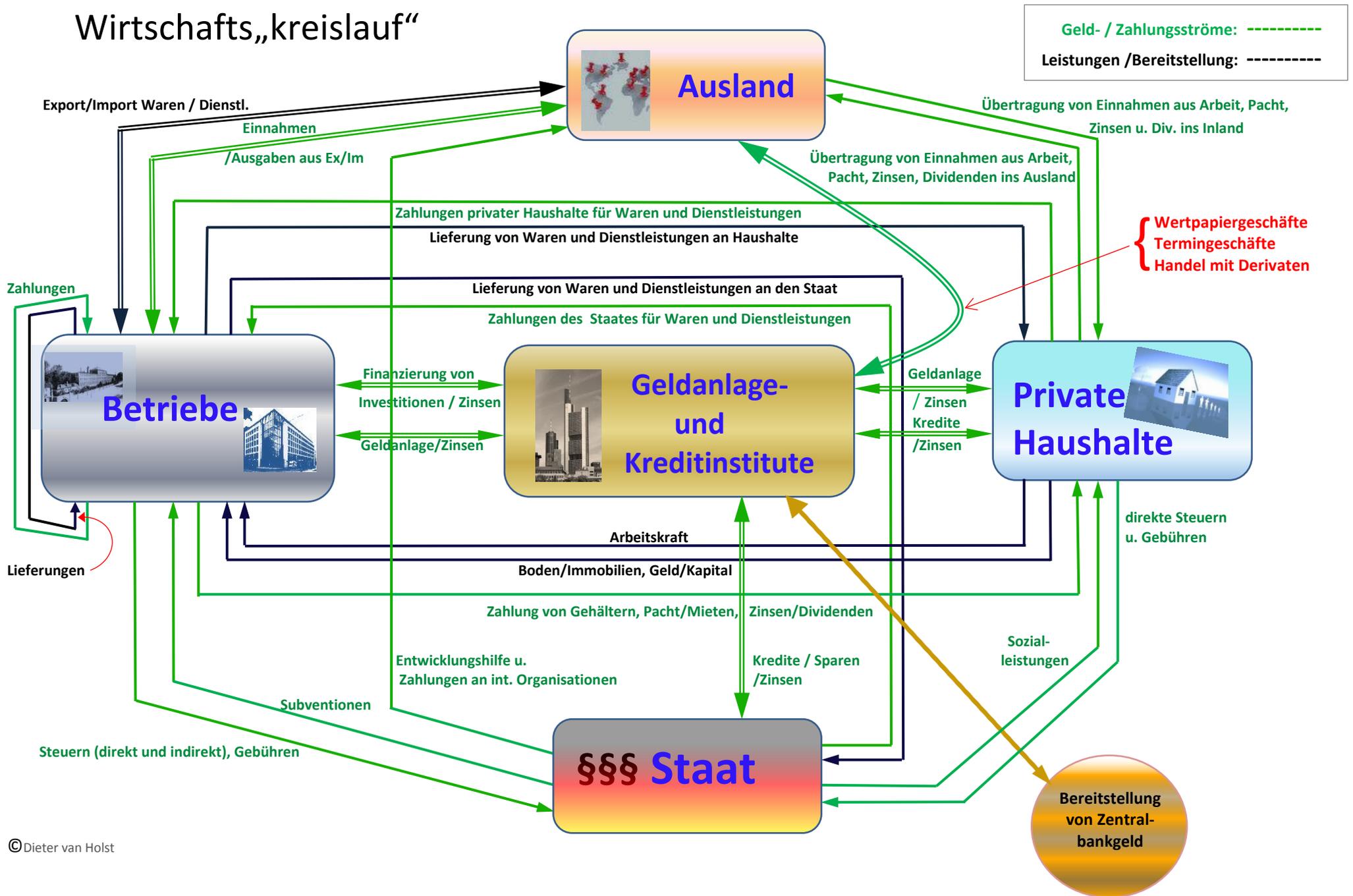
- Das enorm gestiegene Volumen spekulativer Finanztransaktionen ist nicht nur wegen damit verbundener hoher Verlustrisiken ein Problem (so machte JP Morgan, die größte US-Bank 2012 einen Verlust von 6 Milliarden € beim Handel mit Derivaten).

- Die riesige, permanent um den Erdball kreisende Spekulationswelle hatte 2006 ein Volumen, das fast 70-mal höher war als das Weltsozialprodukt. Bis 2013 dürfte dieses Volumen weiter zugenommen haben.

- Da sich die Spekulation mit Börse-, Devisen und Zinsderivaten (deren ursprünglicher Sinn die Absicherung von realen Geschäften gegen Preisschwankungen war) weitgehend von der Realwirtschaft abgekoppelt hat, kann sie aufgrund ihrer Größenordnung Aktien- und Devisenkurse sowie Rohstoffpreise beeinflussen, unabhängig von der realwirtschaftlichen Nachfrage. Auch gezielte Manipulationen sind nicht auszuschließen.

- Ob die teilweise kontroversen Interessen der beteiligten Staaten und Finanzgruppen eine von den meisten Regierungen angestrebte Finanzmarktregulierung zulassen, wie diese aussehen kann und ob dadurch die Risiken für die Weltwirtschaft eingedämmt werden können muss sich in den nächsten Jahren zeigen.

Wirtschafts„kreislauf“



Börsen- und Handelsformen

Wer den Begriff Börse verwendet meint damit gemeinhin die Wertpapierbörse bzw. die Aktienbörse, an der neben den Aktien oft auch Schuldscheine (festverzinsliche Wertpapiere wie Staatsanleihen, Firmenanleihen usw.) gehandelt werden - allerdings nicht alle Wertpapiere dieser Art, denn neben den staatlich kontrollierten bzw. gesetzlich geordneten Handelsplätzen gibt es für Wertpapiere einen sogenannten grauen Markt („OTC^{vi}-Markt“ u.a.), der nicht durch gesetzliche Vorgaben geregelt ist.

Neben den Wertpapierbörsen gibt es spezielle Börsen, vor allem für

- besonders wichtige Waren (agrарische und mineralische Rohstoffe, Edelmetalle usw.)
- Termingeschäfte (Waren, Wertpapieren, Derivate)
- Devisenhandel^{vii}
- Emissionshandel (CO₂)

Der Handel fand ursprünglich auf dem „Börsenparkett“ (Parketthandel, Präsenzbörse) statt. Schon seit einigen Jahren wird der Löwenanteil des Handels an den Wertpapierbörsen über Computerprogramme abgewickelt.

An der Frankfurter Wertpapierbörse ist es das elektronische Handelssystem XETRA, das die Kurse und den „DAX“ (s.u.) permanent neu berechnet und den Handel in hoher Geschwindigkeit abwickelt. In Deutschland gibt es insgesamt acht Wertpapierbörsen (Frankfurt/Main, Berlin, Bremen, Düsseldorf, Hamburg, Hannover, München und Stuttgart) und eine Terminbörse für Finanzderivate (Futures und Optionen, Frankfurt/Main). Frankfurt ist nach London die zweitgrößte europäische Wertpapierbörse.

Aufgaben und Funktionen der Wertpapierbörse

1. „Die Börse ist ein organisierter Markt, an dem Angebot und Nachfrage für Wertpapiere zusammengeführt werden. Sie bietet also den Marktplatz, an dem sich Sparer und Investoren (Kapitalgeber) an der wirtschaftlichen Entwicklung von Unternehmen beteiligen können und Unternehmen (Kapitalnehmer) Geldgeber finden. ... Ohne diese "Vermittlungsstelle" müssten Kapitalgeber und Kapitalnehmer direkt miteinander verhandeln, was hohe Such- und Informationskosten verursachen würde.“^{viii}

2. Feststellung der Aktienkurse: Die Preise von Aktien (Aktienkurse) werden nach dem „Meistausführungsprinzip“ festgelegt.

Im „Orderbuch“ werden die Kauf- und Verkaufsaufträge für die Aktie gesammelt. Dann wird der Kurs ermittelt, bei dem es zu einem möglichst niedrigen Angebots- und Nachfrageüberhang kommt und der größtmögliche Umsatz erwirtschaftet wird.

Beispiel: Aktie der „Fantasie-AG“ (aktueller Kurs ca. 50,00€)

<u>Kaufaufträge</u>	<u>Limit (höchstens für...)</u>	<u>Verkaufsaufträge</u>	<u>Limit (mindestens für...)</u>
a) 90	(billigst)	f) 200	51,50
b) 210	€ 48,50	g) 150	50,50
c) 100	€ 49,00	h) 250	49,50
d) 40	€ 49,50	i) 80	49,00
e) 20	€ 50,00	j) 120	(bestens)

Da der höchste Umsatz (450 Aktien) hier bei einem Kurs von € 50,00 zustande kommt, wird dieser Kurs vom Börsenmakler (bzw. vom elektronischen Handelssystem) als aktueller Aktienkurs festgelegt. Wenn nicht alle Kaufaufträge erfüllt werden können, werden zuerst die unlimitierten Aufträge und darauf die Aufträge mit den höchsten Geboten (bzw. auf der Angebotsseite mit die niedrigsten) befriedigt:

Kurs	mögliche Käufe	mögliche Verkäufe	möglicher Umsatz
€ 48,50	300 (a + b)	120 (j)	120
€ 49,00	400 (a + b + c)	200 (j + i)	200
€ 49,50	440 (a + b + c + d)	450 (j + i + h)	440
€ 50,00	460 (a + b + c + d + e)	450 (j + i + h)	450
€ 50,50	90 (a)	600 (j + i + h + g)	90
€ 51,00	90 (a)	600 (j + i + h + g)	90
€ 51,50	90 (a)	800 (j + i + h + g + f)	90

Nach der Abwicklung der Kauf- und Verkaufsaufträge ergibt sich folgende Situation:

Kaufaufträge	Limit (höchstens für...)	Verkaufsaufträge	Limit (mindestens für)
a) 90	(billigst)✓	f) 200	51,50
b) 210 10	€ 48,50	g) 150	50,50
c) 100	€ 49,00✓	h) 250	49,50✓
d) 40	€ 49,50✓	i) 80	49,00✓
e) 20	€ 50,00✓	j) 120	(bestens)✓

Die Aufträge b, f und g können zum festgesetzten Preis nicht bzw. nicht vollständig ausgeführt werden: Kaufaufträge über 10 Aktien (Rest b) und Verkaufsaufträge über 400 Aktien (f + g) bleiben unerledigt.

Bei Aktien großer Gesellschaften mit hohen Umsätzen werden Aufträge im „fortlaufenden Handel“ abgewickelt, d.h. unverzüglich (in der Abfolge des Auftragseinganges) ausgeführt, sobald zusammen passende Kauf- und Verkaufsaufträge eingehen. Daher kann sich der Kurswert solcher Aktien kurzfristig ändern.

Aufträge für weniger gehandelte Aktien werden bis zu sogenannten Auktionsterminen gesammelt. An der Frankfurter Wertpapierbörse gibt es im XETRA-System drei Auktionstermine (Börseneröffnung - Mittagsauktion - Schlussauktion). Gehandelt wird im XETRA-System von 9.00 bis 17.30 Uhr.

Deutscher Aktienindex (DAX)

Der Deutsche Aktienindex (DAX), ein gewichteter Mittelwert der 30 größten deutschen Aktiengesellschaften („Blue Chips“), wird vom XETRA-System permanent neu berechnet und kann sich in Sekundenfrist verändern. Als wichtigster Index der Frankfurter Wertpapierbörse wurde der DAX Anfang 1988 mit einem Indexwert von 1000 eingeführt. Daneben gibt es an der Frankfurter Wertpapierbörse für bestimmte Marktsegmente weitere Indizes (MDAX, TecDAX, SDAX).

Der DAX ist ein „kapitalisierungsgewichteter“ Index. Grundlage für das Gewicht der einzelnen Aktie ist die sogenannte Marktkapitalisierung. Diese errechnet sich aus dem Aktienkurs und der Zahl der Aktien im Streubesitz („Free Float“); die Aktienpakete von Großanlegern (Fonds, Versicherungen), die über 5% der Aktien eines Unternehmens halten, gelten als Festbesitzblock und bleiben bei der Berechnung der Marktkapitalisierung unberücksichtigt. Das Gewicht einer Aktie im DAX soll also nur von dem Aktienvolumen abhängen, das auch an der Börse gehandelt wird, bzw. nicht langfristig festgelegt ist.

Aktienindizes gelten als „Börsenbarometer“ und sollen über die „Stimmung“ in der Wirtschaft bzw. in bestimmten Wirtschaftssektoren informieren. Höhe und Entwicklung von Aktienindizes gelten auch als Maßstab („Benchmark“) zur Bewertung einzelner Aktien, von Fondsvermögen oder sonstigen Vermögenswerten.

„Wertpapiere“

Die vielen verschiedenen Wertpapierarten genau zu erläutern würde den Rahmen einer Übersicht sprengen. Es folgt daher ein knapper Abriss der Wertpapier - Grundformen.

Ursprünglich gelten als Wertpapiere alle schriftlich (auf Papier) dokumentierten („verbrieften“) Ansprüche, die der faktische Besitzer (=Inhaber; Ausnahme: „Namenspapiere“) dieses Wertpapiers geltend machen kann. Im weitesten Sinne gehören dazu auch „Geldwertpapiere“ (Schecks, Wechsel)

und „Warenwertpapiere“ (Ansprüche auf gelagerte oder auf einem Lieferweg befindliche Ware). Im engeren Sinne sind mit Wertpapieren „Effekten“ gemeint, d.h. Wertpapiere, die am Kapitalmarkt (nicht nur an der Börse!) gehandelt werden können und die entweder als Kredit („Gläubigereffekten“) einen Schuldtitel oder als Anteil- oder Teilhaberpapier („Teilhabereffekten“) das Miteigentum an einem Unternehmen (oder an Fondsgesellschaften, s.u.) begründen.

A. Teilhaberpapiere

Aktien begründen das

- Miteigentum des Inhabers an einer Aktiengesellschaft sowie ein
- Mitsprachrecht bei (grundlegenden) Unternehmensentscheidungen in der jährlichen Hauptversammlung entsprechend dem Besitzanteil. Wenn die AG einen Gewinn erzielt wird (in der Regel) pro Aktie eine
- Gewinnbeteiligung („Dividende“) „ausgeschüttet“. Die meisten Aktien großer Unternehmen sind „Börsenpapiere“, werden also an der Börse gehandelt und unterliegen daher einem von Angebot und Nachfrage abhängigen, schwankenden
- Verkaufswert (Aktienkurs). Der Kauf von Aktien ist daher mit dem
- Risiko verbunden, dass bei schlechter Geschäftslage keine Gewinnbeteiligung erfolgt und dass der Aktienkurs möglicherweise drastisch fallen kann, wenn viele Aktionäre (oder auch wenige Großaktionäre) die Aktie „abstoßen“.

Investmentanteile und -zertifikate^{ix} begründen das

- Miteigentum am „Sondervermögen“ (=von den Anleger eingezahlt) einer Fondsgesellschaft (Kapitalanlagegesellschaft - KAG). Sie sind originär **keine** Börsenpapiere^x; der
- Rückkaufwert eines Anteilscheins wird von der Fondsgesellschaft täglich neu berechnet, je nach Wertentwicklung des Sondervermögens. Die Fondsmanager legen das ihnen anvertraute Geld - je nach Art des Fonds (s.u.) in bestimmten
- Wertpapieren oder Beteiligungen, z.B. Immobilien an; es handelt sich also um ein von Experten gemanagtes
- Kapitalmarktdepot. Der Besitzer von Investmentanteilen kann diese (mit gewissen nicht unwesentlichen Ausnahmen) zum jeweils gültigen
- Rückkaufswert an die Fondsgesellschaft zurückverkaufen, musste allerdings beim Kauf meist einen Aufschlag auf den Nennwert bezahlen, so dass ein kurzfristiger Verkauf, vor allem bei ungünstiger Wirtschaftsentwicklung, u.U. nur mit Verlust möglich ist.
- Vorteil gegenüber dem Kauf einzelner Wertpapiere wie Aktien: Risikostreuung; die durchschnittliche Wahrscheinlichkeit, dass der Gesamtwert des Kapitalmarktdepots und damit auch der Wert jedes Anteilscheins sinkt, ist geringer als bei einzelnen Wertpapieren.

Das Fondsvermögen kann aus Aktien, Optionsscheinen, festverzinslichen Wertpapieren („Rentenfonds“), Immobilien, Festgeld, Derivaten und / oder Geldmarktpapieren bestehen; außerdem gibt es Mischfonds und „Dachfonds“, die ihrerseits an Fondsgesellschaften beteiligt sind. Nach dem Investmentgesetz muss das Sondervermögen von Wertpapierfonds in mindestens 16 verschiedene Wertpapiere investiert werden.

Eine besondere Art von Fonds sind sogenannte

- „Hedgefonds“; sie wurden ursprünglich entwickelt, um Investoren gegen Risiken abzusichern (hedging = Absicherung). Dieser ursprüngliche Zweck ist inzwischen weitgehend verloren gegangen; diese Fonds verfolgen ganz im Gegenteil eine besonders riskante, spekulative Anlagestrategie.
Besondere Merkmale: Spekulation auf Kredit vor allem mit Derivaten (s.u.), häufig auf fallende Kurse und durch Leerverkäufe von Wertpapieren auf Termin : Es werden Wertpapiere verkauft, die man (noch) nicht besitzt, die erst bei gefallen Kursen zu niedrigeren Preisen beschafft werden, wodurch in Krisenphasen der Kursverfall beschleunigt werden kann.

Neuere Hedgefonds-Strategien sind stärker auf „Arbitrage-Geschäfte“ ausgerichtet: Mit hohem Kapitaleinsatz werden kleinste Kursunterschiede eines bestimmten Wertpapier an verschiedenen, u.U. tausende Kilometer voneinander entfernten Börsenplätzen genutzt, um in Sekundenbruchteilen über Computer und Internet Käufe und Verkäufe zu tätigen und damit Gewinne zu erzielen.

B. Gläubigerpapiere (= Obligationen, Rentenpapiere, Schuldverschreibungen, „bonds“)

Anleihen sind zeitlich begrenzte Kredite

- über einen (Nenn)betrag, der am Ende der verbindlich vereinbarten Laufzeit zurückzuzahlen ist.
- Während der Laufzeit ist der „Emittent“ verpflichtet, dem Anleihebesitzer in regelmäßigen Abständen (meist jährlich oder halbjährlich) Zinsen zu zahlen.
- Die Höhe des Zinssatzes auf den Nominalwert der Anleihe ist vertraglich festgelegt („Kupon“) und (normalerweise) unveränderlich.
- Anleihen werden an der Börse gehandelt und unterliegen Kursschwankungen.
- Bei (erwarteter) Marktzinssteigerung und falls die Rückzahlung der Anleihe nicht mehr sicher erscheint (z.B. wegen einer drohenden Insolvenz) sinkt der Kurswert der Anleihe; er steigt bei (erwartetem) Rückgang der Marktzinsen.
- Anleihen können von Staaten, Gebietskörperschaften (Bundesländer, Städte, Gemeinden) und Unternehmen emittiert (herausgegeben, zum Verkauf angeboten) werden.

Die Deckung staatlicher Haushaltsdefizite erfolgt zum großen Teil über Anleihen.

Zerobonds (Nullkuponanleihe)

- unterscheiden sich von normalen Anleihen dadurch, dass sie nicht laufend verzinst werden, sondern zu einem
- Preis unter dem Nennwert angeboten und zum Nennwert getilgt werden („reine“ Zerobonds) oder
- zum Nennwert angeboten und „aufdiskontiert“ (mit Zinsaufschlag) getilgt werden („Aufzinsungsanleihen“).

Pfandbriefe sind festverzinsliche Staatsanleihen mit Anlagezeiträumen zwischen 10 und 25 Jahren,

- die vor allem der Finanzierung des Wohnungsbaus (über Hypotheken) und der
- Finanzierung staatlicher Haushalte (öffentliche Pfandbriefe) dienen.
- Pfandbriefe werden ebenfalls an der Börse gehandelt, der Kurs ist aber aufgrund des geringen Ausfallsrisikos und der Langfristigkeit des Anlagezeitraums ziemlich konstant.

Dieser „angestaubte Klassiker“ ist seit der internationalen Finanzkrise auch im Ausland („covered bonds“) aus dem Schatten anderer Geldanlagemöglichkeiten herausgetreten, weil der Geldwert besser als bei andere Anleihen durch materielle Werte (Immobilien) und Staatsgarantien gesichert ist.

C. Mischformen

Wandelanleihen sind Anleihen,

- die vom Besitzer in Aktien „gewandelt“ werden können, aber (normalerweise) nicht müssen,
- bei denen von vornherein das Austauschverhältnis zwischen Anleihe und Aktie festgelegt ist,
- so dass der Inhaber bei steigenden Börsenkursen durch den Tausch in Aktien profitieren kann.

Optionsanleihen sind Anleihen,

- bei denen der Erwerber abgesehen von den üblichen Anleiherechten zusätzlich die „Option“ (=Anrecht, aber ohne Verpflichtung) erhält, eine bestimmte Anzahl Aktien des Unternehmens zu einem festgelegten Preis (Optionspreis) zu erhalten;
- nach der Inanspruchnahme der Option bleibt die Anleihe (Unterschied zur Wandelanleihe) bis zum Ende der Laufzeit bestehen;
- Optionsanleihen bzw. das Optionsrecht der Anleihe kann zum Börsenhandel zugelassen werden;
- nach Ausübung des Optionsrechts ist dessen Besitzer sowohl Gläubiger als auch Miteigentümer des Unternehmens.

Genussscheine stellen Beteiligungen an Unternehmen dar, die

- dem Inhaber eine Beteiligung am Unternehmensgewinn garantieren, ihn aber - je nach Ausgestaltung der Ausgabekonditionen - evtl. auch Verlust beteiligen,
- eine Gewinnbeteiligung oder eine feste Verzinsung des Anlagebetrags garantieren,
- und insofern, je nach den genauen Vertragskonditionen, eher einer Aktie oder eher einer Anleihe ähneln.

D. Derivate

Finanzderivate sind ursprünglich dafür erfunden worden, den Lieferanten bei realen Geschäften (z.B. Warenexporte, zukünftige Getreideernten u.a.) gegenüber Währungs- und Preisschwankungen abzusichern.

Für die deutsche, stark exportorientierte Wirtschaft, in der gerade auch viele mittelständische Betriebe in den „\$-Raum“ exportieren, könnte sich ohne derartige Absicherungen ein vielversprechendes gewinnbringendes Exportgeschäft über Nacht in ein Verlustgeschäft verwandeln, wenn der \$ am Devisenmarkt einbricht (gegenüber dem Euro an Wert verliert). Solche Risiken können durch Derivate abgefangen werden.

Der Preis oder Wert von Derivaten hängt von zukünftigen Preisen bestimmter Güter, Vermögenswerte (z.B. Aktien) oder wichtiger wirtschaftlicher Kennzahlen wie Marktzinsen oder Aktienindizes ab.

Derivate finden heute neben dem ursprünglichen Zweck, reale Geschäfte abzusichern, Verwendung für „Arbitragegeschäfte“ (s.o.) und in hohem Maße für Spekulationszwecke. Besonders seit dem „Libor-Skandal“^{xi} (seit 2012), bei dem durch die Manipulation dieses wichtigen Basiszinssatzes illegale Gewinne erzielt wurden (u.a. durch Termingeschäften auf den Libor als Basiswert), sind Derivate in Verruf geraten. Grundsätzlich gibt es zwei Kategorien von Derivaten: Termingeschäften (bedingte und unbedingte) und „Swaps“.

Termingeschäfte

sind Verträge über die Lieferung von Waren, Aktien, Devisen u.a. „auf Termin“. Die Vertragspartner verpflichten sich bei „unbedingten“ Termingeschäften, den Vertrag zum Fälligkeitstermin zu erfüllen:

- „Forwards“ werden nicht an der Börse gehandelt; als
- „Futures“ werden die an Terminbörsen gehandelten Terminkontrakte bezeichnet.

„Bedingte“ Termingeschäfte:

- „Optionen“: Der Inhaber einer Option hat das Wahlrecht, das Kauf- (Call-Option) bzw. Verkaufsrecht (Put-Option) wahrzunehmen oder verfallen zu lassen.

Swaps und CFDs

- Swaps: Außerbörsliche, nicht auf einen Termin bezogene Kontrakte, bei denen ein Austausch zukünftiger Zahlungsströme vereinbart wird. Firmen und Banken können sich damit gegen die Folgen von Zinsänderungen, Währungsschwankungen, das Insolvenzrisiko eines Schuldners oder schwankende Energiepreise absichern.

CFDs (Contract For Difference/Differenzkontrakt / Equity Swaps): Außerbörsliche, nicht auf einen Termin bezogene Kontrakte, bei denen die Kursentwicklung eines zugrunde liegenden Basiswertes (z.B. einer Aktie) ausschlaggebend ist. Sobald der Basiswert um mehr steigt als der CFD-Kontrakt gekostet hat, kann der Inhaber des Kontraktes einen Gewinn erzielen; extrem spekulativ.

Komplexe Derivate sind

Finanzprodukte, die zusätzlich zu den „normalen“ Derivatemerkmale (s.o.) mit weiteren Konditionen ausgestattet sind. Es kann beispielsweise ein zweiter Basiswert eingearbeitet, oder es können sogar Derivate auf Derivate bezogen werden. Die teilweise extrem komplizierten Konstrukte sind mit ihren Verlust- und Gewinnrisiken auch für Experten nur schwer zu durchschauen.

Beispiele

a) Termingeschäft: Ein Terminkontrakt legt z.B. fest, dass der Inhaber Anspruch darauf hat, in sechs Monaten an einem genau festgelegten Datum eine bestimmte Menge Weizen zum Preis von 100€

pro Einheit zu erhalten. Zum Termin wird der Terminpreis mit dem dann tatsächlich gegebenen Marktpreis verglichen. Liegt der Marktpreis höher, z.B. bei 120€, erhält der Inhaber des Terminkontraktes 20€ pro Einheit von der XY-Bank (bzw. dem Vertragskontrahenten). Liegt der Preis unter 100 also z.B. bei 80€, dann muss der Inhaber des Kontraktes 20€ pro Einheit an zahlen. Egal wie der reale Marktpreis sich entwickelt: Der Inhaber des Terminkontraktes kann also sicher mit einem Preis von € 100 kalkulieren.

b) Optionsgeschäft: Während beim Termingeschäft (wie auch beim Swap, s.u.) ein fester Preis vereinbart wird, ist das beim Optionsgeschäft nicht der Fall. Durch den Kauf eines Optionsscheins erwirbt man das Recht, ein Wertpapier zu einem festgelegten Preis zu kaufen (bzw. geliefert zu bekommen). Steigt der Kurs des Wertpapiers, macht der Inhaber des Optionsscheins einen Gewinn, weil er das Wertpapier sofort nach dem Erhalt (zum alten, vereinbarten) nun zum aktuellen Preis verkaufen kann. Sinkt der Kurs, kann er das Wertpapier zum gesunkenen Kurswert kaufen und lässt das Optionsrecht verfallen. Der Gewinn in Höhe der Kursdifferenz vermindert sich allerdings um den Preis des Optionsscheins.

c) Swapgeschäft: Anders als bei Termin- und Optionsgeschäften bezieht sich ein Swapgeschäft nicht auf einen bestimmten Zeitpunkt, sondern auf einen vereinbarte Zeitraum. Bei einem Währungsswap verpflichten sich zwei Vertragspartner zur gegenseitigen Übernahme von Kapital- und Zinsbeträgen in unterschiedlichen Währungen, wodurch eine langfristige Kurssicherung u.U. mit geringerem Aufwand erreicht werden kann als mit anderen Derivaten. Am Ende der Laufzeit werden die Kapitalbeträge zum ursprünglich vereinbarten Kurs zurückgetauscht.

Geldanlage und Spekulation

Auf Kapitalmärkten und speziell an Börsen treffen Anleger von Geld und Kapital, die eine möglichst sichere oder lukrative Möglichkeit für ihre Geldanlage bzw. Investition suchen, auf Interessenten an Kapitalbeteiligungen (Unternehmen, Banken, Fondsgesellschaften) oder Kreditnehmer (Unternehmen und Staat bzw. staatliche Gebietskörperschaften).

Insofern Unternehmensbeteiligungen in Form von Aktien einem breiten Publikum angeboten werden, für das Kurs und Ertrag von Aktien bzw. die diesbezüglichen Zukunftserwartungen maßgebliche Kriterien darstellen, besorgt die Börse die Vermittlung von Geld und Kapital sowie dessen „Allokation“ in anscheinend sichere und gewinnbringende Wirtschaftsbereiche bzw. Branchen und Unternehmen - vorausgesetzt, die Märkte sind genügend transparent und Informationen ausreichend vorhanden.

Neben dieser (rein wirtschaftlich betrachtet) Optimierungsfunktion zur Förderung von Effektivität und Fortschritt war die Börse aber auch immer schon ein Ort der Spekulation. Spekulative Geldanlagen können in gewissen Grenzen eine positive Funktion haben, da das unternehmerische Risiko insbesondere bei innovativen Unternehmen teilweise von Spekulanten mitgetragen wird.

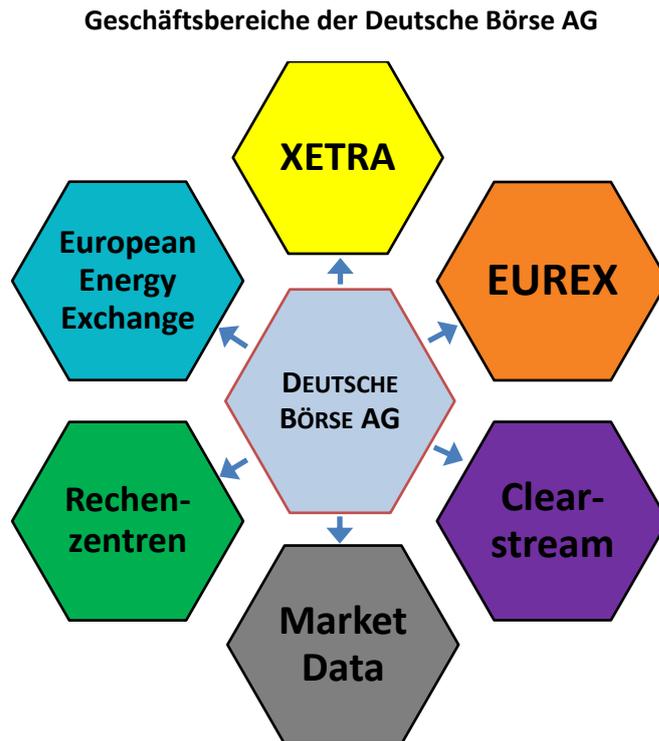
Wie zuletzt die internationale Finanzkrise (2008 bis 20??) gezeigt hat, kann Spekulation aber auch zerstörerische Kräfte entwickeln, ganzen Volkswirtschaften Schaden zufügen, die wirtschaftliche Entwicklung bremsen und Kleinanleger um ihre Ersparnisse bringen. Daher gibt es Bestrebungen, internationale Finanztransfers wie in früheren Zeiten stärker zu regulieren, und neuerdings verschärfte Bestimmungen zur Verpflichtung der Banken, Kunden über Risiken von Finanzgeschäften detailliert zu informieren.

Als Problem wird gesehen, dass der Gesamtwert internationaler Finanztransaktionen jenen der realen Geschäftsbeziehungen um ein Vielfaches übertrifft: Nur ungefähr ein Zehntel entfällt auf den Handel mit Waren und Dienstleistungen, der Löwenanteil von neun Zehntel auf Sicherungsgeschäfte und Spekulation.

Die Frankfurter Wertpapierbörse im Überblick

XETRA (Exchange Electronic Trading)

Elektronische Handelsplattform der Deutschen Börse AG für „Kassageschäfte“ (sofort oder kurzfristig, spätestens am zweiten Börsentag nach dem Geschäftsabschluss zu erfüllen) für: Aktien, Anleihen, Optionsscheine, Zertifikate, Bezugsrechte, Fonds, „ETF“s (s. Anm. x) und andere börsengehandelte fondsähnliche Wertpapiere, die sich auf Rohstoffe und Börsenindizes beziehen („ETP“s).



Bereits im Mai 2011 wurde der „Parketthandel“ (Handel auf Zuruf) an der Frankfurter Börse eingestellt.

Das XETRA-System ist sehr leistungsfähig und wird ständig weiterentwickelt. Etwa 95 Prozent des deutschen Aktienhandels sowie ein Großteil der Anleihen laufen über XETRA. Über 900.000 Wertpapiere werden derzeit mit der Xetra-Technologie gehandelt, so viele wie auf keiner anderen Handelsplattform der Welt.

An Spitzentagen verarbeitet Xetra gegenwärtig bereits mehr als 2,1 Millionen Geschäftsvorgänge und ist technisch in der Lage, eine weit größere Anzahl von Transaktionen zu bewältigen.

EUREX

Eurex ist eine der weltweit führenden Terminbörsen beim Handel und der Abwicklung von Futures und Optionen auf Wertpapiere sowie Kapital- und Geldmarktprodukte. Sie ist ein Tochterunternehmen der Deutschen und der Schweizer Börse und entstand 1998 aus der Fusion der Deutschen Terminbörse (DTB) und der Schweizer Terminbörse Soffex.

Durchschnittlich wurden 2012 pro Tag neun Millionen Kontrakte gehandelt. Seit Dezember 2012 wird Eurex auf ein neues Handelssystem mit verbesserter Funktionalität umgestellt.

Clearstream

Dieses Tochterunternehmen der Deutschen Börse AG betreibt als Kerngeschäft die Verwahrung von Wertpapieren, die Abwicklung der an der Börse getätigten Geschäfte und weitere damit ver

bundene Dienstleistungen. Clearstream verwahrt Wertpapiere im Gesamtwert von über 10 Billionen Euro (2010). Kunden sind Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute im In- und Ausland.

Market Data

Erfassung und Vermarktung von „Marktdaten, Statistiken, Kennzahlen und volkswirtschaftliche Marktsignale“: Kunden erhalten Informationen über Kurse, Indizes und unternehmensbezogene Daten und sollen dadurch als Kapitalanleger besser in der Lage versetzt werden, ihre Anlageentscheidungen auf der Grundlage verlässlicher Fakten zu treffen. Ein wesentlicher Aspekt dabei ist, dass die geordneten Informationen, z.B. Wertpapierkurse, sehr aktuell und schnell („in Echtzeit“) an die Kunden verteilt werden.

Rechenzentren

„Deutsche Börse IT entwickelt und betreibt Handels- und Abwicklungssysteme. Sie betreibt 30 Marktplätze und Börsen weltweit – nicht nur für die gesamte Gruppe sondern auch für andere Unternehmen und Börsen.“^{xii} Dazu gehört die Entwicklung und Bereitstellung technischer Services, die Softwareentwicklung, Bereitstellung und Betrieb von Computern und Netzwerken, Bereitstellung und Betrieb des Teilnehmernetzwerks.

European Energy Exchange (EEX)

Die EEX in Leipzig ist eine Energiebörse, an der Strom-Futures und -Optionen, CO₂-Zertifikate, Kohle und Erdgas gehandelt werden. Mehrheitsaktionär ist die EUREX Zürich AG, seit Mai 2012 in vollständigem Besitz der Deutsche Börse AG.

In die Kritik geraten ist der Handel mit CO₂-Zertifikaten, die den betroffenen Industriebetrieben (mit hohem Ausstoß) seit 2005 zum großen Teil kostenlos zugeteilt wurden. Theoretisch kann ein Betrieb, der die CO₂-Emissionen reduziert, seine Zertifikate verkaufen. Es hat sich jedoch herausgestellt, dass zu viele CO₂-Lizenzen vergeben wurden, so dass der erwünschte Effekt der Reduzierung von CO₂-Emissionen bisher nicht erreicht wurde.^{xiii} Der seit 2013 zu zahlende Preis für Emissionsrechte ist so niedrig, dass auch er keinen Anreiz zur CO₂-Reduktion darstellt.

Anfang 2012 wurde den großen Stromanbietern von der Bundesnetzagentur^{xiv} vorgeworfen, den Strompreis durch künstliche Verknappung der Stromproduktion nach oben manipuliert zu haben,^{xv} wodurch die Strom-Futures und -Optionen (d.h. der zukünftige Strompreis) verteuert wurden.

ⁱ Die VGR informiert darüber, wie hoch der Wert aller z.B. in einem Jahr erzeugten Güter und Dienstleistungen in der gesamten Wirtschaft oder in einzelnen Branchen ist. Sie erklärt aber u.a. nicht, warum das Sozialprodukt, Export / Import, die Automobilproduktion oder die Bautätigkeit zu- oder abgenommen haben und welche Folgen die Veränderung dieser Kennziffern sowie gewisser weiterer Einflussfaktoren (Steuern / staatliche Wirtschaftspolitik, Lohnentwicklung usw.) haben.

(Klar ist, dass das am Sozialprodukt gemessene Wirtschaftswachstum auch nur begrenzt geeignet ist, die Entwicklung des Wohlstands einer Gesellschaft zu beschreiben, u.a. wegen der Verteilungsproblematik).

ⁱⁱ berücksichtigt neben staatlicher Wirtschaftsaktivität auch den Banken- bzw. Vermögensbildungsbereich und die Wirtschaftsbeziehungen zum Ausland.

ⁱⁱⁱ Die Berichte von Ende 2012 / Anfang 2013 über den „Libor- Skandal“ (die gezielte Manipulation dieses Basiszinssatzes) bezieht sich vor allem auf die Zeit vor der internationalen Finanzkrise.

^{iv} EZB-Präsident Mario Draghi im Februar 2012

^v Diese Konsequenz aus den Erfahrungen der Weltwirtschaftskrise war die Grundlage für die „nachfrageorientierten“ Konzepte staatlicher Wirtschafts- und Konjunkturpolitik nach dem zweiten Weltkrieg. Die internationalen wirtschaftlichen Verwerfungen der letzten Jahre haben für eine Wiederbelebung (neo)keynsianischer Positionen gesorgt, wenn auch mit der Auflage, dass die Staatsverschuldung begrenzt und zurückgeführt werden muss. Die aktuelle Diskussion dreht sich aber infolge der Banken- und Finanzkrise vor allem um die Frage, welches Regelungsgerüst nach der zu weit gegangenen Liberalisierung der internationalen Finanzmärkte eingezo-

gen werden muss und welche Aufsichtsstrukturen oder Strukturveränderungen im Bankenwesen erforderlich sind.

^{vi} OTC = over the counter („über den Tresen“)

^{vii} Eher von geringer Bedeutung, da der größte Teil des Devisenhandels unmittelbar zwischen den Banken stattfindet; seit der Einführung des Euro als Buchgeld im Jahre 1999 ist das „Fixing“, die amtliche Feststellung der Wechselkurse, entfallen. Aktuell errechnet die EZB täglich sogenannte Referenzkurse. Die Spitzeninstitute der deutschen Sparkassenorganisation und der genossenschaftlich organisierten Banken errechnen ebenfalls täglich Referenzkurse auf der Grundlage von Daten der beteiligten Geldinstitute.

^{viii} http://www.boerse-frankfurt.de/de/wissen/aufgaben+einer+boerse/was_ist_boerse (30.1.2013)

^{ix} Es gibt einen nur in wenige Quellen beschriebenen Unterschied zwischen Investmentanteilen und Investmentzertifikaten, meist werden die Begriffe synonym verwendet. Bei Zertifikaten handelt es sich genau genommen nicht um eine direkte Beteiligung am Fondsvermögen, sondern um Schuldverschreibungen der KAG, deren Wert an die Wertentwicklung des Sondervermögens gekoppelt ist.

^x Erst seit relativ kurzer Zeit (seit dem Jahre 2000) sind in Deutschland auch börsengehandelte Investmentfonds („ETF“) zugelassen, die überwiegend diverse Wertpapierindizes nachbilden („Indexfonds“).

^{xi} Allein der Schweizer UBS-Bank wurde vorgeworfen, den Libor im Zeitraum 2005 – 2010 mindestens in zweitausend(!) Fällen manipuliert zu haben bzw. an dessen Manipulation beteiligt gewesen zu sein.

^{xii} http://deutscheboerse.com/dbg/dispatch/de/kir/dbg_nav/about_us/10_Deutsche_Boerse_Group/20_Business_Areas/60_Information_Technology (12.02.2013)

^{xiii} Am 18. Januar 2013 musste die EEX Leipzig die Versteigerung von CO₂-Zertifikaten abbrechen, weil die erforderlichen Mindestpreise nicht erzielt werden konnten.

^{xiv} Bundesbehörde (Regulierungsbehörde), deren Aufgabe es ist, den Wettbewerb auf „Netzmärkten“ (Elektrizität, Gas, Telekommunikation) zu sichern bzw. Machtmissbrauch mächtiger Marktteilnehmer zu verhindern.

^{xv} Zahlreiche Presseberichte, z.B.: <http://www.ftd.de/finanzen/maerkte/rohstoffe/:manipulationsverdacht-zocker-bringen-stromnetz-an-rand-des-zusammenbruchs/60169670.html> (12.02.2013)