

# Entwicklung der Finanzmärkte in den 90er Jahren

Jörg Huffschmid, Dezember 2000

## Inhalt

	Seite
<i>Zusammenfassende Thesen</i>	<b>2</b>
<b>1 Entwicklung und Strukturveränderungen der Finanzmärkte in den 90er Jahren</b>	<b>3</b>
- Dynamik der internationalen Finanzmärkte	3
- Externe Finanzierung	3
- Wertpapierfinanzierung	3
- Wertpapierhandel	4
- Finanzinnovationen und Derivate	4
-	
<b>2 Akteure auf den Finanzmärkten – neue Entwicklungen</b>	<b>6</b>
2.1 Massive Konzentration bei den Banken	6
2.2. Zunehmende Rolle der institutionellen Investoren	6
<b>3 Regulierung und Deregulierung der Finanzmärkte</b>	<b>10</b>
3.1 Internationale Regulierungen und Deregulierungen	10
- Liberalisierung des Kapitalverkehrs	10
- Offshore-Zentren	10
- Bankenaufsicht und Baseler Vereinbarungen	10
- Internationale Versicherungsaufsicht	10
- Internationale Wertpapieraufsicht	10
3.2 Europäische Regulierungen	11
3.3 Nationale Regulierungen	12
<b>4 Probleme</b>	<b>13</b>
4.1 Erleichterung von Geldwäsche und Steuerflucht durch hohe Mobilität und Offshore-Zentren	13
4.2 Verunsicherung und Verteuerung für den Außenhandel und die Produktion durch instabile Wechselkurse und Aktienkurse	13
4.3 Destabilisierung und erhöhte Systemrisiken durch Derivathandel	13
4.4 Destabilisierung und Finanzkrisen in Entwicklungsländern	14
4.5 Arbeitslosigkeit in den Industrieländern durch „Disziplinierung“ der Wirtschaftspolitik im Interesse der Finanzinvestoren	15

Es geht im folgenden um

1. die Entwicklung und Strukturveränderungen in den 90er Jahren
2. die Hauptakteure
3. die Entwicklung der Regulierungen
4. die wesentlichen Probleme, die sich hieraus ergeben haben.

### **Zusammenfassende Thesen:**

1. Die Entwicklung der Finanzmärkte im letzten Jahrzehnt war weniger durch die Nachfrage nach Finanzierungsmitteln bedingt, sondern in erster Linie **angebots-, handels und spekulationsgetrieben**. Sie war demnach nicht ein Ausdruck von Kapitalknappheit, sondern des Überflusses von Kapital, das nicht (re)investiert wird, sondern rentable Anlage auf den Finanzmärkten sucht.
2. Die **institutionellen Investoren** haben sich in den letzten beiden Jahrzehnten zu den entscheidenden Akteuren auf den Finanzmärkten entwickelt, die über eine außerordentlich große Macht gegenüber Unternehmen und Regierungen verfügen.
3. Die Entwicklung des **regulatorischen Umfeldes** für die Finanzmärkte ist seit den 80er Jahren in erster Linie durch die Liberalisierung des Kapitalverkehrs gekennzeichnet. Die sehr unterschiedlichen nationalen Regulierungen sind gleichzeitig erheblich gelockert worden, ohne daß verbindliche internationale Regeln zustande gekommen wären; auch auf europäischer Ebene existiert überwiegend ein nur dürftiger Rechtsrahmen, der mehr durch Chaos und Deregulierung als durch gemeinsame Gestaltung gekennzeichnet ist.
4. Auf Grund dieser Entwicklungen ergeben sich folgende Probleme
  - a. Kapitalmobilität und Offshore-Zentren erleichtern die Kapitalverlagerung zum Zwecke der Steuerhinterziehung und Geldwäsche
  - b. Die zunehmenden Schwankungen von Wechselkursen und Börsenkursen bedeuten für Unternehmen wachsende Unsicherheit für den Außenhandel und die Produktion und verteuern beides
  - c. Von den angebotsgetriebenen Finanzinnovationen und insbesondere von der explosionsartigen Zunahme der Derivate gehen besonders hohe Unsicherheiten bis zu Systemrisiken aus
  - d. Massenhafter Kapitalzufluß und plötzlicher Kapitalabfluß führt zur Destabilisierung und Finanzkrisen insbesondere in den Entwicklungsländern
  - e. Der „disziplinierende“ Druck auf die Wirtschaftspolitik durch die institutionellen Investoren führt zu Wachstumsschwäche und Arbeitslosigkeit

## 1. Entwicklung und Strukturveränderungen der Finanzmärkte in den 90er Jahren

Aus den Daten der BIZ, der OECD und des IWF ergibt sich für die Finanzmärkte der 90er Jahre folgendes Bild.

*Erstens* hat der Umfang der internationalen Finanzmärkte – in allen Segmenten - wesentlich stärker zugenommen als die Produktion und die Investitionen (Vgl. Tabelle 1)

**Tabelle 1:**

### Die Dynamik der weltweiten Finanzmärkte 1990 – 1999

(Steigerung 1999 gegenüber 1990)

	Gegenstand	Maßstab	Steigerungsfaktor
1	<b>Bruttoinlandsprodukt</b>	Faktorkosten (laufende Preise)	1,4
2	<b>Investitionen</b>		1,3
3	<b>Exporte</b>		1,7
4	<b>Direktinvestitionen (inward + outward) :2</b>	Stromzahlen	3,7
5		Bestände	2,7
6		Fusionen	4,8
7	<b>Aktien</b>	Marktkapitalisierung Jahresende	3,6
8		Umsätze	6,6
9	<b>Anleihen</b>	Bestände	2,5
10		Umsätze	7,1
11	<b>Derivate</b>	Bestände	17,8
12	<b>-- börsengehandelt</b>	Bestände	5,9
13		Umsätze (börslich)	3,1
14	<b>-- außerbörslich</b>	Bestände	25,2

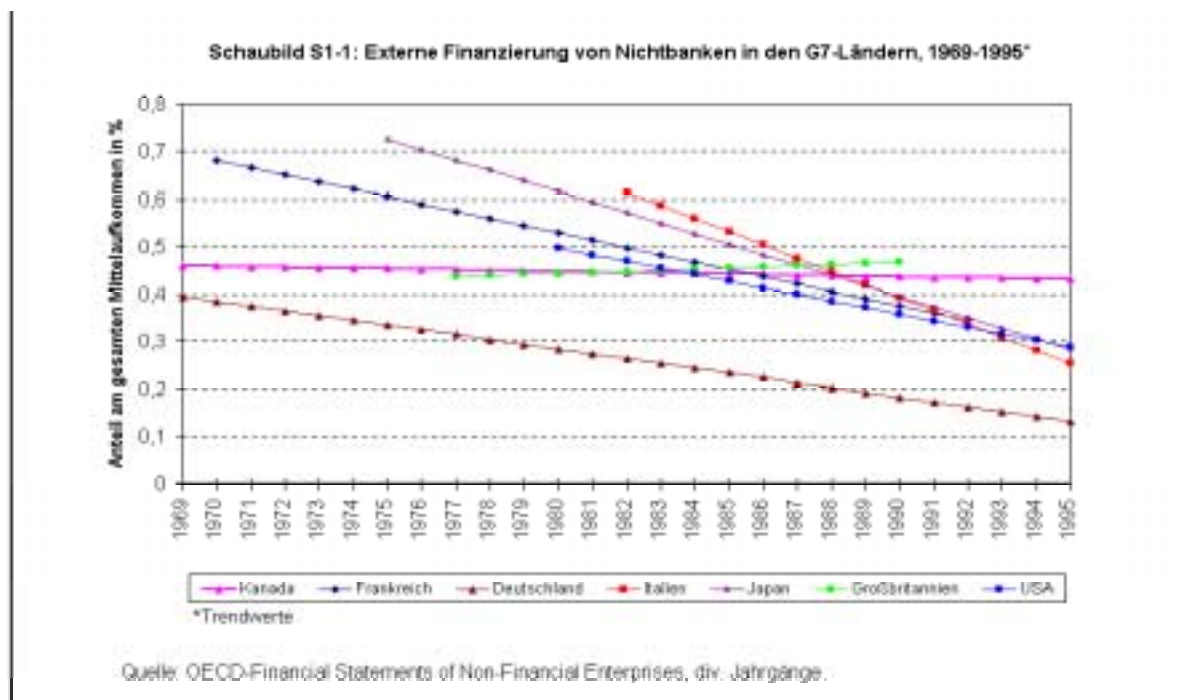
Bestände jeweils am Jahresende

Quellen: 1-6 UNCTAD World Investment Report 2000, S. 4

7-10: FIBV Jahresberichte 1991 und 1999,

11-14 Quarterly review November 2000

*Zweitens* – und überraschenderweise – hat der Anteil externer Finanzierung an der Unternehmensfinanzierung für die OECD-Länder bis 1995 abgenommen, die Finanzierung aus dem cash-flow hat entsprechend zugenommen. (Vgl. Schaubild 1)



Das schnelle Wachstum der Finanzmärkte in den 80er und 90er Jahren ist also nicht auf besonders stark wachsende Finanzierungsbedürfnisse des Unternehmenssektors zurückzuführen. Es wurde auch nicht durch einen besonders starken Anstieg der Investitionen verursacht, denn die Investitionsquote in den OECD-Ländern nahm überwiegend nicht zu, sondern ab: in der EU von 24,0% in den 60ern auf 20,2% in den 90er Jahren, in Japan von 35,5% auf 28,3%; nur in den USA lag die Quote in den 90ern mit 18,2% zwar niedriger als in den beiden andern Blöcken, aber genau so hoch wie in den 60er Jahren (EW Nr. 69, S. 307). (Im übrigen trägt auch die steigende Staatsverschuldung zum Wachstum der Finanzmärkte allenfalls bis in die erste Hälfte der 90er Jahre bei. Danach wurde die staatliche Neuverschuldung abgebaut.)

**Ab der zweiten Hälfte der 90er Jahre nahm in der Eurozone der Anteil der Außenfinanzierung des privaten nichtfinanziellen Sektors dagegen wieder zu.** Während er von 1992 – 1995 von 32,7% auf 24,7% der Gesamtfinanzierung (oder von 10,2 auf 7,1% des BIP) fiel, stieg er danach bis 1999 auf 45,0% der Gesamtfinanzierung oder auf 14,7% des BIP. (EZB Monatsberichte Nov. 2000, S. 43\*) Eine plausible Erklärung hierfür ist ein steigender Kapitalbedarf der Finanz-Investoren im Rahmen der Privatisierungswelle in der EU.

**Drittens** hat es eine gewisse Verschiebung der externen Finanzierung zugunsten der **Wertpapierfinanzierung**, und hier in erster Linie der Aktienfinanzierung gegeben. Die Anleihefinanzierung spielt für den Unternehmenssektor in Europa nach wie vor eine geringe Rolle, anders als in den USA: Die Finanzierung durch Bankkredite lag in der EU 1999 sechsmal so hoch wie die Anleihefinanzierung (45,2% des BIP zu 7,4% des BIP), während in den USA die Anleihen (29,5% des BIP) knapp zweieinhalb mal so hoch lag wie die Bankfinanzierung (12,4%). (Wise men S.10) Die Marktkapitalisierung war mit 90% des BIP in der EU immerhin schon halb so groß wie in den USA.

Aus der Statistik der EZB (MB 11/00, S. 43\*) geht auch hervor daß der Anteil der Kredite an der externen Finanzierung zwischen 1992 und 1999 von 66% auf 62% zurückgegangen und der Anteil der Aktienfinanzierung mit knapp 14% (nach einem zwischenzeitlichen Anstieg auf 20% in 1995) 1999 genau so hoch lag wie 1992. Die übrigen Wertpapiere spielen bei der Außenfinanzierung eine sehr geringe und nicht zunehmende Rolle (1992: 6,9% der Außenfinanzierung, 1999 nur noch 6,1%). **Für Europa kann die Veränderung der Finanzierungsstruktur die Explosion der Finanzmärkte jedenfalls nicht erklären.**

**Viertens** ist das eigentlich dynamische Moment der Finanzmärkte nicht die zunehmende Emissionstätigkeit oder die – durch die Kursentwicklung aufgeblähte - Marktkapitalisierung, sondern der **Wertpapierhandel**.

- Die Marktkapitalisierung der börsengehandelten **Aktien** stieg zwischen 1990 und 1999 um den Faktor 3,6, die Aktienumsätze um den Faktor 6,6. (vgl.Tab. 1, Zeile 7 und 8; von 1980 bis 1999 betragen die entsprechenden Faktoren 12,1 und 131!) Diese Differenz untertreibt die tatsächliche Rolle des Handels deshalb, weil die Marktkapitalisierung überwiegend nicht durch Neuemissionen gestiegen ist, sondern durch den Handel hochgetrieben wird.
- Bei **Anleihen** ist der Unterschied zwischen Bestandsveränderung und Handel noch deutlicher: der Bestand stieg von 1990 bis 1998 um den Faktor 2,5, der Anleihehandel dagegen um den Faktor 7,1 also fast dreimal so stark. (Vgl. Tabelle 1, Zeilen 9 und 10)

**Fünftens** fällt die Geschwindigkeit auf, mit der immer neue **Finanzinnovationen** auf den Markt gebracht werden, darunter in erster Linie neue **Derivate**, und unter diesen insbesondere die **Optionen**. Das Derivatgeschäft ist in den letzten 10 Jahren noch stärker als das mit Anleihen und Aktien gestiegen, und sein tägliches Umsatzvolumen, gemessen im Betrag der zugrundeliegenden Wertpapiere (underlyings) ist mittlerweile größer als der des Devisenhandels. Insgesamt nahmen die durch Derivate repräsentierten Beträge zwischen 1990 und 1999 um den Faktor 17,8 zu, davon die börsengehandelten um den Faktor 5,9, die außerbörslichen um den Faktor 25,2. (Vgl. Tabelle 1, Zeile 11-14). Die wichtigsten Derivate sind im börslichen Segment die Zinsfutures (Steigerungsfaktor 5,5) und Zinsoptionen (Faktor 7,7), im außerbörslichen Geschäft die Zinsswaps (9,7).

## 2. Akteure auf den Finanzmärkten

### *Erstens: Massive Konzentration bei den Banken*

Im Bereich der Banken hat es eine sehr starke Konzentration gegeben, bei der insbesondere der (angekündigte) Wert der Transaktionen ab 1997 außerordentlich stark gestiegen ist. In den USA hat er sich 1997/98 gegenüber den beiden Vorjahren mehr als verdreifacht, in der Eurozone sogar mehr als verfünffacht. Die sprunghaft gestiegenen Werte werden durch einzelne Großfusionen verursacht (in Deutschland z.B. durch die Bildung der HypoVereinsbank, in der Schweiz durch die der UBS) Dabei handelt es sich – wie auch die BIZ in ihrem jüngsten Jahresbericht (S. 152) feststellt, in erster Linie um nationale Vorgänge und nur im Ausnahmefall um internationale Fusionen.

**Tabelle 2:**  
**Bankfusionen in den USA und Europa, 1989 – 1998**

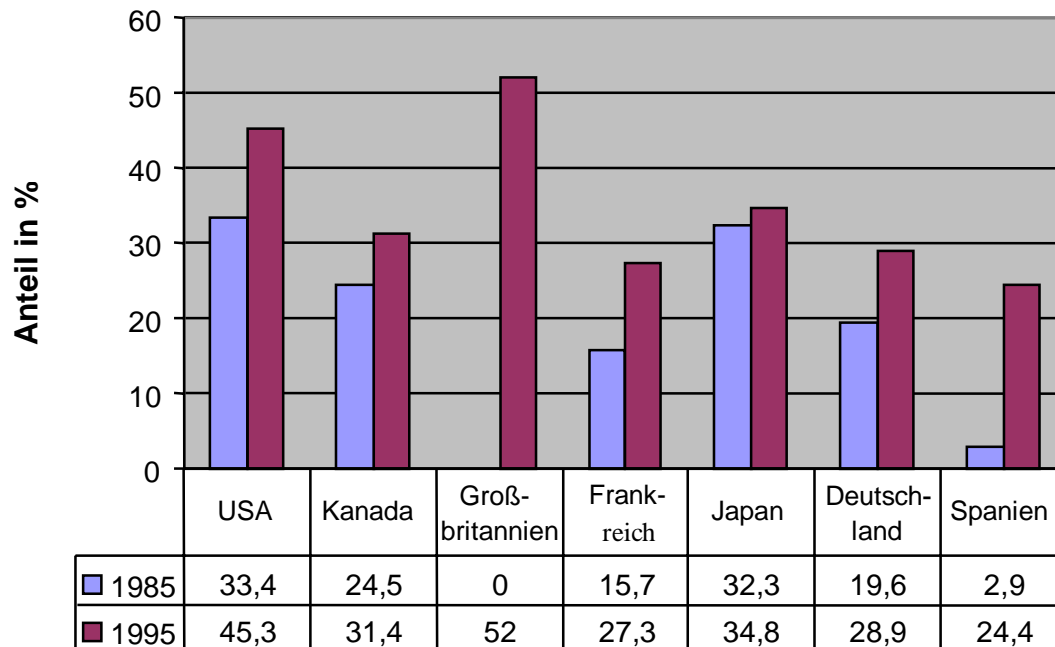
	Anzahl					Wert in Mrd. \$					Anteil am Wert aller Fusionen			
	1989 -90	1991 -92	1993 -94	1995 -96	1997 -98	1989 -90	1991 -92	1993 -94	1995 -96	1997 -98	1991 -92	1993 -94	1995 -96	1997 -98
<b>USA</b>	1501	1354	1477	1803	1052	37,8	56,8	55,3	114,9	362,4	18,7	9,0	10,6	18,2
<b>Eurozone</b>		495	350	241	203		17,5	14,6	19,1	100,4	8,3	9,3	11,2	27,1
-Österreich		35	19	21	na		1,0	0,4	1,4	na	-	16,8	65,3	na
-Belgien	11	22	18	20	21	0	1,0	0,6	0,5	32,5	14,1	7,0	4,9	34,8
-Frankreich	52	133	71	50	30	2,7	2,4	0,5	6,5	4,0	4,3	1,0	9,8	4,1
-Deutschland	19	71	83	36	45	2,1	3,5	1,9	1,0	23,2	6,5	7,6	4,0	45,5
-Italien	41	122	105	93	55	8,2	5,3	6,1	5,3	30,1	15,6	17,7	24,9	63,3
-Niederlande	12	20	13	8	9	10,9	0,1	0,1	2,2	0,4	0,2	0,5	17,5	0,8
-Spanien	30	76	44	27	30	4,0	4,3	4,5	2,3	5,9	13,5	21,5	14,1	26,6
-Finnland		51	16	7	7		0,9	1,0	1,2	4,3	22,3	21,7	7,4	77,5
<b>Schweden</b>		38	23	8	8		1,1	0,4	0,1	2,1	3,8	2,0	0,3	7,1
<b>England</b>	86	71	40	25	17	6,4	7,5	3,3	22,6	11,0	6,5	3,4	10,4	4,0
<b>Schweiz</b>	31	47	59	28	22	0,5	0,4	3,9	1,0	24,3	9,5	43,4	2,4	78,3

Quelle: OECD, William R. White 1996:31; Financial Markt Trends, No. 75, March 2000,

### *Zweitens: Zunehmende Bedeutung der institutionellen Investoren*

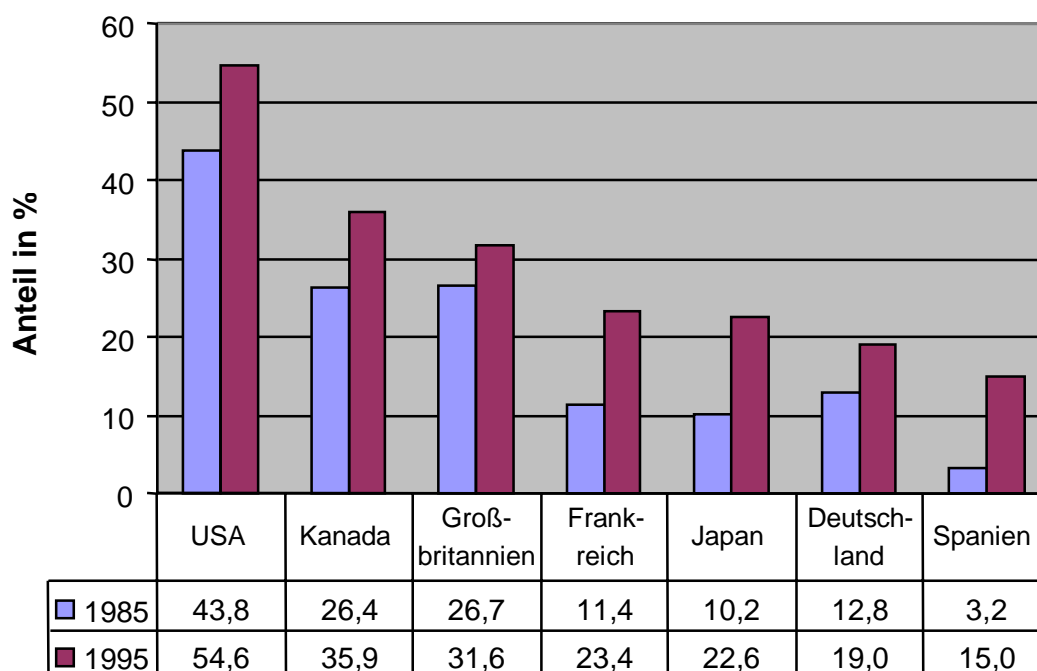
Die institutionellen Anleger (IA) - Versicherungskonzerne, Investmentfonds und Pensionsfonds – sind in den 90er Jahren zu entscheidenden Akteuren auf den Finanzmärkten geworden. Sie verwalteten 1996 bereits 21 Billionen \$ Finanzvermögen. Für viele Länder bedeutete das einen erheblichen Teil des gesamten nationalen Finanzvermögens. Das Sparvermögen der privaten Haushalte wird zu hohem und zunehmendem Teil weder von diesen selbst noch von den Banken, sondern von den institutionellen Anlegern verwaltet. (Vgl. Schaubild 2 und 3)

**Schaubild 2: Anteil der institutionellen Anleger am Finanzvermögen des finanziellen Sektors, 1985 und 1995**



Quelle: IMF International Capital Markets. Developments, Prospects, and Key Policy Issues, Washington, November 1998, S. 135.

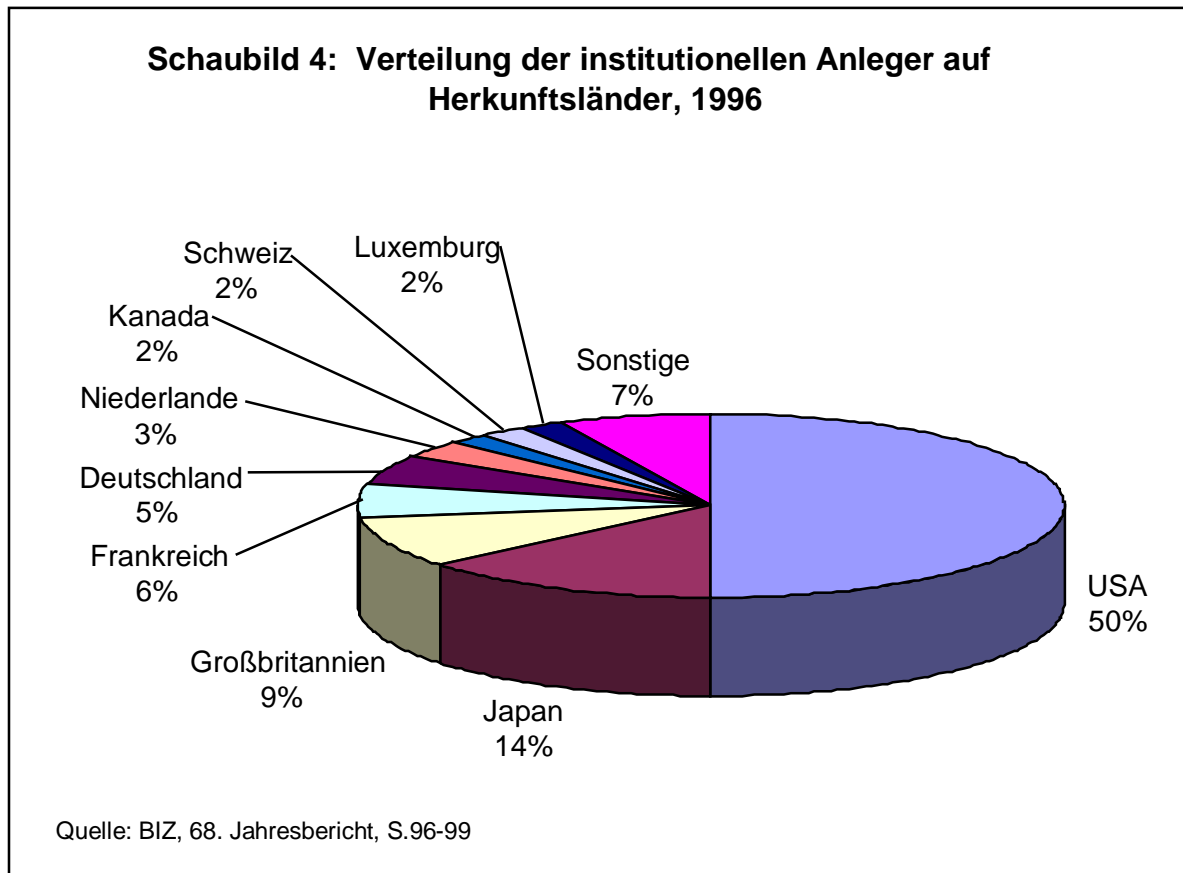
**Schaubild 3: Anteil des Sparvermögens privater Haushalte bei den institutionellen Anlegern\*, 1985 und 1995**



Quelle: IMF International Capital Markets. Developments, Prospects, and Key Policy Issues, Washington, November 1998, S. 135.

\* in % der gesamten Ersparnisse

Bei den IA ist der Vorsprung und die Marktüberlegenheit der USA ganz besonders deutlich. Die Hälfte aller IA hat seinen Sitz in den USA. (Vgl. Schaubild 4)



Die Anlagepolitik der IA ist allerdings – manchmal aufgrund regulatorischer Beschränkungen noch verhältnismäßig stark national beschränkt (vgl. Tabelle 2)

**Tabelle 3**  
**Internationalisierungsgrad der Portfolioanlagen\*, 1996**

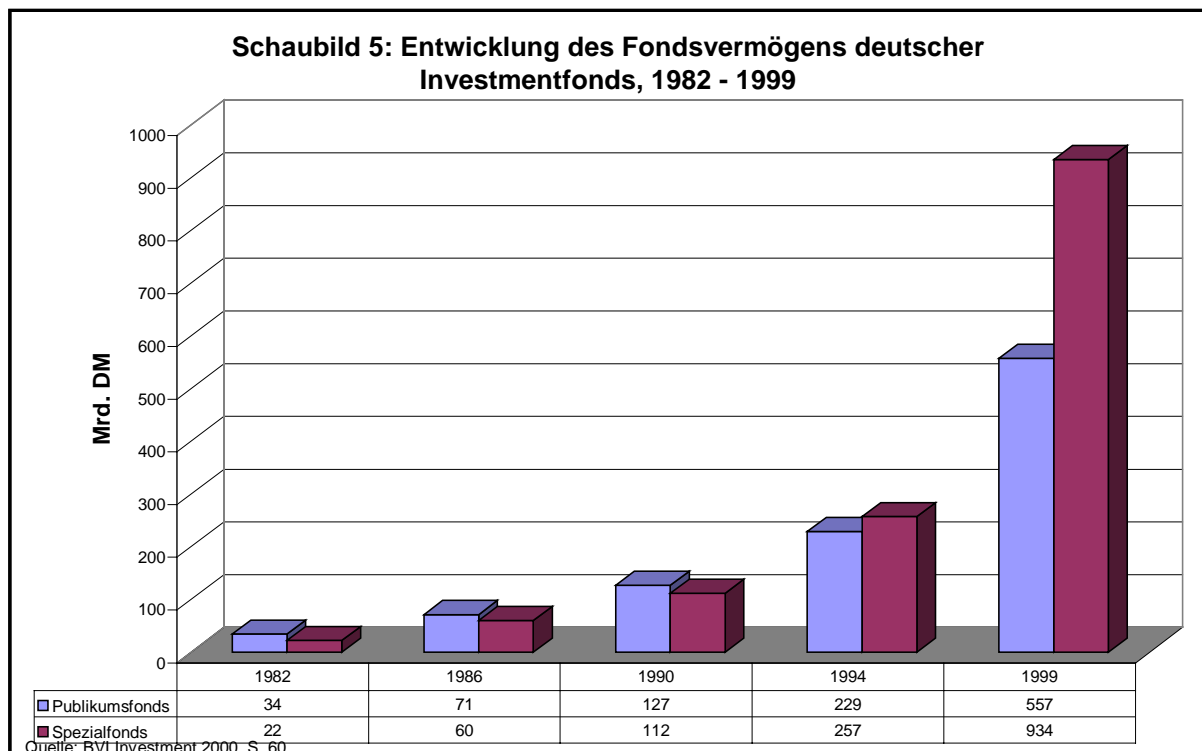
	Kapitalanlagegesellschaften		Pensionsfonds		Versicherungen	
	insgesamt	Aktien	insgesamt	Aktien	insgesamt	Aktien
USA	7	10	11	16	7	4
Japan	-	-	23	35	13	10
England	15	16	28	28	18	19
Frankreich	-	-	-	-	1	1
Deutschland	-	-	4	21	-	-
Niederlande	7	9	30	58	18	21

\* im Ausland angelegtes Finanzvermögen in % des jeweiligen Gesamtvermögens

Quelle BIZ 68.Bericht, S. 100

Der den IA zugeschriebene Charakter als Vermögensanlageinstrument der kleinen Leute muß allerdings zumindest für die Bundesrepublik Deutschland in doppelter Hinsicht relativiert werden:





- Zum einen haben die nur wenigen Großanlegern offenstehenden **Spezialfonds** mittlerweile im Volumen die allen offenstehenden Publikumsfonds im Anlagevolumen deutlich übertroffen. (Vgl. Schaubild 5)
- Zum anderen gibt es auf dem Fondsmarkt in Deutschland eine sehr große Konzentration: 80% der von Kapitalanlagegesellschaften in Deutschland verwalteten Vermögen gehören zu den drei Großbanken Deutsche Bank (24,2%), Dresdner Bank (15,2%) und Commerzbank (12,1%) sowie den Sparkassen- (17,1%) und Genossenschaftsbankzentralen (12,3%) (Vgl. Tabelle 4)

**Tabelle 4:****Zugehörigkeit der Fondsgruppen zu Bankengruppen in Deutschland, 1998**

Name der Fonds-Gruppe	Beherrschende Bank	Fondsvermögen Mrd. DM Ende 1998	Anteil am Gesamtvermögen in %
DWS-Gruppe	Deutsche Bank	116	24,2
Deka-Gruppe	Sparkassen	82	17,1
DIT,dbi,dam,DIMS	Dresdner Bank	73	15,2
Union-Gruppe	DGZ	59	12,3
Adig-Gruppe	Commerzbank	58	12,1
Fünf größte Gruppen		388	80,8
Insgesamt		480	100

Quelle: BVI, Investment 1999, eigene Berechnungen

### 3. Regulierung und Deregulierung der Finanzmärkte

#### 3.1. Internationale Regulierungen und Deregulierungen

##### *Erstens : Liberalisierung des Kapitalverkehrs*

Die wichtigste Entwicklung auf dem Gebiet der Finanzmarktregulierung ist die weitgehende Abschaffung aller Kapitalverkehrsbeschränkungen in den 80er und der ersten Hälfte der 90er Jahren. Sie wurde 1988 mit einer europäischen Richtlinie verabschiedet, die am 1.7. 1990 in Kraft trat.(für einige Mitgliedsländer galten längere Übergangsfristen bis 1994).

##### *Zweitens : Offshore-Zentren*

Durch die Liberalisierung des Kapitalverkehrs ist die Rolle der gut 50 Offshore-Zentren gewachsen, in denen es auf der einen Seite keine oder kaum eine Finanzaufsicht, auf der anderen Seite absolute Geheimhaltung und kaum Steuern gibt. Sie sind in den 90er Jahren zunehmend zu den Geschäftssitzen von Spekulationsfonds (die ihr Engagement auf diese Weise verdunkeln konnten) zum Ziel für Steuerflucht und zum Umschlagplatz und Wäscherei für schmutziges Geld geworden. Offshore-Zentren liegen nicht nur als Kanal- oder sonstige Inseln, sondern auch als eine Art von Sonderwirtschaftszonen für die Finanzsektor in den großen Finanzzentren New York, Tokio, London, Bangkok usw.

##### *Drittens: Bankenaufsicht und Baseler Vereinbarungen*

1985 wurde vereinbart, daß auch Auslandsaktivitäten der Banken angemessen beaufsichtigt werden sollten. 1988 legt die Baseler Eigenkapitalvereinbarung fest, daß die – je nach Risiko gewichteten - Forderungen von Banken zur Sicherung des Ausfallrisikos mit 8% Eigenkapital unterlegt werden müssen. Diese rechtlich unverbindliche Empfehlung („soft law“) ist in der Folge in den OECD-Ländern in die nationale Gesetzgebung eingegangen und 1989 von der EU in eine verbindliche Richtlinie umgesetzt worden. Gegenwärtig wird ein Reformvorschlag (Basel 2) des Ausschuß für Bankenaufsicht diskutiert, der vorsieht, erstens für große international tätige Banken die schematische Risikogewichtung durch bankeigene Modelle Risikomodelle, d.h. praktisch durch Risikoselbsteinschätzung zu ersetzen und zweitens für die übrigen Institute die Risikogewichtung für bestimmte Forderungen zu verändern (z.B. Derivate von 0,5 auf 1,0 hochzustufen). Dieser Vorschlag befindet sich im Endstadium der Diskussion und wird bald verabschiedet werden.

*Viertens: Internationale Versicherungsaufsicht.* Hier gibt es seit 1998 eine Erklärung der in der IAIS zusammengeschlossenen nationalen Versicherungsaufsichtsbehörden, die aber über Allgemeinplätze nichts Konkretes enthält und insofern noch weniger als soft law ist.

*Fünftens: Internationaler Wertpapierhandel.* Hier gilt Ähnliches: eine Erklärung der IOSCO von 1998 über die Grundsätze des Wertpapierhandels, keine international verbindliche rechtliche Umsetzung.

*Fazit: Es gibt keine international verbindlichen positiven Regulierungen, sondern im Höchstfall gemeinsame Empfehlungen. Nur im für die Banken sind diese Empfehlungen in nationales und europäisches Recht umgesetzt worden. Ansonsten gelten auf der einen Seite die Freiheit des Kapitalverkehrs als negative Regulierung und auf der anderen Seite die jeweiligen nationalen und – in bescheidenem Umfang – europäischen Gesetze.*

## 3.2. Europäische Regulierungen

Mit dem europäischen Binnenmarkt sollte auch ein einheitlicher europäischer Finanzraum geschaffen werden. Dabei sollte, wie für den Güterverkehr auch, das Prinzip der gegenseitigen Anerkennung der jeweiligen nationalen Regulierungen bei einer gleichzeitigen Mindestharmonisierung von Bestimmungen gelten, die für das Funktionieren des Finanzsektors für unverzichtbar gehalten wurden. Prinzipiell wurde die Prinzipien des *europäischen Passes* und der *Heimatlandkontrolle* eingeführt. Nach dem ersten darf ein in der EU ansässiges Finanzinstitut, das nach den Bestimmungen seines Heimatlandes zugelassen worden ist, auch in den anderen EU-Mitgliedsländern seine Dienstleistungen anbieten (ohne dort eine eigene Niederlassung nach den dortigen Rechts- und Zulassungsbestimmungen gründen zu müssen). Nach dem Prinzip der Heimatlandkontrolle übt das Land, in dem der Hauptsitz eines Finanzinstitutes liegt, die Aufsicht über das Gesamtgeschäft dieses Institutes, also auch die Tätigkeit in den anderen MGL der EU aus.

Für die *Bankenaufsicht* ist diese Regel weitgehend verwirklicht. Als Mindestharmonisierung sind die Empfehlungen des Baseler Ausschusses (zu den Eigenkapitalanforderungen, zur Solvabilität und zur gesetzlichen Einlagensicherung) in europäische Richtlinien und nationale Gesetze umgesetzt worden. Dadurch hat sich ein vergleichsweise konsistenter Raum für die Tätigkeit und Beaufsichtigung von Banken in der EU ergeben.

Für den *Versicherungsbereich* gibt es mehrere Richtlinien zur gegenseitigen Anerkennung, jedoch nur sehr wenig europäische Mindestharmonisierung. Das Versicherungsgeschäft – mit Ausnahme der gesetzlichen Sozialversicherung – ist insofern in manchen Ländern, z.B. in Deutschland, stark dereguliert worden und entsprechend unübersichtlich geworden.

Beim *Wertpapierhandel* gibt es zwar verschiedene Richtlinien zur gegenseitigen Anerkennung nationaler Vorschriften für Prospekte, Insiderhandel, amtliche Märkte sowie Harmonisierungen für Investmentfonds und einen europäischen Pass für Investmentfonds. Aber erstens werden diese Richtlinien weitgehend nicht umgesetzt, und zweitens gibt es keine gegenseitige Anerkennung für geregelte Märkte noch für Handelssysteme. Praktisch gibt es weder ausreichende Harmonisierung noch tatsächlich wirksame gegenseitige Anerkennung. Zu diesem Ergebnis kommt auch der im November 2000 vorgelegte Bericht der sieben Weisen über die Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte.

Die faktische Nichtexistenz des einheitlichen Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen hat die EU-Kommission im Sommer 1999 veranlaßt, einen Aktionsplan für Finanzdienstleistungen“ vorzuschlagen, der für die vier strategischen Bereiche Massengeschäft, Firmenkunden, Marktaufsicht und allgemeine Bedingungen für einen optimalen Finanzmarkt insgesamt 42 Maßnahmen vorsieht, die bis Ende 2005 verwirklicht werden sollen. Dieser Aktionsplan wurde auf dem Gipfel von Lissabon im März 2000 verabschiedet. In dem Fortschrittsbericht vom 8. November erklärt die Kommission, daß 7 Maßnahmen erfolgreich abgeschlossen wurden, daß es bei 29 Fortschritte gibt und daß es bei 6 Bereichen unzureichende oder keine Fortschritte gebe – und sie kommt zu der Schlußfolgerung, daß die Situation „insgesamt noch zufriedenstellend“ sei, „auch wenn zu befürchten ist, dass ...das ehrgeizige Ziel einer vollständigen Umsetzung bis 2005 nicht erreicht wird.“

### 3.3. Nationale Regulierungen

Die nationalen Regulierungen der Finanzmärkte sind erstens sehr unterschiedlich, und zweitens teilweise recht strikt. Das trifft auch und besonders für die USA und England zu. Und auch heute kann man noch von relativ stark regulierten Finanzsektoren in den meisten Ländern reden.

Dennoch hat es während der 90er Jahre überall Lockerungen und Deregulierungen gegeben.

In *Europa* betrafen sie in erster Linie den Börsenhandel. Der Big Bang von 1986 in *England* stand am Anfang einer Reihe von Lockerungen der Bestimmungen für den Wertpapierhandel in ganz Europa. Die wesentlichen Maßnahmen betrafen die Abschaffung bzw. Senkung von Kapitalverkehrssteuern (z.B. 1990 in Deutschland), die Aufhebung bzw. Lockerung der Zulassungsbeschränkungen für Börsenhändler und –makler, die Einführung elektronischer Handelsplattformen sowie – besonders wichtig - die Zulassung von neuen Handelsgegenständen. In *Deutschland* sind durch drei „Finanzmarktförderungsgesetze“ (1990, 1994, 1998) erstens die Börsenumsatzsteuer und andere Kapitalverkehrssteuern abgeschafft, zweitens das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel eingerichtet und drittens eine Reihe zusätzlicher Anlagemöglichkeiten für Finanzanleger bereitgestellt worden. So wurde z.B. das Spektrum für den Derivathandel erweitert und – wichtig für die Renten“reform“, der gesetzliche Rahmen für „Altersvorsorge-Sondervermögen“, also Pensionsfonds geschaffen.

In den *USA* wurde 1999 des Glass-Steagall Gesetz aus dem Jahre 1933 weitgehend aufgehoben, das den Finanzinstitutionen strikte regionale und Tätigkeitssegmentierungen auferlegt hatte. Diese Bestimmungen waren in den 90er Jahren immer wieder durch Ausnahmegenehmigungen (durch die FED, die SEC oder das Finanzministerium) unterlaufen worden. Diese Lockerung war der Hintergrund für die massive Konzentrationswelle von Banken und Wertpapierhäusern in den letzten Jahren, die sich nach der Rücknahme des Glass-Steagall-Gesetzes in den nächsten Jahren fortsetzen wird.

## **4. Probleme**

### ***4.1. Erleichterung von Geldwäsche und Steuerflucht durch hohe Mobilität und Offshore-Zentren***

Die Liberalisierung des Kapitalverkehrs, die Entstehung und Aktivität von Offshore-Zentren sowie die Fortschritte der Informations- und (Tele) Kommunikationstechnologie haben es erleichtert, Finanzgeschäfte im Zusammenhang mit kriminellen Praktiken – von Waffenhandel bis zur Steuerhinterziehung – durchzuführen, bzw. zu verschleiern. Dies fördert auf der einen Seite diese Praktiken und auf der anderen Seite untergräbt es die jeweilige nationale Steuerbasis. Hierüber sind die Regierungen der OECD Länder so stark beunruhigt, daß sie das Phänomen in verschiedenen Gremien und Task Forces haben untersuchen lassen. (FSF, OECD, FATF, IWF). Das Ergebnis dieser Untersuchungen war erstens, daß es sich um erhebliche Größenordnungen - nach IWF-Angaben 2-5% des weltweiten BIP, vgl. AU 14/49, S.15) handelt, und zweitens daß sich führende Finanzinstitute in den führenden Finanzzentren der Welt an diesen Verschleierungspraktiken beteiligen (z. B. durch Nummernkonten).

### ***4.2. Verunsicherung und Verteuerung für den Außenhandel und die Produktion durch instabile Wechselkurse und Wertpapierkurse***

Stark schwankende Wechselkurse erhöhen das Wechselkursrisiko und stellen daher für den internationalen Handel einen zusätzlichen Unsicherheitsfaktor dar. Die mögliche Absicherung hiergegen verteuert den Außenhandel.

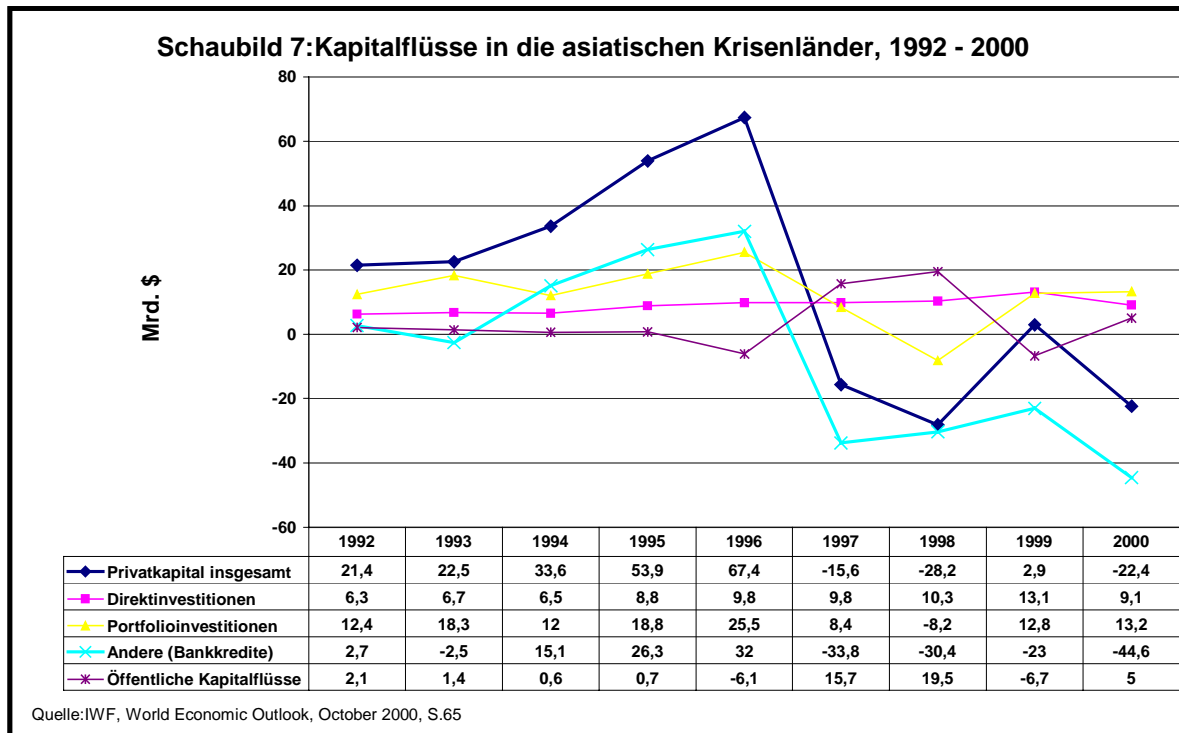
Ebenso führen stark schwankende Aktienkurse zu einer Verunsicherung der Geschäftsleitungen von Unternehmen über ihre künftige Finanzierungsbasis. Wertpapierbesicherte Kredite sind insofern ein permanenter Unsicherheitsfaktor als fallende Wertpapierkurse zu Nachschußforderungen der Banken führen und damit die Liquidität an sich gesunder Unternehmen gefährden und diese in den Ruin treiben können. Eine Absicherung hiergegen ist sehr teuer, und ein Verzicht auf Wertpapierbesicherung würde zu einem drastischen Rückgang des Kreditvolumens führen.

### ***4.3. Destabilisierung und erhöhte Systemrisiken durch Derivathandel***

Die Hebelwirkungen von Derivaten potenzieren die Risiken des einfachen Wertpapierhandels. Insbesondere der freihändige Handel außerhalb von Terminbörsen (sog. OTC Handel) ist problematisch, und er kann dann leicht zum Systemrisiko werden, wenn Derivate kreditfinanziert sind (wie das z.B. beim Beinahe-Kollaps des LTCM der Fall war). Hierauf hat die BIZ bereits mehrfach hingewiesen, und auch der IWF problematisiert dieser Art des unregulierten Handels, der weitestgehend spekulativen Charakter hat. (Zuletzt in einem eigenen Kapitel in dem diesjährigen Bericht zu International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues, ch.IV: Over-the-Counter Derivatives Markets, S. 79-114) Bemerkenswert die IWF-Aussage: „The severity of repeated episodes of turbulence, and in particular the contours of the market dynamics in the aftermath of the near-collapse of LTCM, suggest that OTC derivatives activities are capable of, producing instability, in some cases akin to a modern form of traditional bank runs.“(79) Im übrigen weist der IWF auch darauf hin, daß die Marktteilnehmer und die Behörden zugeben, weder die Eigendynamik der Derivatmärkte noch ihre Bedeutung für damit zusammenhängende Märkte zu verstehen.

#### 4.4. Destabilisierung und Finanzkrisen in Entwicklungsländern

Das destabilisierende Potenzial liberalisierter Kapitalmärkte für Entwicklungsländer läßt sich besonders gut am Fall der Asienkrise (Schaubild 7) demonstrieren (ohne daß es sich darauf beschränkt: Ähnliche Muster ergeben sich auch für Lateinamerika und für die Gesamtheit der „emerging markets“).

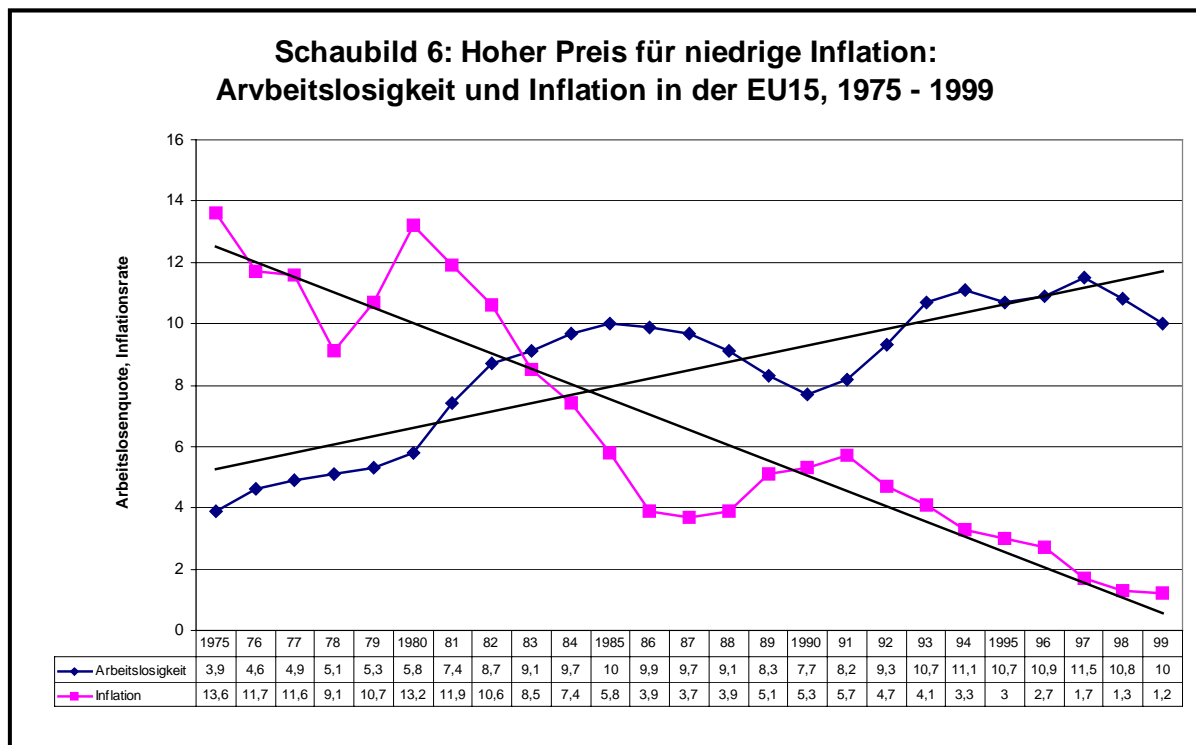


In der Zeit von 1992 bis 1996 nahm der Zufluß privaten Kapitals auf das Dreifache, von 21,4 Mrd. \$ auf 67,4 Mrd. \$ zu – und verwandelte sich im folgenden Jahr in einen Abfluß von 15,6 Mrd. \$, was eine Umkehr in Höhe von 83 Mrd. \$ bedeutet (Das entspricht 7,8% des BIP der 5 Länder). An dieser plötzlichen und drastischen Umkehr des Kapitalflusses in die 5 asiatischen Krisenländer waren die **Direktinvestitionen nicht** beteiligt: sie blieben vielmehr 1997 konstant und stiegen bis 1999 sogar noch weiter an. Ausschlaggebend waren die Portfolioinvestitionen und **vor allem die (zu 70% kurzfristigen) Bankkredite**: Sie waren von 1992 bis 1996 auf das 12fache auf 32 Mrd. \$ gestiegen – 1997 zogen die Banken 33,8 Mrd. \$ ab, was eine Umkehr (einen „swing“) in Höhe von 65,8 Mrd. \$ allein im Kreditbereich ausmacht. Dies kann kein Land verkraften.

Der Hintergrund für die Finanzkrise der asiatischen Krisenländer läßt sich klar im Kapitel VII (Finanzintermediation und Asienkrise) des 68. Jahresberichts der BIZ (1997/98) nachlesen. Dort ist von einer „beträchtlichen Zunahme internationaler Liquidität“ bei gleichzeitig niedrigen Zinsen an den großen Finanzplätzen die Rede, die dazu führten, daß diese Liquidität in die asiatischen Länder gedrückt wurde und dort zu einer „Überinvestition“ führte. Zu der hohen Liquidität trugen im übrigen nicht nur die hohen Gewinne, sondern auch der rapide Abbau der öffentlichen Neuverschuldung in den USA und in der EU (Maastricht-Prozess) sowie die Tatsache bei, daß die neue Fusionswelle der 90er Jahre überwiegend durch Aktientausch finanziert wurde, so daß hierfür keine zusätzlichen liquiden Mittel benötigt wurden. Die BIZ läßt keinen Zweifel daran, daß es sich um einen angebotsgetriebenen Prozess gehandelt hat, der von den großen Finanzzentren ausging.

#### 4.5. Arbeitslosigkeit in den Industrieländern durch „disziplinierende“ Wirtschaftspolitik im Interesse der Finanzinvestoren

Der zunehmende Einfluß der Finanzmärkte hat zu einer markanten Neuorientierung der allgemeinen Wirtschaftspolitik in den USA und insbesondere in Europa geführt. Dabei ist das Ziel der Werterhaltung von Finanzvermögen, also die Vermeidung von Inflation, ganz in den Vordergrund getreten und hat andere wirtschaftspolitische Ziele – Beschäftigung, Sicherheit, sozialen Ausgleich - weitgehend verdrängt. Diese Neuorientierung der Wirtschaftspolitik im Sinne einer fundamentalistischen Verengung der Zielperspektive liegt ganz im Interesse der Finanzanleger, und die institutionellen Investoren können diesem Interesse durch die Drohung Nachdruck verleihen, ihre Exit-Option zu nutzen und ihr Kapital aus einem Land abzuziehen, das diesen Interessen nicht nachkommt. Als Hauptinstrumente im Kampf gegen die Inflation



wird eine Politik des knappen Geldes durch hohe Zinsen und des Abbaus der Staatsverschuldung eingesetzt. Auf diese Weise wurde die Inflation in der Tat auf ein vernachlässigbar geringes Niveau gedrückt. Der Preis jedoch war hoch. Er bestand in einer anhaltenden Verringerung der Wachstumsraten und einer drastischen Steigerung der Arbeitslosigkeit (Vgl. Schaubild 6)