

Aktuelle Struktur Tendenzen und Probleme auf den internationalen Finanzmärkten

Jörg Huffs Schmid, August 2000

1. Zu den Quellen und Daten

Trotz der umfangreichen Diskussion und Literatur über Finanzmärkte sind konsistente, international vergleichbare und längerfristige (bis in die 70er Jahre zurückreichende) Datenreihen über die Finanzmärkte Mangelware und nur für recht grobe Kategorien öffentlich verfügbar. Es gibt vier Hauptquellen:

1. die Veröffentlichungen der BIZ (www.bis.org), vor allem die Quartely Review: International Banking and Financial Market developments, die die umfangreichste (und am tiefsten gegliederte) Statistik über internationale Bankkredite und Anleihen enthält. Die BIZ Veröffentlicht seit Beginn der 90er Jahre auch Statistiken über den Devisenhandel und seit Ende der 90er Jahre auch solche über den Derivathandel. Die Jahresberichte der BIZ enthalten zu allen diesen Bereichen die wesentlichen Informationen über die jeweils letzten Jahre. Dazu zahlreiche Spezialuntersuchungen, auch über Regulierungen etc. Alle diese Publikationen sind in vollem Umfang kostenlos über das Internet zu beziehen.
 2. der IWF (www.imf.org), vor allem in seiner jährlichen Publikation: International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues. Daneben auch Finanzmarktinformationen im halbjährlichen World Economic Outlook. Beides kostenlos über Internet abholbar. Daneben zahlreiche empirisch gehaltvolle Veröffentlichungen in den Staff Papers oder Working Papers.
 3. Die OECD (www.oecd.org), vor allem die Zeitschrift Financial Market Trends mit sehr interessanten empirischen Beiträgen u.a. zu Privatisierung und FM, FM und Rentensystemen, Fusionen und Beteiligungen im Finanzsektor. Auch der Economic Outlook der OECD enthält Finanzmarktdaten. Eine bis in die 50er Jahre zurückreichende 1996 erschienene Publikation (International Capital Market Statistics 1950-1995) mit Zeitreihen über internationale Anleihen und Kredite ist dagegen methodisch sehr problematisch und daher mit allen anderen Quellen nicht vergleichbar. Problem bei der OECD: Fast alles muß bezahlt werden (Ausnahme: der Bericht der Financial Action Task Force gegen Geldwäsche). (Wichtige Einzelschrift: The New Financial Landscape. Forces Shaping the Revolution in Banking, Risk Management and Capital Markets. OECD Documents, Paris 1995)
 4. Die International Federation of Stock Exchanges (FIBV = Fédération Internationale des Bourses de Valeurs)(www.fibv.com) die als einzige Quelle umfangreiche internationale Börsenstatistiken – für Aktien, Anleihen und Derivate – zur Verfügung stellt, und zwar geografisch desaggregiert: Börsenkapitalisierung, Zugänge, Abgänge, Umsätze. Die auf Europa beschränkte Börsenorganisation ist die Federation of European Stock Exchanges (www.fese.be)
- (5. Für Direktinvestitionen ist die wichtigste Hauptquelle der von der UNCTAD (www.unctad.org) jährlich herausgegebene World Investment Report)

2. Thesen zur Strukturentwicklung und den damit verbundenen Problemen

- 2.1 Selektive Verschiebung zur Wertpapierfinanzierung
(Problem: Zugangsbeschränkung zu Finanzierungsmitteln)
- 2.2 Vorrang des Handels vor der Finanzierung
(Problem: Hektik und Instabilität)
- 2.3 Zunahme der Finanzspekulation
(Problem: Höhere Risiken, Krisen, Ansteckung, Systemkrise)
- 2.4 Neue Akteure, Konzentration und Vermachtung
(Problem: Druck auf Unternehmen und Regierungen)
- 2.5 Nach wie vor hohe Exklusivität
(Problem: soziale und politische Ungleichheit und Polarisierung)

2.1 Selektive Tendenz zur Wertpapierfinanzierung

Der Trend zur größeren Bedeutung der Wertpapierfinanzierung läßt sich seit den 80er Jahren beobachten. (vgl. OECD 95, BIZ 2000 Tabelle VI.2 und Grafik VI.11). Auch bei der internationalen Kreditfinanzierung durch Banken gibt es die starke Tendenz zur Verbriefung (securitisation) der Forderungen, die damit wie Wertpapiere handelbar werden (syndicated loans). Damit tritt für die Gläubiger zum Kreditausfallrisiko (counterpart risk) das Risiko der Kursabwertung, das Marktrisiko hinzu).

Dieser Trend ist allerdings bislang auf die **internationale** Finanzierung beschränkt, die ihrerseits nur für eine kleine Zahl von großen Unternehmen und für Regierungen in Frage kommt. (Bei Regierungen ist die Anleihefinanzierung immer schon die wesentliche Form der Schuldenaufnahme gewesen). Nach wie vor besteht – jedenfalls in Europa – der größte Teil der externen Unternehmensfinanzierung aus inländischen Bankkrediten.

Problem: Insbesondere KMU haben in der Regel weder zu internationalen Finanzquellen noch zu inländischen Kapitalmärkten Zugang und sind daher auf inländische Banken angewiesen. Insofern ist der Trend zur Wertpapierfinanzierung auch ein Trend zu zunehmender Exklusivität des Zugangs zu Finanzierungsquellen, zumindest zur Segmentierung und Spaltung der nationalen Finanzmärkte.

2.2 Vorrang des Handels vor der Finanzierung

An den Wertpapiermärkten läßt sich eine zunehmende Geschwindigkeit der Transaktionen feststellen. Sie hat als technische Voraussetzung die hochentwickelte Kommunikations-, Informations- und Computertechnologie sowie als politische Voraussetzung die Mobilität des Kapitals durch weitgehende Liberalisierung des internationalen Kapitalverkehrs (jedenfalls zwischen den OECD-Ländern und wesentlichen Entwicklungsländern) sowie eine partielle Deregulierung der nationalen Finanzmärkte (z.B. die Zulassung von geldmarktfonds in Deutschland).

Indikatoren für die zunehmende Geschwindigkeit :

- der Umsatz an den weltweiten Wertpapiermärkten ist sehr viel stärker gestiegen (bei Aktien von 1980 bis 1999 um den Faktor 130 !) als die Bestände oder die Neuausgaben (börsenkapitalisierung: Faktor 12; Quelle: FIBV Jahresberichte, BIZ Quarterly Review, BIZ Jb 99/00 Tab VII.3) Das gilt in den 90er Jahren besonders für die Aktienmärkte in den USA und UK, gemäßigt für den Euro-Raum. Es gilt nicht für Deutschland und Japan)
- der Umfang der Geldmarktpapiere, (Commercial Papers, Notes u.a. mit einer Laufzeit bis zu 1 Jahr) hat stärker zugenommen als die Langfristpapiere (BIZ 2000, Tab. VI,2)
- der Umfang des Devisenhandels: praktisch wurde der gesamte Devisenbestand 1998 jeden Tag einmal umgeschlagen. (1999 nahm der Handel u.a. wegen der Einführung des € allerdings ab).

Aus diesem Trend läßt sich auf eine Verschiebung der Gewichte zwischen den beiden grundlegenden Funktionen der Finanzmärkte (Finanzierung und Aufbau/Vermehrung von Finanzvermögen=Sparen) schließen: Die Funktion der Vermehrung von Finanzvermögen tritt gegenüber der Finanzierungsfunktion in den Vordergrund. Zu diesem Zweck wird Finanzvermögen ständig neu gruppiert und in die gerade besonders rentablen (oder rentabel erscheinenden) Anlageformen gelenkt. Auch langfristige Anlagen (Staatsanleihen) oder unbefristete Engagements (Aktien) befinden sich so in ständiger – vor allem über die Börsen vermittelter - Bewegung. Bei internationalen Kapitalbewegungen läßt sich eine Verschiebung zugunsten kurzfristiger Bankkredite und sehr viel instabilerer Portfolioinvestitionen gegenüber den Direktinvestitionen beobachten (BIZ 2000 Tab. III.3, IMF International Capital Market Developments).

Problem: Die hohe Geschwindigkeit und die schnelle Umgruppierung von Finanzvermögensportfolios trägt zu erheblicher Hektik von Finanzmärkten bei, nicht aber zu effizienterer Ressourcenallokation. Liquide (fungible) Finanzmärkte sind zwar erforderlich, um die Finanzierungsfunktion erfüllen zu können. Überliquide Märkte dagegen führen zu Instabilität.

2.3 Zunahme der Finanzspekulation

Daß die Finanzspekulation eine zunehmend wichtige Rolle bei der Bewegung der Finanzmärkte spielt, läßt sich ablesen aus:

- der Disproportion zwischen Handel und Beständen bei Wertpapieren und Devisen
- dem zunehmenden Anteil kurzfristiger an allen Bankkrediten (neue BIZ-Statistik in QR 2000)
- dem explosionsartigen Wachstum der Finanzderivate, bei denen die Absicherungsfunktion weitgehend hinter der Spekulationsfunktion zurückgetreten ist. Dies gilt in besonderen Maße für die freihändig, also nicht börsengehandelten Derivate, die ungefähr vier Fünftel des Gesamtvolumens ausmachen. (Zahlen bei BIZ, JB und Sonderberichte).
- der Rolle der Hedgefonds (HLI) und der
- Offshorezentren (zu beidem gibt es Berichte des IMF und jüngst des FSF)

Problem: Finanzspekulation führt vielfach zu erhöhter **Volatilität, Instabilität und Unsicherheit** von Finanzmärkten. Preise für Finanztitel richten sich nicht mehr allein nach der erwarteten Rendite, sondern nach erwarteten Kurssteigerungen, die ihrerseits von Erwartungen anderer MarktteilnehmerInnen abhängen. Sie ist wegen des mit ihr verbundenen Herdenverhaltens wesentlich verantwortlich für plötzliche massenhafte Kapitalanlagen in günstig erscheinenden Bereichen (Unternehmen, Ländern) und ebenso plötzlichen massiven

Kapitalabflüssen, bei Stimmungsänderungen der Finanzanleger. Beides kann für Unternehmen oder für einzelne Länder außerordentlich schädlich sein und sie an den Rand des Ruins bringen. (Asienkrise, Metallgesellschaft). Da Spekulation in der Regel nicht durch Einsatz eigenen Kapitals, sondern über Kredit finanziert wird und ihr Umfang durch Derivate zusätzlich vervielfacht werden kann, reichen die Folgen von Fehlspekulation über die jeweiligen Spekulanten hinaus und können zu **Finanzkrisen** (bank-runs etc.) führen, die nur noch durch harte politische Interventionen eingegrenzt werden können.

2.4 Neue Akteure, Konzentration und Vermachtung

Diese Trends lassen sich vor allem an zwei Indikatoren ablesen:

- Zunehmende Rolle der Institutionellen Investoren auf den FM (vgl. BIZ 97/98: 93-109; IMF International Capital Market Trends, Nov.97). Dabei gehören die Kapitalanlagegesellschaften der Investmentfonds überwiegend – in Deutschland fast ausschließlich – den großen Bankengruppen.
- Bei der weltweiten Fusionswelle, die Mitte der 90er Jahre einsetzte, steht der Finanzsektor (neben der Telekommunikation) an der Spitze (OECD FMTrends 75, BIZ2000, Tab. VII.4)

Problem: Die Macht der Finanzunternehmen wird gegenüber den Unternehmen eingesetzt, an denen sie beteiligt oder bei denen sie per Kredit engagiert sind. Shareholder-value-Orientierung führt zur Verdrängung aller nicht der Renditemaximierung dienenden Elemente der Geschäftspolitik (das muß keine Kurzfristorientierung sein). Druck mit Kapitalflucht-Option gegenüber den Regierungen zwingen zur Anpassung an die Interessen der Fonds. Folgen: Ungleichheit, Polarisierung, Unterlaufen von Demokratie.

2.5 Nach wie vor hohe Exklusivität

Bei aller Globalität sind die internationalen Finanzmärkte in hohem Maße exklusiv:

- Zum einen finden Finanzströme aller Art überwiegend zwischen den großen Finanzzentren statt. Der Rest geht in eine kleine Zahl von Entwicklungs- vornehmlich Schwellenländern.
- Zum anderen wird in den Industrieländern der Zugang von KMU zu externer Finanzierung durch die Verschiebung des Interesses der großen Banken auf Investmentbanking und Internationalisierung sowie die zunehmende Vermachtung schwieriger. Diese Situation würde weiter verschärft, wenn die öffentlich-rechtlichen Institute mit einer öffentlichen Finanzierungsaufgabe weiter zurückgedrängt würden.

Problem: Die Mehrheit der Entwicklungsländer sowie in den Industrieländern die KMU, die dringend Kapital brauchen, bleibt vom Zugang zum überliquiden privaten Kapitalmarkt ausgeschlossen (und dieser Ausschluß wird für die armen Länder nicht durch öffentliche Entwicklungshilfe und für die KMU in den I-Ländern nur unzureichend durch spezielle Programme kompensiert !) (IMF, Weltbank JB1999)

3. Folgerungen für die Politik

Aus den skizzierten Struktur Tendenzen ergeben sich drei vorrangige Herausforderungen für die Politik gegenüber den Finanzmärkten:

Erstens: Sicherung des Zugangs zu Finanzierungsmitteln für KMU und arme Entwicklungsländer

Zweitens: Stabilisierung der FM und Verhinderung von Finanzkrisen durch die Verbesserung der Finanzaufsicht und der Risikoabsicherung, Beschränkung der Spekulation und Drosselung der Transaktionsgeschwindigkeiten

Drittens: Einbettung der Finanzmärkte in eine demokratische Wirtschaftspolitik durch regulative Rückführung auf ihre Grundfunktionen Finanzierung und langfristige Vermögensbildung