

Struktur- veränderungen am deutschen Kapitalmarkt im Vorfeld der Europäischen Währungsunion

Mit dem Beginn der dritten Stufe der Europäischen Währungsunion entsteht in Europa der zweitgrößte Kapitalmarkt der Welt. Dieser Integrations-schritt verändert die Wettbewerbsverhältnisse auf den nationalen Kapitalmärkten und forciert den Strukturwandel bereits im Vorfeld der Währungsunion. Der vorliegende Aufsatz zeichnet wichtige Entwicklungstendenzen am deutschen Kapitalmarkt in den letzten Jahren nach und bewertet sie aus gesamtwirtschaftlicher Sicht. Im Ergebnis läßt sich festhalten, daß der deutsche Kapitalmarkt weiter an Effizienz gewonnen hat; er erscheint insoweit für die Währungsunion gut gerüstet. Die höhere Finanzmarkteffizienz steht grundsätzlich im Einklang mit den Zielen der Notenbank, weil sie die Durchschlagskraft geldpolitischer Maßnahmen und die Qualität von Finanzmarktindikatoren tendenziell fördert.

Grundsätzliche Auswirkungen der Währungsunion auf die europäischen Kapitalmärkte

Der Beginn der dritten Stufe der Europäischen Währungsunion (EWU) am 1. Januar 1999 markiert einen Höhepunkt im Prozeß der europäischen Finanzmarktintegration. Mit der unwiderruflichen Fixierung der Wechselkurse verschwinden die entsprechenden Währungsrisiken, und mit dem Übergang zu einer gemeinsamen Geldpolitik werden sich

*Erweiterung
der Anlage-
möglichkeiten
und Wett-
bewerbs-
intensivierung*

auch die noch verbliebenen geringen Inflationsdifferenzen zwischen den Teilnehmerländern zurückbilden. Ein einheitlicher Währungsraum eröffnet den Anlegern ein breiteres Spektrum wechselkursrisikofreier, homogener Aktien- und Anleiheengagements und verschärft den Wettbewerb unter den Emittenten und den Finanzintermediären. Innerhalb der EU haben zwar die grenzüberschreitenden Anlagedispositionen und die Wettbewerbsintensität durch die Liberalisierungsmaßnahmen im Zusammenhang mit der Schaffung des europäischen Binnenmarktes und aufgrund des allgemeinen Internationalisierungstrends an den Finanzmärkten bereits in den letzten Jahren zugenommen. Die anstehenden währungspolitischen Veränderungen besitzen aber insoweit eine neue Qualität, als mit der gemeinsamen Währung wesentliche Unterscheidungskriterien zwischen heimischen und ausländischen Finanzprodukten entfallen. Aus deutscher Sicht bedeutet dieser Integrationsschritt schließlich eine besondere Zäsur, weil mit der D-Mark auch ein weltweit anerkanntes Gütesiegel deutscher Finanzprodukte verschwindet.

Mögliche Erscheinungsformen eines Strukturwandels und ihre Wirkungen

Veränderte Wettbewerbsverhältnisse zwischen Anlegern, Emittenten und Finanzintermediären – wie etwa Emissionshäusern, Wertpapierhändlern oder Börsen – können Strukturveränderungen unterschiedlicher Form hervorrufen. Neben der Mobilisierung zusätzlichen Kapitals fördern sie insbesondere Produktinnovationen, neue Markttechniken und Verbesserungen der Infrastruktur. Der Strukturwandel kann die Konditionen verbessern, zu denen über den Anleihe- beziehungsweise Aktienmarkt Mittel bereitgestellt werden. Soweit in diesem Prozeß

zusätzliche Ersparnisse mobilisiert und die Investitionstätigkeit angeregt werden, könnte sich dies in höheren Wachstumsraten im Euro-Raum niederschlagen. Hiervon zu unterscheiden sind die Rückwirkungen des Wettbewerbs auf die Wahl des geographischen Standorts für Unternehmen, die Finanzdienstleistungen erbringen. Die Standortwahl bestimmt, wo die Wertschöpfung im Finanzsektor anfällt und Arbeitsplätze entstehen oder gesichert werden.

Wichtigste Nutznießer der erweiterten internationalen Anlagemöglichkeiten und des Wettbewerbs unter Emittenten und Intermediären sind institutionelle Investoren – also Anleger, die über große Vermögensbestände disponieren und professionelle Techniken nutzen. Diese Gruppe – zu der üblicherweise Versicherungen sowie Investment- und Pensionsfonds, in einer weiten Abgrenzung aber auch Kreditinstitute und große Industrieunternehmen gerechnet werden – spielt an den Wertpapiermärkten mittlerweile die dominierende Rolle. Dies zeigt sich etwa am Anteil der von ihnen gehaltenen Wertpapiere am Gesamtumlauf. Selbst in Deutschland, wo der „Institutionalisierungsgrad“ in Form der Geldvermögensbildung über Versicherungen und Investmentfonds im internationalen Vergleich bislang noch relativ gering ist, befanden sich Ende 1996 etwa 75 % beziehungsweise 85 % des ausstehenden Volumens inländischer Aktien und Anleihen in den Händen in- und ausländischer professioneller Anleger (vgl. Tabelle auf S. 57). Dies unterscheidet die Wertpapiermärkte wesentlich von der Intermediation über Banken, die mit einem Anteil der Depositen von Privatpersonen an allen Bankeinlagen von rund 60 % sehr viel

Institutionelle Anleger...

stärker durch das Verhalten der privaten Haushalte geprägt ist.

*...geben
Richtung des
Struktur-
wandels vor*

Vor diesem Hintergrund ist es nicht erstaunlich, daß die Aktivitäten institutioneller Akteure wesentlich die Richtung des Strukturwandels an den Finanzmärkten bestimmen. Maßgeblich ist für diese Investoren zum einen eine Produktpalette, die eine hinreichende Diversifizierung der Portefeuilles erlaubt. Dazu gehört, daß die verfügbaren Wertpapiere ein breites Spektrum von Ertragsmöglichkeiten und Risiken abbilden; ferner muß insbesondere durch Terminkontrakte eine flexible Gestaltung von Risikopositionen möglich sein. Daneben sind die Konditionen der Marktnutzung von ausschlaggebender Bedeutung. Außer Gebühren und Provisionen, die bei Wertpapiergeschäften anfallen, spielt dabei auch eine hinreichende Markttiefe eine Rolle; sie verhindert, daß es zu unerwünschten Preisausschlägen aufgrund zu geringer Liquidität des Marktes kommt. Schließlich sind aus Sicht institutioneller Akteure transparente Marktkonventionen und ausreichend lange Handelszeiten wünschenswert.

Entwicklungstendenzen im Vorfeld der Währungsunion

Marktvolumen

*Kräftiges
Wachstum seit
Anfang der
neunziger
Jahre...*

Der deutsche Kapitalmarkt ist in den letzten Jahren kräftig gewachsen und nimmt – gemessen am Volumen der ausstehenden Wertpapiere – in Kontinentaleuropa die Spitzenstellung ein. Dies gilt sowohl für den Anleihe- markt als auch für den Aktienmarkt. Der

Wertpapierbesitz ausgewählter Anlegergruppen *)

Stand am Jahresende; in %

Position	1980	1990	1996
Rentenwerte			
Banken	43,8	42,8	36,7
Versicherungen	11,7	9,4	6,1
Investmentfonds	5,0	6,1	9,6
Nichtfinanzielle Unternehmen	5,4	4,4	3,0
Ausländer	4,4	15,8	30,5
Insgesamt	70,3	78,5	85,9
Aktien			
Banken	13,4	15,2	15,4
Versicherungen	4,0	4,3	8,2
Investmentfonds	5,9	5,4	9,4
Nichtfinanzielle Unternehmen	26,2	28,5	26,8
Ausländer	11,1	17,3	15,2
Insgesamt	60,6	70,7	75,0

* Anteil am Umlauf inländischer Wertpapiere zu Nominalwerten laut Depotstatistik.

Deutsche Bundesbank

deutsche Rentenmarkt war Ende 1997 mit einem Marktvolumen im Nominalwert von 3,0 Billionen DM insgesamt um rund die Hälfte beziehungsweise sogar mehr als das Doppelte größer als der italienische beziehungsweise der französische. Der deutsche Aktienmarkt übertraf mit einer Marktkapitalisierung im Kurswert von 1,5 Billionen DM Ende letzten Jahres den französischen um rund ein Viertel und den an dritter Stelle rangierenden niederländischen Markt um etwa zwei Drittel (vgl. Tabelle auf S. 58).

In Relation zum Bruttoinlandsprodukt bewegt sich der Umlauf an inländischen Anleihen und Aktien mit rund 80 % beziehungsweise knapp 40 % allerdings eher im europäischen Mittelfeld. Dies ist letztlich Ausdruck bisher relativ wenig veränderter Intermediations-

*... aber nur
wenig verän-
derte Rolle im
gesamtwirt-
schaftlichen
Finanzierungs-
prozeß*

Renten- und Aktienmarktkapitalisierung im internationalen Vergleich

Ende 1997

Land/Gruppe	Rentenmarkt 1)			Aktienmarkt		
	in Mrd DM	in % des BIP 2)	jährliches Wachstum in den neunziger Jahren 3) in %	in Mrd DM 4)	in % des BIP 2)	jährliches Wachstum in den neunziger Jahren 5) in %
Belgien	524	121	6	245	57	8
Dänemark	292	88	5	168	51	12
Deutschland	3 025	81	12	1 479	39	11
Finnland	92	37	13	132	54	16
Frankreich	1 191	42	7	1 209	42	9
Großbritannien	827	35	10	3 707	155	12
Irland	44	32	4	88	65	45
Italien	2 035	87	13	618	27	14
Niederlande	368	48	7	840	111	16
Österreich	242	53	9	66	15	6
Portugal	82	39	13	70	33	61
Schweden	393	95	8	474	115	14
Spanien	390	41	19	520	54	16
EU-11 6)	7 993	66	.	5 327	44	.
Japan	6 998	90	6	3 737	48	- 10
USA 7)	17 264	117	8	19 028	129	18

Quelle: BIZ, FIBV. — 1 Nominalwert der umlaufenden inländischen Anleihen Ende September 1997; ohne internationale Emissionen. — 2 Nominales Bruttoinlandsprodukt im Jahr 1997; teilweise geschätzt. — 3 Bezogen auf den Zeitraum von Ende 1989 bis 3. Quartal 1997. — 4 Kurswert der Aktien inländischer, börsennotierter Gesellschaften

Ende 1997. — 5 Bezogen auf den Zeitraum von Ende 1989 bis Ende 1997; Irland und Portugal 1995 bis 1997. — 6 Europäische Union ohne Dänemark, Griechenland, Großbritannien und Schweden. — 7 Marktkapitalisierung der NYSE und der Nasdaq.

Deutsche Bundesbank

strukturen im deutschen Finanzsystem, das nach wie vor durch eine vergleichsweise starke Rolle der Banken gekennzeichnet ist (vgl. Tabelle auf S. 59). Ein ausgeprägter Trend zur Verlagerung von Finanzierungsbeziehungen von den Banken an die Kapitalmärkte wie in anderen Ländern ist trotz des raschen Wachstums der Wertpapiermärkte seit Anfang der neunziger Jahre kaum zu erkennen. Zum einen diente ein großer Teil der Anleiheemissionen in diesem Zeitraum der Deckung des vereinigungsbedingten Kreditbedarfs der öffentlichen Hand, von dem sowohl Staatsanleihen als auch die von Banken emittierten, der Refinanzierung von Krediten an die öffentliche Hand dienenden Öffentlichen Pfandbriefe profitierten. Zum andern wird die Bedeutung des Aktienmarktes im Finanzierungsprozeß durch den starken Kurs-

anstieg seit 1996 überzeichnet; im Jahr 1997 beschafften sich inländische Produktionsunternehmen lediglich knapp ein Zehntel ihrer Mittel über den Aktienmarkt.

Veränderungen auf seiten der Emittenten

Einen tiefen Einschnitt bringt die Währungsunion für die Anleihemärkte der teilnehmenden Länder. Inflations- und wechselkursbedingte Zinsdifferenzen entfallen, so daß sich die Ertrags- und Risikoprofile festverzinslicher Wertpapiere europäischer Emittenten insoweit angleichen. Tatsächlich ist dieser Anpassungsprozeß bereits weitgehend im Vorfeld der Währungsunion erfolgt. Die Renditen aller Länder, deren Teilnahme an der Währungsunion erwartet wird, haben sich einander weitgehend angeglichen. Schon jetzt

*Anleihemarkt
vor besonderen
Herausforderungen*

verbleiben damit im wesentlichen nur noch Bonitätsunterschiede, die aber vor allem bei öffentlichen Anleihen in Europa im Vergleich zu Wechselkursrisiken bisher in den meisten Fällen von untergeordneter Bedeutung sind. Im Segment der Staatsanleihen sind daher verstärkte Anstrengungen zur Sicherung der Wettbewerbsposition in der EWU unternommen worden. Ziel ist es, die eigenen Emissionen im europäischen Anleihemarkt als Bewertungsmaßstab („Benchmark“) zu etablieren, was günstige Kreditkonditionen sichert und positiv auf die Stellung des heimischen Finanzplatzes ausstrahlen kann. Voraussetzungen für eine solche Marktführerschaft sind neben erstklassiger Bonität auch ein vollständiges Laufzeitspektrum sowie eine hohe Liquidität der Papiere.

*Veränderungen
der Emissions-
struktur beim
Bund...*

Der Bund hat vor diesem Hintergrund seine Emissionspalette seit 1995 in mehreren Schritten umgestaltet (vgl. Übersicht auf S. 60). Um die Liquidität seiner Papiere zu erhöhen, führte er bei Bundesobligationen – im Anschluß an den freihändigen Verkauf – regelmäßige Auktionen ein und machte verstärkt von der Aufstockung von Bundesanleihen und Bundesobligationen Gebrauch. Im Juli 1996 haben sich das Bundesministerium der Finanzen und die Bundesbank ferner über die Begebung unterjähriger Unverzinslicher Schatzanweisungen (Bubills) verständigt.¹⁾ Die Emissionspalette wurde zudem durch die Einführung zweijähriger Schatzanweisungen, regelmäßige Emissionen im dreißigjährigen Laufzeitsegment und die Möglichkeit zum „Stripping“ abgerundet. Die Einführung eines Future-Kontrakts auf zweijährige Schatzanweisungen durch die Deutsche Ter-

Kennziffern zur Intermediationsstruktur im deutschen Finanzsystem *)

Jahr	Anteil von Bankeinlagen am gesamten Geldvermögen der privaten Haushalte	Anteil verbriefter Mittel an den Verpflichtungen 1)	
		von Produktionsunternehmen	der Kreditinstitute
1970	52,4	30,9	17,3
1975	54,5	26,8	20,1
1980	52,4	21,4	21,1
1985	46,1	29,5	26,6
1990	44,5	25,3	24,1
1991	43,1	24,4	25,9
1992	43,0	23,9	27,3
1993	42,5	29,4	28,7
1994	41,5	32,5	28,2
1995	39,9	29,7	30,1
1996	39,2	31,1	31,1

* Jahresendstände in %; ab 1990 Gesamtdeutschland. — 1 Verpflichtungen aus Aktien und Rentenwerten.

Deutsche Bundesbank

minbörse (DTB) komplettiert diese Entwicklung. Ab Frühjahr 1998 werden ferner Emissionen des Bundes und seiner Sondervermögen „unter einer Adresse“ gebündelt. Schließlich wird der Bund seine börsennotierten Altschulden schon zum 1. Januar 1999 auf Euro umstellen. Da von diesem Zeitpunkt an bereits Neuemissionen in Euro begeben werden, wird in der Währungsunion nahtlos an die am Markt für Bundeswertpapiere erreichte Liquidität angeknüpft.

Auch die Kreditinstitute haben ihre Emissionen liquider und damit für institutionelle Investoren attraktiver gemacht. Herausragende Neuerung ist die Begebung großvolumiger „Jumbo-Pfandbriefe“ (seit 1995) mit einem

*... und bei
Bankschuldver-
schreibungen*

1 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Der verbrieft Geldmarkt in Deutschland, Monatsbericht, Oktober 1997, S. 45–60.

Neuerungen in der Emissionspolitik des Bundes

Zeitpunkt	Maßnahme
Juli 1993	Einführung eines vierteljährlichen Emissionskalenders.
Juli 1995	Der Bund stockt Bundesobligationen jeweils nach Abschluß des freihändigen Verkaufs einer Serie im Tenderverfahren auf.
Juli 1996	Der Bund begibt regelmäßig unterjährige Unverzinsliche Schatzanweisungen mit sechsmonatiger Laufzeit bis zu einem Umlauf von 20 Mrd DM.
Sept. 1996	Regelmäßige Emission zweijähriger Schatzanweisungen.
Juli 1997	Bei Anleihen wird die Möglichkeit zum „Stripping“, das heißt dem getrennten Handel von Kapital- und Zinsansprüchen, eingeführt. Gleichzeitig nimmt der Bund die Emission im dreißigjährigen Laufzeitsegment wieder auf.
Jan. 1998	Das Bundesanleihekonsortium wird abgeschafft; die wichtigsten Bundeswertpapiere werden seitdem über die „Bietergruppe Bundesemissionen“ im Tenderverfahren begeben.

Deutsche Bundesbank

Emissionsvolumen von mindestens 1 Mrd DM in diesem bis dahin relativ zersplitterten Marktsegment. Bei diesen Titeln sind pro Emission mindestens drei Banken verpflichtet, An- und Verkaufskurse innerhalb relativ enger Spannen zu stellen, was die stete Handelbarkeit der Papiere gewährleisten soll. Der Absatzerfolg der „Jumbos“ hat zu markanten Strukturverschiebungen insbesondere bei Öffentlichen Pfandbriefen geführt. Ende 1997 belief sich hier die Zahl großvolumiger Emissionen auf 158, verglichen mit 12 Ende 1994; ihr Umlauf ist im gleichen Zeitraum von 14 Mrd DM auf 246 Mrd DM gestiegen (vgl. Schaubild auf S. 61). Das durchschnittliche Volumen aller ausstehenden Pfandbriefemissionen hat sich dadurch in wenigen Jahren auf rund 100 Mio DM verdoppelt. Für den Erfolg dieser Innovation spricht, daß der Auslandsverkauf an Öffentlichen Pfandbriefen seit 1995 kräftig zugenommen hat; in den letzten beiden Jahren erreichte er zusammen rund 26 Mrd DM (netto).

Die unmittelbaren Auswirkungen der EWU auf das Emissionsverhalten am Aktienmarkt sind eher geringer einzuschätzen als bei Anleihen. Für den Aktienverkauf spielen unternehmens- oder länderspezifische Ertrags- und Risikofaktoren im allgemeinen eine wichtigere Rolle als Währungsunsicherheiten, so daß auch nach der Einführung des Euro die Aktienmärkte heterogen bleiben werden. Dies bedeutet allerdings nicht, daß die nationalen Aktienmärkte keinem stärkeren Wettbewerb ausgesetzt sind. In diese Richtung werden sowohl der allgemeine Internationalisierungstrend als auch – im Lauf der Zeit – eine engere realwirtschaftliche Integration

Emittenten am Aktienmarkt relativ wenig betroffen

der europäischen Volkswirtschaften wirken. Damit dürften sektorspezifische Anlagestrategien gegenüber länderspezifischen auf längere Sicht in den Vordergrund rücken. Angesichts der bisherigen „Unterentwicklung“ des deutschen Aktienmarktes sind weiterhin besondere Anstrengungen zur Stärkung der Aktie als Anlage- und Finanzierungsinstrument erforderlich.

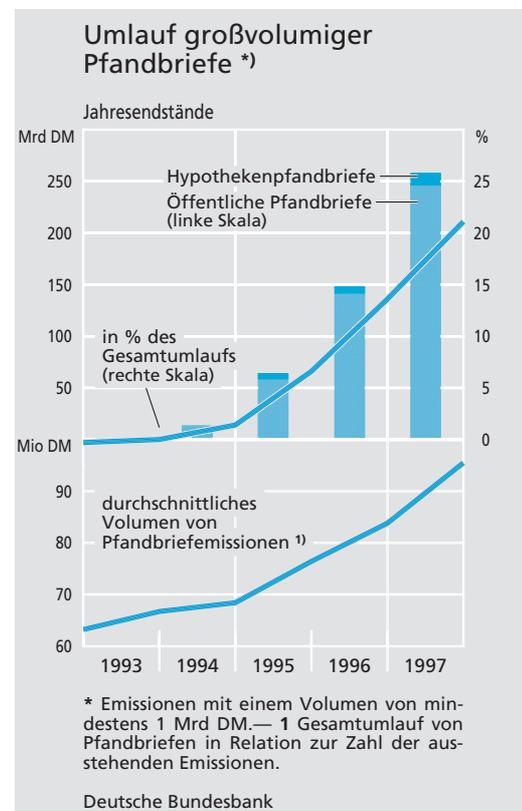
Neue
Emissions-
techniken

In wichtigen Segmenten des deutschen Kapitalmarktes finden seit einiger Zeit Emissionsverfahren Anwendung, die professionelle Marktakteure stärker in den Plazierungs- und Preisfindungsprozeß einbinden. Zu nennen sind insbesondere das „Fixed-price-reoffer“-Verfahren²⁾ bei der Begebung von Anleihen oder das „Bookbuilding“³⁾ bei der Emission von Aktien. Schließlich hat der Bund das Bundesanleihekonsortium abgeschafft und ist Anfang 1998 dazu übergegangen, seine handelbaren Bundestitel über eine „Bietergruppe Bundesemissionen“ zu begeben. Die Bietergruppe steht allen Instituten mit ausreichender Plazierungskraft offen; dieses Konzept entspricht der gewachsenen deutschen Bankenstruktur und stellt sicher, daß Bundeswertpapiere weiterhin zu marktgerechten Konditionen untergebracht werden.

Veränderungen auf seiten der Anleger

Tendenz zur
Internationali-
sierung am
Rentenmarkt....

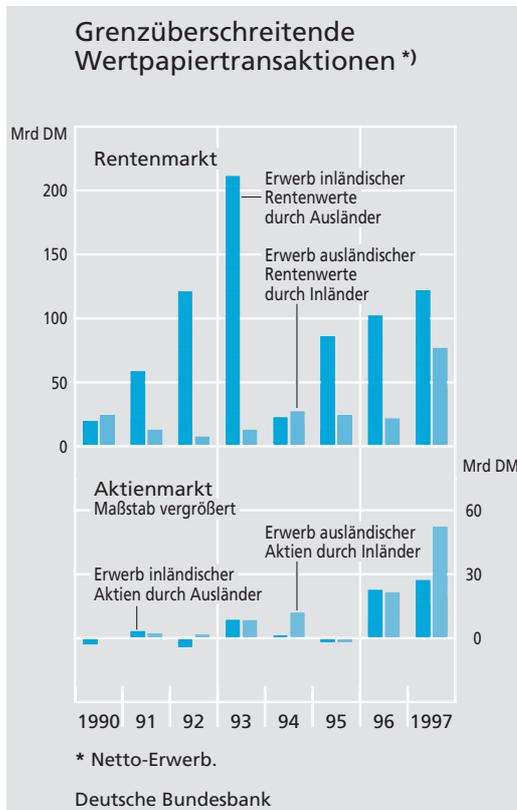
Die internationale Verflechtung der deutschen Wertpapiermärkte hat in den letzten Jahren weiter kräftig zugenommen (vgl. Schaubild auf S. 62). So erwarben inländische Anleger allein 1997 für 77 Mrd DM Anleihen ausländischer Emittenten, was gegenüber dem Vorjahr mehr als eine Verdreifachung ist.



Gleichzeitig erreichten die Netto-Käufe ausländischer Investoren am deutschen Rentenmarkt mit 122 Mrd DM den zweithöchsten Wert nach 1993, als es aufgrund der EWS-Krise zu massiven Mittelzuflüssen an den deutschen Anleihemarkt gekommen war. Allerdings stehen diese umfangreichen grenzüberschreitenden Kapitalbewegungen wohl mehr in Beziehung zu der generell internationalen Ausrichtung institutioneller Investoren und zu Mittelumrichtungen im Gefolge der Krisen in Ostasien als zu der bevorstehenden

2 Hierbei einigen sich Emittent und Konsortialbanken auf einen Mindestpreis, der beim Weiterverkauf der übernommenen Tranchen innerhalb einer bestimmten Frist nicht unterschritten werden darf.

3 Das Bookbuilding ist ein Verfahren zur Festlegung des Emissionspreises bei der Ausgabe von Aktien, das – anders als das herkömmliche Festpreisverfahren – bereits im Vorfeld der Plazierung die Preisvorstellungen von möglichen Anlegern berücksichtigt und damit Fehleinschätzungen bei der Preisfindung vermeiden soll.



EWU. Auf einen direkten Zusammenhang mit letzterer deutet aber die Währungsstruktur der 1997 im Inland abgesetzten Fremdwährungsanleihen hin. Rund 26 ½ Mrd DM davon waren Lira-denominierte Papiere; offensichtlich hat die Aussicht auf konvergenzbedingte Kursgewinne am italienischen Anleihemarkt die Anlagedispositionen maßgeblich beeinflusst. Offen ist jedoch, ob dieser „Konvergenzhandel“ Vorbote einer dauerhaft größeren Diversifizierung im Euro-Raum ist. Denn einerseits spielen zwar währungsbedingte Präferenzen für heimische Titel keine Rolle mehr; andererseits gleicht sich aber das Risikoprofil der Anleihen an, was für sich betrachtet gegen eine internationale Streuung spricht.

Am Aktienmarkt ist in den beiden letzten Jahren ebenfalls eine ausgeprägte Tendenz zur internationalen Diversifizierung erkennbar. Sowohl der Erwerb ausländischer Aktien durch Inländer als auch die Auslandskäufe am heimischen Markt erreichten mit netto 52 ½ Mrd DM beziehungsweise 27 Mrd DM im Jahr 1997 Rekordwerte. Auch dahinter dürften eher stärker global ausgerichtete Anlagestrategien als mit der EWU zusammenhängende Dispositionen stehen. Dafür spricht etwa, daß von den inländischen Aktienfonds (die 1997 offenbar einen beträchtlichen Teil der ausländischen Aktien gekauft haben) auch solche mit außereuropäischem Anlage-schwerpunkt kräftig dotiert wurden. Künftig könnten aber beispielsweise auch vermehrt Anlageentscheidungen mit dem Ziel getroffen werden, in den Portefeuilles die Gewichte einzelner Branchen in einem europäischen Aktienmarkt abzubilden.

... und am
Aktienmarkt

Veränderungen in der Marktinfrastruktur

Deutliche Spuren hinterläßt die Intensivierung des Wettbewerbs in der deutschen Börsenlandschaft, wobei technische Verbesserungen der Marktinfrastruktur ebenso eine Rolle spielen wie Modifikationen des institutionellen und des rechtlichen Rahmens. Zielrichtung der Neuerungen auf technischer Ebene ist primär die Beschleunigung und Flexibilisierung des Börsenhandels. Der Kassa-Handel erhält seit Ende 1997 mit dem Handelssystem Xetra schrittweise eine neue elektronische Basis; dabei wird durch die automatische Zusammenführung ausführbarer Orders der Handel beschleunigt. Außerdem werden Kostensenkungen sowie die verstärkte Nutzung des

Börsen-
technik...

grenzüberschreitenden Bildschirmhandels angestrebt, wie dies im Falle der DTB bereits erfolgreich geschieht.

*... sowie
institutioneller...*

Die wichtigste institutionelle Neuerung am Aktienmarkt ist die Einrichtung des „Neuen Marktes“ im März 1997, der insbesondere jungen, innovativen Unternehmen den Kapitalmarktzugang erleichtern soll. Nach einem Jahr waren 17 Unternehmen an diesem Marktsegment notiert, und eine Reihe weiterer Firmen hat bereits Interesse an einer Einführung signalisiert. Im Bereich der Terminbörsen hat die DTB Kooperationsabkommen mit ausländischen Börsen abgeschlossen. Sie erweitern sowohl zeitlich als auch produktbezogen die Handelsmöglichkeiten.

... und rechtlicher Rahmen

Unterstützt und ergänzt wurden die Maßnahmen privater Marktakteure durch weitreichende Änderungen der rechtlichen Rahmenbedingungen im Zusammenhang mit dem Zweiten und dem Dritten Finanzmarktförderungsgesetz. Im Mittelpunkt des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes stand 1994 die Neuordnung von Wertpapieraufsicht und Handelsüberwachung; besonders zu erwähnen ist in diesem Zusammenhang die Errichtung des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel. Gegenstand des Dritten Finanzmarktförderungsgesetzes, das am 1. April 1998 in Kraft trat, ist unter anderem die Abrundung des Anlagespektrums für Investmentfonds; neben der Zulassung von Dachfonds und gemischten Wertpapier- und Grundstücksfonds gehört dazu die Schaffung von Sondervermögen für die private Altersvorsorge.

Strukturwandel am Kapitalmarkt im Lichte der Finanzmarkteffizienz

Effizienz als Bewertungskriterium

Das mit dem wachsenden Wettbewerbsdruck veränderte einzelwirtschaftliche Kalkül der Marktakteure führte zu einer ausgeweiteten Produktpalette, niedrigeren Transaktionskosten sowie liquideren Finanzinstrumenten. Dies kann insofern mit einem Effizienzgewinn gleichgesetzt werden, als finanzielle Transaktionen am deutschen Kapitalmarkt nunmehr reibungsloser und in vielfältigerer Form vorgenommen werden können. Mit dem betriebswirtschaftlichen Effizienzgewinn geht in der Regel auch eine – aus gesamtwirtschaftlicher Sicht gebotene – Verbesserung der Allokation der Produktionsfaktoren einher. Die am Kapitalmarkt gehandelten längerfristigen Finanzierungsinstrumente werden in einer Vielfalt, einem Umfang und zu Konditionen bereitgestellt, die die Finanzmittel sachlich und zeitlich so lenken, daß die heutigen und zukünftigen Konsummöglichkeiten erhöht werden.

*Wettbewerb
fördert Finanz-
markteffizienz*

Zwar kann es auch zu Konflikten zwischen einzelwirtschaftlicher und gesamtwirtschaftlicher Kapitalmarkteffizienz kommen, etwa wenn durch Finanzinnovationen ökonomische Ressourcen gebunden werden, die vielleicht in anderen Verwendungen produktiver eingesetzt werden könnten. Außerdem könnte die Ausbreitung eines „short-termism“ zu Preisausschlägen oder „spekulativen Preisblasen“ an den Finanzmärkten führen, die die Kalkulationsgrundlagen längerfristig orientierter Wirtschaftssubjekte be-

Verschiedene Definitionen der Finanzmarkteffizienz

Allokationseffizienz: Eine Volkswirtschaft ist bei vollkommener Konkurrenz allokatationseffizient, wenn es nicht möglich ist, durch weitere Tauschvorgänge den Nutzen eines Wirtschaftssubjektes zu steigern, ohne gleichzeitig den Nutzen eines anderen Individuums zu schmälern. Ist dieses sogenannte Pareto-Kriterium erfüllt, werden alle wirtschaftlichen Ressourcen in ihre produktivsten Verwendungen gelenkt. Geld- und Kreditmärkte erhalten in diesem System erst dadurch eine eigenständige Bedeutung, daß wirtschaftliche Transaktionen mit Kosten verbunden sind. Indem sie kostengünstige Transaktions- und Kreditmittel bereitstellen, sorgen die monetären Märkte wie eine Art Schmiermittel für den reibungslosen Ablauf der güterwirtschaftlichen Vorgänge.

Marktvollständigkeit: Pareto-Effizienz erfordert, daß für alle unsicheren, an bestimmte künftige Umweltzustände gebundenen Konsumansprüche der Wirtschaftssubjekte Märkte existieren, so daß sich jeder Akteur über den bereits heute verarbeiteten Tausch dieser bedingten Ansprüche (Arrow-Debreu-Verträge) gegen ökonomische Risiken absichern kann. Die Marktstruktur nennt man in diesem Fall vollständig. Die gleiche Absicherungswirkung läßt sich auch mittelbar über die Einschaltung von Wertpapiermärkten erreichen, solange alle möglichen Umweltzustände durch entsprechende Kombinationen ausreichend vieler, in ihren Merkmalsausprägungen unabhängiger Wertpapiere abgedeckt werden können. In diesem Fall spricht man von vollständigen Finanzmärkten.

Transaktionskosteneffizienz: Die Kosten von Finanzmarkttransaktionen müssen nach diesem Kriterium möglichst gering sein, wobei der Kostenbegriff sehr weit auszulegen ist. Er umfaßt sämtliche Aufwendungen an Geld, Zeit und Mühen, die bei der Anbahnung, Durchführung und Abwicklung einer Finanzmarkttransaktion entstehen. Diese Transaktionskosten treiben einen Keil zwischen die Finanzierungskosten eines Kreditnehmers und den Nettozinsersparnis, der den Sparern nach Abzug aller Gebühren, Steuern und sonstigen Kosten zufließt. Je höher diese Marge ist, desto geringer sind gesamtwirtschaftliche Ersparnis, Investitionen und damit auch das Wirtschaftswachstum.

Informationseffizienz: Erfordert, daß sich die bewertungsrelevanten Informationen sofort, vollständig und korrekt im Preis des gehandelten Finanztitels widerspiegeln. Das Merkmal „korrekt“ verlangt, daß die Marktteilnehmer keine systematischen Erwartungsfehler bei der Bewertung des Aktivums begehen; dann kann der Preis eines Wertpapiers nicht dauerhaft von seinem, die optimalen („rationalen“) Erwartungen reflektierenden Fundamentalwert abweichen.

Deutsche Bundesbank

einträchtigen.⁴⁾ Derartigen Entwicklungen gilt es insbesondere auch durch eine möglichst stetig operierende Geldpolitik entgegenzuwirken. Insgesamt betrachtet dürfte aber der Strukturwandel am deutschen und – später – europäischen Kapitalmarkt aufgrund noch stärker durch Wettbewerbsbedingungen geprägter Finanzbeziehungen zwischen Sparern und Investoren positiv auf die realwirtschaftliche Entwicklung ausstrahlen und damit längerfristig Wachstum und Beschäftigung fördern.

Vollständigkeit des Kapitalmarktes

Neue Finanzinstrumente bewirken dann eine Vervollständigung der Kapitalmärkte, wenn sie Eigenschaften aufweisen, die vorher nicht durch Kombination bereits existierender Produkte zu gleich günstigen Konditionen realisierbar waren. Den wichtigsten Schritt in diese Richtung stellte in der jüngeren Vergangenheit die Etablierung leistungsfähiger Terminmärkte dar, die eine kostengünstige und flexible Gestaltung einzelwirtschaftlicher Risikopositionen ermöglichen. Diese Marktergänzung kann – zumindest für den Bereich der Marktpreisrisiken – als weitgehend abgeschlossen betrachtet werden. Am Kassamarkt wird durch die erwähnte Komplettierung des Laufzeitspektrums durch regelmäßige Emissionen die Vollständigkeit des Rentenmarktes im Zeitablauf erhöht.

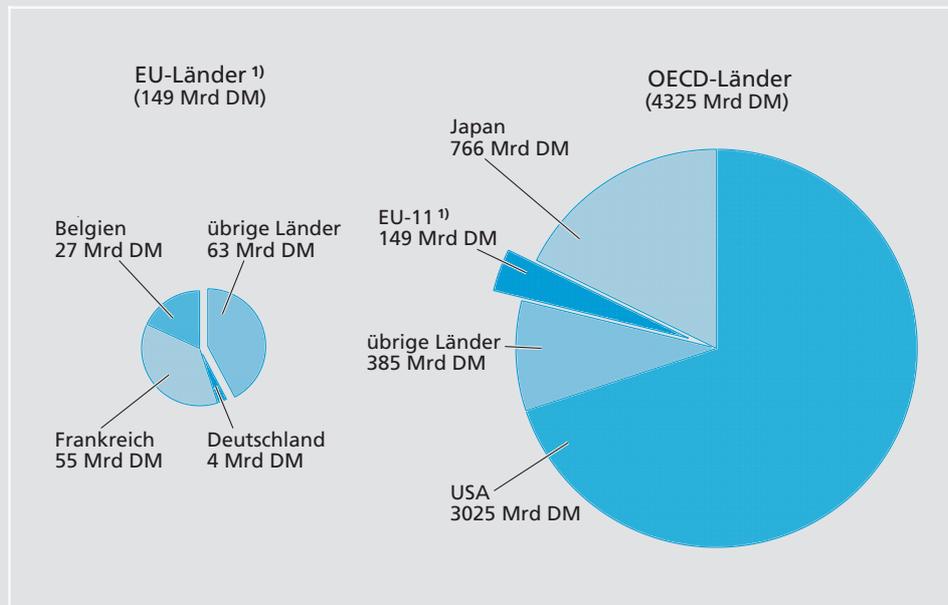
Als vergleichsweise unvollständig erscheint der deutsche, wie im übrigen auch der ge-

Vervollständigung durch Produktinnovationen

Nach wie vor geringe Bedeutung von Industrieobligationen

⁴ Vgl. hierzu auch: Deutsche Bundesbank, Finanzmarktvolatilität und ihre Auswirkungen auf die Geldpolitik, Monatsbericht, April 1996, S. 53–70.

Umlauf von Industrieobligationen im internationalen Vergleich *)

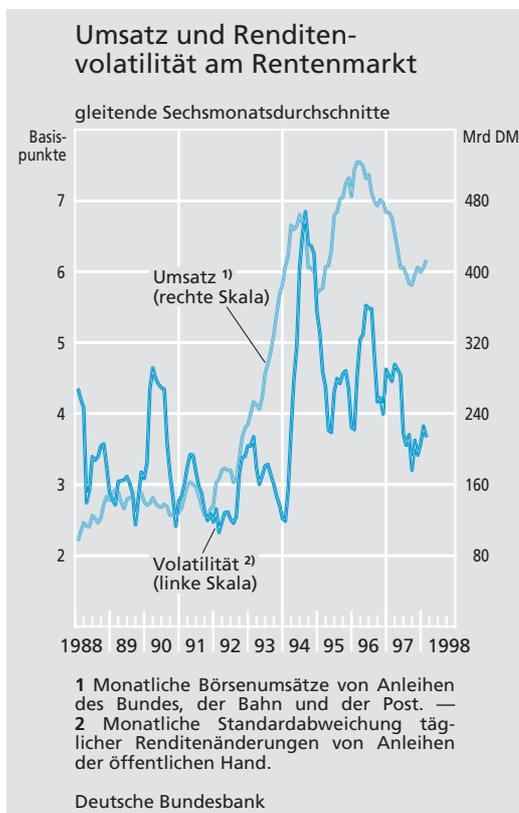


* Ausstehendes Volumen inländischer Emissionen per Ende September 1997. — 1 EU-Länder ohne Dänemark, Griechenland, Großbritannien und Schweden. Quelle: BIZ, eigene Berechnungen.

Deutsche Bundesbank

samte europäische Kapitalmarkt im Hinblick auf die Marktgängigkeit von Kreditrisiken. Dies zeigt sich in der verschwindend geringen Bedeutung von Industrieobligationen. Ihr Umlauf rangiert in Deutschland mit rund 4 Mrd DM oder einem zehntel Prozent des BIP sogar weit abgeschlagen hinter dem anderer EU-Länder (vgl. obenstehendes Schaubild). Mit der EWU ändert sich die Situation insoweit, als der Wegfall des Währungsrisikos Kreditrisiken beim Vergleich von innereuropäischen Anleihen in den Vordergrund treten läßt; gleichzeitig könnte angesichts der recht engen Substitutionsbeziehung zwischen den Staatsanleihen der europäischen Länder die Nachfrage nach Schuldverschreibungen mit weniger eng korrelierten Risiken wachsen.

Allerdings ist eher unwahrscheinlich, daß dies tatsächlich zu einer raschen Expansion des Marktes für Industrieobligationen und einer Verdrängung von Bankkrediten führen wird. Die geringe direkte Nutzung des Kapitalmarktes durch Unternehmen spiegelt nämlich eine Reihe konstitutiver Merkmale kontinental-europäischer Finanz- und Wirtschaftssysteme wider, wie etwa die geringe Bedeutung der Aktienfinanzierung, die ihrerseits – etwa durch die Publizität der Unternehmen – vielfach „Vorreiter“ für die Beschaffung von Fremdmitteln über den Kapitalmarkt ist, die Größenstruktur der Unternehmen, steuerliche Aspekte und schließlich spezifische Vorteile des Bankkredits. Die Währungsunion mag zwar zum Katalysator wirtschaftspolitischer Reformen und realwirtschaftlicher Veränderungen werden, die schließlich auch zu



einer stärkeren Inanspruchnahme des Marktes für Industrieobligationen führen können. Eine abrupte, allein vom Finanzsektor forcierte Expansion dürfte ohne Strukturveränderungen im realwirtschaftlichen Bereich jedoch schnell an ihre Grenzen stoßen.

Transaktionskosten- und Informationseffizienz

Steigerung der Transaktionskosten-effizienz...

Die Transaktionskosteneffizienz eines Finanzmarktes erhöht sich dann, wenn Preisverzerrungen abgebaut werden, die auf Marktnutzungsgebühren, Informationskosten, Besteuerung, Regulierungen sowie auf Prämien beruhen, die das Illiquiditäts-, Währungs- oder das Ausfallrisiko abdecken. Die am deutschen Renten- und Aktienmarkt ergriffenen Maßnahmen zur Steigerung der Markttrans-

parenz (geänderte Emissionsverfahren, Emissionskalender), zur Verbesserung der Marktliquidität (Emissionsbündelung, Etablierung von Benchmark-Produkten, laufende Stellung von Kursen) sowie die Senkung der Marktnutzungsgebühren sind so als effizienzsteigernd zu bewerten. Der Wegfall währungsbedingter Risiken und Kosten wird die Transaktionskosteneffizienz in einem europäischen Kontext weiter verbessern.

Mit dem technischen Fortschritt im Bereich der Kommunikationsmedien und den Maßnahmen zur Steigerung der Markttransparenz haben sich auch die Voraussetzungen für informationseffiziente Finanzmärkte verbessert, wonach Finanzmarktpreise unverzerrt und rasch auf neu eintreffende Informationen reagieren sollten. Eine Erhöhung der Marktliquidität bewirkt – neben größerer Transaktionskosteneffizienz – ebenfalls eine verbesserte Informationseffizienz. Sie verringert rein technisch bedingte Preisschwankungen und läßt so „echte“ Preisbewegungen, die neue Informationen widerspiegeln, schärfer hervortreten.

... und der Informations-effizienz wahrscheinlich

Allgemein gilt ein Kapitalmarkt dann als liquide, wenn dort Wertpapiere jederzeit in kleinen und in großen Mengen ohne nennenswerte Auf- und Abschläge von den „marktgerechten“ Kursen gekauft oder verkauft werden können. Verschiedene Indikatoren zeigen an, daß sich die Liquidität am deutschen Kapitalmarkt im Gefolge der oben geschilderten Veränderungen erhöht haben dürfte. So deutet die seit 1992 kräftige Zunahme der Tagesumsätze bei Bundesanleihen bei langfristig nur wenig gestiegener Volatili-

Bedeutung der Marktliquidität

tät auf einen tieferen und breiteren deutschen Rentenmarkt hin (vgl. Schaubild auf S. 66). Ein weiteres Indiz für den Anstieg der Liquidität bei börsennotierten Bundeswertpapieren ist das deutlich höhere Volumen einzelner Emissionen. So hatten zehnjährige Bundesanleihen 1997 einen Emissionsbetrag von bis zu 30 Mrd DM, verglichen mit 5 Mrd DM Ende der achtziger Jahre. Bei Bundesobligationen ergibt sich eine Ausweitung von 5 Mrd DM auf 16 Mrd DM.

*Liquidität aus
gesamtwirt-
schaftlicher
Sicht*

Ausreichende Liquidität ist eine notwendige Voraussetzung dafür, daß der Ressourcetransfer ohne Friktionen abläuft. Sie hängt aber nicht nur von geeigneten institutionellen Arrangements ab, sondern auch von stabilen Angebots- und Nachfrageverhältnissen. In Phasen, in denen sich aufgrund einseitig ausgerichteten Handelns der Anleger die Marktgegenseite zurückhält oder im Extremfall sogar ausfällt, kann es auch in sonst als liquide angesehen Marktsegmenten zu Anspannungen und entsprechend großen Preisbewegungen kommen. „Technische“ Maßnahmen zur Verbesserung der Marktliquidität können daher kein Ersatz für ein langfristiges, an fundamentalen Größen orientiertes Handeln der Kapitalmarktakteure sein.

EWU und die Preisbildung im internationalen Kontext

*Wechselkurs-
volatilität und
internationale
Transmission
von Preis-
schwankungen*

Auch Risikoprämien aufgrund von Währungsunsicherheiten beeinträchtigen die Markteffizienz und damit die Faktorallokation im internationalen Kontext. Mit der EWU entfallen währungsbedingte Risikoprämien und solche Ertragsunterschiede, die auf einen eigenstän-

digen Kurs der Geldpolitik in den künftigen Mitgliedsländern zurückzuführen sind. Soweit diese länderspezifischen Faktoren in der Vergangenheit tatsächlich eine merkliche Abkopplung vom gemeinsamen Trend der Zins- und Aktienkursentwicklung ermöglichten, sollten im Euro-Raum die Anleihen- und Aktienrenditen unter sonst gleichen Bedingungen stärker als in der Vergangenheit miteinander korrelieren.

Unterstützt wird diese Einschätzung durch die Tatsache, daß in Phasen stärkerer (schwächerer) Wechselkursschwankungen die Korrelationen zwischen den täglichen Kursveränderungen an den Kapitalmärkten der jeweiligen Länder in der Regel abnehmen (zunehmen). Zudem ist das Verhältnis zwischen der Stärke der Kurskorrelation und der Wechselkursvolatilität auch im Ländervergleich invers. Das Schaubild auf Seite 69 zeigt gleitende Korrelationen täglicher Aktienerträge beziehungsweise täglicher Änderungen zehnjähriger Renditen zwischen Deutschland und einigen EU-Ländern über die neunziger Jahre. Es fällt auf, daß während der EWS-Krisen von Herbst 1992 bis Ende 1993 vor allem die Zinskorrelationen zwischen Deutschland und denjenigen Ländern stark abgenommen haben, deren Währungen von den Wechselkurssturbulenzen besonders betroffen waren (Frankreich und Italien).⁵⁾ Aber auch die internationalen Zusammenhänge zwischen den Aktienerträgen blieben davon nicht unberührt. In der Folgezeit stiegen die Korrelatio-

*Wechselkurs-
unsicherheit
beeinträchtigt
internationale
Preissynchroni-
sation*

⁵⁾ Vgl. hierzu: Deutsche Bundesbank, Die jüngsten geld- und währungspolitischen Beschlüsse und die Entwicklungen im Europäischen Währungssystem, Monatsbericht, August 1993, S. 19–27.

nen am Aktienmarkt sukzessive wieder an und haben zuletzt ein vergleichsweise hohes Ausmaß erreicht. Am Rentenmarkt nahm der Zinsverbund mit den weltweiten Anleihe-marktturbulenzen 1994 zunächst rasch zu und stabilisierte sich im Zuge der EWU-bedingten Zinskonvergenz auf einem ebenfalls hohen Niveau.

*Kein EWU-
bedingter
Anstieg der
Kurskorrela-
tionen zu
erwarten*

Ob sich diese Korrelationen für die Teilnehmerländer mit Beginn der EWU noch weiter erhöhen, ist vor allem für den Aktienmarkt eher fraglich. Zum einen ist die Wechselkursunsicherheit bereits gegenwärtig niedrig, zum andern wird der Synchronisationsgrad auf den Aktienmärkten durch die anhaltende weltweite Hausse derzeit wohl etwas überzeichnet, da er in aller Regel in Phasen hoher Preisdynamik zunimmt.⁶⁾ Wenn es durch den Wegfall währungsbedingter Krisen und asynchroner Geldpolitik innerhalb des Euro-Raumes seltener zu Finanzmarktturbulenzen kommt, könnten die Korrelationen der nationalen Märkte im längerfristigen Durchschnitt sogar abnehmen, so daß sie stärker die verbleibenden unternehmens- und sektorspezifischen Ertrags- und Risikofaktoren reflektieren.

*Weniger enger
Preisverbund
mit dem
amerikanischen
Kapitalmarkt?*

Im Hinblick auf die Korrelationen kurzfristiger Kurs- oder Zinsbewegungen gegenüber den nicht zur EWU gehörenden Ländern ist insbesondere von Interesse, ob der in einem euro-weiten Finanzmarkt aufgehende deutsche Kapitalmarkt unabhängiger von der Kurs- oder Zinsentwicklung in den USA sein wird. Dafür spricht, daß ein größerer und liquiderer Markt eine höhere Widerstandskraft gegenüber ausländischen Preiseinflüssen besitzt. Dies muß allerdings nicht zwangsläufig der

Fall sein. So kann zumindest für den deutschen Rentenmarkt kein gleichgerichteter Zusammenhang zwischen der Höhe des Auslandsengagements und dem Zinsverbund mit den USA nachgewiesen werden. Eine enge Preissynchronisation dürfte weiterhin in erster Linie aus gleichgerichteten Erwartungen der Anleger für beide Märkte resultieren, was sich typischerweise darin zeigt, daß die internationalen Preiszusammenhänge vor allem in turbulenten Phasen stark ansteigen. In ruhigen Zeiten hängt der Abkopplungsspielraum davon ab, wie stark die preisbestimmenden Fundamentalfaktoren der betreffenden Länder divergieren.⁷⁾

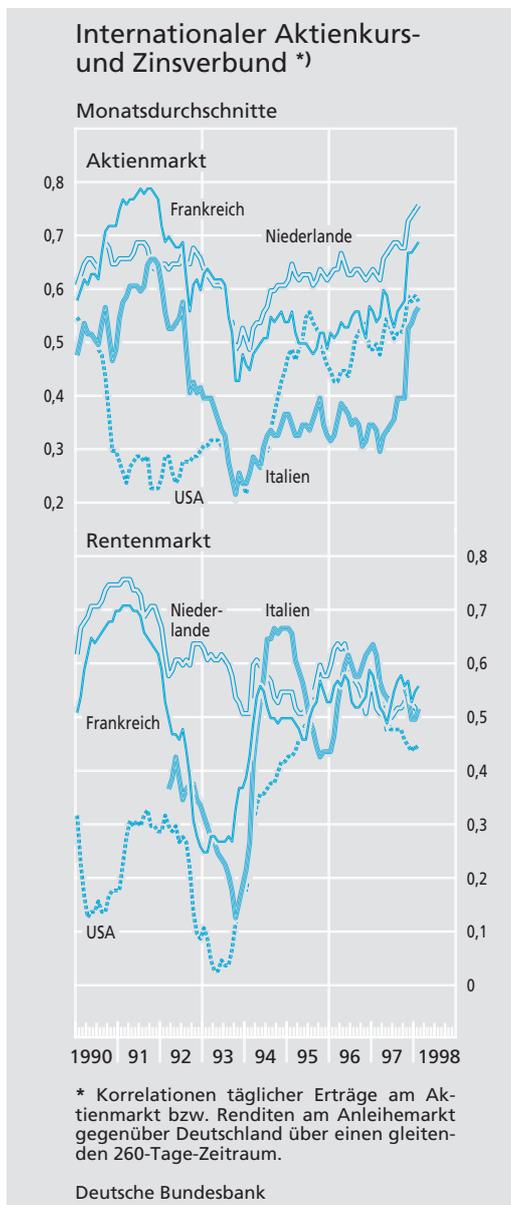
Strukturwandel am Kapitalmarkt und Zentralbankpolitik

Die Zentralbank sieht sich im Umfeld des geschilderten raschen strukturellen Wandels zum einen mit der Frage konfrontiert, wie sie auf diese Entwicklungen bei der strategischen Ausrichtung und der Implementierung ihrer Politik reagieren soll. Zum andern muß sie die Rückwirkungen ihres Handelns sowohl auf die laufende Marktentwicklung als auch auf die Kapitalmarktstrukturen mit ins Kalkül ziehen. Grundsätzlich werden die Intentionen einer an Preisstabilität orientierten Geldpolitik durch eine höhere Effizienz der Finanzmärkte

*Grundsätzliche
Zielharmonie...*

⁶ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Finanzmarktvolatilität und ihre Auswirkungen auf die Geldpolitik, Monatsbericht, April 1996, S. 53–70.

⁷ Vgl. zu diesem Abschnitt: Deutsche Bundesbank, Die Bedeutung internationaler Einflüsse für die Zinsentwicklung am Kapitalmarkt, Monatsbericht, Juli 1997, S. 23–40, sowie Deutsche Bundesbank, Finanzmarktvolatilität und ihre Auswirkungen auf die Geldpolitik, Monatsbericht, April 1996, S. 53–70.



unterstützt. Eine schnellere Weitergabe von Zinsimpulsen über kompetitive Märkte liegt prinzipiell ebenso im Interesse der Notenbank wie eine höhere Informationseffizienz, die beispielsweise die Qualität von Finanzmarktpreisen als geldpolitische Indikatoren verbessert. Umgekehrt kann sich auch der strukturelle Wandel im Finanzsystem besonders reibungslos in einem stabilen monetären Umfeld vollziehen. Niedrige und wenig schwan-

kende Inflationsraten verhindern, daß an den Finanzmärkten Ressourcen zur Bereitstellung von entsprechenden Absicherungsinstrumenten aufgewendet werden müssen.

Eine glaubwürdige, am Ziel der Geldwertstabilität ausgerichtete Geldpolitik ist ferner besonders geeignet, kurzfristigen Übersteigerungen an den Finanzmärkten vorzubeugen, die zu einer Fehlallokation von Ressourcen im realwirtschaftlichen Bereich führen und im Extremfall die Stabilität des gesamten Finanzsystems beeinträchtigen können. Eine stabilitätsorientierte Geldpolitik kann auch dazu beitragen, das Regulierungsniveau im Finanzsektor niedrig zu halten und staatliche Eingriffe in den Marktmechanismus möglichst zu verhindern.

Mit Blick auf die weitere Entwicklung der Kapitalmärkte in der EWU dürfte es noch mehr als heute darauf ankommen, die Erwartungen der Marktakteure durch eine klare Ausrichtung der Wirtschafts-, Finanz- und Geldpolitik zu stabilisieren. Zwar sind Strukturbrüche – etwa aufgrund einer schubartigen Disintermediation – und daraus resultierende Probleme aus heutiger Sicht nicht wahrscheinlich. Allerdings dürfte sich der Trend zur „Institutionalisierung“ der Kapitalmärkte weiter fortsetzen. Gerade in einem solchen, für Kurzatmigkeit eher anfälligen Umfeld ist es wichtig, den Akteuren eine langfristige Orientierung zu geben. Diese begünstigt das Entstehen langfristiger Finanzierungsbeziehungen, die eine reale Verankerung der Finanzmärkte gewährleisten, ohne daß kurzfristige Preisfluktuationen unmittelbar auf die Realwirtschaft zurückschlagen.

... wird durch stabilitätsorientierte Geldpolitik gefördert

Herausforderungen in der EWU

Schließlich ist nicht ohne weiteres davon auszugehen, daß die Entstehung eines EWU-Kapitalmarktes allein aufgrund seines Volumens einen größeren Abkopplungsspielraum gegenüber der Marktentwicklung vor allem

in den USA eröffnet. Auch in der EWU werden günstige Finanzmarktverhältnisse durch eine glaubwürdige Geldpolitik verdient werden müssen.