

Die internationale Integration der deutschen Wert- papiermärkte

Die Finanzmärkte sind in den letzten Jahrzehnten rasant gewachsen. Gleichzeitig hat ihre internationale Verflechtung zugenommen. In Europa wurde dieser Prozess durch die Europäische Währungsunion weiter beschleunigt. Der vorliegende Aufsatz untersucht, in welchem Ausmaß die deutschen Wertpapiermärkte international integriert sind und welche Konsequenzen sich daraus ergeben. Dabei lässt die Preisseite auf einen hohen Integrationsgrad schließen. Die relativ geringe internationale Streuung der Wertpapierbestände deutet dagegen auf ein weiteres Diversifikationspotenzial hin. Integrierte Wertpapiermärkte erweitern das Anlagespektrum, verringern die Kapitalkosten und tragen zu größerer Marktliquidität, Preis-effizienz und Risikoteilung bei. Sie erhöhen aber auch internationale Ansteckungsgefahren. Kapitalverkehrsbeschränkende Maßnahmen sind freilich abzulehnen. Die wohlfahrtssteigernde Integration der Finanzmärkte sollte nicht behindert werden. Vielmehr sollten Marktrisiken angemessen von den Finanzmarktakteuren berücksichtigt werden. Dafür ist nicht nur deren Haftung für Verluste notwendig, sondern auch die Entwicklung ausge-reifter Risikomanagementsysteme.

Einleitung

*Rasantes
Wachstum der
internationalen
Finanzmärkte...*

Die Globalisierung der Wirtschaft wird durch kaum eine andere Entwicklung so verkörpert wie durch das rasante Wachstum der internationalen Finanzmärkte. Die Zahlen sprechen hier eine deutliche Sprache. So stieg das jährliche Volumen der grenzüberschreitenden Wertpapiertransaktionen¹⁾ in Deutschland von 4½ % des Bruttoinlandsprodukts (BIP) Anfang der siebziger Jahre auf 450 % des BIP im Jahr 2000. Einheimische Anleger halten mittlerweile ein großes Spektrum an Wertpapieren unterschiedlichster Herkunft. Im Gegenzug engagieren sich ausländische Investoren in fast allen Segmenten des deutschen Kapitalmarkts.

*... nicht unbe-
dingt gleichbe-
deutend mit
Marktinteg-
ration*

Umfangreiche internationale Kapitalbewegungen sind aber nicht notwendigerweise gleichbedeutend mit integrierten Finanzmärkten. So waren die Netto-Kapitalflüsse vor Ausbruch des Ersten Weltkriegs im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung deutlich höher als in den neunziger Jahren. Dennoch fällt es schwer, für diese Zeit – mit der Ausnahme einiger weniger Segmente – von weltumspannenden Finanzmärkten zu sprechen. Auf Grund der hohen Informationsbarrieren konzentrierten sich die internationalen Transaktionen vor allem auf Staatsanleihen und Schuldverschreibungen von Eisenbahnen oder Versorgungsunternehmen, bei denen die Verwendung der Mittel auf Grund der „Greifbarkeit“ des Anlagevermögens vergleichsweise leicht kontrolliert werden konnte.²⁾ Heute umfassen die internationalen Kapitalbewegungen hingegen eine viel breitere Palette von Wertpapieren, einschließlich

Aktien und Derivate. Dabei steht weniger die Übertragung von Kapital als vielmehr die Streuung von Risiken im Vordergrund. Dies schlägt sich in hohen Brutto-Kapitalflüssen nieder, die die Netto-Ströme um ein Vielfaches übersteigen.

In einem Punkt unterscheidet sich die jetzige Globalisierung der Finanzmärkte allerdings nur wenig von der vor 1914. Damals beschränkten sich die internationalen Kapitalflüsse auf relativ wenige Länder. Ein Großteil der Mittel floss in Länder mit einem ähnlichen Rechtssystem oder in die eigenen Kolonien. Heute konzentrieren sich die Anlagen vor allem auf die Industrieländer und eine kleine – allerdings wachsende – Zahl von Schwellenländern. So erhielten in den Jahren von 1992 bis 1997 fünf Länder – China, Brasilien, Mexiko, Argentinien und Korea – über die Hälfte aller Investitionen außerhalb der Industrieländer (ohne Entwicklungshilfe). So gesehen ist die Integration der Finanzmärkte noch nicht global.

*Weiterhin
weiße Stellen
auf der Land-
karte der
Globalisierung*

Der vorliegende Aufsatz befasst sich mit den Auswirkungen der Marktintegration auf den Kapitalmarkt in Deutschland. Zunächst wird aber der Frage nachgegangen, wie integriert die internationalen Finanzmärkte tatsächlich sind. Nach diesem empirischen Befund wird auf die Auswirkungen auf die verschiedenen Akteure am Kapitalmarkt sowie die Geldpoli-

¹ Wertpapierkäufe zuzüglich Wertpapierverkäufe deutscher Anleger im Ausland und ausländischer Anleger in Deutschland.

² Vgl.: M.D. Bordo, B. Eichengreen und J. Kim (1998), Was There Really an Earlier Period of International Financial Integration Comparable to Today?, NBER Working Paper 6738.

tik und die Stabilität des Finanzsystems eingegangen.

Finanzmarktintegration: Definition und empirische Evidenz

„Law of one Price“ als Maß für die Marktintegration...

Finanzmärkte sind integriert, wenn keine Barrieren für Kapitalbewegungen existieren. Bei vollkommen integrierten Märkten entsprechen die Transaktionskosten (im weitesten Sinn) für Kapitalbewegungen über Grenzen hinweg denen im Inland. Gleiche Wertpapiere werden also zu gleichen Preisen gehandelt, und zwar unabhängig davon, wo die Transaktionen stattfinden oder wer sie tätigt. Abweichungen von diesem „Law of one Price“ können somit Aufschluss über die Bedeutung der Hindernisse für internationale Kapitalbewegungen geben. Empirische Studien hierzu stoßen allerdings schnell an Grenzen: Es gibt nur sehr wenige Wertpapiere in der gleichen Währung mit gleicher Laufzeit und gleichem Risiko, die in verschiedenen Ländern gehandelt werden. Ein Beispiel hierfür wären Aktien, die an den Börsen unterschiedlicher Länder notiert werden. Renditedifferenzen von Anlagen, die in verschiedenen Währungen denominiert sind, oder unterschiedliche Kursentwicklungen an den Aktienmärkten zweier Länder dürfen hingegen nicht ohne weiteres als Indizien für eine eingeschränkte Kapitalmobilität gewertet werden, da sie ebenso gut auf erwartete Wechselkursbewegungen oder unterschiedliche Risikoeinschätzungen beziehungsweise Gewinnperspektiven zurückzuführen sein können. Um Renditen von Papieren unterschiedlicher Währungen dennoch vergleichen zu

... in der Praxis aber schwer zu messen

können, sind alle Zahlungen in fremder Währung mit dem entsprechenden Devisenterminkurs in eine Basiswährung zu konvertieren. So müssten der Zins einer Anlage in Euro und der entsprechende Dollarzins, bereinigt um den Euro-Dollar-Terminkurs, gemäß der gedeckten Zinsparität gleich sein. Tests, die auf der gedeckten Zinsparität basieren, sind allerdings lediglich für kurze Laufzeiten bis etwa ein Jahr möglich, da es für längere Laufzeiten keinen liquiden Devisenterminmarkt gibt.

Die Arbeiten zum „Law of one Price“ kommen übereinstimmend zum Ergebnis, dass Zinsdifferenzen im Interbankenmarkt ebenso wie Abweichungen von der gedeckten Zinsparität zwar existieren, dass sie allerdings sehr gering sind. Man kann daher zumindest im kurzfristigen Bereich von weitgehend integrierten Märkten sprechen. Innerhalb der EWU finden sich kaum Unterschiede bei den Sätzen für langfristige Zinsswaps, wohl aber bei den Kursen von Anleihen längerer Laufzeiten. Letztere sind aber wahrscheinlich auf andere Faktoren, vor allem die unterschiedliche Bonität der Schuldner sowie die Existenz liquider Terminmärkte, zurückzuführen und deshalb nicht unbedingt ein Indiz für segmentierte Märkte. Die Evidenz für die Integration der Aktienmärkte ist uneinheitlich.³⁾

Abweichung vom „Law of one Price“ sehr gering

Ein enger internationaler Preisverbund, wie er auf integrierten Märkten zu erwarten wäre, bedeutet nicht, dass nationale Faktoren überhaupt keine Rolle mehr spielen, jedenfalls nicht solange nationale oder regionale Ein-

Enger Zinsverbund kein Maß für Marktintegration

³ Vgl.: Europäische Zentralbank, The Euro Equity Markets, August 2001.

Gleiche Bewertung gemeinsamer Faktoren als Kennzahl für Marktintegration

flüsse, etwa wirtschaftspolitischer Natur, weiter bestehen. Niedrige Preiskorrelationen zwischen verschiedenen Märkten lassen daher nicht unbedingt auf segmentierte Märkte schließen. Allerdings sollte auch in diesem Fall eine Art „Law of one Price“ gelten. Die Komponente der Kurse, die auf gemeinsame Einflüsse zurückzuführen ist, sollte in integrierten Märkten gleich bewertet werden. Hieraus lässt sich ein weiterer Test für die Marktintegration formulieren. Dabei wird mit einem statistischen Verfahren zunächst ein gemeinsamer Preisfaktor identifiziert. Danach wird der Einfluss dieses Faktors auf die Preisbildung geschätzt. Die Resultate derartiger Tests deuten auf eine zunehmende Integration der Finanzmärkte hin, können aber ein gewisses Maß an Segmentierung nicht ausschließen. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass sich auch innerhalb der verschiedenen Sektoren eines Markts leichte Unterschiede in der Bewertung gemeinsamer Faktoren erkennen lassen. Die Tests sind daher eher „zu streng“ und lehnen die Hypothese der vollkommenen Marktintegration selbst bei geringen Abweichungen ab.⁴⁾

Starke Zunahme der grenzüberschreitenden Wertpapiertransaktionen

Der Grad der Integration internationaler Finanzmärkte kann auch über die Mengenseite ermittelt werden. Bei Dividentiteln hat sich der Wert der Auslandskäufe und -verkäufe inländischer Investoren in den letzten fünf Jahren mehr als verzehnfacht, auf 1,5 Billionen Euro im Jahr 2000. Im gleichen Ausmaß wurden von ausländischen Kapitalanlegern im letzten Jahr deutsche Aktien gehandelt. Bei Rentenwerten verlief die Entwicklung weniger eindeutig. Mit dem Beginn der Währungsunion könnte Deutschland insofern

etwas an Attraktivität für internationale Anleger verloren haben, als Zinsvorsprünge von Anleihen anderer Länder des Euro-Raums nach der Einführung der gemeinsamen Währung nicht mehr durch Abwertungsgefahren erkaufte werden mussten. Der Erwerb deutscher festverzinslicher Wertpapiere durch Ausländer blieb in den letzten Jahren konstant. Gleichzeitig verdreifachten sich allerdings die Käufe ausländischer Schuldverschreibungen durch einheimische Anleger. Auch bei den Investmentfonds werden zunehmend Mittel in Papieren ausländischer Emittenten angelegt.

Stromgrößen können jedoch durch aus Liquiditätsmotiven handelnde Anleger und durch kurzfristige Transaktionen beeinflusst werden. Die Veränderung des Anlageverhaltens lässt sich besser durch die langfristige Entwicklung von Bestandsgrößen erfassen. Als Maßstab für die Integration der Finanzmärkte wird daher häufig die internationale Streuung der Wertpapierportefeuilles herangezogen. In Deutschland betrug der Anteil ausländischer Wertpapiere in den Wertpapierdepots inländischer Privatkunden zum Jahresende 2000 41%. Er war damit 20 Prozentpunkte höher als 1987, lag aber immer noch weit unter den Werten, die gängige Portfoliomodelle unter der Annahme integrierter Märkte als optimal erkennen lassen. Nimmt man den Weltmarktanteil deutscher und ausländischer Papiere als Referenzgröße für die Aufteilung eines international diversifizierten Portfolios, so hätten

Internationale Streuung der Wertpapierbestände als Maß für Integration

⁴ Vgl.: A. Naranjo und A. Protopapadakis (1997), Financial Market Integration Tests: An Investigation Using U.S. Equity Markets, Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, 7, S. 93–135.

im letzten Jahr maximal 5 % der gehaltenen Aktien und weniger als 15 % der Rentenwerte in den Depots von inländischen Emittenten stammen dürfen.⁵⁾ Berechnungen, welche nur die größten Industrieländer und einen bestimmten Grad an Risikoscheu einbeziehen, kommen immerhin noch auf einen „optimalen“ inländischen Aktien- und Rentenanteil von maximal 20 % bis 30 %.⁶⁾ Die daran gemessen sehr starke Inlandsorientierung – der „home bias“ – der Wertpapierportefeuilles privater Anleger lässt zunächst für sich genommen auf Hindernisse unterschiedlichster Art für internationale Kapitalbewegungen schließen.⁷⁾

Home bias in privaten Wertpapierdepots...

... teilweise durch anleger-spezifische Transaktionskosten verursacht

Eine differenzierte Betrachtung zeigt jedoch, dass der Anteil ausländischer Titel bei der Direktanlage mit einem Viertel wesentlich geringer war als bei der mittelbaren Anlage über inländische Publikumsfonds, die immerhin knapp zwei Drittel ihres Vermögens im Ausland anlegten. Die Hemmnisse für grenzüberschreitende Transaktionen scheinen also bei institutionellen Anlegern, die ein wesentlich größeres Anlagevolumen verwalten als die meisten privaten Anleger, abzunehmen. Aber auch hier gibt es Unterschiede. Obwohl Versicherungen als weitere institutionelle Anlegergruppe häufig ein erhebliches Wertpapiervolumen besitzen, ist ihr Auslandsanteil wesentlich geringer als bei den Fonds von Kapitalanlagegesellschaften (KAGs), zu denen neben Publikums- auch Spezialfonds zählen (vgl. Schaubild auf S. 20). Bei Versicherungen wirken zum Teil Währungsbeschränkungen des nationalen Aufsichtsrechts. Hemmnisse für eine stärkere Internationalisierung der Wertpapiermärkte liegen offenbar an Merkmalen

Internationale Streuung der Wertpapierdepots inländischer Privatpersonen *)

Angaben in %

Position	Ins-gesamt	davon: Direkt-anlagen	Publi-kums-fonds 1)
Ende 2000			
Wertpapiere inländischer Emittenten	59	75	34
Wertpapiere ausländischer Emittenten	41	25	66
Ende 1987			
Wertpapiere inländischer Emittenten	79	83	61
Wertpapiere ausländischer Emittenten	21	17	39

* Bei inländischen Kreditinstituten geführte Depots, Kurswerte. — 1 Zusammensetzung des Vermögens inländischer Publikumsfonds. Ausländische Fondsanteile wurden als Direktanlage erfasst.

Deutsche Bundesbank

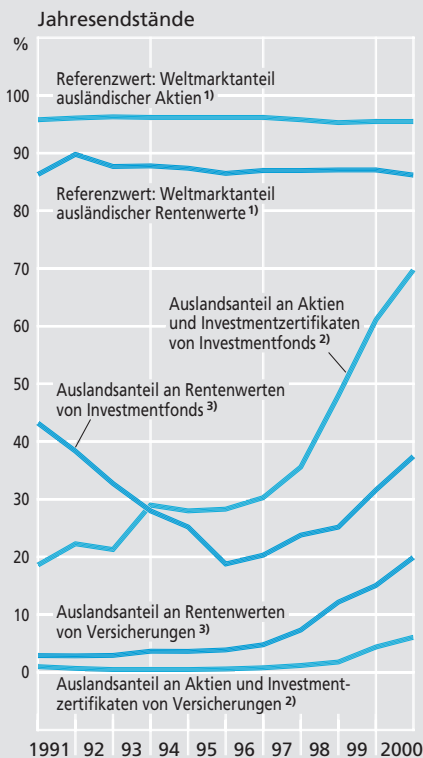
einzelner Anleger oder Anlegergruppen, etwa deren Größe oder der Art der Rechtsform. Mit dem Wegfall des innereuropäischen Währungsrisikos und der zunehmenden Institutionalisierung der Anlage schwindet allerdings die Bedeutung eines Teils der genannten Hemmnisse. Ein weiteres Hindernis bestand in Deutschland darin, dass das körperschaft-

5 Der Anteil Deutschlands am Weltmarkt wurde berechnet als Marktkapitalisierung aller heimischen gelisteten Unternehmen im Verhältnis zur Marktkapitalisierung für alle börsennotierten Unternehmen weltweit beziehungsweise als Marktwert aller inländischen Schuldverschreibungen zum Marktwert aller börsengehandelten Rentenwerte der Welt. Der optimale Auslandsanteil ergibt sich, indem man den Weltmarktanteil Deutschlands von 100 abzieht. Quellen: FIBV, Deutsche Börse AG und Kapitalmarktstatistik der Deutschen Bundesbank.

6 Vgl.: L.L. Tesar und I.M. Werner (1992), Home bias and the globalization of securities markets, NBER Working Paper No. 4218, Cambridge MA.

7 Für einen umfassenden Überblick zur Literatur über den „home bias“ vgl.: K. Lewis (1999), Trying to Explain the Home Bias in Equities and Consumption, Journal of Economic Literature, 37: S. 571–608.

Anteile von Papieren ausländischer Emittenten in den Wertpapierdepots institutioneller Anleger^{*)}



Quellen: Deutsche Börse AG, FIBV (Fédération Internationale des Bourses de Valeurs), eigene Berechnungen. — * Bei inländischen Kreditinstituten (einschließlich Bundesbank) geführte Depots, Kurswerte. — 1 Anteil ausländischer Papiere am Weltmarkt. — 2 Anteil an Aktien und Investmentzertifikaten ausländischer Emittenten am Gesamtbesitz von Aktien und Investmentzertifikaten. — 3 Anteil an Rentenwerten ausländischer Emittenten am Gesamtbesitz von Rentenwerten.

Deutsche Bundesbank

steuerliche Anrechnungsverfahren nur für Ausschüttungen inländischer Kapitalgesellschaften in Anspruch genommen werden konnte. Mit der Steuerreform und dem damit verbundenen Übergang zum „Halbeinkünfteverfahren“ ist diese Diskriminierung entfallen.

Nach Eintritt in die Währungsunion hat sich die Tendenz zur Internationalisierung der Wertpapierportefolles besonders bei den In-

vestmentfonds, aber auch bei anderen Anlegergruppen weiter beschleunigt. Ende 1998 lag der Anteil ausländischer Titel am gesamten Aktien- und Rentenvermögen der einheimischen Publikumsfonds noch deutlich unter der Hälfte. Zum Jahresende 2000 hat sich zumindest der ausländische Aktienbesitz heimischer Investmentfonds auf 70 % und damit auf ein Niveau erhöht, bei dem man kaum mehr von einem „home bias“ sprechen kann.⁸⁾ Eine bemerkenswerte Entwicklung war bei den Rentenwerten zu verzeichnen. So erwarben Inländer seit dem 1. Januar 1999 in starkem Umfang Schuldverschreibungen ausländischer Emittenten, die aber im Ergebnis ausschließlich auf Euro lauteten. Die zunehmende Streuung des Wertpapierbesitzes ging daher nicht mit einer weiteren Diversifizierung der Währungsrisiken einher, da sie im Gegenzug in Drittwährungen denominierte Anleihen abgaben.

Mehr auf der Makroebene setzen Tests an, die bei international mobilem Kapital den Ausgleich von Spar- oder Investitionsschocks sowie eine Glättung des Konsumpfades als Auswirkung aggregierter Anlageentscheidungen vermuten.⁹⁾ So sollen integrierte Finanzmärkte selbst bei einem Einbruch der heimischen Ersparnisse die Finanzierung lokaler Investitionen aus dem weltweiten Pool der Ersparnisse reibungslos, das heißt ohne erhebliche Zinsausschläge, sicherstellen. Auch der problemlose Ausgleich von Schwankungen des Konsumpfades der Anleger eines Landes

Investitions- und Sparkorrelationen sowie Konsumglättung als Maß für Integration

⁸ Der Anteil ausländischer Rentenwerte lag bei knapp 40 %.

⁹ Vgl. z. B.: M. Obstfeld und K. Rogoff (1996), Foundations of International Macroeconomics, MIT Press, S. 290ff.

ließe Rückschlüsse auf eine hohe Integration in die Weltfinanzmärkte zu. Durch volatile Produktions- und Anlageergebnisse hervorgerufene, kurzfristige Beeinträchtigungen der Konsummöglichkeiten könnten dann durch zeitlich verschobene oder sogar gegenläufige Anlageergebnisse in anderen Ländern ausgeglichen werden. Der von Feldstein und Horioka erstmals angewandte Ansatz zur Messung der Integration internationaler Finanzmärkte regressiert nationale Sparquoten auf heimische Investitionsraten. Bei perfekter Kapitalmobilität sollte kein oder nur ein sehr geringer Anteil einer Sparerhöhung für Investitionszwecke im Inland verbleiben, da zusätzliche Finanzmittel zu ihrer weltweit produktivsten Verwendung wandern sollten. Empirische Ergebnisse von Zeitreihen- und Querschnittsanalysen deuten jedoch auf einen hohen Zusammenhang zwischen nationalen Investitions- und Sparquoten hin.¹⁰⁾ Für Deutschland zeigen eigene Berechnungen mit Quartalsdaten¹¹⁾ von 1991 bis Ende 1998 einen Regressionskoeffizienten von 0,6, der in den letzten zwei Jahren etwas sank. Diese Zahlen bestätigen die Ergebnisse anderer Studien über einen starken – wenn auch abnehmenden – Segmentationsgrad der Finanzmärkte. Berücksichtigt man allerdings, dass ein solcher Integrationstest auch implizit die weltweite Realzinsparität testet, sowie durch die Größe eines Landes, demographische Faktoren oder Staatsausgaben verzerrt oder überlagert werden kann, so sprechen hohe Korrelationen nicht automatisch für einen geringen Integrationsgrad der Finanzmärkte. Auch die Vermutung einer starken zeitlichen Konsumglättung bei offenen Kapitalmärkten wird empirisch nicht bestätigt.¹²⁾ Allerdings können auch hier

andere Einflussfaktoren wie der Anteil nicht-handelbarer Güter für die unterschiedliche Konsumententwicklung einzelner Länder ursächlich sein und die Aussagekraft dieser Tests für die Finanzmarktintegration einschränken.

Insgesamt liefern die verschiedenen Tests zum Grad der Marktintegration keine einheitlichen Resultate. Die geringen Zinsdifferenzen zwischen dem einheimischen und dem ausländischen Markt sowie die Gültigkeit der gedeckten Zinsparität deuten auf eine weitgehende Marktintegration zumindest auf der Preisseite hin. Eine Reihe international agierender Marktteilnehmer scheint dafür zu sorgen, dass etwaige Preisdifferenzen, die nicht auf unterschiedlichen Risikomeerkmalen der Papiere basieren, schnell beseitigt werden.

Auf der anderen Seite lässt der „home bias“ der Wertpapierportefeuilles darauf schließen, dass weiterhin Hindernisse für eine vollständige Marktintegration bestehen, auch wenn ihre Bedeutung abzunehmen scheint. Dies können direkte Transaktionskosten sein, die sich aus Friktionen bei der Abwicklung grenzüberschreitender Wertpapiergeschäfte erge-

Preisarbitrage deutet hohen Integrationsgrad, ...

... Streuung der Wertpapierbestände geringen Integrationsgrad an

¹⁰ Siehe hierzu: M. Feldstein und C. Horioka (1980), Domestic savings and international capital flows, *Economic Journal*, 90, S. 314-29, sowie M. Obstfeld (1995), International capital mobility in the 1990s, in: P. Kenen (Hrsg.): *Understanding interdependence: The macroeconomics of the open economy*, Princeton NJ, S. 201-261.

¹¹ Daten aus der VGR in der Abgrenzung nach ESVG '95. Die Spezifikation der Schätzgleichung lautet: $(I/Y)_t = \alpha + \beta(S/Y)_t + \text{Saisondummies} + u_t$. Die Koeffizienten (t-Werte in Klammern) für die Zeiträume 1991:1 bis 1998:4 und 1999:1 bis 2001:3 lauten: 0,60 (5,4) und 0,58 (4,3). Berechnungen mit saisonbereinigten Daten ergeben ähnliche Werte. Zu methodischen Problemen siehe M. Obstfeld (1995), S. 247 f.

¹² Vgl.: M.L. Mussa und M.A. Goldstein (1993), *The Integration of World Capital Markets*, in: *Changing Capital Markets: Implications for Monetary Policy*, Symposium series Federal Reserve Bank of Kansas City, 1993, S. 281 f.

ben. Sie unterscheiden sich häufig nach Marktsegmenten, aber auch nach Anlegergruppen. So sind auf dem Geldmarkt im Wesentlichen große, institutionelle Anleger – vor allem Banken – tätig. Die Abwicklung von Käufen und Verkäufen ist standardisiert. Innerhalb des Euro-Raums sind Liquiditätsausgleich und Anlageumschichtungen überwiegend friktionsfrei möglich. Für kleine, private Anleger sind grenzüberschreitende Transaktionen – etwa Auslandsüberweisungen – jedoch zum Teil noch mit hohen Kosten verbunden. Darüber hinaus spielen sicher auch Informationskosten eine wichtige Rolle. Dabei kommt es sowohl auf die Bereitstellung von Informationen als auch auf deren Verarbeitung an. Bereits heute ist es auch für Kleinanleger möglich, über das Internet auf nahezu das gleiche Informationsspektrum zuzugreifen wie institutionelle Investoren. Durch einen mangelnden Zugang zu Informationen ist der stärker ausgeprägte „home bias“ der Privatanleger daher nicht zu erklären. In dem Maße, wie Informationen leichter zugänglich werden, steigen allerdings die Anforderungen an ihre Verarbeitung. Hier liegt ein Vorteil der institutionellen Investoren. Daher ist neben der fortschreitenden Globalisierung der Wertpapiermärkte auch eine Tendenz zur weiteren Professionalisierung der Anlageentscheidung zu erwarten.

Allerdings sind die geschätzten Opportunitätskosten der jetzigen Anlagestruktur in Deutschland gegenüber einem nach den gängigen Modellen integrierter Märkte diversifizierten Portfolio mit über vier Prozentpunkten im Durchschnitt von 1991 bis 2000 relativ hoch.¹³⁾ Es besteht – trotz der genannten Ein-

wände und obwohl die grenzüberschreitende Anlage besonders seit Bestehen der Währungsunion erheblich zugenommen hat – noch Diversifikationspotenzial.

Auswirkungen auf Finanzmarktakteure

Anleger

Mit der internationalen Integration der Wertpapiermärkte eröffnen sich inländischen institutionellen und privaten Investoren neue Anlageperspektiven. Sie können zu gleichen Transaktionskosten ein größeres Spektrum an Wertpapieren erwerben und dadurch ihre Ertrags- und Absicherungsziele besser verfolgen als auf nichtintegrierten Märkten. Aus dem erweiterten Anlagespektrum lassen sich zielgenauer Portfoliokombinationen konstruieren, die den Absicherungswünschen der Investoren entsprechen. Allerdings können sie ihr Portfolio nicht gegen globale Risiken schützen, die sich gleichgerichtet auf die Preise aller Wertpapieranlagen auswirken und damit nicht diversifizierbar sind.

Anleger profitieren von sich angleichenden Transaktionskosten

Die Anleger profitieren auch von der mit der Kapitalmarktintegration einhergehenden Liquiditätszunahme. Denn durch den wachsenden Anlegerkreis erhöhen sich der Wettbewerb um profitable Wertpapieranlagen und die Zahl der Transaktionswünsche. Liquidität ist dabei Ausdruck des Vertrauens darauf, die gewünschte Wertpapierhaltung bei veränderter Informationslage unverzüglich an-

Integration erhöht Marktliquidität, Transparenz und Anlegervertrauen

¹³ Vgl.: K. Jeske (2001), Equity home bias: Can information cost explain the puzzle?, in: Economic Review, Federal Reserve Bank of Atlanta, 86, S. 31–42.

passen zu können. Das gestiegene Vertrauen in die jederzeitige Handelbarkeit zieht seinerseits wiederum Liquidität an. Dieser Liquiditätssog setzt jedoch Transparenz in der Preisbildung der Wertpapiere für Käufer und Verkäufer voraus. Dazu tragen nicht zuletzt die elektronischen Handelsplattformen bei, die unabhängig vom Standort der Investoren deren Kaufwünsche bündeln und Preistransparenz fördern. Je mehr Transaktionswünsche gebündelt werden, desto schneller können diese ausgeführt werden und desto näher sind sich Geld- und Briefkurse. Dies ist besonders für institutionelle Großanleger ein wichtiger Integrationsvorteil.

Branchenfaktoren wichtiger als Länderfaktoren

Die Europäische Währungsunion hat aus Anlegersicht nicht nur grenzüberschreitende Wertpapiertransaktionen erleichtert, sondern auch die relative Bedeutung von Länder- und Branchenrisiken verändert. Dabei zeichnet sich ab, dass Branchenfaktoren nach dem Wegfall der Wechselkursrisiken zu den treibenden Kräften des Portfoliomanagements innerhalb der EWU werden.¹⁴⁾ Überdies trägt die Annäherung der ökonomischen Verhältnisse in den Mitgliedsländern der EWU dazu bei, dass Länderrisiken bei der Portfolioausrichtung in den Hintergrund treten. So zeigen jüngere Umfragen unter Portfoliomanagern, dass die Struktur europäischer Aktienportefolios mehrheitlich an Brancheninformationen ausgerichtet wird.¹⁵⁾

Emittenten

Integration bewirkt höhere Primärmarktliquidität

In integrierten Märkten sind die Emittenten in geringerem Maße auf eine heimische Mittelaufnahme angewiesen. Ihnen stehen ver-

mehrt ausländische Investoren gegenüber. Damit erhöht sich die Primärmarktliquidität, was im Ergebnis die Kapitalkosten verringert. Zudem lassen sich im Unterschied zu segmentierten Finanzmärkten selbst große Emissionen vergleichsweise leicht unterbringen. Allerdings stehen mit zunehmender Kapitalmarktintegration auch den einheimischen Investoren größere Anlagemöglichkeiten im Ausland offen. Dadurch sehen sich inländische Kapitalnachfrager einer wachsenden Konkurrenz ausländischer Emittenten gegenüber. Aus dem verschärften Wettbewerb um Kapital erwächst für die Emittenten wiederum ein Anreiz, auf Grund von Skaleneffekten größere und damit kostengünstigere Emissionen aufzulegen.

Mit der zunehmenden Kapitalmarktintegration wächst der Druck nach international einheitlichen Bilanzierungsvorschriften und Kontrollstrukturen. Dies zeigt sich beispielsweise daran, dass die meisten der im DAX notierten Unternehmen nach internationalen Standards (IAS oder US GAAP) bilanzieren, obwohl das keine Voraussetzung für die Aufnahme in den DAX ist. Eine einheitliche und damit transparente Berichterstattung verringert die Informationsasymmetrien zwischen Investor und Emittent und senkt damit die Kapitalkosten.¹⁶⁾ Das gestiegene Vertrauen der Anleger

Druck nach einheitlichen Bilanzierungsrichtlinien

¹⁴ Vgl.: T. Kraus (2001), The Impact of the EMU on the Structure of European Equity Returns: An Empirical Analysis of the First 21 Months, in: Internationaler Währungsfonds, Working Paper No. 84, S. 15.

¹⁵ Vgl.: G. Galati und K. Tsatsaronis (2001), The impact of the euro on Europe's financial markets, in: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Working Paper No. 100, S. 19.

¹⁶ Vgl.: C. Leuz und R.E. Verrecchia (2000), The Economic Consequences of Increased Disclosure, Johann-Wolfgang-Goethe-Universität, Working Paper Series Finance and Accounting, No. 41.

in den Emittenten erhöht die Marktliquidität – zum Beispiel in Form verringerter Geld-Brief-Spannen, geringer Preisvolatilität oder hoher Handelsvolumina. Der Übergang zu internationalen Offenlegungsvorschriften trägt auch zu einem intensiveren internationalen Wettbewerb um Kapital bei und zieht ausländische Investoren an. Mit ihrem Engagement in inländischen Aktien wächst ihr Einfluss auf die Unternehmensführung. So gibt es Hinweise, dass sich länderspezifische Unterschiede in den Management- und Kontrollstrukturen durch die internationale Finanzmarktintegration verringert haben.¹⁷⁾

Finanzintermediäre

Aus Sicht der Kreditinstitute und sonstigen Finanzintermediäre bedeutet die internationale Integration der Wertpapiermärkte einen verschärften Wettbewerb. Da Investoren und Emittenten nicht mehr nur auf den einheimischen Markt bei der Mittelanlage beziehungsweise -aufnahme angewiesen sind, wird die traditionell dominierende Stellung inländischer Finanzinstitute eingeengt. Konkurrenz erwächst ihnen sowohl durch die deutschen Niederlassungen ausländischer Intermediäre als auch durch den Direktkontakt einheimischer Kunden mit im Ausland ansässigen Finanzdienstleistern, der gerade in jüngster Zeit im Zusammenhang mit der weiteren Verbreitung des Internets an Bedeutung gewonnen hat.

Der Wettbewerbsdruck kann allerdings je nach Marktsegment sehr unterschiedlich sein. Besonders hoch ist er im Investment-Banking und dem Kreditgeschäft mit Groß-

kunden. Allerdings können sich inzwischen selbst so „bodenständige“ Bereiche wie das Privatkunden- oder das Massengeschäft der Banken auf die Dauer dem verschärften Wettbewerb nicht entziehen.¹⁸⁾ Mit dem erleichterten Zugang der Investoren zu ausländischen Märkten wird es immer weniger wichtig, wo ein Wertpapier gehandelt wird. Bereits heute stehen beispielsweise Handels-terminals der Deutschen Börse in den Vereinigten Staaten, und einige deutsche Banken tätigen ihr Geschäft in amerikanischen Anleihen von Frankfurt aus. Der verstärkte Wettbewerbsdruck auf integrierten Finanzmärkten betrifft daher nicht alleine die Kreditinstitute, sondern hat auch in der Börsenlandschaft zu einem Umbruch geführt. Die Zeit rein nationaler Börsen ist vorüber. Die europäische Börsenlandschaft hat sich bereits in den letzten Jahren stark verändert. Zwar war den Bestrebungen der wichtigsten europäischen Börsen, sich auf ein gemeinsames Handelssystem zu einigen, wenig Erfolg beschieden. Mittlerweile machen die Konsolierungsbemühungen aber Fortschritte.

... und Börsen

Effizienzgewinn bei höherem Risiko?

Den Preisen am Kapitalmarkt kommt eine Schlüsselrolle bei der Allokation der Ressourcen einer Volkswirtschaft zu. Nur wenn die

Effizienz-gewinn...

¹⁷ Vgl.: M. Fukao (1995), Financial Integration, Corporate Governance, and the Performance of Multinational Companies.

¹⁸ Die Frage, wie das deutsche Kreditgewerbe auf den erhöhten Wettbewerb reagiert, wurde von der Bundesbank bereits in einem Monatsberichtsartikel thematisiert. Vgl.: Deutsche Bundesbank, Bankbilanzen, Bankenwettbewerb und geldpolitische Transmission, Monatsbericht, September 2001, S. 51 ff.

Stärkerer Wettbewerbsdruck im Finanzgewerbe...

... erfasst Kreditinstitute...

Preise von Vermögenswerten „effizient“ sind, das heißt wenn sie tatsächlich alle relevanten, den Marktteilnehmern bekannten Informationen widerspiegeln, wandert das Kapital „zum besten Wirt“. Die internationale Integration der Finanzmärkte trägt hierzu in zweierlei Hinsicht bei. Zum einen wird nur auf integrierten Märkten vermieden, dass Anleger eine weniger rentable Anlage im Inland einer profitableren Investition im Ausland vorziehen. Zum anderen verbessern zusammenwachsende Finanzmärkte die Marktliquidität, die eine Voraussetzung für eine effiziente Preisbildung darstellt. Damit sorgt sie wiederum für eine effiziente Kapitalallokation.

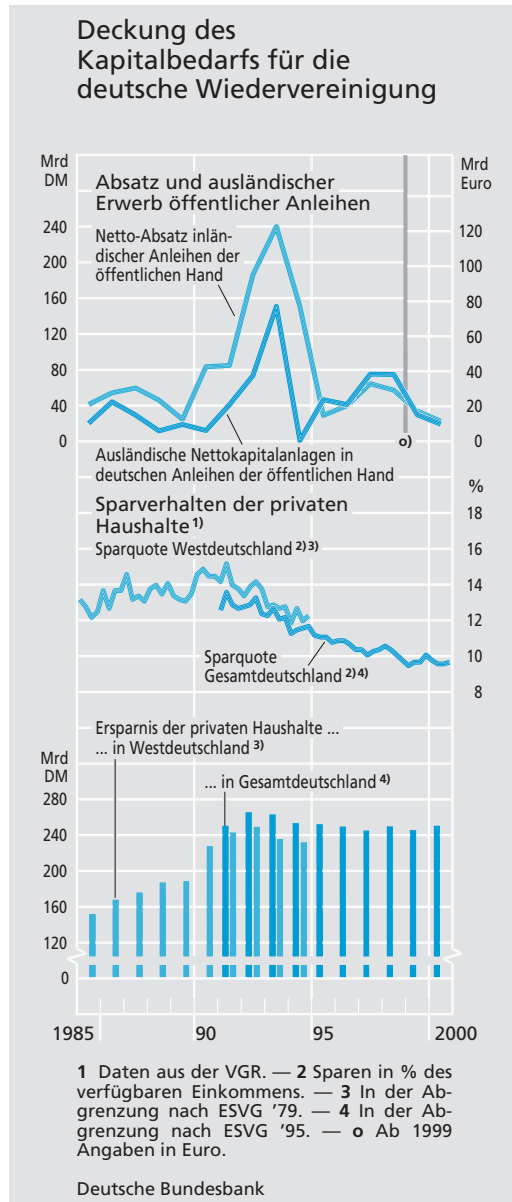
*... nicht auf
Krisen-
situationen
übertragbar*

Dies gilt freilich nur bei geordneten Marktbedingungen, weniger dagegen in Krisenzeiten. Allerdings ist der Zusammenhang zwischen Finanzmarktintegration und der Stabilität des Finanzsystems äußerst komplex. Einerseits federt ein integrierter Finanzmarkt lokale Schocks eher ab als segmentierte Märkte, wobei die Verteilung der Risiken „auf mehrere Schultern“ die Gefahr eines Zusammenbruchs nationaler Finanzsysteme verringert. Andererseits hat die internationale Risikoteilung aber auch eine Kehrseite. In einem integrierten Weltfinanzsystem lassen sich Turbulenzen kaum auf einzelne Teilmärkte beschränken. Stattdessen können sie sich rasch auf das gesamte System ausbreiten – selbst wenn dieses insgesamt viel widerstandsfähiger ist als jeder nationale Markt für sich genommen. Was das Spannungsverhältnis zwischen der erhöhten Absorptionsfähigkeit einzelner Risiken und der internationalen Transmission von Schocks in der Praxis bedeutet, soll anhand von zwei Beispielen ökonomisch

misch deutlich gemacht werden, nämlich zum einen an der Deckung der Kapitalnachfrage zur Finanzierung der deutschen Einheit und zum anderen anhand der Ansteckungseffekte während der Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten im Herbst 1998.

Die Aufnahmefähigkeit international integrierter Finanzmärkte für eine hohe nationale Kapitalnachfrage zeigte sich in der Zeit nach der deutschen Wiedervereinigung. Der erhebliche Finanzbedarf für West-Ost-Transfers und die notwendigen Investitionen in die Infrastruktur wurde in Deutschland größtenteils vom Bund getragen und von diesem überwiegend über den Kapitalmarkt finanziert. Die Rentenmarktverschuldung der öffentlichen Hand erhöhte sich in den Jahren 1990 und 1991 um jeweils fast 90 Mrd DM. Nachdem Belastungen wie die Ausgleichsforderungen Währungsumstellung verbrieft wurden, erreichte der Netto-Absatz öffentlicher Anleihen in den folgenden zwei Jahren mit 190 Mrd DM beziehungsweise 240 Mrd DM einen Höhepunkt. Gleichzeitig stiegen die Nettoanlagen ausländischer Investoren in deutschen öffentlichen Schuldverschreibungen auf ein Vielfaches des Durchschnitts der vorangegangenen zwanzig Jahre; 1992 und 1993 beliefen sie sich auf 80 Mrd DM beziehungsweise 150 Mrd DM (vgl. Schaubild auf S. 26). Ins Bild der starken Auslandsfinanzierung der Staatsverschuldung passt auch, dass die Sparquote der inländischen Privathaushalte nur zu Beginn der neunziger Jahre kurzfristig leicht zunahm und dann wieder zurückging.

*Integrierte
Finanzmärkte
absorbieren
wiedervereinigungsbeding-
ten Kapital-
nachfrage-
schock*



Anstieg der Nominal- und Realzinsen in Deutschland...

Ende der achtziger Jahre stiegen die langfristigen Nominal- und Realzinsen in Deutschland erheblich an und erreichten auch als Folge der erwarteten Belastungen aus der Wiedervereinigung 1990 einen Höchstwert von über 9% beziehungsweise 5 1/2%.¹⁹⁾ Schon 1991 – also noch vor der verstärkten Inanspruchnahme des Rentenmarkts durch den Bund – sanken die Zinsen allerdings wieder. Auch im europäischen und außereuropäischen Aus-

land sind die Kapitalmarktzinsen bis Anfang der neunziger Jahre gestiegen, obwohl die Konjunktur dort teilweise zur Schwäche tendierte. Dies verdeutlicht den Einfluss, den eine erhebliche Ausweitung der nationalen Kapitalnachfrage über verbundene Märkte auf die Kapitalallokation in anderen Ländern ausüben kann. Im Ergebnis absorbierten die international integrierten Kapitalmärkte nicht nur mengenmäßig ein erhebliches Volumen des vereinigungsbedingten Finanzierungsbedarfs Deutschlands, sondern nahmen auch einen Teil der Preiseffekte auf. Allerdings hatte das Ausland auch Anteil am deutschen Wiedervereinigungsboom.

... und im Ausland

Für die rasche Ausbreitung von Finanzmarkt-turbulenzen gibt es zahlreiche Beispiele. Während der Asienkrise in der zweiten Jahreshälfte 1997 breiteten sich die spekulativen Attacken nach der Abwertung des thailändischen Baht in mehreren Wellen auf immer neue Länder aus. Derartige Ansteckungseffekte waren aber nicht auf die aufstrebenden Märkte beschränkt. So trocknete im Oktober 1998 die Liquidität in bedeutenden Segmenten der internationalen Finanzmärkte zeitweise aus, obwohl einige dieser Märkte von dem ursprünglichen Impuls gar nicht betroffen waren. In Deutschland kam es am Markt für Bundesanleihen, der auf Grund eines hohen Emissionsvolumens und der verfügbaren Terminmarktinstrumente in ruhigen Phasen ausgesprochen liquide ist, bei ausgeprägten Preisschwankungen zu einer erheblichen Aus-

Turbulenzen auf den internationalen Finanzmärkten 1998

¹⁹⁾ Der Nominalzins ergibt sich als Umlaufrendite von Bundesanleihen mit einer Restlaufzeit von neun bis zehn Jahren. Zur Berechnung der Realzinsen vgl.: Deutsche Bundesbank, Realzinsen: Entwicklung und Determinanten, Monatsbericht, Juli 2001, S. 33 ff.

weitung der Geld-Brief-Spannen. Dies deutet auf eine damals stark reduzierte Marktliquidität hin.²⁰⁾ Das Beispiel macht deutlich, dass selbst große und liquide Märkte störanfällig sein können.

Auswirkungen auf die Geldpolitik

Verkürzung der Wirkungsverzögerungen

Die positiven Wirkungen integrierter Kapitalmärkte – nämlich die erhöhte Liquidität und eine effiziente Kapitalallokation – bedeuten für die Geldpolitik, dass monetäre Impulse ohne lange Verzögerungen in den Preisen für Finanzaktiva widergespiegelt werden und die Signale, welche Zinsentscheidungen auslösen, schnell von den Märkten verarbeitet werden können. Die Wirkungsverzögerungen der Geldpolitik werden somit kleiner.

Bedeutung von Wechselkursen...

Mit der Globalisierung der Finanzmärkte verändert sich aber auch der geldpolitische Transmissionsprozess. So gewinnen Wirkungen über den Wechselkurskanal verstärkt an Einfluss. Bei offenen Finanzmärkten bewirkt eine Straffung der Geldpolitik einen Kapitalzustrom und damit tendenziell eine Aufwertung der heimischen Währung. Der potenzielle Zielkonflikt zwischen festen Wechselkursen und unabhängiger Geldpolitik nimmt zu. Notenbanken, die auf Grund der Größe ihres Währungsraums eine eigenständige Geldpolitik betreiben, kommen deshalb ohne das Scharnier flexibler Wechselkurse bei integrierten Finanzmärkten kaum aus.

... und Vermögenspreisen für die Geldpolitik

Ebenso wächst bei globalisierten Märkten die Bedeutung von Vermögenspreisen bei der Übertragung monetärer Impulse, da Preisrela-

tionen zu ausländischen Finanzaktiva die Anlegerreaktionen auf geldpolitische Entscheidungen stärker beeinflussen. Dadurch nimmt die Komplexität der Wirkungen einer Zinsänderung zu, so dass die Abwägung über den Einsatz und die Dosierung einer geldpolitischen Maßnahme entsprechend schwieriger wird.

Stabilität des Finanzsystems

Ein stabiles Finanzsystem ist nicht nur eine Voraussetzung für eine erfolgreiche Geldpolitik, sondern auch für Wachstum und Beschäftigung. Es stellt sich daher die Frage, wie die Bestandsfestigkeit der Märkte und des Finanzsektors insgesamt verbessert werden kann, ohne die beträchtlichen Vorteile der globalisierten Finanzmärkte für Anleger und Emittenten in Frage zu stellen.

Diesem Erfordernis tragen Vorschläge, die auf eine Segmentierung der Finanzmärkte hinauslaufen, kaum Rechnung. Ein Beispiel hierfür wäre die Forderung nach der Wiedereinführung von Kapitalverkehrskontrollen. Rechtliche und administrative Barrieren können Kapitalabflüsse höchstens in der sehr kurzen Frist stoppen, langfristig aber wären sie leicht zu umgehen.

Auch die von James Tobin vorgeschlagene Steuer auf internationale Transaktionen zur Verteuerung kurzfristiger Anlagen, die als besonders destabilisierend eingestuft werden,

Funktionsfähiges Finanzsystem Voraussetzung für wirtschaftliche Stabilität

Kapitalverkehrs-kontrollen...

... und Tobin-Steuer kein Mittel zur Krisenvermeidung

²⁰ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Die Auswirkungen von Finanzmarktkrisen auf die deutschen Wertpapiermärkte, Monatsbericht, April 2000, S. 15 ff.

ist kein Mittel zur Krisenvermeidung. Bei starken Kursausschlägen in Krisenzeiten fällt die Steuer nämlich viel weniger ins Gewicht als in Zeiten geringer Preisschwankungen. Darüber hinaus ist die Gleichsetzung von kurzfristigen Kapitalflüssen mit destabilisierender Spekulation fragwürdig. Es besteht nämlich die Gefahr, dass „akzeptable“ Formen kurzfristiger Finanztransaktionen, wie die Finanzierung des Außenhandels oder Absicherungsgeschäfte, stärker unter einer Tobin-Steuer leiden als spekulative Anlagen. Letztlich ginge eine Tobin-Steuer außerdem mit der Gefahr einher, dass Transaktionen verstärkt in Steuerparadiesen getätigt würden. Solche Ausweichreaktionen auf weniger regulierte Plätze wären für die Finanzmarktstabilität eher abträglich.

*Mit integrierten
Märkten leben*

Gegen die Einführung von Kapitalverkehrskontrollen oder einer Tobin-Steuer sprechen nicht nur die Umgehungsmöglichkeiten. Jedes Hindernis für internationale Kapitalbewegungen reduziert zugleich auch die positiven Auswirkungen der Globalisierung, also höhere Marktliquidität und Preiseffizienz, die sich wiederum in niedrigeren Finanzierungskosten und weniger volatilen Portfoliorenditen niederschlagen. Zumindest für die Industrieländer scheint deshalb eine Strategie, die gezielt bei den Finanzmarktakteuren und -instrumenten ansetzt, besser geeignet zu sein, die Stabilität des Finanzsystems zu sichern, als allgemeine Maßnahmen, die das Ausmaß der Marktintegration reduzieren.

Voraussetzung für ein umsichtiges Verhalten der Finanzmarktakteure sind einerseits die Verfügbarkeit hinreichender Informationen über Geschäftspartner und Marktverhältnisse und andererseits ein ausgereiftes Risikomanagement. Der Ansatzpunkt sollte bei den Banken liegen, die für die Stabilität des Finanzsystems von herausragender Bedeutung sind. Es gilt, den Banken auch durch entsprechende rechtliche Rahmenbedingungen Anreize zu einer sorgfältigen Bonitätsprüfung ihrer Kreditnehmer zu geben. Darüber hinaus ist es wichtig, die wechselseitigen Abhängigkeiten zwischen Einzelrisiken mit ins Kalkül zu ziehen, da diese gerade in Krisenzeiten nicht isoliert voneinander auftreten. Eine Ausweitung der Regulierung auf weitere Marktteilnehmer mag zwar unter Umständen erforderlich sein, sollte sich aber immer an deren Bedeutung für die Stabilität des Finanzsystems orientieren.

Ein bewusster Umgang mit Risiken setzt auch voraus, dass die Finanzmarktakteure für ihre Fehler selbst einstehen müssen. Es kann keine Aufgabe öffentlicher Stellen auf nationaler oder internationaler Ebene sein, für ein leichtfertiges Verhalten von Anlegern einzutreten. Zugleich bedarf es allerdings eines stabilen makroökonomischen Rahmens, denn nur dann sind die mit Finanzmarktanlagen verbundenen systemischen Risiken kalkulierbar. Gerade auch unter dem Gesichtspunkt der Finanzmarktstabilität ist eine möglichst stetige, langfristige angelegte Wirtschaftspolitik angezeigt.

*Verbessertes
Risiko-
management...*

*... muss
wechselseitige
Abhängigkeit
der Einzelrisiken
einbeziehen...*

*... und setzt
Einstehen für
eigene Verluste
voraus*