

Globalisierung der Finanzmärkte

Problemfelder der Internationalisierung von Kapitalanlagen
vor dem Hintergrund der Asienkrise

Christian Klein

© Schriftenreihe des
Zentrums für europäische Studien, Universität Trier
Trier 2000
ISSN 0948 – 1141

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	1
Verzeichnis der Tabellen und Grafiken	4
Abkürzungsverzeichnis	5
1 Einleitung	7
1.1 Problemstellung	7
1.2 Vorgehensweise	9
2 Begriffserläuterungen	11
2.1 Globalisierung	11
2.1.1 Begriff.....	11
2.1.2 Entwicklung.....	13
2.2 Krise	15
2.2.1 Begriff.....	16
2.2.2 Ursachen.....	17
3 Die Finanzmärkte	19
3.1 Arten von Finanzmärkten	19
3.1.1 Der Geldmarkt	19
3.1.2 Der Kreditmarkt	20
3.1.3 Der Kapitalmarkt	21
3.2 Der internationale Finanzmarkt	23
3.2.1 Der Außenmarkt	24
3.2.2 Der Euromarkt	24
3.2.3 Der Devisenmarkt.....	26
4 Instabilitätsfaktoren der Finanzmärkte	28

4.1 Strukturelle Risiken der Finanzmärkte.....	29
4.1.1 Liquidität	30
4.1.2 Volatilität	32
4.1.3 Spekulation und Derivate	33
4.2 Institutionalisierung der Finanzanlagen	36
4.2.1 Entwicklung.....	37
4.2.2 Merkmale	39
4.2.2.1 Versicherungsgesellschaften.....	39
4.2.2.2 Pensionsfonds	41
4.2.2.3 Kapitalanlagegesellschaften.....	43
4.2.2.3.1 Investmentfonds.....	43
4.2.2.3.2 Hedge Funds.....	47
4.3 Gefahrenpotentiale.....	50
4.3.1 Internationalisierung	50
4.3.2 Trendverstärkung	51
5 Die Asienkrise	53
5.1 Ausgangslage	53
5.1.1 Wirtschaftliche Entwicklung.....	53
5.1.2 Wirtschaftliche Rahmenbedingungen.....	55
5.2 Ursachen der Asienkrise	57
5.2.1 Makroökonomische Fundamentaldaten.....	58
5.2.1.1 Inflation.....	58
5.2.1.2 Leistungsbilanzdefizite.....	60
5.2.1.2.1 Ursachen.....	50
5.2.1.2.2 Möglichkeiten des Ausgleichs	62
5.2.2 Problembereiche des Bankensektors	63
5.2.2.1 Risiken der Bankkredite	64
5.2.2.2 Staatliche Einflußnahme.....	65
5.2.2.3 Aufsicht und Kontrolle des Bankensektors	66

5.3 Das Verhalten der Marktteilnehmer im Verlauf der Krise.....	67
5.3.1 Ausbruch der Krise.....	69
5.3.2 Ausbreitung der Krise	70
5.3.3 Rolle der Hedge Funds.....	72
6 Abschließende Bemerkungen.....	74
Literatur:.....	77

Verzeichnis der Tabellen und Grafiken

Tabelle 1: Gliederung der Finanzmärkte.....	19
Tabelle 2: Finanzvermögen institutioneller Anleger 1996.....	37
Tabelle 3: Hauptgliederungskriterien für Investmentfonds in Deutschland.....	45
Tabelle 4: Private Nettokapitalzuflüsse, in Mrd. US-Dollar.....	54
Tabelle 5: Inflationsraten, in %.....	59
Tabelle 6: Reale effektive Wechselkurse.....	60
Tabelle 7: Kreditwachstum, in % zum Vorjahr	64
Grafik 1: Wachstum der institutionellen Kapitalanlage.....	38
Grafik 2: Anteile der institutionellen Kapitalanlage	39
Grafik 3: Entwicklung der Hedge Funds	49
Grafik 4: Wachstumsraten des realen BIP, in % zum Vorjahr	55
Grafik 5: Leistungsbilanzsalden.....	61

Abkürzungsverzeichnis

a.a.O.	an angegebenem Ort
ALFI	Association Luxembourgeoise des Fonds d'Investissement
Aufl.	Auflage
Bd.	Band
BIBF	Bangkok International Banking Facility
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CD	certificate of deposit
CP	commercial paper
DAX	Deutscher Aktienindex
ders.	derselbe
DIW	Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Berlin
DM	Deutsche Mark
DTG	Devisentermingeschäft
ebd.	ebenda
eds.	editors
et al.	et alii
EU	Europäische Union
f.	folgende Seite
FEFSI	Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement
ff.	folgenden Seiten
GATT	General Agreement on Tariffs and Trade
ggf.	gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
H.	Heft
Hj.	Halbjahr
Hrsg.	Herausgeber
HWWA	HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung-Hamburg
i.d.R.	in der Regel
i.e.S.	im engeren Sinne
i.w.S.	im weiteren Sinne
ICI	Investment Company Institute
IFC	International Finance Corporation
IMF	International Monetary Fund
isw	isw sozial-ökologische Wirtschaftsforschung München e.V.
IWF	Internationaler Währungsfond
KAGG	Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften
LTCM	Long-Term Credit Management
MAR	Managed Account Reports Inc.
Mrd.	Milliarden
No.	Number
Nr.	Nummer

o. J.	ohne Jahresangabe
O.V.	Ohne Verfasserangabe
o.a.	oben angegebene
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
OPEC	Organization of Petroleum Exporting Countries
p.	page
pp.	pages
S.	Seite; Seiten
sog.	sogenannten; sogenanntes
u.a.	unter anderem; und andere
UCITS	Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities
USA	Vereinigte Staaten von Amerika
usw.	und so weiter
v.a.	vor allem
Vgl.	Vergleiche
WiSt	Wirtschaftswissenschaftliches Studium
WTO	World Trade Organization
z.B.	zum Beispiel
z.T.	zum Teil
zit.	zitiert
ZStP	Zürcher Steuerpraxis

1 Einleitung

1.1 Problemstellung

Die Welt der internationalen Finanzmärkten hat seit 1997 ein neues Schreckgespenst: Die Furcht vor der Weltwirtschaftskrise. Galt die ungehemmte Öffnung der Märkte für ausländisches Kapital als der einzig wahre Weg zu Wohlstand und Entwicklung, so könnte sich diese Öffnung nun als der Auslöser der weltweiten Krise an den Finanzmärkten erwiesen haben. Als 1997 Thailand seine Währung, den Baht, abwerten mußte, begann ein beispielloser Verfall von Währungs- und Wertpapierkursen, der verschiedene Länder fast des gesamten ostasiatischen Raumes erfaßte. Im letzten Jahr folgte die Währungs- und Finanzkrise in Rußland und dieses Jahr mußte Brasilien die Bindung des Real an den US-Dollar aufgeben.

Die Auswirkungen waren jedoch nicht nur in diesen sogenannten Emerging Markets zu spüren. Von den Unsicherheiten an den Weltfinanzmärkten blieb die westliche Welt ebensowenig verschont. Dies äußerte sich zunächst in den starken Kursrückgängen und der deutlich gestiegenen Volatilität an den Aktienbörsen in Europa und den USA seit Juli letztes Jahres. Längerfristig sind davon aber ebenso negative Effekte auf die Realwirtschaft zu erwarten.

Solche Vorgänge haben verstärkt eine kontroverse Diskussion darüber ausgelöst, welche Rolle der "Globalisierung" zukommt. Kaum eine wirtschaftspolitische Auseinandersetzung, in der die Globalisierung der Märkte, seien es Waren-, Kapital- oder Dienstleistungsmärkte, nicht als Argumentationshilfe für die eine oder andere politische Richtung genutzt wurde und wird. Insbesondere die Globalisierung der Finanzmärkte rückte bei der Suche nach Ursachen für die internationale Ansteckungsgefahr von Krisen in den Mittelpunkt. Die Ausbreitung krisenhafter Erscheinungen auf weit entfernt liegende Länder der Welt hat drastisch vor Augen geführt, wie verflochten die Finanzmärkte miteinander sind.

Die Globalisierung der Wirtschaft, die von großen transnational agierenden Unternehmen immer wieder gerne als schicksalhaft bezeichnet und als Argument für sinkende Löhne und Sozialleistungen angeführt wird, ist jedoch das Resultat gewollter politischer Entscheidungen. Insbesondere der Abbau zwischenstaatlicher Handelshemmnisse, angefangen vom GATT bis hin zur Gründung der

WTO, die sich vermehrt mit der Liberalisierung und Deregulierung von Finanzdienstleistungen und Investitionen befaßt, hat zu einer zunehmend interdependenten Weltwirtschaft geführt. Die Vernetzung des weltweiten Informationsaustausches durch das Internet läßt darüber hinaus die (entwickelte) Welt zu einem globalen Dorf werden.

Ein weiteres Indiz hierfür können die Aktienmärkte sein. Für private Kleinanleger wie für institutionelle Großanleger ist es ohne weiteres möglich, Aktien an jeder Börse der Welt zu handeln. Selbst staatswirtschaftliche Länder wie Rußland oder China privatisieren zunehmend Unternehmen und bringen diese an die Börse. Große Bedeutung kommt v.a. dem Devisen- und Derivatehandel zu. Während z.B. von transnationalen Unternehmen Fremdwährungen zur Absicherung ihres Warenhandels ge- und verkauft wurden, so ist zu beobachten, daß der Devisenhandel ein wesentlich stärkeres Wachstum gegenüber realen Im- und Exporten aufweist. Diese Entkopplung kann nur auf kurzfristig engagierte Spekulanten zurückgeführt werden, die Terminmarktgeschäfte in einem Maße betreiben, der bestehende Trends übertrieben verstärkt und/oder umlenkt und so zu Unsicherheiten auf den deregulierten Finanzmärkten beiträgt. Diese Spekulationsgeschäfte werden gefördert durch das Wachstum der globalen Spieler, in erster Linie das der institutionellen Anleger (Banken, Versicherungen, Fondsgesellschaften). Ihnen stehen Kapitalmittel in einer enormen Höhe zur Verfügung, die eine Anlage suchen, welche eine maximale Rendite erwarten läßt. Da diese kaum noch im eigenen Lande zu finden war, mußte das Kapital im Ausland investiert werden; und hier v.a. in Emerging Markets, die höhere Zuwächse der Wirtschaftstätigkeit als die Industrieländer aufwiesen.

Gerade diese Verflechtung der Finanzmärkte hat in jüngster Zeit zur Folge gehabt, daß wirtschaftliche Krisen nicht mehr länger ein nationales Phänomen bleiben, sondern mit einer nie gekannten Geschwindigkeit sich auf dem Globus ausbreiten. Daraus ergibt sich die Frage nach der Rolle der globalisierten Finanzmärkte und deren Akteuren im Verlauf der Asienkrise. Ihr soll sich in der folgenden Arbeit zugewendet werden.

1.2 Vorgehensweise

Es soll im Folgenden untersucht werden, welche Probleme die Globalisierung der Finanzmärkte für die weltwirtschaftliche Stabilität erzeugen kann. Die Asienkrise wird dabei im Mittelpunkt stehen, da sich an ihr gut Fehler und Folgen ungehemmter Marktwirtschaft aufzeigen lassen.

Globalisierung und Krise sind zwei Wörter, die aus dem wirtschaftspolitischen Sprachschatz nicht mehr wegzudenken sind. Doch meist wird nicht deutlich welcher Sachverhalt genau gemeint ist. Daher wird im zweiten Kapitel eine Klärung der Begriffe vorgenommen. Es wird gezeigt, daß die Globalisierung eine längere Geschichte hat, als gemeinhin behauptet, und daß sie weniger global als vielmehr international ist, wobei der Finanzsektor am weitesten globalisiert ist.

Krisen sind ebensowenig eine neue Erscheinung, nur daß sie seit der Asienkrise eine andere Betrachtungsweise erzeugt haben. Die internen Politikversäumnisse der Krisenländer werden nicht mehr alleine verantwortlich gemacht, sondern auch die Handlungsfolgen der Akteure der finanzwirtschaftlichen Metropolen.

Die wichtigsten dieser Metropolen liegen in den Hauptstädten der großen Industrienationen. Dort sind die Akteure und die Finanzmärkte beheimatet, von denen aus die Entscheidungen gefällt werden, die über Wohl und Wehe von ganzen Staaten entscheiden können. Wie diese Märkte untergliedert sind und was sie zu internationalen Märkten macht, wird im dritten Kapitel beschrieben. Dabei verdienen die Euromärkte besondere Aufmerksamkeit, die am ehesten der Vorstellung ungehinderter Finanztransaktionen nahe kommen.

In Kapitel vier wird untersucht, welche strukturellen Instabilitätspotentiale das Wachstum der Finanzmärkte birgt. wie sich der Finanz- vom Realsektor abgelöst hat und zu welchen strukturellen Instabilitäten dies geführt hat. Insbesondere der weltweite Handel an den Terminbörsen mit künstlich gestalteten Derivaten, die sich sowohl auf Wertpapiere (Aktien, Anleihen), als auch auf Devisen und Indizes beziehen, aber mit der als Hedging bezeichneten Grundidee der Absicherung risikoreicher Anlagen und Investitionen nicht mehr viel gemeinsam haben, ist von Bedeutung.

Im Mittelpunkt steht die Verwaltung der Kapitalanlagen durch institutionelle Investoren, die durch den ungebrochenen Zufluß neuer Gelder in Milliardenhöhe ein ungeheures Einflußpotential haben. Ihre Situationseinschätzungen und täglich getroffenen Anlageentscheidungen sind es, die nicht unerheblich zu den strukturellen Risiken beitragen.

Diese Risiken in bezug auf die Asienkrise sind Gegenstand des fünften Kapitels. Nach Darlegung der Ausgangslage, in der sich die betroffenen ostasiatischen Staaten befunden haben, werden eingehender die Ursachen untersucht. Dabei stellt sich heraus, daß es keinen einzelnen Erklärungsgrund für den Ausbruch gibt. Erst das Zusammenwirken verschiedener Faktoren, die sowohl im internen (nationalen) als auch im externen (globalen) Einflußbereich liegen, hat diese Krise ermöglicht, wemgleich dem Finanzmarktsektor dabei eine Schlüsselrolle zukommt.

Eine abschließende Beurteilung der Situation, die durch die internationale Marktintegration der aufstrebenden Ökonomien entstanden ist, wird im letzten Kapitel diskutiert.

Am Ende der Arbeit steht die Hoffnung, die Vorgänge und Zusammenhänge auf den globalen Finanzmärkten etwas besser verstehen und die Komplexität von Ursachen und Wirkungen der Krisen beurteilen zu können.

2 Begriffserläuterungen

Spätestens mit dem Ausbruch der Wirtschaftskrisen in Asien hat das Wort "Krise" Hochkonjunktur. Keine Tageszeitung oder wirtschaftspolitische Zeitschrift in der sich nicht in nahezu jeder Ausgabe mit diesem Thema auseinandergesetzt wird. Eng damit verbunden ist, zumindest wenn es um die Ursachenforschung geht, der Begriff "Globalisierung". Beide Ausdrücke sollen hier näher erläutert werden.

2.1 Globalisierung

2.1.1 Begriff

Werden die Diskussionen der letzten Jahre verfolgt, so könnte der Eindruck gewonnen werden, daß es sich bei Globalisierung um ein völlig neuartiges Phänomen handelt, welches uns alle plötzlich und unerwartet trifft. Eine neue Herausforderung der es sich v.a. im wirtschaftlichen Bereich zu stellen gilt. Sie dient so auf der einen Seite als Argument für einen attraktiven Wirtschaftsstandort Deutschland, der einer zunehmenden Weltmarktkonkurrenz ausgesetzt ist, auf der anderen Seite aber auch als Ursache weltweit zunehmender sozialer Probleme. Neu ist zumindest die Quantität des Begriffes. Wurde bis in die achtziger Jahre kaum von Globalisierung gesprochen¹, so erhält ihre Verwendung spätestens seit Anfang der neunziger Jahre einen nahezu inflationären Charakter², gerade in wissenschaftlichen und politischen Kreisen. Dabei wird allerdings nicht immer ganz deutlich was genau mit Globalisierung gemeint ist.

Der Begriff als solcher suggeriert zunächst, daß es sich um einen Prozeß handelt, bei dem sich bestimmte Vorgänge gleichermaßen in allen Teilen der Welt ausbreiten. Eine Homogenisierung aller Lebensbereiche, der gesellschaftlichen, politischen, ökologischen und ökonomischen, an dessen

¹ Vgl. Waters, Malcolm: Globalization, London, New York 1995, p. 2.

² Vgl. z.B. Die Gruppe von Lissabon: Grenzen des Wettbewerbs: Die Globalisierung der Wirtschaft und die Zukunft der Menschheit, München 1997, Endnote 27, S. 199 oder die Titel der aktuellen Neuerscheinungen in den Politikregalen der Buchhandlungen.

Ende eine Weltgesellschaft³ steht, deren Entwicklungsbedingungen angeglichen sind.⁴ Weite Teile der industriellen Gesellschaft nähern sich tatsächlich in ihren sozialen und kulturellen Verhaltensmustern an. Insofern kann Globalisierung definiert werden als ein *”... social process in which the constraints of geography on social and cultural arrangements recede and in which people become increasingly aware that they are receding.”*⁵ Besonders augenscheinlich wird dies im Konsumverhalten bezüglich vorwiegend amerikanischer Produkte (Filme, Coca-Cola, McDonalds usw.). Auch auf politischer Ebene sind weltweit ähnliche Themen ins Bewußtsein gerückt, wie z.B. Arbeitslosigkeit oder Umweltschutz. Gerade in letzterem Bereich ist die Naturzerstörung nicht mehr als lokales, sondern als global relevantes Problem weltweit anerkannt.

Auch wenn es international unbestreitbar zu Angleichungen von Verhaltensmustern kommt, so ist doch leicht ersichtlich, daß nicht alle Menschen gleichermaßen betroffen sind. Gerade den Menschen in der sog. Dritten Welt bieten sich bei weitem nicht die Entwicklungschancen, wie denen in der Ersten Welt. Aber auch in letzterer kommt es nicht nur zu Homogenisierungstendenzen, sondern auch zu heterogenen Entwicklungen, zu Konzentrationen, Regionalisierungen und Fragmentierungen.⁶

Globalisierung weist v.a. aber auf einen ökonomischen Prozeß hin. Sie umfaßt alle Märkte, Waren-, Dienstleistungs-, Arbeits- und Kapitalmärkte. Wurde in diesem Zusammenhang bis vor wenigen Jahren überwiegend von Internationalisierung gesprochen, so erscheint dieser Begriff nun als kurzgegriffen: *”Bei ”internationalen Verflechtungen” stehen die beteiligten Staaten im Vordergrund, und es sind nicht notwendig alle Staaten einbezogen; bei ”Globalisierung” sind alle Staaten einbezogen, und das Verflechtungsmuster bestimmt das Handeln der Akteure mehr als umgekehrt. ... Motor dieser Entwicklung ist die globalisierte Wirtschaft ...”*⁷, welche nicht mehr nur durch internationalen Warenaustausch zwischen zwei oder wenig mehr Staaten gekennzeichnet ist.

Die Globalisierung stellt demnach in räumlicher Sicht, wie auch qualitativ eine neuartige Dimension des wirtschaftlichen Austausches über nationale Grenzen hinweg dar. Doch sind wir nicht nur von einer weltweiten Angleichung der Lebens- und Wirtschaftsweisen weit entfernt, sondern es ist auch

³ Vgl. Luhmann, Niklas: Die Gesellschaft der Gesellschaft, Frankfurt/Main 1997, S. 145ff.

⁴ Vgl. Hamm, Bernd: Internationale Verflechtung und Globalisierung, in: Schäfers, Bernhard; Zapf, Wolfgang (Hrsg.): Handwörterbuch zur Gesellschaft Deutschlands, Opladen 1998, S. 339f.

⁵ Waters, Malcolm: a.a.O.: p. 3.

⁶ Vgl. Debiel, Tobias: Globale Entwicklung, in: Nohlen, Dieter (Hrsg.): Wörterbuch Staat und Politik, Sonderausgabe für die Landeszentralen für politische Bildung, München, Zürich 1995, S. 234.

⁷ Hamm, Bernd: Internationale Verflechtung: a.a.O., S. 339.

die oftmals mit ihr verbundene Vorstellung der Aufhebung geographischer Grenzen (HAUHLER) angesichts der Konzentration wirtschaftlicher Aktivitäten auf die Länder der Triaderegionen nicht ganz richtig.⁸ D.h. Globalisierung integriert und separiert. Sie ist ein in sich hochgradig widersprüchlicher Prozeß, sowohl hinsichtlich seiner Reichweite als auch der Vielfältigkeit seiner Konsequenzen.⁹

2.1.2 Entwicklung

*”Wieder und wieder kann man hören, die Welt sei seit kurzem in das Zeitalter der Globalisierung eingetreten. Nichts ist unrichtiger als diese Feststellung. Global ist der Handel seit mindestens 300 Jahren ...”.*¹⁰ Die Anfänge der Globalisierung sind also keineswegs erst in der jüngeren Zeit zu suchen. Sie hat eine lange Entwicklungsgeschichte, die bis in das 16. Jahrhundert zurückreicht. Doch im Hinblick auf den Beginn wirtschaftlicher Beziehungen erscheint der Terminus Globalisierung noch nicht angebracht. Erst durch die neue Qualität des Welthandels wurde die Verwendung eines passenderen Wortes notwendig.¹¹

Hilfreich in diesem Zusammenhang ist die Unterscheidung der GRUPPE VON LISSABON in die Begriffe *”Internationalisierung”, ”Multinationalisierung”* und *”Globalisierung”*, die den historischen Ablauf der weltwirtschaftlichen Entwicklung kennzeichnen.¹²

Die Phase der Internationalisierung beginnt am Ende des 15. Jahrhunderts.¹³ Wurde bis dahin die Wirtschaft als interner Kreislauf der imperialen Reiche verstanden, änderte sich dies mit den Entdeckungen und Kolonialisierungen in der Folgezeit. Wirtschaftlicher Austausch begann über Grenzen hinaus, der den Grundstein für die Arbeitsteilung legte. Besonders der Getreidehandel mit

⁸ Vgl. Arnold, Heinz: Gesellschaften - Räume - Geographien: Zur Auseinandersetzung mit aktuellen sozialen und räumlichen Ungleichheiten, Schriftenreihe des Zentrums für europäische Studien, Bd. 27, Trier 1997, S. 25.

⁹ Vgl. McGrew, Anthony G.; Lewis, Paul G. et al.: Global Politics: Globalization and the Nation-State, Cambridge 1992: p. 22.

¹⁰ Jenner, Gero: Die arbeitslose Gesellschaft: Gefährdet Globalisierung den Wohlstand?, Frankfurt/Main 1997, S. 115.

¹¹ Vgl. Friedrichs, Jürgen: Globalisierung – Begriff und grundlegende Annahmen, in: Aus Politik und Zeitgeschichte, H. 33-34 (1997), S. 4.

¹² Vgl. Die Gruppe von Lissabon: a.a.O., S. 44ff.

¹³ LUHMANN weist richtigerweise auf die Existenz des Fernhandels vor dieser Zeit hin, nur blieb der kommunikative Effekt gering. Vgl. Luhmann, Niklas: a.a.O., S. 146.

Osteuropa und der Import von Edelmetallen aus Südamerika spielten dabei eine wichtige Rolle. Der Merkantilismus entstand, für den ein weiterer Umstand wichtig war: Die Herausbildung eines modernen Weltsystems von Nationalstaaten (WALLERSTEIN), welches zu einer Umbewertung des Verhältnisses von Staat und Wirtschaft führte. Galt in der Vormoderne der Staat als Selbstzweck, hatten jetzt Wirtschaft und Staat ihre Existenz einer Rechtfertigung zu unterziehen, die in der Wohlfahrtssteigerung des Volkes lag (HOBBS). So hatte der Staat als Dienstleister sein Machtmonopol für die Sicherung wirtschaftlicher Rahmenbedingungen (Währungspolitik, Infrastruktur) einzusetzen. Im Verlaufe der einsetzenden internationalen Arbeitsteilung, die in der Folgezeit durch wissenschaftliche Theorien untermauert wurde¹⁴, kristallisierten sich langsam spezialisierte nationale Wirtschaftszentren in Europa heraus, da Gebiete mit höherwertiger Produktion bevorzugt wurden.¹⁵

Zum internationalen Warenhandel in den Anfängen des Kapitalismus trat der Kapitalaustausch, der die Beziehungen der Staaten weiter festigte. Die großen Unternehmen gingen von der internationalen Arbeitsteilung zur innerbetrieblichen Arbeitsteilung über. Dies bedeutet nicht mehr nur Im- und Export von Waren, sondern die Optimierung der Produktionsfaktoren durch Auslandsdirektinvestitionen im multiterritorialen Maßstab. Während dieser Multinationalisierung wurden die Staaten und Handelshäuser von den transnationalen Unternehmen als Hauptakteure abgelöst.¹⁶

Erst mit dem Ende des Zweiten Weltkrieges trat eine neue Phase der weltwirtschaftlichen Beziehungen ein, die fast alle Staaten miteinbezieht. Da Globalisierung kaum definierbar ist, läßt sie sich nur anhand von Phänomenen begrifflich machen. Diese betreffen eine interdependente Vernetzung aller Gesellschafts- und v.a. Wirtschaftsbereiche.¹⁷ Gerade die Verflechtung der globalen Finanzmärkte und die damit einhergehende Machtverschiebung vom Staat zu privaten Unternehmungen (Global Player) kennzeichnen die neue Dynamik.¹⁸

¹⁴ Vgl. Die Gruppe von Lissabon: a.a.O., S. 45. Im besonderen sind die Arbeit von Adam Smith (The Welfare of Nations, 1776) und die Theorie der komparativen Kostenvorteile von David Ricardo von Bedeutung.

¹⁵ Vgl. Brock, Ditmar: Wirtschaft und Staat im Zeitalter der Globalisierung: Von nationalen Volkswirtschaften zur globalisierten Weltwirtschaft, in: Aus Politik und Zeitgeschichte, H. 33-34 (1997), S. 12f. Auf diese Weise markiert die Arbeitsteilung eine der wichtigsten Grundlagen inter- und intraregionaler Disparitäten, da, bedingt durch hierarchischen Besitzverhältnisse, im Austausch für Rohstoffe und Nahrungsmittel, (Prestige-)Güter für die herrschende Schicht exportiert wurden, welche "... lokal die stratifikatorische Differenzierung sichtbar machten und verstärkten." Luhmann, Niklas: a.a.O., S. 165.

¹⁶ Vgl. Die Gruppe von Lissabon: a.a.O., S. 46f.

¹⁷ Siehe beispielhaft die Auflistung von RUIGROK und VAN TULDER, in: ebd., S. 49.

¹⁸ Vgl. Brock, Ditmar: a.a.O., S. 16ff.

Neben Lohngefälle und dem Rückgang der Transportkosten, der schon den Beginn der Internationalisierung einläutete, sind für die weitere Globalisierung die Entwicklung des Dienstleistungssektors und v.a. der technische Fortschritt (die modernen Datenverarbeitungs- und Kommunikationstechnologien) grundlegend, der die Produktionsfaktoren noch mobiler werden ließ.¹⁹ Zusätzlich zur Arbeitsteilung nahm die Zergliederung in verschiedene Branchen zu.²⁰ Von staatlicher Seite aus wurde die Globalisierung durch Liberalisierungs-, Privatisierungs- und Deregulierungsmaßnahmen, die durch den Zusammenbruch des politischen Systems in den ehemaligen Ostblockstaaten weiteren Auftrieb und Legitimation erhielten, vorangetrieben. Dies aber nicht nur auf dem Gebiet des internationalen Warenhandels, sondern gerade im Hinblick auf die Transferierbarkeit von Kapital. Diese führte zu einer wechselseitigen Interdependenz der Volkswirtschaften, die im heutigen Ausmaße noch nicht existierte und dadurch die Gefahr der Übertragung von negativen Entwicklungen in einem Land, bzw. von Krisen, auf den Rest der industrialisierten Welt stark ansteigen ließ.

2.2 Krise

Als im Juli 1997 Thailand seine Währung, den Baht, erstmals abwerten mußte, begann ein beispielloser Verfall der Währungen einer ganzen Region. (Region verstanden als überstaatliche Ebene). Die meisten Länder Asiens zogen nach und selbst der Wirtschaftsriese Japan wurde mit in den Sog der Wirtschaftskrise gezogen. Zunächst war nur von der Asienkrise die Rede, dann auch von der Rußland- und seit neuestem zusätzlich von der Brasilienkrise. Nicht wenige sprechen in diesem Zusammenhang sogar schon von dem Beginn einer neuen Weltwirtschaftskrise.

Der Begriff "Krise" wird in den Massenmedien allerdings relativ unreflektiert verwendet. Meistens wird er in dem Sinne verwendet, daß die Finanzmärkte der betroffenen Länder zusammenbrechen. In erster Linie sind mit Finanzmärkten, die Währungs- und Wertpapiermärkte gemeint. Aus Sicht der nationalen und internationalen Anleger, die in den betroffenen Ländern investiert waren, mag dies auch durchaus zutreffend sein. Wer nicht schnell genug seine Aktien oder auf diese Währungen lautenden Anleihen verkaufte, mußte mit ansehen wie binnen weniger Tage ein Großteil seines

¹⁹ Vgl. Friedrichs, Jürgen: a.a.O., S. 5.

Vermögens verloren ging. Auch die Anleger der Industrieländer waren indirekt betroffen, da die Börsen weltweit einen Kursrückgang zu verzeichnen hatten. Die Sorge um ein Absinken des Wirtschaftswachstums in Europa und den USA aufgrund der Ereignisse in den Emerging Markets war Grund genug, die heimischen Kurse der Aktien fallen und die der Anleihen steigen zu lassen.

Aber dies sind eigentlich nur Teilaspekte einer Krise, die aber verdeutlichen, wie sehr die Finanzmärkte in den Mittelpunkt des Interesses gerückt sind und welchen Stellenwert sie zu haben scheinen. Das ganze Ausmaß einer Krise beschränkt sich jedoch nicht nur auf die Anlegerbelange, auch wenn dies uns ständig glaubhaft gemacht wird. Hinter Krisen, wie denen in den erwähnten Ländern steckt noch mehr. So können die Auswirkungen national ganz erheblich sein. Arbeitslosigkeit, Verschuldung, Zusammenbruch der Staatsfinanzen und damit der staatlichen Sozialsysteme sind nur einige Folgen, die die Wirtschaft und die Entwicklungschancen dieser Länder dauerhaft beeinträchtigen können.

2.2.1 Begriff

”Krise” (griechisch: entscheidende Wendung) beschreibt allgemein einen Zustand gesellschaftlicher Bereiche, *”... in dem unter Zeitdruck schwierige Probleme der Anpassung, der Koordination und ggf. der Strukturveränderung und Systemerhaltung zu lösen sind ...”*²¹. Dieses Symptom sozialen Wandels tritt dann ein, wenn bestimmte Variablen Werte annehmen, die von der Gesellschaft als nicht mehr akzeptabel angesehen werden. Das bedeutet die bestehenden Steuerungs- und Kontrollmechanismen, die einer Gesellschaft (national oder international) zur Verfügung stehen, reichen nicht aus, um die unkontrollierte Entwicklung aufzuhalten oder umzukehren.²² Krisen können sowohl die Gesellschaft als solche, als auch ihre zentralen Bereiche (Umwelt, Wirtschaft) betreffen. Bezogen auf das Wirtschaftssystem ist von einer Krise zu sprechen, *”... wenn es nicht mehr in der Lage ist, allen Menschen mindestens die Sicherung des*

²⁰ Vgl. Hamm, Bernd: Struktur moderner Gesellschaften: Ökologische Soziologie, Bd. 1, Opladen 1996, S. 128.

²¹ Schäfers, Bernhard: Krise, in: ders. (Hrsg.): Grundbegriffe der Soziologie, 4. Aufl., Opladen 1995, S. 171f.

²² Vgl. Hamm, Bernd: Struktur ...: a.a.O., S. 81.

*physischen Überlebens zu garantieren, ...*²³ wobei Interdependenzen zwischen ökologischen, gesellschaftlichen und ökonomischen Krisen bestehen. D.h. also daß ökonomische Krisen, Krisen in anderen Bereichen nach sich ziehen können und umgekehrt. Welche krisenhaften Auswirkungen die weitere Entwicklung auf die Gesellschaft (z.B. durch den weiteren Verfall gewohnter Lebensweisen) oder die Umwelt (z.B. durch verstärkten Raubbau an der Natur) haben kann, ist dabei noch nicht abzusehen.

2.2.2 Ursachen

Was ist es, das die Krise in Asien so ins Rampenlicht der Weltöffentlichkeit hat treten lassen? Im Grunde ist Asien weit entfernt und müßte nicht Grund zur Besorgnis für unser eigenes Wohlergehen hervorrufen.

Doch durch die Globalisierung der Weltmärkte, d.h. der Güter-, Finanz- und sogar der Dienstleistungsmärkte, ist die Welt enger zusammengedrückt. Sie ist mittlerweile so stark verflochten, daß Handlungen auf einem Markt in einem Land automatisch auch Auswirkungen auf die Handlungen in vielen anderen Ländern haben. Dies tritt v.a. auf den Finanzmärkten zutage. Während exportierte reale Güter eine gewisse Zeit benötigen, um im Zielland anzukommen, so brauchen Kapitaltransaktionen wenige Sekunden, um die Besitzer zu wechseln. Aber ebenso braucht es auch nur wenige Sekunden, um die Anlageentscheidung rückgängig zu machen. Dies ist bei Warenexporten oder bei Auslandsdirektinvestitionen nicht möglich.

Meist treten Wirtschaftskrisen auf, wenn eine Phase konjunkturellen Aufschwungs in einen Abschwung übergeht²⁴, wobei es zu einer gegenseitigen Verstärkung der Variablen im Wirtschaftssystem kommt, die durch ihre Veränderung eine Krise kennzeichnen.²⁵ Sie können bei jeder auftretenden Krise unterschiedlich sein oder eine individuell unterschiedliche Wichtigkeit haben. Dazu können sinkende Absätze, Firmenzusammenbrüche und in Folge dessen Arbeitslosigkeit, Pessimismus, Armut (absolut), ungerechtere Verteilungen (relative Armut) zählen, sowie auf staatlicher Ebene Währungsverfall, Staatsverschuldung (Abbau von Sozialleistungen) oder Inflation.

²³ Ebd., S. 125.

²⁴ Die Ursachen für die Krisen in Asien lagen jedoch nicht in einer Rezession. Siehe Kapitel 5.

Weist also ein Land oder ein Wirtschaftsraum in mehreren dieser Punkte besonders hohe Werte auf, so befindet es sich nach allgemeiner Auffassung in einer Krise.

Den Kurseinbruch des brasilianischen Aktienindex Bovespa, dessen Name vorher nur Börsenprofis bekannt war, an der Börse in Sao Paulo oder den in dessen Folge relativ leichten Kursrückgang an den europäischen und US-amerikanischen Aktienmärkten als Krise zu bezeichnen, reicht demnach noch nicht aus. Erst wenn diese Bewegungen die Veränderung der oben beschriebenen Variablen nach sich ziehen, wäre die Verwendung des Begriffes gerechtfertigt.

²⁵ Vgl. Hillmann, Karl-Heinz: Wörterbuch der Soziologie, 4. Aufl., Stuttgart 1994, S. 456.

3 Die Finanzmärkte

In Diskussionen und auch in der Literatur werden die Begriffe Finanzmarkt und Kapitalmarkt oft synonym verwendet, ohne näher darauf einzugehen, was genau gemeint ist, wenn von der Globalisierung der Finanzmärkte die Rede ist. Darum soll hier eine Abgrenzung der einzelnen Märkte, wie sie in der vorliegenden Arbeit aufgefaßt werden, vorausgestellt werden.

Finanzmarkt ist der Überbegriff für den Handel mit Kapital, im Gegensatz zu den Gütermärkten. Er untergliedert sich einerseits in nationale und internationale Finanzmärkte und andererseits, je nach dem Gegenstand der gehandelten "Ware", in Geld-, Kredit- und Kapitalmärkte. Diese übliche Unterteilung ist sinnvoll, da auf den einzelnen Teilmärkten unterschiedliche Akteure und Marktbedingungen zu finden sind. Anhand der nationalen Finanzmärkte werden die Unterschiede zwischen den drei erwähnten Teilmärkten erläutert.

Tabelle 1: Gliederung der Finanzmärkte

Finanzmärkte			
Internationale Finanzmärkte			Nationale Finanzmärkte
Devisenmärkte	Euromärkte	Außenmärkte	
	Euro-Geldmarkt	Außen-Geldmarkt	Nationaler Geldmarkt
	Euro-Kreditmarkt	Außen-Kreditmarkt	Nationaler Kreditmarkt
	Euro-Kapitalmarkt	Außen-Kapitalmarkt	Nationaler Kapitalmarkt

Quelle: Dennig, Ulrike: Die Euro-Teilmärkte: Analyse ihrer quantitativen und qualitativen Bedeutung im Vergleich zu den Finanzmärkten der Bundesrepublik Deutschland und der USA, Hamburg 1987, S. 24.

3.1 Arten von Finanzmärkten

3.1.1 Der Geldmarkt

Am Geldmarkt wird nicht Geld, wie der Name vermuten ließe, sondern es werden Wertpapiere und Kredite gehandelt. Da aber z.B. Kredite das Handelsobjekt aller drei Teilmärkte sind, geschieht die Abgrenzung anhand der Fristigkeit des jeweiligen Kredits. So werden am Geldmarkt kurzfristige Kredite mit Laufzeiten zwischen einem Tag und einem Jahr (z.B. Tagesgeld, Termingeld) sowie sämtliche Geldmarktpapiere (z.B. Schatzwechsel, unverzinsliche Schatzanweisungen, Privatdiskonte, certificates of deposit (CD), commercial papers (CP), banker´s acceptances) unabhängig von der Laufzeit gehandelt. Der Handel in diesen Papieren dient dem kurzfristigen Ausgleich des Liquiditätsbedarfs und findet i.e.S. nur zwischen Banken sowie zwischen Banken und der Zentralbank statt. Marktteilnehmer i.w.S. sind auch Nichtbanken, wie institutionelle Investoren, große Industrieunternehmen und Gebietskörperschaften. Der marktbestimmende Zinssatz ist die Interbankrate.²⁶

3.1.2 Der Kreditmarkt

Diejenigen Kredite, welche nicht dem Geldmarkt zugeordnet werden, werden am Kreditmarkt gehandelt. Wird der Geldmarkt nach seiner Fristigkeit abgegrenzt, so beinhaltet der Kreditmarkt alle Kredite mit einer mittel- bis langfristigen Laufzeit über einem Jahr. Lässt man jedoch für den Geldmarkt nur den Interbankenhandel (inklusive Zentralbank) zu, so erweitert sich das Geschäft um den Handel mit kurzfristigen Krediten (Diskont-, Lombard-, Kontokorrentkredite) und diskontierten Wertpapieren (CP, CD, nicht zentralbankfähige Wechsel, von Nichtbanken erworbene Geldmarktpapiere) der Banken mit Nichtbanken. Die Kredite am nationalen Markt sind individuell, also wenig fungibel (hinsichtlich der Austauschbarkeit und Handelbarkeit der Kredite), weswegen dieser Markt kaum transparent und organisiert ist. Der Zweck der Kreditaufnahme ist hier die Überbrückung von Liquiditätsengpässen und die Finanzierung von Investitionen, je nach Laufzeit des jeweiligen Kredites. Der Orientierungszins ist hier der Eckzins, da kein einheitlicher Zins existiert. Dieser Zinssatz kann der Diskontsatz sein oder ein von den Großbanken festgelegter, wie der Spareckzins in der BRD oder die prime rate in den USA.

²⁶ Vgl. Dennig, Ulrike: Die Euro-Teilmärkte: Analyse ihrer quantitativen und qualitativen Bedeutung im Vergleich zu den Finanzmärkten der Bundesrepublik Deutschland und der USA, Hamburg 1987, S. 57ff.

Der Euro-Kreditmarkt ist im Gegensatz zu den nationalen Kreditmärkten wesentlich transparenter und einheitlicher, insbesondere bei sog. Konsortialkrediten. Die Summe dieser Kredite umfaßt diesen Euromarkt, also auch die Konsortialkredite zwischen Banken.

3.1.3 Der Kapitalmarkt

Am Kapitalmarkt werden langfristige, durch Wertpapiere verbriefte Kredite (Anleihen) und Beteiligungen (Aktien²⁷) gehandelt. Zwei Hauptunterschiede zu den Wertpapieren der beiden vorher genannten Märkte kennzeichnen die Kapitalwertpapiere, auch Effekten genannt. Sie sind mit einem Recht auf laufende Erträge ausgestattet, im Gegensatz zu den (abgezinsten) Diskontpapieren. Diese wiederkehrenden Erträge sind im Falle der Anleihen Zinsen, deren Höhe im Vorhinein festgesetzt ist und in periodischen Abständen an den Gläubiger gezahlt werden, weswegen diese Anleihen als Renten bezeichnet werden.²⁸ Bei Aktien bestimmt sich die Höhe der Erträge (Dividende) nach dem Gewinn des abgelaufenen Geschäftsjahres der zugrundeliegenden Aktiengesellschaft, was durch die Eigenschaft der Aktie als Eigenkapital erklärt werden kann. Dies hat aber zur Folge, daß die Dividendenzahlungen Schwankungen ausgesetzt sind oder, z.B. im Falle von Verlusten, auch ganz ausfallen können.

Das zweite wichtige Merkmal dieser Papiere ist ihre börsenmäßige Handelbarkeit (Fungibilität) am organisierten Kapitalmarkt, die durch eine hohe Standardisierung und Stückelung der Gesamtemission erreicht wird. Die Börsennotierung von Anleihen (Rentenmarkt) und Aktien (Aktienmarkt) hat zum Vorteil, daß die Anleger ihre Anteile an jedem Werktag wieder verkaufen können, was sie aber andererseits Kursrisiken aussetzt. Dies ist bei der befristeten Anlage in Anleihen weniger von Nachteil, da der Schuldner diese zum Nominalbetrag zurückzahlen muß. Bei Aktien ist der Kurs jedoch entscheidend für eine Anlage, da Aktien unbefristet sind und bei einem Fallen des Kurses unter den Kaufkurs nicht abzusehen ist, wann und ob der Börsenkurs den

²⁷ Zu den Beteiligungen zählen nicht nur Aktien, sondern auch Anteile an anderen Gesellschaften (z.B. GmbH-Anteile). Diese sind jedoch wegen ihrer mangelnden Standardisierung nicht börsenmäßig handelbar und werden in der Folge nicht weiter berücksichtigt.

²⁸ Eine Ausnahme bilden die Nullkuponanleihen, die keine Zinszahlungen haben, sondern diskontiert sind, wegen ihrer Börsennotierung aber den Kapitalwertpapieren zugeordnet werden. Vgl. Dennig, Ulrike: Die Euro-Teilmärkte ...: a.a.O., S. 51.

Kaufkurs wieder erreicht. Diese Eigenschaft wird dadurch erreicht, daß zusätzlich zum Primär- ein Sekundärmarkt tritt. Am Primärmarkt werden die Wertpapiere über Banken zum ersten Mal zum Kauf (Zeichnung) angeboten, während sie nach der Emission an der Börse als Zirkulations- oder Sekundärmarkt börsentäglich gehandelt werden.

Emittenten von Anleihen sind Großunternehmen, Banken und die öffentliche Hand. Sie dienen in erster Linie der Finanzierung langfristiger Investitionen (Industrieobligationen, öffentliche Anleihen) und im Falle von Bankschuldverschreibungen (Kommunalobligationen, Pfandbriefe) der Refinanzierung der Bankkredite. Auch die Ausgabe von Aktien durch Aktiengesellschaften dient der Durchführung langfristiger Investitionsvorhaben, allerdings gegen die Abtretung von Gewinn- und Mitbestimmungsbeteiligung²⁹.

Käufer dieser Wertpapiere sind Kapitalsammelstellen (Versicherungen, Pensionsfonds, Investmentfonds), Banken und Privatanleger. Für letztere ist der Kapitalmarkt besonders attraktiv. War die Börse in ihren Anfängen ein Treffpunkt, an dem Wertpapiere direkt und persönlich ausgetauscht wurden, so ist heute durch die erwähnte Standardisierung und durch die Art der Papiere als Inhaberpapiere³⁰, d.h. das verbriefte Recht ist lediglich an den Besitz gebunden, eine problemlose Handelbarkeit der Effekten mit geringen Beträgen möglich. So ist der Kapitalmarkt der einzige der drei erwähnten Märkte, der auch Kleinanlegern die Möglichkeit der Teilnahme an den Finanzmärkten erlaubt. Damit erfüllt die Börse die Funktion der Sammlung kleinerer Geldbeträge und die Erschließung neuer Kapitalquellen für Investitionen.³¹

Der Zinssatz für Anleihen am sekundären Kapitalmarkt bestimmt sich durch die Nominalverzinsung, der Restlaufzeit und dem Kurs. Damit gleicht sich die real erzielbare Rendite gleichlanglaufender Anleihen (hinsichtlich ihrer Bonität) vergleichbarer Schuldner tendenziell einander an. Die Realverzinsung ergibt sich somit aus Angebot und Nachfrage und bildet als Gesamtheit der Renditen

²⁹ Letzteres kann auch durch die Ausgabe von Vorzugsaktien (insbesondere bei traditionsreichen Familienunternehmen) ausgeschlossen werden. Diese in Deutschland beliebte Aktiengattung, ist jedoch international kaum oder nicht anzutreffen.

³⁰ Inhaberaktien sind zwar in Deutschland die vorherrschende Aktienart, es existieren aber auch Namensaktien, deren Übertragung komplizierter ist. I.d.R. sind aber Namensaktien durch ein sog. Blankoindossament versehen, was sie hinsichtlich der Übertragbarkeit den Inhaberaktien vergleichbar macht. International (z.B. in Japan, Großbritannien, USA) sind auf den Namen lautende Aktien in der Mehrzahl.

³¹ Vgl. Richebächer, Kurt: Börse und Kapitalmarkt, 4. Aufl., Frankfurt/Main 1971, S. 13.

für die gehandelten Staatsanleihen (Umlaufrendite) den landesüblichen Zins. Dieser fungiert dann als Richtsatz für die übrigen Anleihen, aber auch für die Zinssätze am Emissionsmarkt.³²

Da es bei Aktien anstelle von Zinsen Dividenden gibt, könnte analog zum Rentenmarkt die Dividendenrendite, z.B. der Titel des Deutschen Aktienindexes (DAX), herangezogen werden. Die Gesamtrendite eines Engagements in (unbefristeten) Aktien setzt sich aber aus Dividende und (wesentlich stärker als bei befristeten Renten) Kursentwicklung zusammen. Da die Kursentwicklung in der Vergangenheit fast immer den weitaus größeren Anteil an der Gesamtrendite hatte, ist die Dividende in ihrer Bedeutung bei den Anlegern meist geringer. Wichtigster Indikator für die Kursbewegungen ist in Deutschland der DAX, der die Wertentwicklung der 30 größten (gemessen an Börsenkapitalisierung und -umsatz) deutschen Aktiengesellschaften widerspiegelt. Dennoch spielt die Dividende indirekt bei der Beurteilung von Aktien eine Rolle. Denn die meist beachtete Kennzahl in der Aktienanalyse ist das Kurs-Gewinn-Verhältnis, welches den Kurs einer Aktie in Beziehung zum Gewinn pro Aktie (dieser Aktiengesellschaft) und damit dem Dividendenpotential setzt.

3.2 Der internationale Finanzmarkt

Geschäfte am internationalen Finanzmarkt werden in Abgrenzung zum nationalen Markt i.d.R. über Staatsgrenzen hinweg getätigt. Dabei ist es unwesentlich, ob Geld real transferiert wird. Es reicht aus, wenn Forderungen bzw. Verbindlichkeiten international ausgetauscht werden und damit zahlungsbilanzwirksam werden. Zum Außenmarkt als traditionellem internationalen Markt hat sich Ende der fünfziger Jahre der Euromarkt gesellt, der in seiner Geschichte rapide an Bedeutung gewonnen hat. Beide Märkte können wiederum in die drei Teilmärkte, wie sie oben beschrieben wurden, untergliedert werden. Was sie voneinander und vom nationalen Markt unterscheidet, soll im Folgenden aufgezeigt werden.

³² In letzter Zeit läuft ein neuer Leitindikator der Umlaufrendite den Rang ab: der BUND-Future der deutsch-schweizerischen Terminbörse EUREX. Dieser Future ist ein Terminkontrakt der als Basis eine fiktive Bundesanleihe mit einer Laufzeit von 10 Jahren und einem Nominalzins von 6 % hat. Vgl. Hielscher, Udo: Fischer Börsenlexikon, Frankfurt/Main 1992, S. 127.

3.2.1 Der Außenmarkt

Als Außenmarktgeschäfte werden die Kredit- und Wertpapiergeschäfte mit Gebietsfremden in nationaler Währung bezeichnet, die nur für eine Seite eine Fremdwährung darstellt. Das Geschäft unterliegt dabei den nationalen Gesetzen und Handelsbräuchen (Usancen). Bei der Komplexität heutiger Finanzbeziehungen ist der Ort des Vertragsabschlusses sowie die Nationalität der handelnden (juristischen oder natürlichen) Personen ohne Belang, entscheidend ist die Gebietsansässigkeit. Ein typisches Außenmarktgeschäft liegt vor, wenn ein Kredit zur Außenhandelsfinanzierung an Gebietsfremde in inländischer Währung vergeben wird. Genauso sind beispielsweise Käufe inländischer Wertpapiere durch Ausländer dem Außenmarkt zuzurechnen.³³

Die Kreditvergabe bzw. Geldaufnahme findet zwar mit Nichtinländern statt, so aber doch am inländischen Finanzmarkt, weswegen kaum von einem wirklich internationalem Markt gesprochen werden kann. Daher ließe sich der Außenmarkt ebenso als inländischer Markt bezeichnen, in Abgrenzung zu einem inländischen Innenmarkt, an dem nur Gebietsansässige tätig sind.³⁴

3.2.2 Der Euromarkt

Der Begriff Euromarkt ist spätestens seit der Einführung der gemeinsamen europäischen Währung, dem EURO, am 1.1.1999 irreführend. Weder handelt es sich um Geschäfte, die nur in Europa getätigt werden, noch um solche in ausschließlich europäischer Währung. Seinen Namen verdankt der Markt dem Handel mit US-Dollar-Geldeinlagen in Europa, der sich zunächst in London etablierte, was zur Bezeichnung "Euro-Dollar-Markt" führte, im Laufe der Zeit aber mit der Ausweitung auf andere Währungen auf "Euromarkt" reduziert wurde. Dieser Markt ist der wirklich internationale Finanzmarkt, worauf im Folgenden näher eingegangen werden soll.

³³ Vgl. Dennig, Ulrike: Die Euro-Teilmärkte ...: a.a.O., S. 30ff.

³⁴ Vgl. Dennig, Ulrike: Kapitalmarktintegration in der Europäischen Union, in: Fischer, Bernhard; Reszat, Beate (Hrsg.): Internationale Integration der Devisen-, Finanz- und Kapitalmärkte, Baden-Baden 1996, S. 113.

War noch bis weit in die erste Hälfte dieses Jahrhunderts das britische Pfund Sterling die internationale Leitwährung gewesen, so änderte sich dies nach Beendigung des Zweiten Weltkrieges. Dies hatte mehrere Gründe: Großbritannien war nach dem Krieg wirtschaftlich angeschlagen und die USA übernahm die Führung der westlichen Welt, sowohl in wirtschaftlicher, als auch in politischer und militärischer Hinsicht, was sich in einem starken US-Dollar niederschlug. Während sich die USA im Weltwährungssystem von Bretton Woods 1944 verpflichteten, ihre Währung jederzeit in Gold zu tauschen, mußte aufgrund des Suez-Konfliktes und der Pfund-Krise im darauffolgenden Jahr das ohnehin zur Schwäche neigende Pfund in seiner Handelbarkeit von der Bank of England 1957 stark eingeschränkt werden.³⁵

So war man im Bankenzentrum London gezwungen zur Finanzierung des internationalen Handels, der nach dem Weltkrieg wieder rasch zu wachsen begann, eine andere Währung zu verwenden. Die neue Leitwährung Dollar bot sich dafür an, da umfangreiche internationale Dollarguthaben vorhanden waren. Viele osteuropäische Länder zogen während des Kalten Krieges ihre Dollarguthaben aus Furcht vor Kontensperrung aus den USA ab und die OPEC-Staaten suchten während der Ölkrise sichere Anlageplätze. So wurden diese Guthaben v.a. nach London transferiert, das als traditionsreiches und zuverlässiges Bankenzentrum galt.³⁶ Zusätzliche Dollardevisen stammten aus dem internationalen Warenhandel und den hohen Summen der USA zum Wiederaufbau Europas. Auf dieser Grundlage konnte ein reges internationales Kreditgeschäft entstehen, zumal die Bank of England, um die Stellung Großbritanniens zumindest als wichtigstes europäisches Finanzzentrum zu sichern, Devisengeschäfte, die nicht auf Pfund lauteten, von nationalen Reglementierungen befreite. Dies wurde wiederum von den US-amerikanischen Banken genutzt, die aufgrund des Verzinsungsverbotes in den USA Dollarguthaben kurzfristig in London anlegten. Fremdwährungsgeschäfte wurden außerdem seit 1958 durch die Freigabe der Konvertierung zahlreicher Währungen, besonders des Japanischen Yen und einiger europäischer Währungen ermöglicht. Da durch die bestehenden britischen Devisenkontrollen eine Abschirmung vom nationalen Markt gewährleistet war, konnte somit ein internationaler Finanzmarkt entstehen.³⁷

Ähnliche Entwicklungen ereigneten sich auch an anderen Euro-Finanzplätzen, v.a. fast zeitgleich in Paris, später dann auch in Luxemburg, Dublin, New York, sowie in Japan und in der Karibik.³⁸

³⁵ Vgl. Storck, Ekkehard: Globalisierung und EWU: Der Euromarkt als Finanz-Drehscheibe der Welt, 2. Aufl., München 1998, S. 9ff.

³⁶ Vgl. ebd., S. 54.

³⁷ Vgl. ebd., S. 10ff.

³⁸ Vgl. ebd., S. 57ff.

Besonders die karibischen Offshore-Zentren erlangten große Anteile am Euromarkt. Erfolgreich sind v.a. die Cayman-Inseln und die Bermudas, die keine Einkommens-, Vermögens-, Kapitalertrags-, Körperschafts- und Quellensteuer erheben und dazu ein strenges Bankgeheimnis wahren.³⁹

3.2.3 Der Devisenmarkt

Am Devisenmarkt werden fremde Währungen in Giralgeld getauscht.⁴⁰ Dies kann entweder sofort im Austausch gegen inländische Währung am Kassamarkt geschehen oder als Devisentermingeschäft zu einem späteren festgelegten Zeitpunkt. An den Außen- und Euromärkten werden zwar auch die Geschäfte in Devisen abgewickelt, Handelsobjekte sind dort aber Kredite bzw. Wertpapiere, für deren Bezahlung Devisen am Devisenmarkt gekauft werden. So kommt dem Devisenmarkt eine große Bedeutung für den internationalen Handel zu, da er quasi erst die Voraussetzung für die internationalen Märkte darstellt.⁴¹

Durch ein System von Kontakten zwischen den Devisenhändlern der internationalen Finanzplätze können auftretende Kursdifferenzen sofort durch entsprechende Geschäfte ausgenutzt (Arbitrage) werden, so daß weltweit einheitliche Kurse festgestellt werden können. Die Ausführung der Devisengeschäfte erfolgt dann an den jeweiligen Devisenbörsen, in Deutschland z.B. in Frankfurt. Dies geschieht mittlerweile nicht mehr im Börsensaal, sondern nur noch im elektronischen Handel.⁴² Da kein Zins wie bei Krediten zu zahlen ist, erfolgt die Vergütung für die Vermittlung des Geschäftes durch Banken und Broker mittels des spreads, der Differenz zwischen Ankaufs- (Geld-)kurs und Verkaufs- (Brief-)kurs.⁴³

³⁹ Vgl. ebd., S. 81.

⁴⁰ Devisen sind Guthaben in fremder Währung bei ausländischen Banken. Das Bargeld, wie Münzen und Banknoten, wird dagegen als Sorte bezeichnet. Vgl. Hielscher, Udo: a.a.O., S. 117 und 367.

⁴¹ Vgl. Dennig, Ulrike: Die Euro-Teilmärkte ...: a.a.O., S. 39f.

⁴² Vgl. Hielscher, Udo: a.a.O., S. 118f.

⁴³ Vgl. Dennig, Ulrike: Die Euro-Teilmärkte ...: a.a.O., S. 39f.

4 Instabilitätsfaktoren der Finanzmärkte

Die Globalisierung der Wirtschaft ist v.a. eine Globalisierung der Finanzmärkte. Während nach dem Zweiten Weltkrieg der weltweite Handel mit Gütern und Dienstleistungen zwar stärker gewachsen ist als die globale Produktion⁴⁴, so sind spätestens mit Beginn der achtziger Jahre diese Zuwächse von denen des internationalen Kapitalverkehrs in den Schatten gestellt worden. Neben der zunehmenden Bedeutung von Auslandsdirektinvestitionen sind gerade die Portfolioinvestitionen vergleichsweise exponentiell angestiegen.⁴⁵

Mehrere Gründe haben dazu geführt, daß das Wachstum und die Struktur der Finanzmärkte das heutige Ausmaß angenommen haben. Waren ursprünglich internationale Kapitalbewegungen lediglich im Zusammenhang mit dem Warenhandel zu sehen, so hat sich nun die realwirtschaftliche von der monetären Sphäre fast vollständig entkoppelt, wie die Grafik verdeutlicht. Finanztransaktionen haben kaum noch eine Hilfsfunktion, sondern dienen einem Selbstzweck.

Wachstumsschübe erhielten die Finanzmärkte durch die Herausbildung der Euromärkte und durch den Zusammenbruch des Systems von Bretton Woods. Zusätzlich erfaßte der Trend zur Liberalisierung und Deregulierung, der sich zunächst im Rahmen der GATT-Runden auf den Güterhandel beschränkte, auch den Finanzbereich. So wurden weltweit gesetzliche Schranken zwischen den Bank- und Wertpapiermärkten abgebaut. Aber auch die schrittweise Rücknahme von Kapitalverkehrskontrollen in Entwicklungs- und Schwellenländern ließ die Integration und Harmonisierung der Finanzmärkte voranschreiten. Letzteres wurde insbesondere durch die Entwicklung von elektronischen Handels- und Kommunikationstechnologien gefördert, welche Kapital im Gegensatz zu Gütern und Dienstleistungen in sekundenschnelle die Akteure verschiedener Ländern wechseln läßt. Weiter verstärkt wurde die Marktharmonisierung durch die Konvergenz der Usancen. International akzeptierte Standards bei Wertpapieren, bei Rechnungslegungsvorschriften

⁴⁴ Vgl. Dicken, Peter: *Global Shift: Industrial Change in a Turbulent World*, London 1986, p. 17f.

⁴⁵ Vgl. Plümper, Thomas: *Internationalisierung und weltwirtschaftliche Integration*, in: Brose, Hanns-Georg; Voelzkow, Helmut (Hrsg.): *Institutioneller Kontext wirtschaftlichen Handelns und Globalisierung*, Marburg 1999, S. 29.

und die Vereinheitlichung von Marktinfrastrukturen führten zu einer besseren Vergleichbarkeit und damit Akzeptanz der Marktteilnehmer.⁴⁶

Ein weiterer Globalisierungsfaktor ist das Wachstum internationaler Märkte für derivative Instrumente. Neue Informationstechnologien, Volatilität der Währungen, steigende Aktienkurse, hohe Liquidität und nicht zuletzt der Erfindungsreichtum von Banken, sorgten für ein im Vergleich zu den traditionellen Wertpapiermärkten überproportionales Wachstum, sowohl der nominalen Beträge, als auch der Anzahl verschiedenartigster Derivate.⁴⁷

Ein wichtiger Faktor ist weiterhin die Institutionalisierung der Kapitalanlagen. Eine traditionell bedeutende Rolle spielen die großen Geschäftsbanken. Durch Übernahmen, Beteiligungen oder Überkreuzverflechtungen weiten sie nicht nur ihren finanziellen Spielraum aus, sondern erweitern ihr Betätigungsfeld zum einen auf andere Bereiche, den Investment- und Versicherungsbereich, und zum anderen auf andere Länder.⁴⁸

Insbesondere aber die Fonds als Kapitalsammelstellen verzeichneten eine deutliche Zunahme der ihr anvertrauten Gelder. Neue institutionelle Investoren kamen hinzu und ein Ende ist noch nicht in Sicht. Diese Gelder tragen in steigendem Maße zur Institutionalisierung der Finanzwirtschaft bei, mit erheblichen Folgen nicht nur für die Finanzmärkte.

4.1 Strukturelle Risiken der Finanzmärkte

Lange Zeit wurde dem Einfluß der Finanzmärkte auf realwirtschaftliche Vorgänge ungenügend Beachtung geschenkt. Es wurde in den Wirtschaftswissenschaften vielfach davon ausgegangen, daß Änderungen der Finanzmarktdaten lediglich auf reale "exogene Schocks" zurückzuführen sind.⁴⁹ Diese Sichtweise resultiert aus der Annahme, daß Märkte, insbesondere Finanzmärkte effizient sind, d.h. die Marktteilnehmer verhalten sich rational und relevante Informationen sind ihnen gleichermaßen bekannt. Finanzmärkte erfüllen dann ihre Funktion der optimalen Allokation von Kapital. Dies ist aber empirisch eher die Ausnahme, woraus abgeleitet wurde, daß die Preisbildung zu inflexibel ist.

⁴⁶ Vgl. Die Gruppe von Lissabon: a.a.O., S. 63ff.

⁴⁷ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ): 68. Jahresbericht, Basel 1998, S. 172 ff.

⁴⁸ Vgl. ebd., S. 178f.

⁴⁹ Vgl. Filc, Wolfgang: Mehr Wirtschaftswachstum durch gestaltete Finanzmärkte: Nationaler Verhaltenskodex und internationale Kooperation, in: Internationale Politik und Gesellschaft, H. 1 (1998), S. 22.

Die logische Schlußfolgerung daraus war die weltweite Liberalisierung und Deregulierung im Finanzsektor, die zu einem Zusammenwachsen der nationalen Märkte geführt hat. Grundsätzlich erscheint dies vor dem Hintergrund steigender Ex- und Importraten als notwendig: Effizienz der Kapitalverteilung, sinkende Kosten für Finanzdienstleistungen und verbesserte Möglichkeiten der Risikoabsicherung.⁵⁰

Die jüngsten Währungskrisen, aber auch Fehlentwicklungen in den USA oder in Europa haben deutlich gemacht, daß trotz weitestgehender Freizügigkeit der Finanzmärkte eine effiziente und damit wohlfahrtsoptimierende Allokation des Kapitals nicht stattgefunden zu haben scheint. Im Gegenteil, die Finanzmärkte und ihre Akteure haben ein Umfeld geschaffen, welches nicht nur Instabilitäten schafft, sondern diese auch gegenseitig verstärkt.⁵¹

4.1.1 Liquidität

Wie Grafik 1 verdeutlicht, ist das Volumen des international verfügbaren Kapitals stark angestiegen, so daß die Finanzmärkte nicht von der Nachfrage, sondern vom Angebot determiniert werden. Eine vergleichbare Situation existierte bereits in den siebziger Jahren mit dem Recycling der Petro-Dollar und dem Ergebnis der Schuldenkrisen. Das Wachstum der Geldmenge in den neunziger Jahren war aber das Ergebnis der Wirtschaftspolitik in den Industriestaaten. Lockere Geldpolitik, v.a. in den USA, verbunden mit sinkenden Zinsen erhöhte die reale Geldmenge⁵² ebenso, wie die Ausweitung von Leistungsbilanzsalden und von Staatsdefiziten. Die Folge waren beispielsweise in den USA, als größtem Herkunftsland von anlagesuchendem Kapital, ein steigender Anteil des Geldvermögens am Gesamtvermögen. Dies ist durch die bereits erwähnte Abkopplung des Finanzmarktes von der Realwirtschaft zu erklären. Geldvermögen erzeugt Erträge, die das Geldvermögen weiter erhöhen, wohingegen Kreditverpflichtungen aus Ausgabeüberschüssen sinkende Güternachfrage und weitere Kredite nachsichziehen können.⁵³

⁵⁰ Vgl. ebd., S. 24.

⁵¹ Vgl. ebd., S. 23.

⁵² Vgl. BIZ: 68. Jahresbericht, a.a.O., S. 136.

⁵³ Vgl. Filc, Wolfgang: a.a.O., S. 25.

Die entstehende Liquidität konnte oder wollte in den Industrieländern nicht national aufgenommen werden, weswegen die Mittel ihren Weg nach Asien und Lateinamerika fanden. Die Gründe hierfür sind sowohl auf der Kreditnehmer- als auch auf der Anlegerseite zu finden. Infolge der sich abschwächenden Konjunktur und steigender Arbeitslosigkeit in den Industriestaaten sind Investitionen und damit Kredite wegen rückläufiger Binnennachfrage zurückgestellt worden, bzw. schafften die weiter steigenden Gewinne zusätzliche Liquidität. Diese wurde auch weniger von den öffentlichen Haushalten aufgenommen, die ihre Verschuldung verringern wollten.⁵⁴

Zur sinkenden Nachfrage nach Liquidität kam zusätzlich ein höheres Angebot an den internationalen Wertpapieranlagen, auch durch private Vermögensbesitzer. Die rückläufigen Gewinnaussichten der heimischen Unternehmen, deren hohe Bewertung an den Aktienmärkten und die auf einem historischen Tiefstand befindlichen Zinsen verleiteten Anleger dazu, höhere Renditen zu suchen, die scheinbar nur in den vermeintlich wachstumsstarken Regionen Asiens und Lateinamerikas zu finden waren. Die Tatsache, daß höhere Renditeaussichten nur mit höherem Risiko erkaufte werden können, wurde angesichts der zurückliegenden Entwicklung, sträflich vernachlässigt.

Speziell in Deutschland, aber auch in anderen europäischen Ländern, kam noch ein Faktor hinzu. Die positive Einstellung in den USA und Großbritannien gegenüber risikoreicheren Wertpapieranlagen wie Aktien, erfaßte auch Deutschland. Der Anteil der Bevölkerung, die schlechte Erfahrungen mit Geldentwertungen vor und nach dem Zweiten Weltkrieg machen mußten und dadurch an traditionellen Anlageformen wie dem Sparbuch festhielten, nahm allmählich zugunsten einer jüngeren Generation ab, die Aktien und neuen Finanzmarktinstrumenten wesentlich aufgeschlossener gegenüberstehen. Deren Geldvermögen, nicht unerheblich ansteigend durch Erbschaften ("Erbengeneration"), fand und findet aus folgenden Gründen leichter den Weg an die Kapitalmärkte, insbesondere die Aktienmärkte. Aufgrund des Alters konnten kaum schlechte Erfahrungen mit Geldentwertungen gemacht werden, da die DM seit Jahren relativ stabil und die Inflationsrate moderat geblieben ist. Demgegenüber sind die Kurse an der Aktienbörse in Deutschland, aber auch in Resteuropa und den USA, seit dem "Crash" 1987 fast ununterbrochen gestiegen, was die Gefahr von Zeiten sinkender Kurse ("Baisse") in den Hintergrund treten ließ. Zudem wurde die Aktienkultur in Deutschland durch positive Medienberichterstattung, allen voran n-tv, und den Börsengang der

⁵⁴ Vgl. Huffs Schmid, Jörg: Kapital auf der Suche nach schnellem Gewinn: Die Hauptursachen liegen in den Metropolen – die Hauptfolgen trägt die Peripherie, in: E+Z, H. 3 (1999), S. 65.

Deutschen Telekom AG nachhaltig gefördert. Gerade letzteres trug dazu bei, daß die Aktienanlage breiteren Bevölkerungsschichten als bisher interessant erschien. Dies drückt sich auch bis heute in der rapide ansteigenden Zahl von Neuemissionen am deutschen Aktienmarkt aus.

Aus vorgenannten Gründen, rückläufige Gewinnerwartungen, niedrige Zinsen, beschränkte sich das Anlagekapital nicht nur mehr auf Deutschland oder die anderen Industriestaaten, sondern erstreckte sich verstärkt auf die aufstrebenden Volkswirtschaften. Da die Informationen über aussichtsreiche Investments in diesen Märkten, jedoch fast nur den professionellen Anlegern bekannt sind, förderte dies den ohnehin zu beobachtenden Trend zur institutionellen Kapitalanlage.

4.1.2 Volatilität

Mit Volatilität wird an den Finanzmärkten die Schwankungsbreite der Kurse von Vermögenswerten um ihren Mittelwert bezeichnet.⁵⁵ Je größer demnach die Volatilität eines Wertpapiers ist, desto höher sind die möglichen Kursabweichungen nach oben wie nach unten und damit das Risiko. Dies bleibt nicht ohne Folgen für die Realwirtschaft.

Bis in den Anfang der siebziger Jahre hinein, waren für die Preisbildung vorrangig makroökonomische Fundamentalfaktoren bestimmend. Spätestens mit dem Beginn der achtziger Jahre konnte festgestellt werden, daß sich (zusätzlich zu den Volumina auch) die Preise der Vermögenstitel von den Preisen an den Gütermärkten abgekoppelt haben. Vielmehr wurden sie bestimmt durch unsichere Erwartungen über die zukünftige Entwicklung. Die Kursveränderungen wurden schwieriger kalkulierbar, da sie keinem erkennbaren Muster mehr folgten, was zu höherem Risiko für wirtschaftliche Aktivitäten führt. Da aber Unternehmer risikoscheu sind für ihre langfristige Planung verlässliche Daten, hinsichtlich Zins- und Wechselkursentwicklung, benötigen, werden sie in ihrer Investitionstätigkeit tendenziell gehemmt.⁵⁶ Neben den Auswirkungen auf das Beschäftigungsniveau, ergibt sich als Folge eine weitere Erhöhung der Finanzmarkt volumina durch zwischenzeitliche Portfolioinvestitionen.⁵⁷

⁵⁵ Die Berechnung erfolgt über die Varianz der historischen Kassakurse. Vgl. Hielscher, Udo: a.a.O., S. 419.

⁵⁶ Vgl. Filc, Wolfgang: a.a.O., S. 26.

⁵⁷ Vgl. Huffs Schmid, Jörg: a.a.O., S. 65.

Hier ergibt sich eine nicht unbedeutende Wechselbeziehung zwischen der Erhöhung von Volatilität und Liquidität. Geringe Änderungen der Erwartungen der Marktteilnehmer aufgrund von als relevant erachteten Informationen führen wegen der hohen Bestände zu schnelleren und höheren Preisschwankungen. So reicht z.B. schon ein Satz in einer der Reden des US-amerikanischen Notenbankpräsidenten Alan Greenspan über persönliche Markteinschätzungen aus, sofortige heftige Kursreaktionen hervorzurufen.

Die zunehmend notwendige Absicherung gegen solche Volatilitäten, erhöhen nicht nur die Kosten v.a. für grenzüberschreitend wirtschaftliche Aktivitäten infolge steigender Risikoprämien, sondern tragen auch zum starken Wachstum der Märkte für Finanzderivate bei.

4.1.3 Spekulation und Derivate

Die Spekulation ist mit Ausbruch der Asienkrise wieder verstärkt in das wirtschaftspolitische Blickfeld geraten und meist werden mit diesem Begriff negative Eigenschaften verbunden. Zunächst könnte Spekulation als das bewußte Eingehen wirtschaftlicher Risiken durch offene Positionen beschrieben werden. Positionen bestehen hier durch den Saldo aus Forderungen und Verbindlichkeiten bezüglich bestimmter Vermögenswerte, die Kursschwankungen unterliegen. Geschlossen sind sie, wenn die Summe der Verbindlichkeiten eines Wertes gleich der Summe der Forderungen des gleichen Gegenstandes sind. Sind die Forderungen höher, so besteht eine offene Long-Position, sind sie niedriger, besteht eine offene Short-Position.⁵⁸ Ein Käufer von Aktien z.B. tätigt eine Spekulation, da er auf steigende Kurse setzt. Er hat somit eine offene Long-Position. Will er auf sinkende Kurse setzten, so muß er Aktien verkaufen, die er nicht besitzt (Leerverkauf), also short-gehen.⁵⁹

Das gleiche Muster wird bei der Spekulation auf Devisen angewandt. Glaubt ein Spekulant, daß der Wert einer Währung zu hoch ist, so wird er eine Short-Position in dieser Währung eingehen. Dies

⁵⁸ Vgl. Hielscher, Udo: a.a.O., S. 330.

⁵⁹ Beim Leerverkauf von Aktien müssen diese allerdings von Banken gegen Gebühren ausgeliehen werden. Sinkt der Kurs, kann der Verkäufer die Aktien billiger an der Börse zurückkaufen und sie der Bank zurückgeben. Vgl.

kann auf zwei Wegen erfolgen. Die eine Möglichkeit besteht in der Aufnahme eines Kredites in der entsprechenden Währung, z.B. thailändischer Baht. Der Kredit wird dann sofort, d.h. am Kassamarkt, gegen eine Hartwährung umgetauscht, z.B. US-Dollar. Bei Fälligkeit des Kredites wird dann der Baht zur Kasse gegen US-Dollar zurückgekauft. Ist der Baht bis zu diesem Termin abgewertet worden, so braucht nur noch ein Teil des ursprünglich aufgenommenen Betrages (in US-Dollar) aufgewendet werden, um den Kredit samt Zinsen zu tilgen.⁶⁰

Die andere Möglichkeit ist der Verkauf des Baht auf Termin mittels eines Devisentermingeschäftes (DTG). Ein Termingeschäft zeichnet sich dadurch aus, daß Vertragsabschluß und -erfüllung, im Gegensatz zum Kassamarkt, zeitlich auseinanderfallen. Beim DTG, auch Forward genannt, wird zwischen zwei Parteien ein Vertrag geschlossen, der den Verkäufer eines festgesetzten Betrages in Baht heute verpflichtet, zu einem späteren Zeitpunkt und zu einem festgelegten Kurs (Terminkurs) den Baht dem Kontrahenten gegen US-Dollar zu liefern.⁶¹ Ist der Kurs des Baht bei Fälligkeit gesunken, so kann der Spekulant, der einen Leerverkauf getätigt hat, diesen billiger am Kassamarkt eindecken.

Massive Währungsverkäufe von Spekulanten am Kassa- und/oder Terminmarkt können über diese beiden Techniken einen nicht unerheblichen Druck auf die entsprechende Währung (den Baht im Beispiel) ausüben.⁶²

Ein weiteres Betätigungsfeld der Spekulation ist das der derivativen Finanzinstrumente, kurz Derivate. Bei Derivaten handelt es sich um Anlagen, deren Wert von dem anderer Finanztitel abhängig ist.⁶³ Die grundlegenden Arten von Derivaten im Fremdwährungsbereich sind Optionen (Kaufoptionen bzw. Calls und Verkaufsoptionen bzw. Puts), Futures (standardisierte Forwards) und Swaps. Während Optionen und Futures Termingeschäfte sind, verbindet ein Swap Kassa- und Termingeschäft miteinander. Ohne auf die Eigenschaften dieser Instrumente einzugehen, seien hier nur einige Anmerkungen gemacht. Die Hauptfunktionen von Derivaten sind, neben der Arbitrage, die Spekulation und die Absicherung von Risiken. Besonders letztere erfüllt einen wirtschaftlich wichtigen

Uszczapowski, Igor: Optionen und Futures verstehen: Grundlagen und neue Entwicklungen, 4. Aufl., München 1999, S. 216.

⁶⁰ Vgl. Köhler, Claus: Spekulation contra Entwicklungspolitik: Eine Analyse der ostasiatischen Währungskrise, in: Internationale Politik und Gesellschaft, H. 2 (1998), S. 192.

⁶¹ Die Differenz zwischen aktuellem (Kassa-)Kurs und Terminkurs wird Swapsatz genannt. Dieser Satz bestimmt sich aus der Zinsparität, auf die hier nicht weiter eingegangen werden soll. Vgl. dazu Stehle, Richard: Das Zinsparitätengesetz, in: WiSt, H. 6 (1984), S. 292.

⁶² Vgl. Kapitel 5.

⁶³ Vgl. Uszczapowski, Igor: a.a.O., S. 38.

Zweck. So können sich z.B. Unternehmen gegen Währungsrisiken absichern, die ihnen aus einer Fremdwährungsforderung durch einen Export entstanden sind. Desweiteren können damit institutionelle Anleger beispielsweise Teile ihrer Wertpapierbestände vor drohenden Kursverlusten schützen, wenn sie diese nicht gleich verkaufen wollen. Somit kann mittels Derivaten eine ungewünschte Position im Optimalfall geschlossen werden (Hedging).⁶⁴

Genauso kann aber auch eine Position geöffnet werden, wenn keine offene Position in dem zugrundeliegenden Finanzinstrument vorliegt (Spekulation). Dabei ist ein Charakteristikum von Optionen und Futures hervorzuheben. Sie sind so konstruiert, daß mit einem wesentlich geringeren Kapitaleinsatz als beim Basisinstrument, in gleichem Ausmaß an dessen Entwicklung teilgenommen werden kann. Diese Hebelwirkung wird Leverage-Effekt genannt.⁶⁵

Der Handel mit Derivaten ist also im Falle des Hedging durchaus wünschenswert, kann sich aber bei Spekulationen in einer Krise zusätzlich verstärkend auswirken, wenn damit ungedeckte Positionen eingegangen worden sind, deren Deckung den Verkauf von Währungen oder Wertpapieren erfordert. Sie bergen, v.a. durch die vielfältigsten Kombinationsmöglichkeiten, wie Optionen auf Futures, zudem die Gefahr hoher Verluste bis hin zu Zusammenbrüchen von Unternehmen und Banken, die sich bei der zunehmenden internationalen Verflechtung auch auf andere Märkte ausbreiten können.⁶⁶

4.2 Institutionalisierung der Finanzanlagen

Ein weiteres Schlüsselement in der Globalisierung der Finanzmärkte ist die wachsende Bedeutung der institutionellen Investoren. Neben den Banken treten sie als Kapitalsammelstellen auf, die Geld von mehreren Anlegern (Privatkunden oder Unternehmen) aufnehmen und dieses in größeren Beträgen wieder an den Finanzmärkten anlegen. Die Anlageentscheidungen werden dabei von einem professionellem Portfoliomanagement getroffen. Der gemeinsame Aspekt dieser Finanzintermediation liegt für die Kunden darin, überschüssiges Geld für einen zukünftigen Bedarf anzulegen, in der Hoffnung auf höhere Erträge bei vermindertem Risiko im Vergleich zu alternativen Kapitalanlagen.

⁶⁴ Vgl. Widler, Anton: Das kleine "1 x 1" der derivativen Finanzinstrumente: Grundlagen im Überblick, ZStP Sonderheft, Zürich 1995, S. 17f.

⁶⁵ Vgl. Uszczapowski, Igor: a.a.O., S. 148 und 204.

Das Risiko ergibt sich durch die Wahrscheinlichkeit negativer Preis- bzw. Kursentwicklungen, gemessen anhand der Standardabweichung des jeweiligen Anlageobjektes. Die Minimierung des Risikos geschieht über die Diversifikation. Durch den Kauf verschiedener Anlagen, deren Entwicklung nicht perfekt miteinander korreliert, kann das unternehmens- oder branchenspezifische Risiko gesenkt werden (Kapitalmarkttheorie).⁶⁷ In den USA genügt z.B. die Investition in ca. 40 Aktien, um 90% dieses Risikos zu beseitigen.⁶⁸

Typische institutionelle Anleger sind im Nichtbankenbereich Pensionsfonds, Versicherungen und Kapitalanlagegesellschaften, wie Investmentfonds und Hedge Funds.⁶⁹ Insbesondere die letztgenannten sind seit der Asienkrise wegen ihrer Anlagemöglichkeiten verstärkt ins Kreuzfeuer der Kritik geraten.

4.2.1 Entwicklung

Neben den strukturellen Merkmalen, die die institutionalisierten Anlageformen aufweisen⁷⁰, wird die Bedeutung für das internationale Finanzsystem schon durch die absolute Größe der Investoren deutlich. Deren weltweites Finanzvermögen betrug 1996 in den wichtigsten Heimatländern insgesamt knapp 20 Billionen US-Dollar, mehr als die Bruttoinlandsprodukte der betreffenden Staaten zusammengenommen.

Tabelle 2: Finanzvermögen institutioneller Anleger 1996

	Pensionsfonds		Versicherungen		Kapitalanlagegesellschaften ¹		Gesamt in Mrd. US-\$
	in Mrd. US-\$	in % des BIP	in Mrd. US-\$	in % des BIP	in Mrd. US-\$	in % des BIP	
USA	4.752	62	3.052	40	3.539	46	11.343
Japan	442	10	1.956	38	420	9	2.818
Kanada	241	40	175	29	155	26	571

⁶⁶ Vgl. Filc, Wolfgang: a.a.O., S. 27.

⁶⁷ Vgl. Schierenbeck, Henner: Grundzüge der Betriebswirtschaftslehre, 10. Aufl., München, Wien 1989, S. 358ff.

⁶⁸ Vgl. Hielscher, Udo: a.a.O., S. 328.

⁶⁹ Vgl. Hielscher, Udo: a.a.O., S. 221 und 241. Die Trennung zwischen Banken und institutionellen Nichtbanken ist in der Realität sehr schwierig, da Banken zum einen zunehmend die Ertragschancen der Fonds erkannt haben und eigene Fondsprodukte anbieten. Zum anderen entstehen große Finanzkonglomerate durch Beteiligungen oder Übernahmen innerhalb des Bankensektors und v.a. mit Versicherungsunternehmen. Vgl. Blommestein, Hans: Impact of Institutional Investors on Financial Markets, in: OECD (eds.): Institutional Investors in the New Financial Landscape, Paris 1998, pp. 33f. und Boxberger, Gerald; Klimenta, Harald: Die zehn Globalisierungslügen: Alternativen zur Allmacht des Marktes, München 1998, S. 22f.

⁷⁰ Siehe Kapitel 4.2.2.

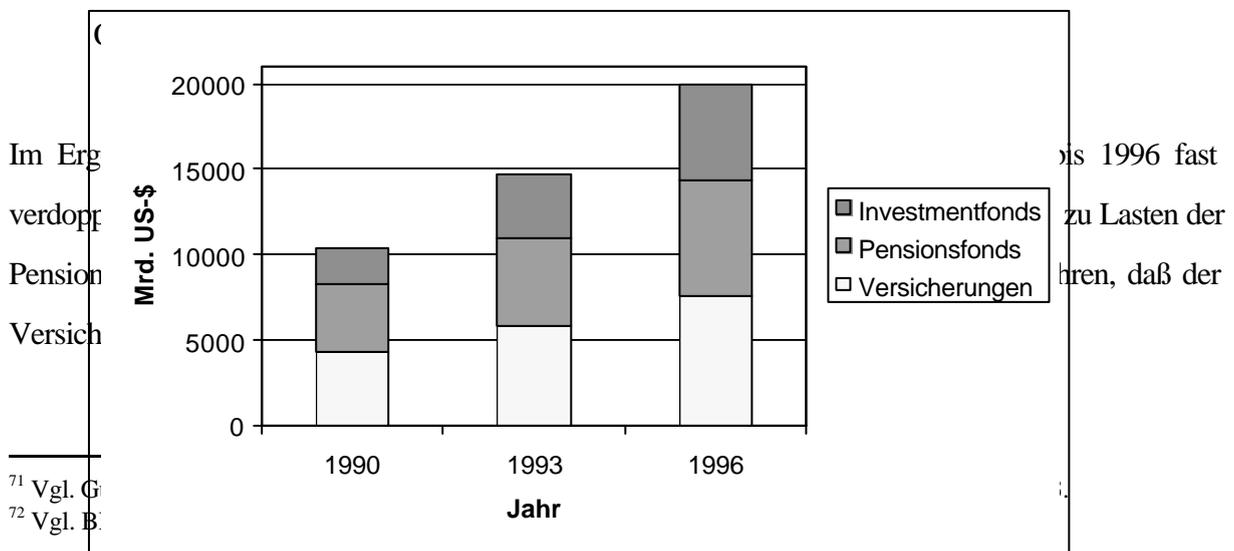
Großbritannien	897	77	792	72	188	16	1.877
Frankreich	-	-	582	38	529	34	1.111
Deutschland	65	3	692	29	134	6	891
Italien	43	4	100	10	129	11	272
Niederlande	363	92	244	63	67	17	674
Luxemburg	-	-	-	-	352	1.840	352
Gesamtsumme,	6.803		7.593		5.513		19.909
in %	34		38		28		100

¹ Offene Investmentfonds; - keine Angaben.

Quellen: FEFSI, ICI, IFC, Investment Funds Institute of Canada, Salomon Brothers, OECD, Angaben der einzelnen Länder, BIZ-Schätzungen, zit. nach: BIZ: 68. Jahresbericht, Basel 1998, S. 96, 97 und 99; eigene Berechnungen.

Nicht nur die absolute Größe, sondern auch die Wachstumsraten der institutionellen Anlageformen weisen beachtliche Zahlen aus. Dazu trugen auch hier erheblich die seit den neunziger Jahren verstärkten Maßnahmen zur Deregulierung und Liberalisierung, insbesondere des Finanzsektors, bei. Die Pensionsfonds profitierten dabei von steuerlichen Vorteilen und dem Trend vom Umlageverfahren zum Kapitaldeckungsverfahren aufgrund sinkender Leistungen der sozialstaatlichen Sicherungssysteme.⁷¹ Auch die steigenden Kurse an den weltweiten Aktien- und Rentenmärkten trugen zur Attraktivität der Pensionsfonds infolge steigender Erträge bei. Hiervon und durch eine veränderte Aktienkultur profitierten v.a. auch die Kapitalanlagegesellschaften⁷², deren Zuwächse diejenigen der Versicherungen und Pensionsfonds weit hinter sich ließen. So nahmen z.B. die Zuwachsraten der europäischen Investmentfonds kontinuierlich von 1994 (1,2% Wachstum im Vergleich zum Vorjahr) bis 1997 (27,4%) zu.⁷³

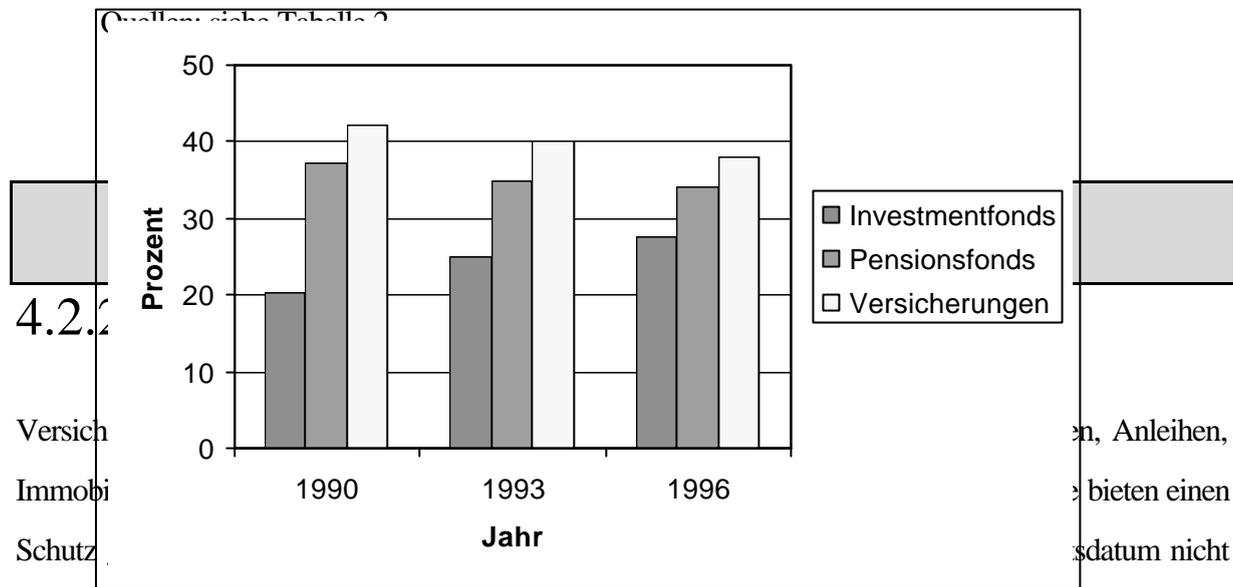
Grafik 1: Wachstum der institutionellen Kapitalanlage



⁷¹ Vgl. G

⁷² Vgl. B.

Grafik 2: Anteile der institutionellen Kapitalanlage



bekannt ist. Dafür hat der Versicherungsnehmer eine Prämie zu zahlen, die i.d.R. in monatlichen Beträgen zu entrichten ist. Unterschieden werden sie in zwei Hauptkategorien: Lebens- und Nicht-Lebensversicherungen.

Lebensversicherungen sind der Höhe ihrer Finanzaktiva nach der dominierende Bereich. Sie werden angeboten als Absicherung von finanziellen Risiken, die aus Todes- oder Rentenfall resultieren können, als reine Kapitalinvestition und als Mischformen daraus. Die Investitionen, die die Gesellschaften tätigen, werden beeinflusst durch steuerliche und aufsichtsrechtliche Bestimmungen, sowie dem Umstand, daß die Verpflichtungen der Versicherungsgeber langfristiger Art sind.⁷⁴ Staatliche Bestimmungen die Struktur der Anlagen betreffend, haben daher hauptsächlich den Zweck, die Versicherten vor Verlusten durch Konkurs zu schützen. Bestimmungen, die auf eine Lenkung der Investitionen in gewünschte ökonomische Verwendungen oder auf Beschränkungen der Marktmacht zielen, wurden innerhalb der OECD im Zuge der Globalisierung allmählich abgebaut. Insgesamt haben die verbliebenen quantitativen Beschränkungen jedoch weniger Einfluß auf die

⁷³ Vgl. Association Luxembourgeoise des Fonds d'Investissement (ALFI): Directory 1998, Luxembourg 1998, p. 24.

⁷⁴ Vgl. Blommestein, Hans: a.a.O., pp. 70f.

Anlageentscheidungen.⁷⁵ Die Investitionen der Versicherungen orientieren sich hauptsächlich an der Langfristigkeit ihrer Verbindlichkeiten, weswegen der Großteil des Kapitals in Anleihen investiert ist. Dies variiert jedoch stark von Land zu Land. So ist der Anteil von Aktien in Großbritannien 1985 mit ca. 40% deutlich höher als in anderen Staaten.⁷⁶

Wichtiger im Zusammenhang mit dem Einfluß von Anlageentscheidungen auf die Stabilität der internationalen Finanzmärkte sind die Vorschriften in bezug auf Anlagen in Fremdwährungen und den Gebrauch von derivativen Instrumenten. Derivate dürfen in fast allen OECD-Staaten zwar verwendet werden, jedoch ausschließlich zur Absicherung von bestehenden Positionen (Hedging), z.B. der Kauf von Puts oder der Verkauf von Calls bei Gefahr von sinkenden Aktien- oder Anleihekursen. Ein Überhedgen (Spekulation) ist damit nicht möglich.⁷⁷

Regulierungen hinsichtlich ausländischer Engagements sind fast genauso restriktiv. So müssen Positionen in fremder Währung fast vollständig durch entsprechende Devisengeschäfte abgesichert werden (80-100%).⁷⁸ Dies hat zur Folge, daß die Portefeuilles weniger internationalisiert sind, als diejenigen der Kapitalanlagegesellschaften und der Pensionsfonds. Ein weiterer Grund dafür ist auch die Konzentration auf Anleihen, deren internationale Diversifikation nicht dieselben langfristigen Vorteile bieten, wie dies bei Aktien der Fall ist.⁷⁹

Nicht-Lebensversicherungen bieten Schutz gegen Beschädigung oder Verlust von Eigentum, gegen Arbeitsunfähigkeit, Beschädigungen Dritter und anderen unvorhersehbaren Risiken. Wie erwähnt sind sie von ihrer Bedeutung her im Vergleich zu den Lebensversicherungen nachrangig. Unterschiede bestehen hinsichtlich der Verbindlichkeiten, die im Nicht-Lebensversicherungsbereich kurzfristiger und schwieriger vorhersehbar sind. Daher ist der Anteil von Anleihen zugunsten liquiderer Titel, z.B. Aktien, niedriger. Darüber hinaus bestehen in etwa die gleichen gesetzlichen Beschränkungen hinsichtlich der Anlage in Fremdwährungen und Derivaten.⁸⁰

⁷⁵ Vgl. Dickinson, Gerald M.: Issues in The Effective Regulation of the Asset Allocation of Life Insurance Companies, in: OECD (eds.): Institutional Investors in the New Financial Landscape, Paris 1998, pp. 422ff.

⁷⁶ Vgl. Davis, E. Philip: Financial Market Activity of Life Insurance Companies and Pension Funds, Basel 1988, pp. 40f.

⁷⁷ Vgl. Dickinson, Gerald M.: a.a.O., p. 433.

⁷⁸ Vgl. ebd., pp. 431f.

⁷⁹ Vgl. BIZ: 68. Jahresbericht, a.a.O., S. 100.

⁸⁰ Vgl. Blommestein, Hans: a.a.O., pp. 73ff.

4.2.2.2 Pensionsfonds

Als zweitgrößte Kategorie der institutionellen Anleger sind die Pensionsfonds zur wichtigsten Möglichkeit der Befriedigung der Rentenansprüche von Arbeitnehmern im Alter geworden. Die Art der Pensionspläne variiert jedoch sehr stark von Staat zu Staat. Unterschieden werden sie hinsichtlich der Trägerschaft in staatliche, betriebliche und private Pensionssysteme und bezüglich des Verfahrens in Pensionspläne mit definierter Leistung oder definierten Beiträgen.

Das staatliche Sozialversicherungssystem basiert üblicherweise auf dem Umlageverfahren mit fest definierter Leistung. Das bedeutet, daß die zu zahlenden Leistungen, deren Höhe sich nach dem Lohn und der Dauer der Beschäftigung richtet, durch die aktuellen Beiträge der aktiven Arbeitnehmer finanziert wird. Dieses Pensionssystem deckt innerhalb der OECD nahezu alle fest angestellten Arbeitnehmer ab.⁸¹

Eine Ergänzung zu dieser ersten Säule der Rentenleistungen sind die eigentlichen Pensionsfonds. Sie können als betriebliche oder private Fonds eingerichtet werden. Die Beiträge werden vom Träger (Unternehmen oder Gewerkschaft) und/oder vom Begünstigten erhoben, dem Fondsvermögen zugeführt und unter professionellem Management möglichst gewinnbringend angelegt. Die Renten werden dann beim Eintritt ins Pensionsalter wieder an die Begünstigten ausgezahlt. Die Höhe des Anspruchs richtet sich danach, ob es sich um Pensionspläne mit definierter Leistung oder definierten Beiträgen handelt. Dies ist entscheidend für die Verteilung des Risikos. Ist die Leistung festgeschrieben, so erhält der Pensionsempfänger diese ähnlich der staatlichen Vorsorge je nach Lohnprofil. Das Risiko einer schlechten Wertentwicklung (Performance) obliegt dem Träger. Diese z.B. in Deutschland vorherrschende Form wird mehr und mehr abgelöst durch Fonds mit definierten Beiträgen im Kapitaldeckungsverfahren. Der Begünstigte hat dabei die Wahl zwischen verschiedenen Anlagevarianten, trägt dafür aber das Risiko, denn die Leistungshöhe bemißt sich nach der Performance der Vermögenswerte, in die der Fonds investiert hat.⁸²

Pensionsfonds spielen eine unterschiedliche Rolle im Staatenvergleich. In Deutschland, wo die Bildung von Pensionsrückstellungen in der Unternehmensbilanz möglich ist, sind Pensionsfonds in der

⁸¹ Vgl. ebd., p. 79.

⁸² Vgl. ebd., p. 80.

Form sogenannter Pensions- oder Unterstützungskassen seltener zu finden.⁸³ Das Vermögen der Pensionsfonds in Deutschland betrug 1992 daher nur 5,6% des Bruttoinlandsproduktes, wohingegen es z.B. in den USA 57,5% und in Großbritannien sogar 93,2% ausmachte.⁸⁴

Aufgrund der Ausgabenstruktur sind Pensionsfonds stärker in längerfristigen Vermögenswerten, wie Anleihen und Immobilien, investiert. Da aber die Vorschriften bezüglich der Investitionen weniger streng sind, als bei Versicherungen, ist der Anteil von Aktien höher. Dies gilt insbesondere für Länder, die nur sehr vage Vorschriftenregelungen haben, wie die USA und Großbritannien. Obergrenzen für bestimmte Wertpapierarten existieren nur noch in wenigen europäischen Staaten, sowohl in bezug auf in- als auch ausländische Werte. Genausowenig haben nur wenige Staaten Auflagen für die Absicherung der Auslandstitel durch Devisengeschäfte, was die Internationalisierung der Pensionsfonds gefördert hat.⁸⁵ Derivatehandel ist aber auch hier nur zum Hedging erlaubt.

4.2.2.3 Kapitalanlagegesellschaften

Während das deutsche Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG)⁸⁶ den Begriff Kapitalanlagegesellschaft nur für offene Investmentfonds definiert⁸⁷, wird er hier als Oberbegriff für Fonds verwendet, die allgemein einen „... *Kapitalzusammenschluß von Personen zwecks gemeinsamer Kapitalanlage*“⁸⁸ darstellen. Pensionsfonds, insbesondere diejenigen mit fest definierten Beiträgen, könnten zwar ebenso unter diese Definition fallen, unterscheiden sich aber hinsichtlich der steuerlichen Behandlung, des Arbeitgeberanteils und des Anlagehorizontes

⁸³ Die Pensionsrückstellungen können für die Unternehmen als zusätzliche Finanzierungsquelle genutzt werden, was die Attraktivität der Pensionsfonds reduziert. In den USA hingegen müssen seit 1974 die Versorgungsmittel rechtlich getrennt außerhalb des Unternehmens gebildet werden. Vgl. Hein, Olaf-Christian: Pensionsfonds-Management in den USA unter dem Einfluß der Globalisierung von Wertpapieranlagen, Kiel 1991, S. 5.

⁸⁴ Vgl. Nürk, Bettina: Institutional Investors and Their Implications for Financial Markets in Germany, in: OECD (eds.): Institutional Investors in the New Financial Landscape, Paris 1998, p. 181.

⁸⁵ Vgl. Lannoo, Karel: Institutional Investors, Capital Markets and EMU, in: OECD (eds.): Institutional Investors in the New Financial Landscape, Paris 1998, p. 319. Für einen Überblick über die internationalen Vorschriften siehe Blommestein, Hans: a.a.O., pp. 84ff.

⁸⁶ Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften vom 14. Januar 1970 ergänzt durch drei Finanzmarktförderungsgesetze von 1990, 1994 und 1998.

⁸⁷ Vgl. Hielscher, Udo: a.a.O., S. 234.

⁸⁸ Jacob, Michael: Investmentfonds: Möglichkeiten ihrer Ausgestaltung unter besonderer Berücksichtigung einer neuen Anlegerchutzkonzeption, Frankfurt/Main 1996, S. 7.

voneinander. Die Anlage in Kapitalanlagegesellschaften wird eher generell als Vermögenssteigerung getätigt, die dennoch individuell zur Absicherung des Ruhestandes genutzt werden kann.⁸⁹

4.2.2.3.1 *Investmentfonds*

Bei Investmentfonds zahlen die Anleger Geld in mehreren kleinen Beträgen und/oder in einem größeren Betrag i.d.R. über eine Bank, die als Finanzintermediär zwischengeschaltet ist, an die Kapitalanlagegesellschaft. Diese führt das Geld wiederum dem jeweiligen Fondsvermögen zu, welches dann vom Management des Fonds in verschiedene Wertpapiere oder Immobilien investiert wird. Den Kapitalgebern werden hierüber Urkunden (Anteilscheine) ausgestellt, die dem jeweiligen Anteil am gesamten Inventarwert des Fonds entsprechen.⁹⁰

Unterschieden werden die Investmentfonds in zwei Kategorien: Offene und geschlossene Fonds. Bei ersteren gewährleistet die Fondsgesellschaft jederzeit die Ausgabe neuer und die Rücknahme der ausstehenden Anteilscheine.⁹¹ Dadurch ist das Fondsvermögen variabel. Bei geschlossenen Fonds hingegen ist das Fondsvermögen festgelegt und nicht veränderlich. Nach der Erstausgabe der Anteile werden diese an einer Börse gehandelt, können also nicht wieder an die Kapitalanlagegesellschaft zurückgegeben oder zusätzliche von ihr gekauft werden.⁹² Diese Fondsart ist jedoch meist nur für eine geringe Zahl von Investoren gedacht, weswegen nur der dominierende Bereich der offenen und öffentlich vertriebenen (Publikums-)Fonds hier weiter Berücksichtigung findet.⁹³

Weiter untergliedert werden können die Investmentfonds bezüglich ihres Anlageschwerpunktes, der meist aus deren Namen hervorgeht. Betrachtet man die Art der Vermögensgegenstände, so lassen

⁸⁹ Die Deckung der Altersvorsorge in Deutschland wird überwiegend über die 1. Säule, des staatlichen Grundsystems, gesichert (86,1%), wohingegen die betriebliche (8,2%) und die private (5,7%) Vorsorge noch eine untergeordnete Rolle spielt. Vgl. Wagner, Gerhard: Die Aufgaben der betrieblichen und der überbetrieblichen Altersvorsorge, in: Barazon, Ronald (Hrsg.): Pensionsfonds: Betriebliche und überbetriebliche Altersvorsorge, Wien 1988, S. 11.

⁹⁰ Vgl. Jacob, Michael: a.a.O., S. 16f.

⁹¹ Der Anteilsscheinpreis ergibt sich aus der einmal werktäglich ermittelten Summe aller Werte, in die der Fonds investiert hat, zuzüglich des Barbestandes und abzüglich der Verbindlichkeiten (Nettoinventarwert) geteilt durch die Anzahl der ausgegebenen Anteile. Vgl. Stolte, Peter: Investmentfonds: Geldanlage mit Zukunft, Landsberg/Lech 1993, S. 44f.

⁹² Hier wird der Wert der Anteile lediglich aus Angebot und Nachfrage bestimmt, kann also vom Nettoinventarwert je Anteil nach oben wie nach unten abweichen.

⁹³ Vgl. Blommestein, Hans, p. 94.

sich Immobilien-, von Wertpapier- und Geldmarktfonds unterscheiden.⁹⁴ Insbesondere die Wertpapierfonds werden üblicherweise differenzierter als Aktien-, Renten- und Gemischte Fonds (Aktien und Renten kombiniert) betrachtet. Weltweit dominieren die Aktienfonds (45%), gefolgt von den Renten- (25%) und den Geldmarktfonds (25%).⁹⁵

Zusätzliches und wichtiges Unterscheidungskriterium ist der geographische Bereich, in den investiert wird. So existieren Fonds mit Schwerpunkt auf einzelne Länder oder bestimmte Regionen (z.B. Europa, Nordamerika, Asien oder Emerging Markets). Die Liste der Unterscheidungskriterien ließe sich noch nahezu unbegrenzt fortführen, weswegen in der folgenden Tabelle nur eine begrenzte Auswahl dargestellt wird. Die Kriterien können dabei je nach Fonds in vielfältiger Weise miteinander kombiniert werden. Sie sind den Anlegern aber, zumindest bei Publikumsfonds, im Verkaufsprospekt darzulegen.⁹⁶

Tabelle 3: Hauptgliederungskriterien für Investmentfonds in Deutschland

Kriterium	Beispiele	
Anlageobjekt	Wertpapierfonds	Aktienfonds Rentenfonds Gemischte Fonds
	Geldmarktfonds	Reine Geldmarktfonds Geldmarktnahe Fonds Synthetische Geldmarktfonds
	Immobilienfonds	
Anlagegebiet	national	
	international	bestimmtes Land bestimmte Region global
Anlagesegment	Index	Dax Dow Jones Neue Märkte usw.
	Branchen	Biotechnologie Telekommunikation Software usw.
Laufzeit	unbegrenzt	
	begrenzt	
Gebühren	bei Kauf	
	bei Verkauf	

⁹⁴ Aufgrund des Themas der Arbeit wird auf Immobilienfonds nicht weiter eingegangen.

⁹⁵ Die Prozentangaben beziehen sich auf das Jahr 1997. Vgl. ALFI: a.a.O., p. 22.

⁹⁶ Vgl. Jacob, Michael: a.a.O., S. 33ff.

	ohne	
Gewinnverwendung	ausschüttend	
	thesaurierend	
Anteilrücknahme	geschlossen	
	offen	
Anlegerkreis	Publikumsfonds (standardisiert)	natürliche und nicht-natürliche Personen
	Spezialfonds (individuell)	nur nicht-natürliche Personen (Unternehmen, Institutionelle, Gewerkschaften u.a.)

Quelle: Jacob, Michael: Investmentfonds: Möglichkeiten ihrer Ausgestaltung unter besonderer Berücksichtigung einer neuen Anlegerschutzkonzeption; eigene Erhebungen.

Auch die Investmentfonds sind weltweit unterschiedlichen Restriktionen in bezug auf die Anlagemöglichkeiten unterworfen. Auch wenn beispielsweise 1985 innerhalb der EU Anstrengungen hinsichtlich einer Harmonisierung der Anlagegrenzen, die die Fonds zu beachten haben, mit einer Richtlinie für Investmentfonds (UCITS)⁹⁷ unternommen wurden, so bleiben dennoch genügend Spielräume für die nationalen Gesetzgebungen. Daher sind genaue und allgemeingültige Aussagen kaum zu treffen. Generell bestehen jedoch hohe Auflagen für spekulative Investitionen. In Deutschland z.B. bestehen nach dem KAGG, welches sich an die UCITS-Richtlinie anlehnt, quantitative Grenzen für den Handel mit Derivaten. So sind Optionsgeschäfte auf 20% des Fondsvermögen begrenzt, ebenso wie Finanzterminkontrakte ohne Absicherungszweck. Devisen- und Finanztermingeschäfte zum reinen Hedging dürfen dagegen unbegrenzt getätigt werden. Für die Kreditaufnahme liegt die Grenze bei 10%, während Leerverkäufe vollständig verboten sind.⁹⁸

Der Hauptvorteil der Fondsanlage liegt in der Möglichkeit mit geringem Kapitaleinsatz (i.d.R. ab ca. DM 100,-) ein professionelles Management in Anspruch zu nehmen, das dem Anleger die Informationsbeschaffung (v.a. bei ausländischen Investitionen) und Anlageentscheidung abnimmt. Durch das Sammeln vieler kleinerer Beträge zu einem größeren Fondsvermögen, ist die Risikodiversifikation durch Anlage in viele verschiedene Werte möglich, die bei einer Direktanlage nicht oder nur zu deutlich höheren Transaktionskosten möglich wäre. Nachteile ergeben sich jedoch

⁹⁷ EU Directive on Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities 85/611 (UCITS).

⁹⁸ Vgl. Cottier, Philipp: Hedge Funds and Managed Futures: Performance, Risks, Strategies, and Use in Investment Portfolios, Bern et al. 1997, pp. 86ff und Päsler, Rüdiger: Handbuch des Investmentsparens, Wiesbaden 1991, S. 147ff. Die bisher relativ strenge Auslegung der UCITS-Richtlinie wird durch das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz weitgehend gelockert. Dies betrifft neben der Zulassung neuer Fondsarten (Dachfonds, Altersvorsorge-Sondervermögen, geschlossene Fonds) die Zulassung bzw. Erweiterung von Geschäften mit Derivaten, die nicht dem Absicherungszweck dienen. Vgl. C&L Deutsche Revision (Hrsg.): Die

durch die höheren direkten Kosten, denn Depotbank, Verwaltungsgesellschaft, Fondsmanagement und Finanzintermediär wollen dabei mitverdienen. Bei Aktienfonds in Deutschland beträgt der Ausgabeaufschlag z.B. oft 5 Prozent, im Vergleich zu einer Direktanlage in Aktien mit ein bis zwei Prozent. Hinzu kommt noch, daß der Anleger keine Mitbestimmungsrechte besitzt, sowohl was die einzelne Aktienausswahl anbelangt, als auch hinsichtlich der Hauptversammlung der Unternehmen.⁹⁹ Das Wachstum der Investmentfonds verdeutlicht jedoch, daß die Vorteile aus Sicht der Anleger deutlich überwiegen.

4.2.2.3.2 Hedge Funds

Hedge Funds sind von ihrer Funktionsweise her den Investmentfonds durchaus ähnlich. Auch sie sind Sammelstellen für Kapitalmittel mehrerer Investoren, welche dafür Anteilscheine erhalten. Eine genaue Definition ist aber aus zwei Gründen nicht möglich. Erstens sind die Unterschiede zwischen Hedge Funds und anderen institutionellen Investoren, insbesondere Banken nicht immer deutlich. Zweitens unterliegen sie nicht den gleich strengen gesetzlichen Regelungen wie traditionelle Investmentfonds, weswegen ihre Ausgestaltung vielfache Strukturen aufweisen kann¹⁰⁰, weswegen sie sich aber auch der staatlichen Aufsicht entziehen können. Dennoch weisen die Charakteristika der Hedge Funds einige fundamentale Unterschiede zu den Investmentfonds auf, anhand derer sie beschrieben werden können.

Die drei wichtigsten Merkmale ergeben sich dadurch, daß Hedge Funds nicht öffentlich angeboten werden und sich so einer Kontrolle durch Aufsichtsbehörden entziehen können. Dadurch bieten sich ihnen folgende Investitionsmöglichkeiten:¹⁰¹

- Direkter Handel mit Derivaten ohne zugrundeliegende Positionen
- Leerverkäufe

Novellierung des Investmentrechts 1998 nach dem Dritten Finanzmarktförderungsgesetz, Frankfurt/Main 1998, S. 23f.

⁹⁹ Vgl. Jacob, Michael: a.a.O., S. 18f. Institutionelle Investoren haben (neben den Banken) durch das Stimmrecht allerdings bedeutenden Einfluß auf das Verhalten von Aktiengesellschaften im Sinne des shareholder value. Vgl. z.B. Guttman, Robert: a.a.O., S. 646.

¹⁰⁰ Vgl. Eichengreen, Barry; Mathieson, Donald: Hedge Funds and Financial Markets: Implications for Policy, in: Eichengreen, Barry; Mathieson, Donald et al. (eds.): Hedge Funds and Financial Market Dynamics, Washington DC 1998, pp. 3ff. Für einen detaillierten Überblick über die Ausgestaltungsmöglichkeiten siehe Cottier, Philipp: a.a.O., pp. 55ff.

- Zusätzliche Investitionen durch hohe Kreditaufnahmen

Gerade das erste Merkmal verdeutlicht, daß der Namensteil "Hedge" irreführend ist, denn mit der Strategie der Risikominimierung durch Hedging haben diese Fonds nicht mehr viel gemeinsam.¹⁰² Der Leverage-Effekt von Derivaten wird noch durch den Hebel der Kreditaufnahmemöglichkeit unterstützt. Je nach Kreditwürdigkeit können sie bei Banken Kredite aufnehmen, die ein Mehrfaches ihres Eigenkapitals betragen können. Werden diese Mittel dann investiert, können schon geringe Kursänderungen erhebliche Gewinne oder Verluste, bezogen auf das Eigenkapital, erzielen. Bekanntestes Beispiel für die Gefahren solcher Hebelwirkungen, ist der (Beinahe-)Zusammenbruch 1998 des Hedge Funds Long-Term Credit Management (LTCM). Dieser spekulierte mit dem über 25fachen¹⁰³ seines Eigenkapitals auf steigende Zinsen und geringere Zinsvolatilitäten in den USA sowie auf einen weiter sinkenden Yen im Vergleich zum US-Dollar.¹⁰⁴ Da die Entwicklung aber anders verlief, erlitt der Fonds hohe Verluste. Nur durch umfangreiche Rettungsmaßnahmen von Banken, die einen Dominoeffekt auf andere Fonds und involvierte Banken befürchteten, konnten die Schulden aufgefangen werden.

Weitere Unterscheidungsmerkmale zu Investmentfonds liegen darin, daß Hedge Funds fast ausschließlich für Großanleger zugänglich sind, d.h. Privatleute mit einem Vermögen ab ca. einer Million US-Dollar und Institutionelle.¹⁰⁵ Anteilsscheinkäufe oder -verkäufe sind wesentlich erschwert, die Fondsmanager werden gewinnorientiert bezahlt und sind meist mit eigenem Kapital im Fonds investiert.¹⁰⁶

Noch stärker als die anderen institutionellen Investoren haben die Hedge Funds insbesondere in den neunziger Jahren ein rasantes Wachstum mitgemacht. Außer den oben erwähnten Gründen kommen hier noch weitere in Betracht. Institutionelle Anleger, v.a. Pensionsfonds, sind wichtige Investoren in Hedge Funds. Deren Wachstum hat auch das Wachstum der Hedge Funds begünstigt. Bei

¹⁰¹ Vgl. Cottier, Philipp: a.a.O., p. 17.

¹⁰² Der Name stammt aus einem Artikel in der Zeitschrift Fortune von 1966 über den ersten Hedge Fund, der seinem Namen noch alle Ehre machte. Vgl. Chadha, Bankim; Jansen, Anne: The Hedge Fund Industry: Structure, Size, and Performance, in: Eichengreen, Barry; Mathieson, Donald et al. (eds.): Hedge Funds and Financial Market Dynamics, Washington DC 1998, p. 27.

¹⁰³ Einem Eigenkapital von 4,8 Mrd. US-Dollar standen offene Positionen von über 125 Mrd. US-Dollar gegenüber. Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ): 69. Jahresbericht, Basel 1999, S. 111.

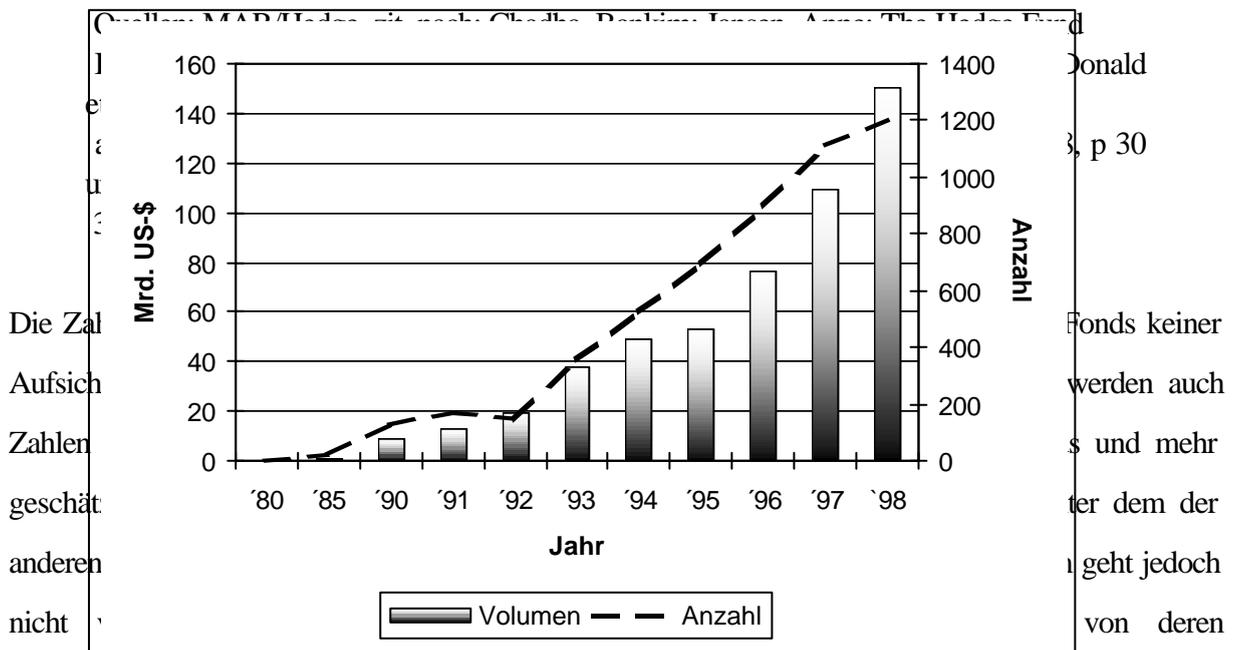
¹⁰⁴ FM Investors & Relations AG: Inside Guide, Nr. 37 vom 02.11.1998, S. 4.

¹⁰⁵ Vgl. Cottier, Philipp: a.a.O., pp. 109ff.

steigenden Aktienmärkten, wie seit Ende der achtziger Jahre, profitieren sie außerdem durch ihre spekulativen Anlagemöglichkeiten überproportional, was ihre Attraktivität erhöhte. Auch die Möglichkeit des Ausweichens in die Offshore-Zentren beeinflusste das Wachstum positiv. So waren 1995 nach den USA (29%) auf den Britischen Jungferninseln (21%) die meisten Hedge Funds beheimatet. Bezüglich des Fondsvermögens hielten vier karibische Offshore-Zentren insgesamt einen Anteil von über 60% (USA 37%)¹⁰⁷

Seit Auflegung des ersten Fonds im Jahr 1949 ging es aber nicht nur stetig bergauf. Insbesondere die Zeit zwischen Ende der sechziger und Mitte der siebziger Jahre (Ölkrise und sinkende Aktienkurse) zeichnete sich durch Verluste und Konkurse der Branche aus. Dennoch ist der generelle Aufwärtstrend ungebrochen. Die Anzahl der Fonds hat sich von 1990 bis 1996 fast verzehnfacht, während sich das verwaltete Volumen in diesem Zeitraum mehr als verzweifelfacht hat. Diese Tendenz setzte sich auch 1998 fort, ungeachtet der jüngsten Krisen.¹⁰⁸

Grafik 3: Entwicklung der Hedge Funds



Einsatzmöglichkeiten, wie die Bemühungen zur Rettung des LTCM bewiesen.

¹⁰⁶ Vgl. ebd., p. 18.

¹⁰⁷ Vgl. ebd., p. 74.

¹⁰⁸ Vgl. die Quellen von Grafik 4.

¹⁰⁹ Vgl. Chadha, Bankim; Jansen, Anne: a.a.O., pp. 32f.

4.3 Gefahrenpotentiale

4.3.1 Internationalisierung

Grundlage dafür, daß die Institutionalisierung des Kapitals Einfluß auf die Entwicklungen an den weltweiten Finanzmärkten haben kann, ist die zunehmende internationale Ausrichtung der Anlagen. Der Hauptgrund hierfür liegt in der Möglichkeit höhere Erträge bei vermindertem Risiko im Vergleich zu nationaler Ausrichtung zu erwirtschaften.¹¹⁰ Während Diversifikation der Investitionen im nationalen Rahmen lediglich das unsystematische (unternehmensspezifische) Risiko vermindert, kann das systematische (Gesamtmarkt-)Risiko zusätzlich gemindert werden.¹¹¹ Dies ist dadurch gegeben, daß sich die wirtschaftliche Situation in einem Land nie völlig gleich entwickelt, wie die in einem anderen. Da die Korrelation der Wertpapiermärkte zwischen den Industrieländern aber i.d.R. relativ hoch ist, kann somit die zunehmende Fokussierung auf Schwellenländer z.T. erklärt werden.

Dennoch machen Auslandsanlagen nur einen geringen Anteil an den Gesamtaktivitäten der Institutionellen aus. Nur selten erreichen sie Werte von über 30 Prozent.¹¹² Angesichts der hohen Volumina und der geringen Marktkapitalisierung vieler Empfängerländer wird die Problematik von internationalen Kapitalumschichtungen aber deutlich. *”So würde beispielsweise eine angenommene Umschichtung in Höhe von 1% der Aktienbestände institutioneller Anleger der G7-Länder aus heimischen Aktien heraus im Jahr 1995 nur wenig mehr als 1% der gesamten Marktkapitalisierung ausmachen, in den aufstrebenden asiatischen Volkswirtschaften aber 27% und in Lateinamerika über 66%.”*¹¹³

4.3.2 Trendverstärkung

Ein besonderes Problemfeld ist das trendverstärkende Verhalten von Fonds. Insbesondere Pensionsfonds in den USA bedienen sich aufgrund rechtlicher Vorschriften des computergestützten

¹¹⁰ Vgl. Hein, Olaf-Christian: a.a.O., S. 106f.

¹¹¹ Vgl. Hielscher, Udo: a.a.O., S. 327.

¹¹² Vgl. BIZ: 68. Jahresbericht, a.a.O., S. 100.

¹¹³ Ebd., S. 101.

Programmhandels. Diese Technik, bei der gleichzeitig mehrere Aktien gehandelt werden, dient der Absicherung der Portefeuilles, wenn Märkte fallen. Der Nachteil für die Märkte ist jedoch, daß zum einen die Volatilität ansteigt und zum anderen Abwärtsbewegungen weiter forciert werden. In die gleiche Richtung gehen "stop loss orders" bei Aktien.¹¹⁴ Der Besitzer von Aktien gibt hierbei einen Verkaufsauftrag mit Limit an die Börse, der nur ausgeführt wird, wenn der Kurs unter dieses Limit fällt.

Ein oft beschriebenes Phänomen, welches ebenso für starke Übertreibungen bestehender Trends verantwortlich gemacht wird, sind die als Herdenverhalten bekannten, gleichgerichteten Handlungsweisen. Dies erklärt sich aus folgenden Gründen. Zum einen erhalten institutionelle Investoren Informationen über die Aktionen der anderen Marktteilnehmer, was dazu bewegen kann, sich deren Meinung anzuschließen. Zum anderen werden Nachrichten über wirtschaftliche Ereignisse auf ähnliche Weise interpretiert. Die Reaktionen können dann die gleichen sein.¹¹⁵

Wichtiger für das Herdenverhalten scheint jedoch die Orientierung an sog. Benchmarks zu sein. Die meisten Manager müssen den Erfolg ihrer Entscheidungen an bestimmten Indices messen lassen. Ein Aktienfonds mit Schwerpunkt Deutschland z.B. wird in keinem guten Licht dastehen, wenn sein Fonds schlechter abgeschnitten hat, als der DAX. Darüber hinaus werden in regelmäßigen Abständen die Ergebnisse mit denen der anderen Fonds verglichen und in zahlreichen "Rankings" veröffentlicht. Wer in diesem Vergleich oben steht, darf sich auch steigender Mittelzuflüsse erfreuen. Wer weiter unten steht oder sogar die gesetzten Benchmarks unterschreitet, wird Mittelabflüsse befürchten müssen.¹¹⁶ Da die Bezahlung des Managements, zumindest bei Investmentfonds, in Relation zur Höhe des verwalteten Vermögens getätigt wird, erscheint ein Schwimmen gegen den Strom als unvernünftig.¹¹⁷ Die Bezahlung des Hedge-Fund-Managers erfolgt dagegen tendenziell anhand absoluter Performance, mit der Folge, daß diese aktiv zu einer Trendumkehr nach oben wie unten beitragen können.¹¹⁸

¹¹⁴ Vgl. Davis, E. Philip: Pension Funds: Retirement-Income Security, and Capital Markets: An International Perspective, Oxford 1995, pp. 166f.

¹¹⁵ Vgl. Blommestein, Hans: a.a.O., p. 50.

¹¹⁶ Die Konstruktion der offenen Investmentfonds unterstützt das Herdenverhalten zusätzlich. Werden bei fallenden Kursen Fondsanteile verkauft, muß der Fonds, sofern er nicht über genügend Barmittel verfügt, Wertpapiere zusätzlich verkaufen, um die Anteilsinhaber auszahlen zu können.

¹¹⁷ Vgl. BIZ: 68. Jahresbericht, a.a.O., S. 102.

¹¹⁸ Siehe Kapitel 5.

Diese Probleme der institutionellen Kapitalanlage wirkten sich nicht nur während der Asienkrise verheerend aus, sondern können sich z.B. auch auf den Geldmärkten niederschlagen. Geldmarktpapiere sehen sie als kurzfristiges, liquides und risikoarmes Investment an. Zusätzlich sind sie weniger über Kreditrisiken informiert als Banken und haben weniger Gründe an der Lebensfähigkeit der Schuldner interessiert zu sein. Da sie auf den Geldmärkten zu den Hauptakteuren zählen, trägt ihr Verhalten zu Instabilitäten dieser Märkte, im Vergleich zu reinen Interbankenmärkten, verstärkt bei.¹¹⁹

¹¹⁹ Vgl. Davis, E. Philip.: Pension Funds ...: a.a.O., p. 172.

5 Die Asienkrise

Als im Januar 1999 der brasilianische Gouverneur Franco der Regierung in Brasilia drohte, den Zahlungsverpflichtungen gegenüber dem Staat nicht nachzukommen, war dies der Startschuß für den Ausbruch der Brasilienkrise. In dessen Verlauf brachen sowohl die Kurse der nationalen Währungen Lateinamerikas als auch die Kurse der Aktien an den Weltbörsen ein.¹²⁰ Diese dritte Finanzkrise innerhalb von nur zwanzig Monaten schürte erneut die Angst vor einer weltweit aufkeimenden Rezession. Vergleiche mit 1929, der größten und längsten Weltwirtschaftskrise machten in den Medien die Runde, zumal die Folgen der Asienkrise kaum überwunden waren.

Verstärkt in den Blickpunkt rückte bei der Suche nach den Ursachen die Rolle, die dabei den globalen Finanzmärkten zukommt. Waren die Krisen der Entwicklungsländer nach dem Zweiten Weltkrieg v.a. durch überhöhte Staatsverschuldung der betroffenen Länder gekennzeichnet, so gehörten in den Staaten Südostasiens die wichtigsten Schuldner dem Privatsektor an.¹²¹

5.1 Ausgangslage

Besonders der Ausbruch der Asienkrise traf viele Finanzmarktakteure überraschend, galten doch die Schwellenländer der Region immer noch als Musterbeispiel für den Übergang vom Entwicklungszum Industriestaat. Einige wirtschaftliche Kennzahlen wiesen zwar auf mögliche bevorstehende Probleme in der Region hin, doch angesichts hoher, weltweit vorhandener Liquidität, wurden diesen kaum Beachtung geschenkt.

5.1.1 Wirtschaftliche Entwicklung

¹²⁰ Vgl. Busch, Alexander: In der Hand des Gouverneurs, in: Handelsblatt, Nr. 9 vom 14.01.1999, S. 10.

¹²¹ Vgl. BIZ: 68. Jahresbericht, a.a.O., S. 10.

Ermutigt durch die japanische Theorie der "fliegenden Gänse"¹²² und den wirtschaftlichen Erfolg der Tigerstaaten der ersten Generation¹²³, versuchten die vier sog. "Babytiger" Südasiens, Indonesien, Malaysia, Philippinen und Thailand, einen Weg einzuschlagen, der möglichst schnell zum Anschluß an die industrialisierten Länder führen sollte ("fast track capitalism"). Um dieses Ziel zu erreichen, wurde zunehmend ausländisches Kapital benötigt, obwohl einige Länder hohe Sparquoten aufwiesen.¹²⁴

Eine erste Welle von Kapitalzuflüssen erreichte die südostasiatischen Staaten ab Mitte der achtziger Jahre aus Japan, als der Yen aufwertete¹²⁵ und Japaner attraktive Direktinvestitionsmöglichkeiten suchten. Mit dem Platzen der "Bubble Economy" im Jahr 1990 fiel diese Kapitalquelle zwar aus, doch es wurde schnell eine neue gefunden: Die enorme Liquidität der internationalen Finanzmärkte.¹²⁶

Tabelle 4: Private Nettokapitalzuflüsse, in Mrd. US-Dollar

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Portfolio-investitionen	1,3	3,3	6,3	17,9	10,6	14,4	20,3	11,8
Sonstige, v.a. Bankkredite	17,4	18,5	15,4	6,1	17,1	39,0	40,6	-32,3
Gesamt	18,7	21,8	21,7	24	27,7	53,4	60,9	-20,5

Daten für Indonesien, Malaysia, Philippinen, Südkorea, Thailand; ohne Direktinvestitionen.

Quelle: IMF: International Capital Markets: September 1998, Washington DC 1998, Table 2.1, zit. nach: Menkhoff, Lukas: Nicht nur ein Finanzdebakel: Zu konkurrierenden Erklärungsansätzen für die Asienkrise, in E+Z, H. 3 (1999), S. 71.

Bis 1996 konnten sich die ostasiatischen Staaten stetig steigender privater Kapitalzuflüsse erfreuen, die alleine im Jahr vor Ausbruch der Krise höher waren, als die summierten Zuflüsse der Jahre 1980-1990.¹²⁷ Der Erfolg ließ nicht lange auf sich warten und zeigte sich in anhaltend hohem Wirtschaftswachstum.

¹²² Diese Theorie besagt, daß Länder mit höherem Entwicklungsniveau unrentabel werdende Produktionszweige den jeweils nachfolgenden Staaten (Gänsen) überlassen sollten, die die Produktion rentabler betreiben können. Vgl. Goldberg, Jörg: Tiger in Not, in: Blätter für deutsche und internationale Politik, H. 11 (1997), S. 1295.

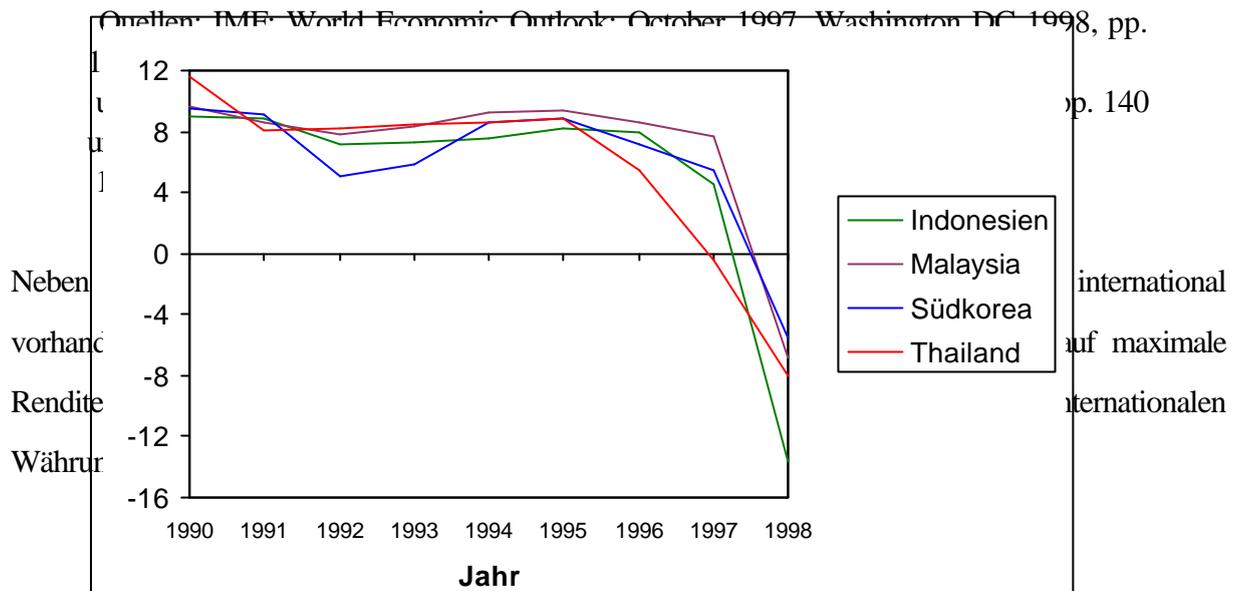
¹²³ Hongkong, Singapur, Südkorea und Taiwan.

¹²⁴ Vgl. Berensmann, Kathrin; Schlotthauer, Nicolas: Asiatische Währungs- und Finanzkrise: Ursachen, Auswirkungen und Lösungsansätze, Köln 1998, S. 17.

¹²⁵ Siehe Grafik 7.

¹²⁶ Vgl. Bello, Walden: Die asiatisch-europäischen Beziehungen und die Finanzkrise Südasiens, in epd-Entwicklungspolitik, H. 22 (1997), S. d20.

Grafik 4: Wachstumsraten des realen BIP, in % zum Vorjahr



5.1.2 Wirtschaftliche Rahmenbedingungen

Drei gemeinsame Kernelemente, die für die hohen Kapitalzuflüsse verantwortlich waren, lassen sich auf nationaler Ebene ausmachen: Weitgehende Liberalisierung des Kapitalverkehrs, stabile Wechselkurse und ein hohes Zinsniveau.¹²⁸

Die Beschränkungen hinsichtlich des Kapitalverkehrs wurden in weiten Bereichen gelockert oder vollständig aufgehoben. So wurden die freie Konvertierbarkeit der Währungen gewährleistet und Ausländern der Zugang zu wichtigen Geschäftsfeldern, z.B. dem Versicherungssektor, gestattet. Insbesondere ist aber die verbesserte Möglichkeit für ausländische Banken auf dem Kreditmarkt aktiv zu werden von Bedeutung. Diese konnten in Thailand durch die 1993 errichtete "Bangkok International Banking Facility" (BIBF) über Tochterbanken Dollarkredite an die inländische Wirtschaft vergeben.¹²⁹

Zudem wurden die Sekundärmärkte für Aktien und Anleihen weitgehend von Restriktionen befreit. Die Möglichkeit, über diese Märkte schneller als bei Primärmärkten Kapital abziehen zu können, fördert die Bereitschaft in diese Märkte zu investieren.¹³⁰ Bei Aktien wurde darüber hinaus die Unterscheidung von Foreign- und Local-Papieren teilweise aufgehoben. Diese asiatische Besonderheit gab es in drei Ländern: Indonesien, Singapur und Thailand. Beide Arten von Aktien

¹²⁷ Vgl. Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ): 67. Jahresbericht, Basel 1997, S. 113.

¹²⁸ Vgl. Bello, Walden: Die asiatisch...: a.a.O., S. d21.

¹²⁹ Vgl. Bello, Walden: The Rise and Fall of South-east Asia's Economy, in: The Ecologist, No. 1 (1998), p. 12.

dürfen zwar von Ausländern gekauft werden, Local-Papiere haben jedoch den Nachteil, daß die Rechte aus "Corporate Actions" (Dividenden, Bezugsrechte usw.) nur inländischen Investoren zustehen. Für Ausländer steht aber nur ein bestimmtes Kontingent an Foreign-Papieren zur Verfügung, was dazu führt, daß wenn Ausländer verstärkt Aktien dieser Unternehmen kaufen wollen, auf die Locals ausweichen müssen. Der Verzicht auf die Rechte, kann bei den Summen, die bei institutionellen Investoren im Spiel sind, zu spürbaren Einnahmeausfällen führen. Im Zuge der Marktöffnung hat daher Indonesien diese Differenzierung ganz und Singapur bis auf wenige Ausnahmen aufgehoben. Nur Thailand hält (noch) weiter daran fest.¹³¹

Eine weitere wichtige Voraussetzung für Kapitalimporte, war das Fixieren der Wechselkurse. Deren Stabilität sorgte für Planungssicherheit von Unternehmen, Investoren und die Kreditvergabe der Banken. Da der US-Dollar die wichtigste Leitwährung ist und amerikanische Investoren das Gros der Kapitalgeber darstellen, haben Indonesien, Malaysia, die Philippinen, Südkorea und Thailand ihre Währungen mehr oder weniger fest an den US-Dollar gebunden. Bei den ersten drei Staaten wurde durch Devisenmarktinterventionen die inländische Währung in einer engen Bandbreite zwischen $\pm 2,5\%$ und 5% stabilisiert.¹³² Der thailändische Baht wurde durch einen Währungskorb bestimmt, in dem der US-Dollar einen Anteil von 75% hatte.¹³³

Für das Volumen der Auslandskredite in den ostasiatischen Staaten war die Aufrechterhaltung von Zinsen, die deutlich (in Thailand ca. 67%) über denjenigen der wichtigsten Finanzzentren lagen, entscheidend. Den Banken war es dadurch möglich über die Euromärkte profitable Zinsdifferenzgeschäfte zu betreiben. Insbesondere internationale Geschäfts- und Investmentbanken nahmen zu relativ günstigen Zinsen kurzfristige Kredite in Fremdwährung (v.a. US-Dollar und Yen) auf, tauschten die Währung in die jeweilige lokale um und vergaben diese Gelder wieder als kurzfristige Kredite auf den Inlandsmärkten. Am Ende der Laufzeit der Kredite konnten die Erträge hieraus wieder ausgetauscht werden, wobei bis zum Ausbruch der Krise diese Kredite immer wieder verlängert (revolviert) wurden.¹³⁴ Während sich dieser Handel vorwiegend zwischen Banken im Interbankenmarkt abspielte, wurde speziell von inländischen Kreditinstituten die

¹³⁰ Vgl. Huffschnid, Jörg: a.a.O., S. 66.

¹³¹ Interview am 19.07.1999 mit Kurt Scheurer, Wertpapierhändler einer deutschen Bank in Frankfurt/Main.

¹³² Vgl. Berensmann, Kathrin; Schlotthauer, Nicolas: a.a.O., S. 5.

¹³³ Vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Wachstum, Beschäftigung, Währungsunion - Orientierungen für die Zukunft: Jahresgutachten 1997/98, Stuttgart 1997, S. 19.

Fremdwährungsverschuldung auf die Vergabe von langfristigen Konsum- und Unternehmenskrediten ausgeweitet.¹³⁵

5.2 Ursachen der Asienkrise

Die Wirtschaftskrise in Asien nahm ihren Anfang 1997 in Thailand und griff schnell auf weitere Staaten Südostasiens über. Besonders stark wurden Indonesien, Malaysia, Südkorea und Thailand getroffen. In anderen Teilen der Region, wie Hongkong oder den Philippinen, waren die Auswirkungen zwar auch zu spüren, jedoch längst nicht so deutlich wie in den vier vorher genannten, weswegen sich die weitere Darstellung auf diese konzentriert.¹³⁶

Ausgangspunkt war die Aufgabe der Anbindung des thailändischen Baht an den US-Dollar. Daraufhin kam es zu erheblichen Kursverlusten des Baht, dem die Währungen anderer asiatischer Länder in relativ kurzen Abständen folgten.¹³⁷ Als Reaktion an den internationalen Kapitalmärkten brachen die Kurse der Aktienmärkte ein und setzten so der seit langem anhaltenden "Hausse" ein vorläufiges Ende. Parallel dazu stiegen die Kurse der Rententitel mit erstklassiger Bonität, da die Marktteilnehmer versuchten, ihr Geld in Sicherheit zu bringen (safe haven).

Ein Reihe von Gründen, die auf nationaler Ebene für die Krise verantwortlich gemacht werden können, wurden sowohl in makroökonomischen Defiziten, als auch Problemen der Kreditvergabe gefunden.

5.2.1 Makroökonomische Fundamentaldaten

Auf makroökonomischer Ebene sind die Determinanten, die Einfluß auf die Wechselkurse haben, v.a. in Defiziten der Leistungsbilanz und in Inflation zu sehen. Beides bewirkt theoretisch ein

¹³⁴ Vgl. Eichengreen, Barry; Mathieson, Donald: a.a.O., p. 19.

¹³⁵ Siehe auch Kapitel 5.2.2.

¹³⁶ Die Abwertung des philippinischen Peso bewirkte z.B. einen Exportschub und in dessen Folge das höchste Wirtschaftswachstum Südostasiens. Vgl. Storck, Ekkehard: a.a.O., S. 220.

¹³⁷ Vgl. ebd. S. 214.

Ungleichgewicht auf dem Devisenmarkt und somit einen Anstieg (Abwertung) des Wechselkurses hin zum Gleichgewichtskurs. Bei relativ festen Kursen bedarf es jedoch staatlicher Interventionen, um das Gleichgewicht zu erreichen. Besonders die mit Leistungsbilanzdefiziten in Verbindung stehende öffentliche Auslandsverschuldung war in der Vergangenheit der Auslöser für Währungskrisen.

Die Wirkung solcher Fundamentaldaten auf die Wechselkursentwicklung soll im Folgenden beschrieben und anhand der Asienkrise empirisch nachvollzogen werden.

5.2.1.1 Inflation

Die theoretisch wichtigste Determinante zur Erklärung von Wechselkursschwankungen ist das Verhältnis von in- zu ausländischem Preisniveau.¹³⁸ Nach dem Kaufkraftparitätentheorem dient der Wechselkurs langfristig als Ausgleichsmechanismus für Änderungen der internationalen Preisdifferenzen:

$$W = P_i / P_a \quad \text{wobei } W = \text{Wechselkurs, } P_i (P_a) = \text{Preisniveau im Inland (Ausland).}$$

Steigt demnach die Inflation im Inland stärker als diejenige des Auslands, d.h. der wichtigsten Außenhandelspartner, so steigt auch der Wechselkurs bzw. die Währung wertet ab.

Tabelle 5: Inflationsraten, in %

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Indonesien	7,8	9,4	7,5	9,7	8,5	9,4	7,9	6,6
Malaysia	2,8	2,6	4,7	3,5	3,7	3,4	3,5	2,7
Südkorea	8,6	9,3	6,2	4,8	6,3	4,5	4,9	4,3
Thailand	6,0	5,7	4,1	3,4	5,1	5,8	5,9	5,6
nachrichtlich:								
USA	5,4	4,2	3,0	3,0	2,6	2,8	2,9	2,4
Deutschland	2,7	3,5	5,1	4,5	2,7	1,8	1,5	1,8

Quellen: IMF: World Economic Outlook: December 1997, Washington DC 1997, pp. 49f., zit. nach: Berensmann, Kathrin; Schlotthauer, Nicolas: Asiatische Währungs- und Finanzkrise: Ursachen, Auswirkungen und Lösungsansätze, Köln 1998, S. 21; IMF: World Economic Outlook: May 1999, Washington DC 1999.

¹³⁸ Vgl. hier und im Folgenden Dieckheuer, Gustav: Internationale Wirtschaftsbeziehungen, 2. Aufl., München, Wien 1991, S. 341ff.

Die Inflationsraten der neunziger Jahre wiesen im Vergleich zu den Industriestaaten durchweg höhere Werte für die asiatischen Länder, insbesondere für Indonesien, auf. Der sich hieraus ergebende Druck auf die Währung führt im Fixkurssystem zu einer Überbewertung, die sich im realen Wechselkurs und im internationalen Güterverkehr niederschlägt. Der reale Wechselkurs ändert sich dann, wenn o.a. Gleichung nicht erfüllt ist:

$$W_r = W * P_a / P_i \quad \text{wobei } W_r = \text{realer Wechselkurs.}$$

Steigen ceteris paribus im Inland die Preise, so sinkt der reale Wechselkurs. Es kommt zu einer realen Aufwertung, durch die Importe relativ billiger zu den Gütern im Inland werden. Die Folge ist eine Verschlechterung der Leistungsbilanz. Somit führt der reale Wechselkurs zu abnehmender Wettbewerbsfähigkeit, für die er einen Indikator darstellt.

Abgesehen von den sehr restriktiven Annahmen und der damit verbundenen empirischen Relevanz der Kaufkraftparität¹³⁹, verdeutlicht ein Blick auf die moderaten Änderungsraten der realen Wechselkurse der asiatischen Länder, daß die Inflation als Ursache für die Krise keine ausreichende Erklärung liefert.

Tabelle 6: Reale effektive Wechselkurse

	1994	1995	1996	1. Hj. 1997
Indonesien	100,0	98,4	103,0	106,1
Malaysia	100,0	99,7	104,2	110,3
Südkorea	100,0	101,5	104,4	101,7
Thailand	100,0	98,1	105,7	108,9

indexiert auf 1994.

Quelle: DIW, HWWA u.a.: Die Lage der Weltwirtschaft und der deutschen Wirtschaft im Frühjahr 1998, HWWA-Report 181, Hamburg 1998, S. 13.

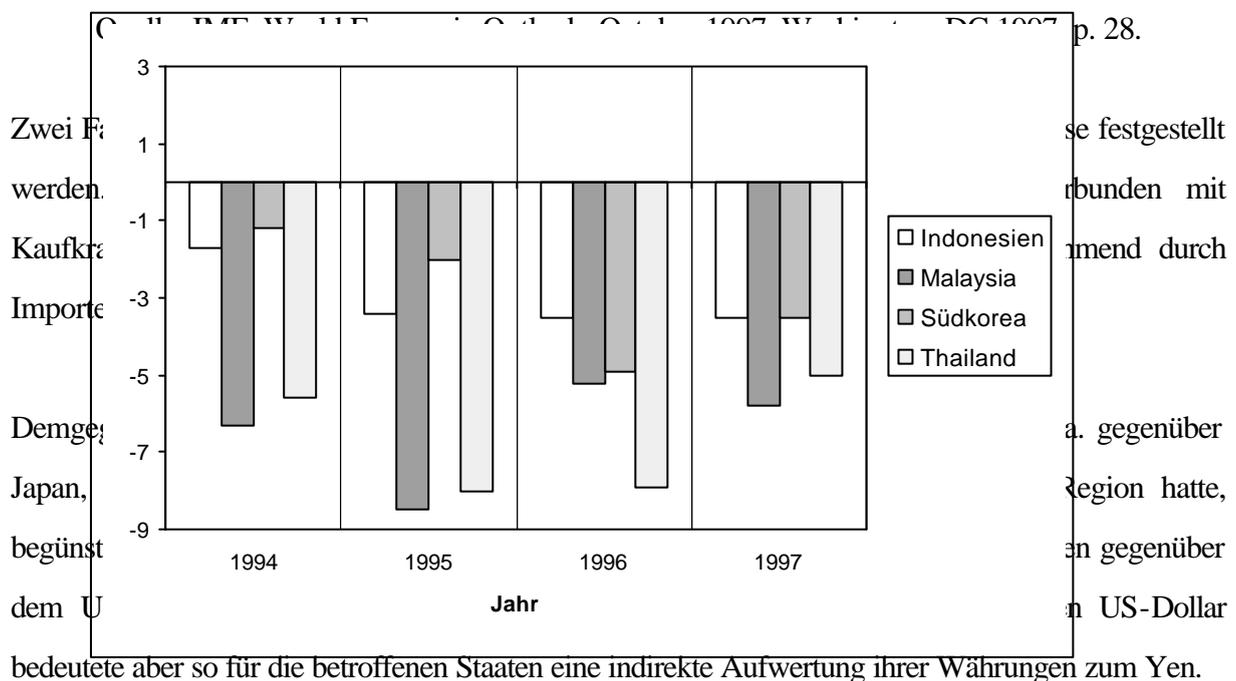
5.2.1.2 Leistungsbilanzdefizite

5.2.1.2.1 Ursachen

Als weiterer Grund für die Währungskrise in Asien könnten die Defizite in der Leistungsbilanz der betroffenen Staaten gelten. Diese sind jedoch nicht in jedem Fall als problematisch anzusehen. Kurzfristig können sie sogar positiv sein, wenn sie z.B. Ausdruck einer wachsenden Wirtschaft sind, die für ihren weiteren Aufbau zunehmend auf Importe zurückgreift. Diese Importe werden aber fast

ausschließlich in US-Dollar (teilweise auch in Yen) abgerechnet, so daß inländische Währung ver- und Dollar am Devisenmarkt gekauft werden müssen. So geht von solchen Defiziten ein Druck auf die nationale Währung aus, was im System fester Wechselkurse zu einer Überbewertung derselben führt. Langanhaltende Leistungsbilanzdefizite haben daher fast zwangsläufig eine deutliche Korrektur des Wechselkurses oder sogar die vollständige Aufgabe der Bindung an die entsprechende Leitwährung zur Folge. Besonders Malaysia und Thailand wiesen in den Jahren vor der Krise bedenkliche Werte in der Zahlungsbilanzstatistik auf.

Grafik 5: Leistungsbilanzsalden



Diese Entwicklung ging zu Lasten der Standortqualität, die zusätzlich unter der Konkurrenz im Billiglohnssektor zu Ländern wie China, Laos oder Vietnam litt.¹⁴²

5.2.1.2.2 Möglichkeiten des Ausgleichs

¹³⁹ Vgl. ebd., S. 343f.

¹⁴⁰ Vgl. Berensmann, Kathrin; Schlotthauer, Nicolas: a.a.O., S. 14.

¹⁴¹ Vgl. BIZ: 67. Jahresbericht, a.a.O., S. 45.

¹⁴² Vgl. Berensmann, Kathrin; Schlotthauer, Nicolas: a.a.O., S. 15.

Um das Ungleichgewicht am Devisenmarkt, welches dauerhafte Leistungsbilanzdefizite hervorruft, auszugleichen, bzw. die Wechselkursbindung aufrechtzuerhalten, bleiben dem Staat grundsätzlich zwei Möglichkeiten: Ausgleich der Leistungsbilanz oder Überschuß der Kapitalbilanz.¹⁴³ Dies ist auch bei flexiblen Wechselkursen der Fall, jedoch bewirkt deren Reaktion auf realwirtschaftliche Gütertransaktionen eine Tendenz zum Ausgleich.¹⁴⁴

Der Ausgleich der Leistungsbilanz kann durch den Staat mit Hilfe der Zahlungsbilanzanpassung erreicht werden. Dies bedeutet eine Einflußnahme auf die grenzüberschreitenden Güter- (bzw. Dienstleistungs-)ströme in der Art, daß entweder die Importe zurückgehen oder die Exporte zunehmen. Die dem Staat zur Verfügung stehenden Instrumente der Geld- und Fiskalpolitik müssen dann so eingesetzt werden, daß das inländische Einkommen und/oder Preisniveau genügend weit sinkt, um den gewünschten Effekt zu erzielen. Hierdurch werden jedoch gleichzeitig wirtschaftspolitische Ziele (hohes Beschäftigungsniveau und Preisstabilität) tangiert, weswegen solche Maßnahmen kaum angewendet wurden.

Eine zweite Möglichkeit des Ausgleiches besteht in der Durchführung protektionistischer Maßnahmen (Zahlungsbilanzregulierung). Zölle auf Importgüter, Exportsubventionen oder Devisenbewirtschaftung erzielen hierbei die gewünschten Wirkungen. Diese oftmals praktizierten Eingriffe in den internationalen Handel können jedoch nicht auf Dauer aufrechterhalten werden, da sie schnell zu entsprechenden Sanktionen anderer Staaten führen.

Die andere Möglichkeit zur Herstellung des Devisenmarktgleichgewichtes über die Kapitalbilanz kann auch direkt über eine Nachfragesteigerung der ausländischen oder eine Angebotssenkung der inländischen Währung erfolgen.

Im Rahmen der Zahlungsbilanzanpassung kann beispielsweise über einen Zinsanstieg die Nachfrage- und Angebotsfunktion der Devisen derart verändert werden, daß sich das Gleichgewicht auf dem Devisenmarkt wieder einstellt. Gleiches ergibt sich durch quantitative Kapitalverkehrsbeschränkungen, die die Kapitalflucht verhindern sollen. Diese

¹⁴³ Die Zahlungsbilanz eines Landes ist definitionsgemäß immer durch den Saldo aus Leistungsbilanz und Kapitalbilanz ausgeglichen. Vgl. Dieckheuer, Gustav: a.a.O., S. 4f.

¹⁴⁴ Vgl. hier und im Folgenden ebd., S. 372ff.

Zahlungsbilanzregulierung, sowie die -anpassung, haben auch hierbei die erwähnten Effekte auf Beschäftigung und Preisniveau.

Um Auswirkungen auf Einkommen, Zinsen oder Preise zu vermeiden, wird meist die dritte Möglichkeit, die Finanzierung der Zahlungsbilanz, praktiziert. Hierbei interveniert die Zentralbank des Defizitlandes direkt am Devisenmarkt durch Verkäufe ihrer Devisenreserven und sorgt so für eine Stabilisierung des Wechselkurses. Diese Form des Zahlungsbilanzausgleiches hat aber auch einige Nachteile, denn durch ihn ergibt sich ein Sinken der inländischen Geldmenge, ebenso verbunden mit wirtschaftspolitischen Effekten. Diese Finanzierung, die gerade auf die Vermeidung des Leistungsbilanzausgleiches zielt, kann auf Dauer nicht durchgehalten werden, weil die Devisenreserven der Zentralbanken beschränkt sind.

Auch wenn die Zahlen der Leistungsbilanzsalden Grund zur Besorgnis gaben, so reichte auch dies nicht aus, den Zusammenbruch der Währungen einer Region zu verursachen. Nachdem die Daten der makroökonomischen Faktoren also die Krise nicht hinreichend erklären konnten, ist das internationale Finanzsystem mit seinen Kapitalbewegungen in den Mittelpunkt der Ursachendiskussion getreten. Als besonders problematisch hat sich dabei die Verbindung von internen Ursachen, v.a. von Defiziten im Bankensystem der betroffenen Staaten, und externen auf internationaler Ebene erwiesen.

5.2.2 Problembereiche des Bankensektors

Das oben erwähnte Wirtschaftswachstum Anfang der neunziger Jahre, verbunden mit einer Ausweitung der Nachfrage und der Importe, die i.d.R. in US-Dollar oder Yen zu bezahlen sind, bedurfte des Zuflusses ausländischen Kapitals; oder anders ausgedrückt: Die negative Leistungsbilanz mußte durch eine positive Kapitalbilanz ausgeglichen werden. Die Folge war ein Anstieg der Auslandsverschuldung, insbesondere des privaten Sektors.

Tabelle 7: Kreditwachstum, in % zum Vorjahr

	1992	1993	1994	1995	1996
--	------	------	------	------	------

Indonesien	14,1	21,0	22,9	21,7	22,7
Malaysia	16,6	12,3	14,8	29,5	-
Südkorea	11,7	12,7	18,4	14,7	19,4
Thailand	18,0	22,7	28,9	23,1	14,0

Quelle: IMF: World Economic Outlook: December 1997, Washington DC 1997, pp. 49f., zit. nach: Berensmann, Kathrin; Schlotthauer, Nicolas: Asiatische Währungs- und Finanzkrise: Ursachen, Auswirkungen und Lösungsansätze, Köln 1998, S. 7.

Die Höhe des Wachstums alleine erklärt jedoch nicht die Probleme, die sich aus den Krediten ergeben können. Entscheidender ist deren Verwendung. Mitte 1997, kurz vor Ausbruch der Krise, stellte die BIZ bereits eine Reihe von Schwächen im asiatischen Finanzsystem fest.¹⁴⁵ Diese können sowohl auf Fehler der Banken selber zurückgeführt werden, als auch auf Versäumnisse der jeweiligen Regierungen.

5.2.2.1 Risiken der Bankkredite

Bei der Aufnahme und der Verwendung der Kredite sind auf Bankenebene eine Reihe von Risiken nicht ausreichend berücksichtigt worden, die erheblich zum Ausmaß der Asienkrise beigetragen haben.

Bedingt durch das Vertrauen auf die Aufrechterhaltung der staatlich garantierten Währungsanbindung, wurde das Risiko von Wechselkursänderungen kaum gesehen. Die durch die Denominierung der Kreditaufnahme in Fremdwährung entstandenen offenen (und spekulativen) Positionen, wurden daher am Terminmarkt nicht abgesichert.

Ein weiterer kritischer Punkt ist die Nichtbeachtung der Fristentransformation, d.h. die Fristen der im Ausland aufgenommenen Kredite deckten nicht die Fristen der im Inland vergebenen Kredite. Dies war in besonderem Maße in den asiatischen Ländern zu beobachten. Kurzfristige Auslandskredite finanzierten die langfristige Kreditvergabe an inländische Schuldner. Der Anteil kurzfristiger Kredite am Gesamtkreditbestand betrug in den vier Krisenländern über 50%. Da dies aber auch bei anderen Staaten der Fall ist, liegt hier die Besonderheit in der hohen Relation zum BIP, von beispielsweise 24,5% in Thailand.¹⁴⁶

¹⁴⁵ Vgl. BIZ: 67. Jahresbericht, a.a.O., S. 120.

¹⁴⁶ Vgl. Berensmann, Kathrin; Schlotthauer, Nicolas: a.a.O., S. 18f.

Die Verwendung der Kredite durch die Unternehmen im Inland trug ebenso zur Instabilität des Finanzsystems bei. Anstatt diese Mittel in produktive Bereiche, z.B. Modernisierung oder Kapazitätserweiterungen, zu investieren, wurden zunehmend Aktien, v.a. aber Immobilien gekauft, die gleichzeitig als Sicherheiten dienten. Dies führte zu steigenden Kursen bzw. Preisen, was den Wert der Sicherheiten erhöhte. Dadurch wurden neue Kredite ermöglicht, die wiederum in diese Märkte investiert wurden.¹⁴⁷

Ein weiterer Faktor war die enge Verbindung des Bankensektors mit Unternehmen, die besonders in Südkorea (Chaebol) zu beobachten war. Dies hatte zur Folge, daß solche Unternehmen leichter Kredite erhielten und sich nicht über Eigenkapital finanzieren mußten. Starke Verflechtungen führen dann bei Krisen aber dazu, daß Zahlungsschwierigkeiten einiger Unternehmen leichter die gesamte Wirtschaft betreffen können, zumal die Konzentration im Bankensektor ohnehin schon hoch war. Dieses Problem wurde zwar vom Staat erkannt, aber nicht gesetzlich unterbunden. Ein Problemfeld lag zudem im Personal der Banken. Korruption und ungenügende Ausbildung erleichterte die Kreditvergabe, von der ebenfalls mit den jeweiligen Banken verbundene Personen profitierten.¹⁴⁸

5.2.2.2 Staatliche Einflußnahme

Während eine weitgehende Liberalisierung der Kapitalbewegungen vorgenommen wurde, unterlagen die Geschäftsbanken in den vier Staaten weiterhin vielfachen staatlichen Regulierungen. Dies drückt sich schon in einem im Vergleich zu anderen Staaten sehr hohen Anteil der Staatsbank- an den Gesamtbankaktivitäten aus, der teilweise bis zu 40% betrug. Im Bereich der Kreditvergabe ergab sich sogar in Indonesien ein staatlicher Anteil am Gesamtkreditvolumen von knapp 70%.¹⁴⁹ Darüber hinaus übte der Staat Einfluß auf alle nationalen Banken aus, indem er durch die Setzung verschiedener Rahmenbedingungen die Kreditvergabe zu lenken versuchte. Dies betraf nicht nur die Höhe des Kredites und dessen Zinses, sondern auch die Art der Kreditempfänger. So mußte in Indonesien z.B. ein Mindestanteil der Kredite an kleine und mittlere Unternehmen gewährt werden.¹⁵⁰

¹⁴⁷ Vgl. BIZ: 68. Jahresbericht, a.a.O., S. 134f.

¹⁴⁸ Vgl. Berensmann, Kathrin; Schlotthauer, Nicolas: a.a.O., S. 12f.

¹⁴⁹ Vgl. ebd., S. 6ff.

¹⁵⁰ Vgl. BIZ: 67. Jahresbericht, a.a.O., S. 127f.

Zusätzlich wurde in einigen Staaten, der Wettbewerb durch die Beschränkung der Zulassung ausländischer Banken behindert, trotz der Errichtung der BIBF in Thailand. Dies kann sich aus mehreren Gründen negativ auswirken, da den Auslandsbanken systemstabilisierende Eigenschaften zugewiesen werden. Sie können Kreditausfälle leichter an die Muttergesellschaften abtreten, ohne illiquide zu werden. Sie bringen bankentechnisches know-how mit und sie diversifizieren ihr Risiko i.d.R. über eine größere Anzahl Schuldner als einheimische Banken.¹⁵¹ Insbesondere die längere Erfahrung mit der Kreditvergabe führt zu einem geringeren Anteil notleidender Kredite, was z.B. in Südkorea festgestellt werden konnte.¹⁵²

Drohte zudem für eine Bank die Illiquidität, griff der Staat unterstützend ein, um Konkurs abzuwenden. Auf der einen Seite mag dieses Vorgehen wünschenswerte Effekte haben, fördert aber auf der anderen Seite ein gewisses Moral-hazard-Verhalten beim Eingehen von Risiken.

5.2.2.3 Aufsicht und Kontrolle des Bankensektors

So hoch der staatliche Einfluß auf die Banken war, so gering war die Kontrolle, was das übermäßige Eingehen von Risiken betraf. Internationale Bankenvorschriften, wie sie z.B. in der EU existieren, wurden erst spät in den neunziger Jahren, allerdings mit ständigen Verzögerungen und Nachbesserungen, eingeführt.¹⁵³ Diese konnten daher noch nicht zur Vermeidung der Krise beitragen. Zudem bleiben diese Risikostandards wirkungslos, wenn nicht gleichzeitig einheitliche und exakte Richtlinien über die Bilanzierung bestehen. Gerade dieses Problem bestand aber in Asien. Zum einen konnte aus den Bilanzen nicht abgelesen werden, daß eine große Anzahl an Krediten an stark in Fremdwährung verschuldeten Unternehmen gegeben wurde, zum anderen waren die Informationen über den Wert der Aktiva der Banken ungenügend vorhanden. So war eine Überwachung der maximalen Kreditvolumens nur eingeschränkt möglich. Ferner wurde die Bonitätsprüfung der Kreditnehmer gänzlich den Banken überlassen. Von größerer Bedeutung ist jedoch vielmehr das Eingehen von außerbilanziellen Geschäften, welche zusätzlich bestehende Bilanzierungsrichtlinien unterlaufen. Zu diesen Geschäften zählen insbesondere die Spekulation mit

¹⁵¹ Vgl. Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD): Open Markets Matter: The Benefits of Trade and Investment Liberalisation, Paris 1998, p. 155.

¹⁵² Vgl. Müller, Ralf: Die Finanzmittelallokation ausländischer Banken in Südkorea, in: Fischer, Bernhard; Reszat, Beate (Hrsg.): Internationale Integration der Devisen-, Finanz- und Kapitalmärkte, Baden-Baden 1996, S. 166.

Derivaten. Weitere Mängel der Aufsichtsbehörden bestanden darin, daß keine Überwachung der Verflechtungen der Banken mit sonstigen Finanzinstitutionen, die nicht unter die Bankenvorschriften fallen, stattfand. Gingen die Nichtbanken überhöhte Risikopositionen ein, wie im Falle Asiens, erhöht sich die Gefahr nicht vorhersehbarer Insolvenzen von Geschäftsbanken bei Finanzkrisen entsprechend.¹⁵⁴

Zusammenfassend kann festgestellt werden, daß es aus den vorgenannten Gründen und im Vertrauen auf die Fortsetzung der Boomphase zu einer sorglosen und ineffizienten Kreditvergabe in den asiatischen Ländern gekommen ist, ohne ausreichende Kreditwürdigkeitsprüfungen. Das Ergebnis war ein stark steigender Anteil notleidender Kredite am Gesamtkreditbestand.¹⁵⁵

5.3 Das Verhalten der Marktteilnehmer im Verlauf der Krise

Nicht die Furcht vor Einstellung der internationalen Zahlungsverpflichtungen, die bei vielen Krisen in Entwicklungs- und Schwellenländern, wie jüngst in Brasilien, eine Flucht aus der jeweiligen Währung auslöste, sondern eine Welle spekulativer Angriffe auf die Wechselkurssysteme Ostasiens übte offenbar einen entscheidenden Druck auf die betroffenen Staaten zur Aufgabe ihrer Währungsanbindung aus.

*„Asien habe seine Märkte gutgläubig geöffnet und multinationale Unternehmen hereingelassen; nun komme die Spekulation und prelle die Asiaten um die Früchte des hart erarbeiteten Erfolges.“*¹⁵⁶ so der Ministerpräsident von Malaysia Mahathir Mohamad auf der Jahrestagung von IWF und Weltbank im September 1997 in Hongkong. Den Schuldigen hat er dafür auch schnell gefunden: Hedge-Fund-Manager George Soros, den er als Gauner beschimpfte.¹⁵⁷ Soros hingegen weist diesen Vorwurf entschieden zurück. Er habe die Krise nicht ausgelöst, denn sein Fonds habe den Baht zwar im Frühjahr 1997 am Terminmarkt leerverkauft, aber keine

¹⁵³ Für einen vergleichenden Überblick der Bankvorschriften siehe Berensmann, Kathrin; Schlotthauer, Nicolas: a.a.O., S. 10.

¹⁵⁴ Vgl. ebd., S. 8ff.

¹⁵⁵ Vgl. BIZ: 67. Jahresbericht, a.a.O., S. 122.

¹⁵⁶ O.V.: Gehen die Uhren in Ostasien anders?, in: Neue Zürcher Zeitung vom 22.9.1997, S. 3, zit. nach: Köhler, Claus: a.a.O., S. 196.

¹⁵⁷ Vgl. Bello Walden: The Rise ...: a.a.O., S. 9.

Verkäufe mehr kurz vor Ausbruch der Krise getätigt.¹⁵⁸ Dennoch gibt er zu, daß der "... *Quantum Fonds, der von meiner [Soros'] Investmentfirma gemanagt wird, durch den Verkauf des thailändischen Baht ein Signal dafür gesetzt [hat], daß dieser überbewertet sein könnte.*"¹⁵⁹

Demnach müssen noch weitere Investoren an den Währungsverkäufen beteiligt gewesen sein. Wer allerdings in welchem Maße zu dem Druck auf den Wechselkurs beigetragen hat, ist nicht genau auszumachen.¹⁶⁰

Festzuhalten bleibt aber, daß der thailändische Baht mehreren spekulativen Angriffen ausgesetzt war. Die heftigsten Attacken im Januar und Mai 1997 konnte die thailändische Zentralbank durch Verkäufe ihrer Dollarreserven und Erhöhung der Zinssätze noch abwehren. Am 2. Juli wurde der Druck aber zu groß und die Bank gab den Baht frei.¹⁶¹

5.3.1 Ausbruch der Krise

Der Druck auf die Währungen der Region wurde aber nicht nur durch reine Spekulationen hervorgerufen. Auch andere Marktteilnehmer (Banken, institutionelle Investoren und Unternehmen) flohen aus verschiedenen Gründen vor und während der Krise in den US-Dollar.¹⁶²

Der erste Druck auf die Währung war schon im Juli 1996 zu spüren. Als die Bangkok Bank of Commerce vor dem Zusammenbruch stand und die Zentralbank mit finanziellen Hilfen das inländische Finanzsystem stützte, begannen sich internationale Investoren Sorgen über die Stabilität der thailändischen Wirtschaft zu machen und reduzierten ihre aufgebauten Positionen. Die Veröffentlichung der Wirtschaftsdaten für 1996 im Januar des folgenden Jahres erzeugte die zweite Druckwelle.¹⁶³ Die Zahlen verwiesen auf weiterhin hohe Leistungsbilanzdefizite bei einer Stagnation der Exporte. Dies weckte Befürchtungen, daß der kreditnehmenden Wirtschaft die

¹⁵⁸ Vgl. Soros, George: Die Krise des globalen Kapitalismus: Offene Gesellschaft in Gefahr, Berlin 1998, S. 179.

¹⁵⁹ Ebd., S. 186.

¹⁶⁰ Die Leerverkäufe über Forwards durch Hedge Funds können z.B. sowohl direkt mit der thailändischen Zentralbank abgewickelt werden, als auch indirekt über Vertragspartner im Ausland, über Inlandsbanken oder über im Inland ansässige Auslandsbanken, die wiederum ihre Positionen bei der Zentralbank schließen. Vgl. Eichengreen, Barry; Mathieson, Donald: a.a.O., p. 17.

¹⁶¹ Vgl. Bello, Walden: The Rise ...: a.a.O., S. 14.

¹⁶² Einen guten Überblick über die Chronologie der Ereignisse während der Asienkrise von Januar 1997 an bietet die folgende Webseite: Roubini, Nouriel: Chronology of the Asian Currency Crises and its Global Contagion, o. J., Online in Internet: URL: <http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/AsiaChronology1.html> (Stand 23.07.1999).

¹⁶³ Vgl. Eichengreen, Barry; Mathieson, Donald: a.a.O., p. 17.

Deviseneinnahmen fehlen würden, die sie für ihre Schuldendienstzahlungen benötigten. Zusätzlich belastend wirkte sich das Platzen der Blase am Immobilienmarkt aus. Sinkende Immobilienpreise sowie leerstehende Wohnungen und Büros führten zum Zahlungsverzug der ausländischen Kreditzinsen des Bauunternehmens Somprasong Land Company und später der Finanzgruppe Finance One.¹⁶⁴ Fast gleichzeitig brachen zwei große koreanische Firmenkonglomerate, Hanbo Steel und Sammy Steel, zusammen. Dies veranlaßte die Marktteilnehmer erneut, sich weiter aus Thailand zurückzuziehen.

Im Mai erreichte die schwelende Krise einen ersten Höhepunkt. In Deutschland und Großbritannien waren steigende Zinssätze zu beobachten und die japanische Notenbank drohte mit Zinserhöhungen, da der Yen sich zunehmend zum US-Dollar abschwächte. Dies hatte zur Folge, daß sich die Kreditspannen zwischen In- und Ausland verringerten und somit die Banken begannen, ihre offenen Fremdwährungspositionen durch Baht-Verkäufe zu schließen.

In Kenntnis der Verschlechterung der Wettbewerbsposition der thailändischen Wirtschaft durch die Yen-Abwertung, revidierten die Anleger ihre Anlageentscheidungen. Größere Bestände an Aktien und Anleihen wurden verkauft und Banken wie institutionelle Anleger konvertierten die Erlöse in Hartwährungen oder schlossen die bestehenden Positionen über Short-Positionen in Forwards. Zusätzlich traten Spekulanten, wie z.B. Hedge Funds, in den Markt, die auf eine Abwertung des Baht wetteten. Diesem enormen Kapitalabfluß mußte die thailändische Zentralbank dann schließlich im Juli nachgeben.¹⁶⁵

5.3.2 Ausbreitung der Krise

Nach der ersten Abwertung, durch die der Baht knapp 20% an Wert einbüßte, setzte sich die Talfahrt weiter fort.¹⁶⁶ Inländische Unternehmen versuchten ihre Auslandsverbindlichkeiten durch Devisenkäufe zu decken und institutionelle Investoren flüchteten weiter in den sicheren Hafen hochwertiger Anleihen im Ausland, um Verluste zu begrenzen.¹⁶⁷ Die Mechanismen, die zu einer verstärkten Kapitalflucht führten, insbesondere die Trendverstärkung durch Programmhandel und

¹⁶⁴ Vgl. Bello, Walden: The Rise ...: pp. 12f.

¹⁶⁵ Vgl. Eichengreen, Barry; Mathieson, Donald: a.a.O., p. 17.

¹⁶⁶ Siehe Grafik 8.

¹⁶⁷ Vgl. Mayer, Leo; Schmid, Fred: Tiger, Drachen, Finanzhaie und die Hyänen des IWF: Wirtschaftskrise in Südostasien und die Weltwirtschaft, isw-wirtschaftsinfo Nr. 27, München 1998, S. 5.

Herdenverhalten, verbunden durch die hohen Volumina der zunehmend internationalisierten Anlagen, kamen hier zum Tragen.¹⁶⁸

Ermutigt durch die Gewinne aus der erfolgreichen Spekulation gegen die thailändische Währung, richteten sich die Attacken der Devisenspekulanten nun auch gegen die Währungen der asiatischen Nachbarstaaten. Dieser Demonstrationseffekt führte dazu, daß auch die inländischen Unternehmen und Banken der betroffenen Staaten ihr eigenes Wechselkursrisiko aus den Auslandskrediten erkannten und versuchten, diese durch Dollarkäufe zu reduzieren.

Die Konkurrenzsituation innerhalb der ostasiatischen Region war ein weiterer Ausbreitungsfaktor. Die Währungsabwertung eines Landes führte automatisch zur Verschlechterung der Wettbewerbsposition der nichtabwertenden Länder, was zusätzlichen Druck auf den Wechselkurs erzeugte.¹⁶⁹ Die einsetzende Kapitalflucht aus der gesamten Region wurde mit unterschiedlicher Intensität der einzelnen Zentralbanken durch Dollarverkäufe und Zinsanhebungen zu stoppen versucht, ohne Erfolg.

Als zweites Land gab Malaysia die Wechselkursanbindung des Ringgit auf. Dort waren ähnliche Entwicklungen zu beobachten wie in Thailand. Schlechte wirtschaftliche Daten über Leistungsbilanzdefizite und Exportwachstum sowie Überinvestitionen im Immobiliensektor, gefördert durch staatliche Prestigebauten (u.a. Sarawak-Staudamm; Petronas Tower, das mit 88 Stockwerken höchste Bürogebäude der Welt), führten zur Flucht von Anlegern und zum Engagement von Spekulanten.¹⁷⁰ Die Spekulationswelle griff dann immer weiter um sich. Letztendlich mußten die indonesische Rupiah, der philippinische Peso, der Singapur-Dollar und der südkoreanische Won empfindliche Einbußen hinnehmen. Einzig Hongkong konnte aufgrund ausreichender Devisenreserven seinen Dollar vor einem Absturz bewahren.¹⁷¹

Wie oben bereits ausgeführt, ist das Verhalten der Banken und institutionellen Anleger, insbesondere das der Hedge Funds, während der Asienkrise schwer abzuschätzen. Dennoch stellte die Bank für internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) einige typische Verhaltensmuster fest. Am längsten blieben die internationalen Banken im Markt engagiert, was sich in der weiteren Zunahme der Kreditvergabe

¹⁶⁸ Siehe Kapitel 4.

¹⁶⁹ Vgl. BIZ: 68. Jahresbericht, a.a.O., S. 121.

¹⁷⁰ Vgl. Bello, Walden: The Rise ...: a.a.O., p. 14.

bis ins zweite Quartal 1997 widerspiegelt.¹⁷² Erst im dritten Quartal begannen sich die Forderungen zu reduzieren.¹⁷³ Wesentlich früher zogen sich dagegen die institutionellen Investoren zurück. Pensionsfonds begannen bereits Ende 1996, Hedge Funds im Frühjahr 1997, Kapital aus Asien zurückzuziehen. Die Mittel wurden dann teilweise in lateinamerikanische Länder umgeschichtet. Die Anleger in Investmentfonds reduzierten ebenfalls erstmals Anfang 1997 ihre Engagements in asiatischen Fonds, zugunsten von Fonds mit Schwerpunkt auf Lateinamerika. Diese Tendenz verstärkte sich zwar noch bis Mitte des Jahres, im Herbst wurde sich jedoch aus beiden Regionen zurückgezogen.¹⁷⁴ *„Aber auch wenn die verschiedenen Anleger ihre Positionen in Südostasien zu unterschiedlichen Zeitpunkten abzubauen begannen, sah sich die Region im zweiten Halbjahr 1997 einem allgemeinen Kapitalabzug sowohl durch Banken als auch durch Nichtbankinstitute ausgesetzt. Dies veranschaulicht das Ausmaß, in dem weitgehend gleichgerichtete Strategien verschiedener Marktteilnehmer zu einer Verschärfung der Preisbewegungen bei Vermögenswerten beitragen können.“*¹⁷⁵

5.3.3 Rolle der Hedge Funds

Eine eingehendere Beachtung verdienen die Hedge Funds. Aufgrund von Schätzungen konnte die BIZ bei der Gesamtheit der Hedge Funds nur geringe Short-Positionen in asiatischen Währungen feststellen.¹⁷⁶ Zu ähnlichen Ergebnissen kommen auch Untersuchungen im Auftrag des IWF. Short-Positionen in Forwards auf den thailändischen Baht wurden zwar festgestellt, deren Wichtigkeit für den Währungsdruck wird jedoch weit geringer eingeschätzt, als die Auflösung von Long-Positionen, sprich Aktien- und Anleiheverkäufen. Zudem könnte das Short-Gehen in Forwards nicht in jedem Fall Ausdruck von Spekulationen sein, sondern könnte auch als Sicherheitsstrategie gesehen werden, um Wertpapiere nicht verkaufen zu müssen. Des weiteren bemerkt das IWF-Team, daß, obwohl

¹⁷¹ Vgl. Köhler, Claus: a.a.O., S. 193f.

¹⁷² Dies wurde unterstützt durch die wichtigsten Rating-Agenturen, die für einige ostasiatische Staaten die Bonität noch kurz vor der Krise erhöhten. Erst danach wurde mit Verzögerung ein Herabstufung vorgenommen. Vgl. BIZ: 68. Jahresbericht, a.a.O., S. 142. Indonesien und Südkorea fielen am 21.12.97 auf "non-investment grade" zurück. Dies bedeutet zusätzlich ein Ansteigen des Kapitalabflusses, da viele Fonds aus Anlegerschutzgründen nicht mehr in diese Länder investieren dürfen.

¹⁷³ Vgl. ebd., S. 166.

¹⁷⁴ Vgl. ebd., S. 103ff.

¹⁷⁵ Ebd., S. 106.

¹⁷⁶ Vgl. ebd., S. 105.

einige Hedge Funds Forward-Kontrakte schon im Februar verkauften, der Großteil der Verkäufe jedoch im Mai stattfand. Damit stünden sie aber am Ende der Herde. Auch für die anderen Abwertungen, wie die der Rupiah, des Ringgit und des philippinischen Peso, wären die Hedge Funds nicht die Hauptverantwortlichen. Zum einen hätten sie kaum Zugang zum nationalen Kreditmarkt (in Malaysia und auf den Philippinen), um sich zu verschulden. Dies spräche eher für Spekulationen durch inländische oder im Inland ansässige Banken. Zum anderen wären ihre Positionen zu gering (Indonesien), wohingegen internationale Banken in Kenntnis der ungesicherten Kredite der einheimischen Wirtschaft, die Kapitalflucht anführten.¹⁷⁷

Ein weiterer wichtiger Punkt, der gegen die Hauptschuld der Hedge Funds für die Asienkrise spricht, ist nach dem IWF-Papier die Performance der Fonds. Die zwei größten Makro Hedge Funds¹⁷⁸ erzielten zwar im Juli 1997 Wertzuwächse von 10-15%, jedoch verringerten sich diese auf knapp über 0% bzw. ca. -7% im Folgemonat.¹⁷⁹ Dies könnten Anzeichen dafür sein, daß die Fonds zu den Ersten gehörten, die auf die asiatischen Märkte zurückkehrten. Generell mußten einige Hedge Funds aus der Asienkrise Verluste hinnehmen, da sie von dem Ausmaß der Krise überrascht wurden und zu hohe Long-Positionen an den asiatischen Aktienmärkten eingegangen waren.¹⁸⁰

Diese Aussagen decken sich teilweise mit den Schilderungen von George Soros. *„...[W]ir waren Käufer, als die Währungen fielen. Und wir haben die Ringgits erworben, um die Profite unserer früheren Spekulation zu realisieren - viel zu früh, wie sich herausstellen sollte.“*¹⁸¹ Zudem seien die Banken auf den Devisenmärkten die wichtigeren Akteure. Damit weist er zwar, wie eingangs beschrieben, die Verantwortung für die Krise von sich, gibt aber auch zu, daß Hedge Funds nicht nur ein Signal für eine Überbewertung liefern, sondern auch aufgrund ihrer Orientierung an absoluter Performance aktiv einen Trendwechsel (Aufgeben der festen Wechselkurse) herbeiführen können.¹⁸²

¹⁷⁷ Vgl. Eichengreen, Barry; Mathieson, Donald: a.a.O., pp. 17ff.

¹⁷⁸ Hierbei handelt es sich um Hedge Funds, deren Strategie darauf beruht, makroökonomische Ungleichgewichte an den Märkten herauszufinden und sich zunutze zu machen. Vgl. Kodres, Laura: Hedge Fund Investment Strategies, in: Eichengreen, Barry; Mathieson, Donald et al. (eds.): Hedge Funds and Financial Market Dynamics, Washington DC 1998, p. 47.

¹⁷⁹ Vgl. Chadha, Bankim; Jansen, Anne: a.a.O., p. 41. Welche Fonds dies waren, wird nicht angegeben. Im Dezember 1995 waren jedoch der zweitgrößte Makro Hedge Fund der Jaguar Fund N.V. und der größte der Quantum Fund N.V. der Soros Fund Management. Vgl. Cottier, Philipp: a.a.O., p. 26.

¹⁸⁰ Vgl. Eichengreen, Barry; Mathieson, Donald: a.a.O., p. 18.

¹⁸¹ Soros, George: a.a.O., S. 179.

¹⁸² Vgl. ebd., S. 185f.

George Soros sollte überdies wissen, daß seine Person spätestens seit 1992, als er maßgeblich zur Abwertung des britischen Pfundes beigetragen hat¹⁸³, im Rampenlicht der Öffentlichkeit steht. Allein seine Werturteile über Kurse, können diese schon bewegen, ohne daß er sich selber engagieren müßte. Zudem gehört er auch zu den politisch einflußreicheren Männern.¹⁸⁴ Aus diesen Gründen mußte er sich von vornherein über die Konsequenzen bewußt sein, die das Bekanntwerden seiner Spekulationen hervorrufen würden.

¹⁸³ Die Gewinne aus dieser Spekulation werden auf umgerechnet zwei Milliarden DM geschätzt. Vgl. Helfrich, Peter: Weltmeister der Spekulanten, in: Geldidee, H. 2 (1998), S. 13.

¹⁸⁴ So wird der ehemalige US-Außenminister Talbott mit den Worten zitiert: "Wir versuchen, unsere Politik mit Deutschland, Frankreich, Großbritannien und George Soros abzustimmen." Zit. nach dem Umschlagrücken des Buches von Soros, George: a.a.O.

6 Abschließende Bemerkungen

Wie in der vorliegenden Arbeit gezeigt wurde, ist die Globalisierung der Wirtschaft zunehmend zu einer Globalisierung der Finanzmärkte geworden. Längst werden internationale Kapitalbewegungen nicht mehr durch den Handel determiniert, sondern erfüllen einen Selbstzweck. Es wird sich nicht mehr damit begnügt, das Ersparte als "Notgroschen" auf dem Sparsbuch liegen zu lassen, sondern es muß eine maximale Rendite erzielen. Behilflich sind dabei die institutionellen Anleger, insbesondere die Investmentfonds, die sich zunehmender Beliebtheit erfreuen. Aus den Möglichkeiten, die sich diesen Global Playern bieten, resultieren jedoch eine Reihe von Problemen, die die Instabilität von Finanzmärkten fördern. Eindringlicher Beweis hierfür ist der Ausbruch der Asienkrise.

Wer letztendlich die Hauptschuld an der Krise trägt, ist unerheblich. Die makroökonomischen Daten, die im monetären Ansatz als Erklärung für Wechselkursrisiken bestimmend sind, reichten nicht aus, die Krise auszulösen. Auch die Liberalisierung der Kapitalbewegungen, bei weitgehender Regulierung des Bankensektors, ist keine ausreichende Begründung. Aber dies sind die Spannungsfelder, die die Glaubwürdigkeit einer Wechselkursparität gefährden und so die Spekulanten einladen, die Währung zu attackieren.¹⁸⁵ Und ohne das enorme international zur Verfügung stehende Kapital, wäre es nicht zu den Übertreibungen an den ostasiatischen Aktien-, Immobilien- und Bankenmärkten gekommen. Auch wenn die Spekulation wahrscheinlich der entscheidende Auslöser für den Ausbruch der Krise war, so beruhte sie lediglich auf einem Zusammenwirken aller Faktoren.

Ein Problem macht die Institutionalisierung in Verbindung mit der Internationalisierung der Finanzmärkte deutlich: Die Entscheidungen über Kapitalbewegungen werden in den Finanzmetropolen getroffen, die Folgen hat jedoch die Peripherie zu tragen. Sinkende Produktion und steigende Inflation sind nur einige Faktoren, die zu Banken- und Unternehmenszusammenbrüchen, Arbeitslosigkeit, Armut und sozialen Unruhen geführt haben.¹⁸⁶ Aber auch in anderen Teilen der Welt waren die Auswirkungen deutlich zu spüren. Infolge des

¹⁸⁵ Vgl. Althammer, Wilhelm: Spekulative Attacken bei festen Wechselkursen, in: WiSt, H. 7 (1999), S. 331.

Ausfalls asiatischer Nachfrage, verfielen die Preise vieler Rohstoffe, was zu Einkommensverlusten rohstoffexportierender Staaten führte.¹⁸⁷ Außerdem wurde den Banken und Anlegern das erhöhte Risiko hoher möglicher Erträge bewußt, mit der Folge des Rückzugs aus allen Schwellen- und Entwicklungsländern.¹⁸⁸

Auch für die Industriestaaten wurden schwere Zeiten vorausgesagt. Insbesondere Exportweltmeister Deutschland befürchtete einen Nachfrageausfall aufgrund billiger werdender asiatischer Exporte.¹⁸⁹ Die westlichen Industrieländer wurden aber bisher von einer Rezession verschont. Nach einem leichten Konjunkturrückgang in Europa, sehen die Prognosen für das nächste Jahr schon wieder besser aus.¹⁹⁰ Und auch bei den asiatischen Ländern ist eine Erholung in Sicht.¹⁹¹ Die Angst vor einer Weltwirtschaftskrise war also bis heute unbegründet.

Was kann aber den Ausbruch einer erneuten Krise verhindern? Die Diskussionen hierzu werden unter dem Stichwort "neue Finanzarchitektur" geführt. Neben Verbesserungsvorschlägen, die nationalen Finanzmärkte zu stärken, wird insbesondere die Wiedereinführung von Kapitalverkehrskontrollen und -steuern (Tobin-Tax) zur Verhinderung spekulativer Kapitalbewegungen gefordert.¹⁹² So hat z.B. Malaysia wieder Steuern auf die Konvertierung des Baht eingeführt. Ob diese Maßnahme wirkungsvoll ist, wird sich noch zeigen müssen.

Die Erfahrung hat aber gezeigt, daß internationales Kapital immer Kanäle findet, durch die es sich bewegen kann. Zudem bleiben eine Reihe grundsätzlicher Instabilitätsfaktoren der Finanzmärkte erhalten. Insbesondere das kurzfristig orientierte Verhalten der Investmentfonds birgt durch deren zunehmende Bedeutung und Internationalisierung ein Gefahrenpotential. Daher darf die Lösungssuche nicht auf nationale Strategien beschränkt bleiben, sondern muß zusätzlich auf supranationaler Ebene angegangen werden.

¹⁸⁶ Vgl. International Monetary Fund (IMF): World Economic Outlook: October 1998, Washington, DC 1998, pp. 46ff.

¹⁸⁷ Vgl. Ginsburg, Hans Jakob; Hoffmann, Michaela: Vor dem Ruin, in: Wirtschaftswoche, H. 41 (1998), S. 48.

¹⁸⁸ Vgl. Schmitt, Thomas: Die Währungsabstürze werden zur Gefahr für die Weltwirtschaft, in: Handelsblatt, Nr. 171 vom 07.09.1998, S. 45.

¹⁸⁹ Besonders deutsche Unternehmen nutzten die Gunst der Stunde und kauften v.a. in Südkorea massiv Anteile von billiger gewordenen Unternehmen auf. Vgl. Burgmaier, Stefanie; Kamp, Matthias; Schnitzler, Lothar: Gedämpfter Hochmut, in: Wirtschaftswoche, H. 35 (1998), S. 51.

¹⁹⁰ Vgl. DIW, HWWA u.a.: Die Lage der Weltwirtschaft und der deutschen Wirtschaft im Frühjahr 1999, HWWA-Report 190, Hamburg 1999, S. 5.

¹⁹¹ Vgl. Ebd., S. 10.

¹⁹² Vgl. Zugehör, Rainer: Die Globalisierungslüge: Möglichkeiten einer verantwortlichen Wirtschaftspolitik, Unkel/Rhein, Bad Honnef 1998, S. 120.

Bleibt zum Schluß nur die Hoffnung, daß Lösungen gefunden werden, die die Vorteile international verfügbaren Kapitals nutzbar machen, ohne der ständigen Gefahr von Krisen ausgesetzt zu sein.
Oder die Gesellschaft akzeptiert, daß es Grenzen der Globalisierung gibt.

Literatur:

Althammer, Wilhelm: Spekulative Attacken bei festen Wechselkursen, in: WiSt, H. 7 (1999), S. 330-334.

Arnold, Heinz: Gesellschaften - Räume - Geographien: Zur Auseinandersetzung mit aktuellen sozialen und räumlichen Ungleichheiten, Schriftenreihe des Zentrums für europäische Studien, Bd. 27, Trier 1997.

Association Luxembourgeoise des Fonds d'Investissement (ALFI): Directory 1998, Luxembourg 1998.

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ): 69. Jahresbericht, Basel 1999.

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ): 68. Jahresbericht, Basel 1998.

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ): 67. Jahresbericht, Basel 1997.

Bello, Walden: The Rise and Fall of South-east Asia's Economy, in: The Ecologist, No. 1 (1998), pp. 9-17.

Bello, Walden: Die asiatisch-europäischen Beziehungen und die Finanzkrise Südostasiens, in: epd-Entwicklungspolitik, H. 22 (1997), S. d20-d24.

Berensmann, Kathrin; Schlotthauer, Nicolas: Asiatische Währungs- und Finanzkrise: Ursachen, Auswirkungen und Lösungsansätze, Köln 1998.

Blommestein, Hans: Impact of Institutional Investors on Financial Markets, in: OECD (eds.): Institutional Investors in the New Financial Landscape, Paris 1998, pp. 29-106.

Boxberger, Gerald; Klimenta, Harald: Die zehn Globalisierungslügen: Alternativen zur Allmacht des Marktes, München 1998.

Brock, Ditmar: Wirtschaft und Staat im Zeitalter der Globalisierung: Von nationalen Volkswirtschaften zur globalisierten Weltwirtschaft, in: Aus Politik und Zeitgeschichte, H. 33-34 (1997), S. 12-19.

Burgmaier, Stefanie; Kamp, Matthias; Schnitzler, Lothar: Gedämpfter Hochmut, in: Wirtschaftswoche, H. 35 (1998), S. 51-52.

Busch, Alexander: In der Hand des Gouverneurs, in: Handelsblatt, Nr. 9 vom 14.01.1999, S. 10.

C&L Deutsche Revision (Hrsg.): Die Novellierung des Investmentrechts 1998 nach dem Dritten Finanzmarktförderungsgesetz, Frankfurt/Main 1998.

Chadha, Bankim; Jansen, Anne: The Hedge Fund Industry: Structure, Size, and Performance, in: Eichengreen, Barry; Mathieson, Donald et al. (eds.): Hedge Funds and Financial Market Dynamics, Washington DC 1998, pp. 27-41.

Cottier, Philipp: Hedge Funds and Managed Futures: Performance, Risks, Strategies, and Use in Investment Portfolios, Bern et al. 1997.

Davis, E. Philip: Pension Funds: Retirement-Income Security, and Capital Markets: An International Perspective, Oxford 1995.

Davis, E. Philip: Financial Market Activity of Life Insurance Companies and Pension Funds, Basel 1988.

Debiel, Tobias: Globale Entwicklung, in: Nohlen, Dieter (Hrsg.): Wörterbuch Staat und Politik, Sonderausgabe für die Landeszentralen für politische Bildung, München, Zürich 1995, S. 232-235.

Dennig, Ulrike: Kapitalmarktintegration in der Europäischen Union, in: Fischer, Bernhard; Reszat, Beate (Hrsg.): Internationale Integration der Devisen-, Finanz- und Kapitalmärkte, Baden-Baden 1996, S. 109-144.

Dennig, Ulrike: Die Euro-Teilmärkte: Analyse ihrer quantitativen und qualitativen Bedeutung im Vergleich zu den Finanzmärkten der Bundesrepublik Deutschland und der USA, Hamburg 1987.

Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (DIW), HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung-Hamburg (HWWA) u.a.: Die Lage der Weltwirtschaft und der deutschen Wirtschaft im Frühjahr 1999, HWWA-Report 190, Hamburg 1999.

Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (DIW), HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung-Hamburg (HWWA) u.a.: Die Lage der Weltwirtschaft und der deutschen Wirtschaft im Frühjahr 1998, HWWA-Report 181, Hamburg 1998.

Dicken, Peter: Global Shift: Industrial Change in a Turbulent World, London 1986.

Dickinson, Gerald M.: Issues in The Effective Regulation of the Asset Allocation of Life Insurance Companies, in: OECD (eds.): Institutional Investors in the New Financial Landscape, Paris 1998, pp. 421 - 445.

Die Gruppe von Lissabon: Grenzen des Wettbewerbs: Die Globalisierung der Wirtschaft und die Zukunft der Menschheit, München 1997.

Dieckheuer, Gustav: Internationale Wirtschaftsbeziehungen, 2. Aufl., München, Wien 1991.

Eichengreen, Barry; Mathieson, Donald: Hedge Funds and Financial Markets: Implications for Policy, in: Eichengreen, Barry; Mathieson, Donald et al. (eds.): Hedge Funds and Financial Market Dynamics, Washington DC 1998, pp. 2-26.

Filc, Wolfgang: Mehr Wirtschaftswachstum durch gestaltete Finanzmärkte: Nationaler Verhaltenskodex und internationale Kooperation, in: Internationale Politik und Gesellschaft, H. 1 (1998), S. 22-38.

FM Investors & Relations AG: Inside Guide, Nr. 37 vom 02.11.1998.

Friedrichs, Jürgen: Globalisierung – Begriff und grundlegende Annahmen, in: Aus Politik und Zeitgeschichte, H. 33-34 (1997), S. 3-11.

Ginsburg, Hans Jakob; Hoffmann, Michaela: Vor dem Ruin, in: Wirtschaftswoche, H. 41 (1998), S. 48-49.

Goldberg, Jörg: Tiger in Not, in: Blätter für deutsche und internationale Politik, H. 11 (1997), S. 1294-1298.

Guttmann, Robert: Die strategische Rolle der Pensionsfonds, in: PROKLA, H. 4 (1998), S. 643-650.

Hamm, Bernd: Internationale Verflechtung und Globalisierung, in: Schäfers, Bernhard; Zapf, Wolfgang (Hrsg.): Handwörterbuch zur Gesellschaft Deutschlands, Opladen 1998, S. 339-351.

Hamm, Bernd: Struktur moderner Gesellschaften: Ökologische Soziologie, Bd. 1, Opladen 1996.

Hein, Olaf-Christian: Pensionsfonds-Management in den USA unter dem Einfluß der Globalisierung von Wertpapieranlagen, Kiel 1991.

Helfrich, Peter: Weltmeister der Spekulanten, in: Geldidee, H. 2 (1998), S. 13.

Hielscher, Udo: Fischer Börsenlexikon, Frankfurt/Main 1992.

Hillmann, Karl-Heinz: Wörterbuch der Soziologie, 4. Aufl., Stuttgart 1994.

Huffschmid, Jörg: Kapital auf der Suche nach schnellem Gewinn: Die Hauptursachen liegen in den Metropolen – die Hauptfolgen trägt die Peripherie, in: E+Z, H. 3 (1999), S. 64-68.

International Monetary Fund (IMF): World Economic Outlook: May 1999, Washington, DC 1999.

International Monetary Fund (IMF): World Economic Outlook: October 1998, Washington, DC 1998.

International Monetary Fund (IMF): World Economic Outlook: October 1997, Washington, DC 1997.

Jacob, Michael: Investmentfonds: Möglichkeiten ihrer Ausgestaltung unter besonderer Berücksichtigung einer neuen Anlegerschutzkonzeption, Frankfurt/Main 1996.

Jenner, Gero: Die arbeitslose Gesellschaft: Gefährdet Globalisierung den Wohlstand?, Frankfurt/Main 1997.

Kodres, Laura: Hedge Fund Investment Strategies, in: Eichengreen, Barry; Mathieson, Donald et al. (eds.): Hedge Funds and Financial Market Dynamics, Washington DC 1998, pp. 42-54.

Köhler, Claus: Spekulation contra Entwicklungspolitik: Eine Analyse der ostasiatischen Währungskrise, in: Internationale Politik und Gesellschaft, H. 2 (1998), S. 191-204.

Lannoo, Karel: Institutional Investors, Capital Markets and EMU, in: OECD (eds.): Institutional Investors in the New Financial Landscape, Paris 1998, pp. 315-332.

Luhmann, Niklas: Die Gesellschaft der Gesellschaft, Frankfurt/Main 1997.

Mayer, Leo; Schmid, Fred: Tiger, Drachen, Finanzhaie und die Hyänen des IWF: Wirtschaftskrise in Südostasien und die Weltwirtschaft, isw-wirtschaftsinfo Nr. 27, München 1998.

McGrew, Anthony G.; Lewis, Paul G. et al.: Global Politics: Globalization and the Nation-State, Cambridge 1992.

Menkhoff, Lukas: Nicht nur ein Finanzdebakel: Zu konkurrierenden Erklärungsansätzen für die Asienkrise, in E+Z, H. 3 (1999), S. 69-71.

Müller, Ralf: Die Finanzmittelallokation ausländischer Banken in Südkorea, in: Fischer, Bernhard; Reszat, Beate (Hrsg.): Internationale Integration der Devisen-, Finanz- und Kapitalmärkte, Baden-Baden 1996, S. 145-171.

Nürk, Bettina: Institutional Investors and Their Implications for Financial Markets in Germany, in: OECD (eds.): Institutional Investors in the New Financial Landscape, Paris 1998, pp. 179-195.

Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD): Open Markets Matter: The Benefits of Trade and Investment Liberalisation, Paris 1998.

Päsler, Rüdiger: Handbuch des Investmentsparens, Wiesbaden 1991.

Plümper, Thomas: Internationalisierung und weltwirtschaftliche Integration, in: Brose, Hanns-Georg; Voelzkow, Helmut (Hrsg.): Institutioneller Kontext wirtschaftlichen Handelns und Globalisierung, Marburg 1999, S. 27-53.

Richebächer, Kurt: Börse und Kapitalmarkt, 4. Aufl., Frankfurt/Main 1971.

Roubini, Nouriel: Chronology of the Asian Currency Crises and its Global Contagion, o. J., Online in Internet: URL: <http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/AsiaChronology1.html> (Stand 23.07.1999).

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Wachstum, Beschäftigung, Währungsunion - Orientierungen für die Zukunft: Jahresgutachten 1997/98, Stuttgart 1997.

Schäfers, Bernhard: Krise, in: ders. (Hrsg.): Grundbegriffe der Soziologie, 4. Aufl., Opladen 1995, S. 171-173.

Schierenbeck, Henner: Grundzüge der Betriebswirtschaftslehre, 10. Aufl., München, Wien 1989.
Schmitt, Thomas: Die Währungsabstürze werden zur Gefahr für die Weltwirtschaft, in: Handelsblatt, Nr. 171 vom 07.09.1998, S. 45.

Soros, George: Die Krise des globalen Kapitalismus: Offene Gesellschaft in Gefahr, Berlin 1998.

Stehle, Richard: Das Zinsparitätengesetz, in: WiSt, H. 6 (1984), S. 291-296.

Stolte, Peter: Investmentfonds: Geldanlage mit Zukunft, Landsberg/Lech 1993.

Storck, Ekkehard: Globalisierung und EWU: Der Euromarkt als Finanz-Drehscheibe der Welt, 2. Aufl., München 1998.

Uszczapowski, Igor: Optionen und Futures verstehen: Grundlagen und neue Entwicklungen, 4. Aufl., München 1999.

Wagner, Gerhard: Die Aufgaben der betrieblichen und der überbetrieblichen Altersvorsorge, in: Barazon, Ronald (Hrsg.): Pensionsfonds: Betriebliche und überbetriebliche Altersvorsorge, Wien 1988.

Waters, Malcolm: Globalization, London, New York 1995.

Widler, Anton: Das kleine "1 x 1" der derivativen Finanzinstrumente: Grundlagen im Überblick, ZStP Sonderheft, Zürich 1995.

Zugehör, Rainer: Die Globalisierungslüge: Möglichkeiten einer verantwortlichen Wirtschaftspolitik, Unkel/Rhein, Bad Honnef 1998.