

Globalisierung der Finanzmärkte

WIE DIE FINANZIELLE GLOBALISIERUNG DIE FINANZMÄRKTE VERÄNDERT

Auf den internationalen, virtuellen Finanzmärkten handeln Teilnehmer aus der ganzen Welt. Anonym und durch Zeitzonen voneinander getrennt, erfordert der globale Handel die Entwicklung neuer Praktiken und Standards. Über den virtuellen Marktplatz des internationalen Devisen- und Wertpapiermarktes führt ein Wissenschaftler des Instituts für Geld und Internationale Finanzwirtschaft.

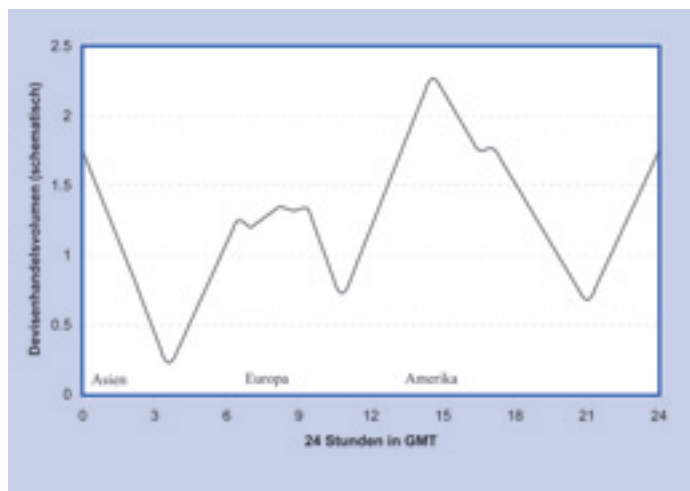
Die Globalisierung der Wirtschaft ist vielleicht nirgends so dramatisch voran geschritten wie an den Finanzmärkten. Dies liegt neben der Liberalisierungspolitik an den sinkenden Informations- und Transaktionskosten, die in der Finanzwirtschaft so massiv gesunken sind, dass es in vielen Bereichen faktisch keine nationalen Finanzmärkte mehr gibt. Dieser Wandel verändert die Finanzmärkte und wirkt auf das Verhalten der dortigen Teilnehmer.

Die Forschung am Institut für Geld und Internationale Finanzwirtschaft beschäftigt sich mit diesen Prozessen in verschiedenen Forschungsprojekten, die in diesem Beitrag mit angesprochen werden.

Vollkommen globale Devisenmärkte

Ein erstes instruktives Schlaglicht auf die heutige Welt internationaler Finanzmärkte wirft die Situation an Devisenmärkten, auf denen fremde Währungen gehandelt werden. Die großen Devisenmärkte haben schon lange vor den Wertpapiermärkten die ehemaligen Börsensäle verlassen und sind stattdessen Märkte an einem virtuellen Ort geworden.

Tatsächlich werden die wichtigen Währungen an elektronischen Märkten gehandelt, wobei die Marktteilnehmer aus aller Welt kommen und ihre Aktivität nur durch die



Zeitzone bestimmt wird. So findet der Dollarhandel während der europäischen Arbeitszeit weitgehend unter europäischen Teilnehmern, meist Banken, statt. Nachmittags greifen die US-Amerikaner von der Ostküste in das Geschehen ein, dann verlagert sich der Handel Richtung US-Westküste, die Australier und Asiaten kommen dazu und schließlich – 24 Stunden später – verlagert sich der Handel wieder nach Europa.

All dies findet im Rahmen desselben Handelssystems statt, wobei hier zwei große Anbieter und damit Systeme miteinander konkurrieren. Neben diesen Hauptmärkten gibt es eine Vielzahl weiterer Märkte, an denen ebenfalls Devisen gehandelt werden, etwa die Märkte zwischen Banken und Kunden oder Märkte für kleinere Währungen.

Anderer Informationsfluss

Allen Märkten gemeinsam ist die Tatsache, dass Informationen getauscht werden und sich im Zuge dieses Prozesses Preise bilden und verändern, im Fall der Devisenmärkte die Wechselkurse. Durch die Globalisierung und damit verbundene institutionelle Neuerungen verändert sich der Markt und damit die Form des Informationsflusses. So sind an Devisenmärkten heutzutage die Transaktionen zum Zeitpunkt des Abschlusses anonym, während man vor zehn Jahren die Gegenseite kannte.

Natürlich ist es interessant zu wissen, mit wem man ein Geschäft macht und zu spekulieren, was die Gegenseite wohl zum Abschluss bewegen mag. Insbesondere ist interessant, ob die Gegenseite Informationen besitzt, die sie dazu bewegt, genau die entgegen

Abbildung 1
Schematisches Devisenhandelsvolumen Asiens, Europas und Amerikas in einem Zeitraum von 24 Stunden. Quelle: Institut für Geld und Internationale Finanzwirtschaft, Leibniz Universität Hannover

gesetzte Position zur eigenen einzugehen, also beispielsweise zu verkaufen, während man selbst kaufen möchte.

In diesem Zusammenhang analysiert das **Institut für Geld und Internationale Finanzwirtschaft** einen ungewöhnlich detaillierten Datensatz, der demonstriert, dass die Marktteilnehmer in der heutigen Marktform die Information über die Gegenseite nach wie vor für wichtig halten. Die Information ist so wichtig, dass

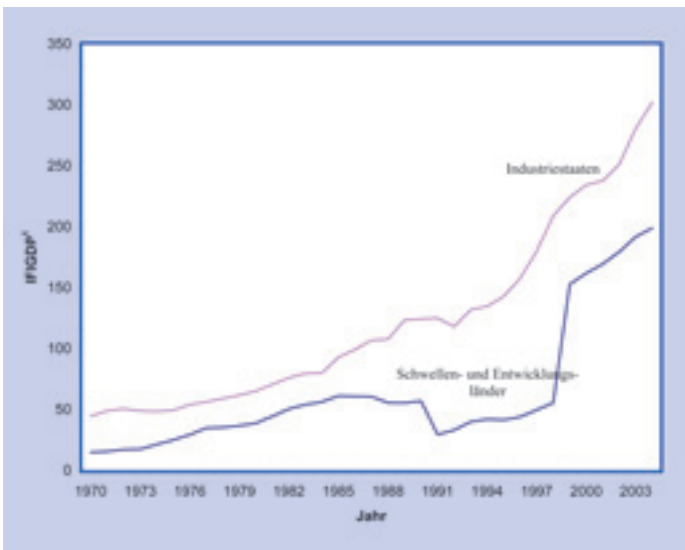
trale Funktion eines Finanzmarktes darstellt.

Internationale Preisbildung an Wertpapiermärkten

Im Unterschied zu den globalen Devisenmärkten sind die Wertpapiermärkte noch vergleichsweise stärker von nationalen Gegebenheiten bestimmt. Dennoch haben sich auch hier in den letzten Jahrzehnten die Verhältnisse grundlegend gewandelt.

ren zunehmend auch auf das Ausland ausgedehnt. Zwar mag es auf den ersten Blick als »riskant« erscheinen, in ausländische Wertpapiere zu investieren, doch in Wirklichkeit folgt dieser Schritt derselben Logik, wie die Ausweitung eines Portfolios von einem Titel über mehrere Titel zu verschiedenen Branchen – von einem Land hin zu mehreren Ländern.

Tatsächlich kann man zeigen, dass eine internationale Wertpapieranlage vorteilhafter



die Teilnehmer sie nach der Transaktion nutzen, sobald die Anonymität aufgehoben wird, um die tatsächliche Zahlung über Konten abzuwickeln. Die Nutzung kann man daran erkennen, dass weniger informierte Teilnehmer ihre Handelsrichtung an die besser Informierten anpassen. Um im obigen Beispiel zu bleiben: Nachdem man gekauft hat und hinterher feststellt, dass der (ex ante anonyme) Verkäufer als besser informiert einzuschätzen ist, wird die nächste eigene Transaktion vermutlich ebenfalls ein Verkauf sein.

Durch diese Anpassung erhalten die informierten Akteure sozusagen ein »höheres Gewicht« im Markt und können so die Preisbildung verstärkt prägen. Dies erhöht den Informationsgehalt der Preise im Devisenmarkt, was eine zen-

War der deutsche Aktienmarkt vor 25 Jahren noch weitgehend ein Markt der Deutschen unter sich, so haben grenzüberschreitende Transaktionen und darauf folgende finanzielle Verflechtung in enormem Tempo zugenommen. So kann man heute zwar nicht von einem globalen, aber doch von einem international eingebundenen deutschen Wertpapiermarkt sprechen – ähnliches gilt für die meisten entwickelten Volkswirtschaften.

Eine Ursache der zunehmenden finanziellen Verflechtung sind die dadurch erhofften höheren Erträge, unter Berücksichtigung des Risikos. Die generelle Einsicht, dass es für risikoscheue Investoren vorteilhaft ist, das Vermögen auf verschiedene Anlagen zu verteilen, wurde mit den 70er Jah-

ist als eine Beschränkung auf das Inland. Dieser Einsicht sind die Investoren gefolgt.

Aufgrund der internationalen Verflechtung bildet sich allerdings auch der Preis in angepasster Weise. Da Wertpapiere nicht mehr nur im nationalen Rahmen konkurrieren, spielt auch nicht mehr nur das Risiko im nationalen Markt, sondern das internationale Risiko eine Rolle.

Damit ergeben sich Übertragungskanäle, die die Wertpapiere in der Welt einander ähnlicher machen. Insofern eröffnet die Globalisierung zwar einerseits mehr Diversifikationsmöglichkeiten, aber andererseits ebnet sie diese durch die internationale Angleichung zugleich ein.

Abbildung 2 (links) Grenzüberschreitende Transaktionen spiegeln Vermögensverflechtungen mit dem Ausland wieder. Quelle: Philip R. Lane and Gian Maria Milesi-Feretti (2007), *The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970–2004*, in: *Journal of International Economics*, Vol. 73, S. 223–250.

¹ Das IFIGDP beschreibt die Summe aus ausländischem Vermögen und Verbindlichkeiten in Relation zum Bruttoinlandsprodukt.

Abbildung 3 (rechts) Internationale Verflechtungen beeinflussen die Preisbildung an den nationalen Aktienmärkten, die Unterschiede werden geringer. Quelle: Datastream

¹ Berücksichtigt wurden die nationalen Aktienindizes von zwölf Nationen.

**Mehr
Volatilitätsübertragung**

Weiterhin bewirkt die finanzielle Globalisierung aufgrund der niedrigeren oder gar verschwundenen Schwellen zwischen einzelnen Volkswirtschaften, dass sich auch unerwünschte Schocks leichter fortpflanzen.

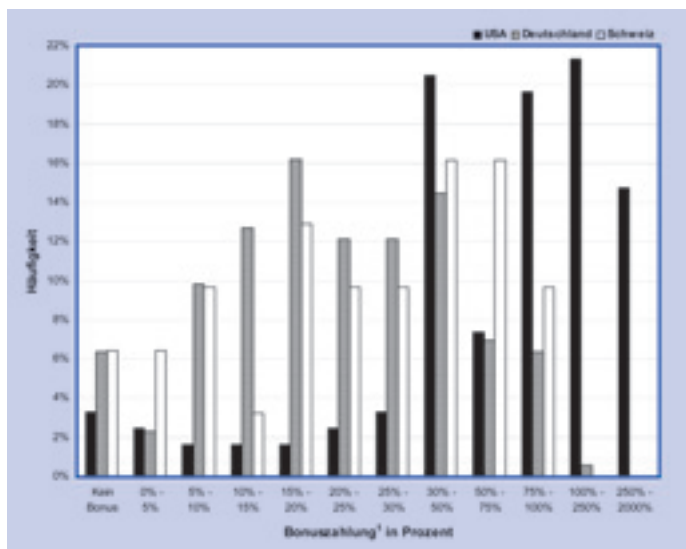
Die zahlreichen Finanzkrisen mit ihren über die Ländergrenzen hinweg gehenden Auswirkungen zeigen dies deutlich, wie die Krise bei US-

**Einheitliches
Asset Management?**

Selbstverständlich prägen die neuen globalen Finanzmärkte auch die dort tätigen Akteure, wie die für professionelle Vermögensverwaltung zuständigen Asset Manager. Aufgrund der Internationalität dieses Felds und der internationalen Konkurrenz kann man davon ausgehen, dass sich dementsprechende Theorien, Praktiken und Standards durchsetzen. Dies untersucht das

Es zeigt sich ferner, dass die internationalen Märkte – über die Länder hinweg – geschlechtsspezifische Verhaltensunterschiede nicht vollständig eliminiert haben. Tatsächlich verhalten sich Asset Managerinnen risikoaverser als ihre männlichen Kollegen, was allerdings nicht besser oder schlechter ist, da es auf die risikobereinigte Rendite ankommt.

Abbildung 4
Die Häufigkeit und prozentuale Entwicklung der Bonuszahlungen im Asset-Management begründen sich aus den länderspezifischen Gegebenheiten.
Quelle: Thomas Gehrig, Torben Lütje und Lukas Menkhoff (2008), Bonus payments and fund managers' behaviour: Trans-Atlantic evidence, Arbeitspapier, Hannover



¹ Bonuszahlung ist die erfolgsabhängige Zahlung auf ein fixes Grundgehalt pro Jahr.



Immobilienkrediten, die 2007/2008 eine weltweite Kreditkrise ausgelöst hat.

Die Übertragung von Volatilität zwischen Märkten erzeugt Instabilität und es spricht viel dafür, dass dieser Prozess Elemente einer Eigendynamik enthält.

So findet man bei einer Untersuchung der Bestimmungsfaktoren von Währungskrisen, die das Institut für Geld und Internationale Finanzwirtschaft in Zusammenarbeit mit einer Bank durchgeführt haben, dass Krisen neben schlechten wirtschaftlichen Bedingungen auch durch Übertragung von anderen Ländern – durch »Ansteckung« – begünstigt werden.

Entsprechend wird dieser Übertragungsweg in modernen Frühwarnsystemen mit berücksichtigt.

Institut für Geld und Internationale Finanzwirtschaft in einem langfristigen Forschungsprojekt.

Tatsächlich zeigt sich beides: Beharrungsvermögen von tradierten Strukturen und natürlich internationale Einheitlichkeit. Beharrungsvermögen finden wir, wenn wir untersuchen, ob länderspezifische Gegebenheiten noch Einfluss im Asset Management haben. Zu diesen Länderbesonderheiten gehört auch die Vergütung mittels Bonuszahlungen, die in den USA höhere Bedeutung als in Kontinentaleuropa hat und die sich ebenfalls im Asset Management niederschlägt.

Insofern sind es zwar internationale Märkte, aber dort handeln nicht einfach international homogene Akteure, selbst wenn die verwendeten Theorien und Strategien recht einheitlich sind.

**Ausländische Banken
als Konkurrenten**

Die Internationalität der Finanzmärkte erfasst in immer größerem Maße – neben den erwähnten Devisen- und Wertpapiergeschäften – auch den Kern des traditionellen Bankgeschäfts, die Kreditvergabe. Während Banken schon vor dem Ersten Weltkrieg, zur Zeit des Goldstandards, internationale Kredite vergaben, sind sie heute zunehmend als Wettbewerber in der ganzen Breite des Geschäfts vor Ort aktiv.

Es gibt nicht wenige Länder, in denen das Kreditgewerbe inzwischen von ausländischen Banken dominiert wird. Wesentliche Motive für die Politik, diesen Einfluss zuzulassen sind der damit einhergehende Technologietransfer sowie die Stabilität größerer Einheiten.

Allerdings wirkt diese Dynamik uneinheitlich in den betreffenden Ländern. Offen-



sichtlich profitieren diejenigen Akteure, die in Kontakt mit den ausländischen Banken kommen. Aufgrund von deren Wettbewerbsvorteilen sind dies zentrale Regionen und größere Unternehmen. Mit dem Zurückdrängen lokaler Finanzinstitutionen ist deshalb nicht automatisch eine verbesserte Versorgung aller Personen und Firmen verbunden. Insbesondere in weniger entwickelten ländlichen Räumen kann die Internationalisierung auch Nachteile mit sich bringen, wenn die Aufmerksamkeit der lokalen Banken allzu sehr auf die neuen Wettbewerber gerichtet ist.

Eine Forschergruppe unter Beteiligung des Instituts für Geld und Internationale Finanzwirtschaft untersucht die Rolle finanzieller Institutionen für die Absicherung ländlicher Haushalte in armen Regionen in Thailand. Von den Segnungen des internationalen Wettbewerbs ist hier nichts zu spüren: Ausländische Banken sind in diesen Gebieten nicht aktiv und auch die einheimi-

schon kommerziellen Banken haben ihre Aktivitäten nicht dorthin ausgeweitet. Vielmehr besteht Bedarf nach effizienteren Finanzinstitutionen, etwa um teurere informelle Kreditvermittler zu substituieren.

Ausblick

Die finanzielle Globalisierung ist weit voran geschritten. In manchen Bereichen gibt es inzwischen vollkommen globale Märkte, in den meisten Bereichen dominieren starke internationale Einflüsse und in wieder anderen, schrumpfenden Bereichen ist die Globalisierung nicht wirklich zu spüren. Globalisierung macht die Märkte nicht nur effizienter, sondern bringt auch andere Preisdeterminanten und Risiken ins Spiel. Dies erfordert Anpassungen der nationalen Finanzinstitutionen. Vor allem aber erfordert es auch eine noch ausstehende Anpassung der weitgehend staatlich verfassten Aufsichtsorgane an die internationalen Märkte.



Prof. Dr. Lukas Menkhoff

Jahrgang 1958, ist seit 2000 Direktor des Instituts für Geld und Internationale Finanzwirtschaft der Leibniz Universität Hannover. Kontakt: menkhoff@gif.uni-hannover.de

Abbildung 5
Viele ländliche Regionen bleiben von den Vorteilen des Wettbewerbs ausgeschlossen, Muhammad Yunus hilft mit der von ihm gegründeten Grameen Bank in Bangladesch mit Mikrokrediten zum Existenzaufbau. Für sein Engagement erhielt er 2006 den Friedensnobelpreis.
Foto: picture-alliance/obs