

Dennig, Ulrike

Article — Digitized Version

Verdrängt der EG-Kapitalmarkt den Euromarkt?

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Dennig, Ulrike (1988) : Verdrängt der EG-Kapitalmarkt den Euromarkt?,
Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 68, Iss. 6, pp. 310-316

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/136409>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Ulrike Dennig

Verdrängt der EG-Kapitalbinnenmarkt den Euromarkt?

Bis 1992 soll nach EG-Beschlüssen der innereuropäische Kapitalverkehr weitgehend liberalisiert werden. Werden im Zuge dieser Entwicklung die multinationalen Euromärkte an Bedeutung verlieren? Wie wird das EG-Finanzmarktssystem 1992 aussehen?

Nach Jahren der Stagnation mit vielen offiziellen Deklarationen, aber wenigen integrationspolitischen Fortschritten ist Europa nun wieder in Bewegung geraten. Mit der „Einheitlichen Europäischen Akte“ (EEA), die im Juli 1987 in Kraft trat, haben sich die zwölf Mitgliedsländer der Gemeinschaft verpflichtet, den europäischen Binnenmarkt bis zum 31. 12. 1992 zu verwirklichen¹. Sie haben gleichzeitig ein Abstimmungsverfahren eingeführt, das ermöglicht, notwendige Maßnahmen schnell einzuleiten. Die europäischen Unternehmen fangen deshalb schon an, sich auf größere Absatzmärkte und stärkeren Wettbewerb nach 1992 vorzubereiten.

Wenig Beachtung fand in diesem Zusammenhang bisher, daß der EG-Binnenmarkt nicht nur die Liberalisierung des Waren- und Personenverkehrs umfaßt, sondern auch die des Kapitalverkehrs und des Austauschs von Finanzdienstleistungen. Dabei sind die Chancen groß, daß die Finanzmärkte noch vor Ablauf der anvisierten Frist und eher als die Arbeits- und Dienstleistungsmärkte integriert werden können. Die möglichen Auswirkungen einer verstärkten Finanzmarktverflechtung verdienen schon von daher vermehrt Beachtung.

Die Börsenkrise im Oktober vergangenen Jahres hat deutlich gezeigt, wie sensibel internationale Finanzmärkte schon auf geringe Zins- und Strukturveränderungen reagieren können. Die EG-Kapitalmarktintegration wird zwangsläufig Strukturveränderungen im Börsen-, Banken- und Versicherungssektor bewirken, die

bis 1992 höchstwahrscheinlich noch nicht abgeschlossen sein werden. Kurzfristig wirkungsvoller dürften Veränderungen infolge der bis dahin weitgehend abgeschlossenen Liberalisierung des innereuropäischen Kapitalverkehrs sein. In diesem Zusammenhang interessiert hier insbesondere, ob und in welchem Ausmaß der EG-Kapitalbinnenmarkt nach 1992 den multinationalen Euromarkt ersetzen kann und mit welchen allokativen politischen Folgen zu rechnen ist.

Dazu wird im einzelnen untersucht, wie groß das maximale Verdrängungspotential am Euromarkt überhaupt ist, worin die besondere Qualität des Eurogeschäfts besteht und inwieweit dieser Standard an den EG-Finanzmärkten bis 1992 auch erreicht werden kann. Anhand der Ergebnisse läßt sich dann abschätzen, wie das Finanzmarktssystem in Europa 1992 aussehen wird und welche Folgen sich daraus ergeben können. Unter dem Begriff „Kapitalmarkt“ wird in diesem Zusammenhang der Finanzmarkt im weitesten Sinne verstanden, der sowohl den Geld-, Kredit- und auch den Wertpapiermarkt (den Kapitalmarkt im engeren Sinne) einschließt.

Das Verdrängungspotential

Eurogeschäfte werden in der Regel definiert als außerhalb der Währungsursprungsländer getätigte Fremdwährungsfinanzgeschäfte². Diese Kennzeichnung bleibt ungenau, da Eurogeschäfte heute in bestimmten

Dr. Ulrike Dennig ist Mitarbeiterin der Forschungsgruppe Monetäre Analysen, Grundsätze der Geldpolitik, in der Abteilung Konjunktur, Geld und öffentliche Finanzen des HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung-Hamburg.

¹ Vgl. Kommission der EG: Zwanzigster Gesamtbericht 1986, S. 35 f.; Thomas Läufer (Bearb.): EWG-Vertrag – Grundlage der Europäischen Gemeinschaft, Stand 1. Juli 1987 (einschl. EEA), Bonn 1988; Karin Rögge: Kann der EG-Binnenmarkt bis 1992 realisiert werden?, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 68. Jg. (1988), H. 3, S. 153 ff.

² Vgl. Henning Brandes: Der Euro-Dollarmarkt, Wiesbaden 1968, S. 1 ff.; Paul Einzig, Brian Scott Quinn: The Euro-Dollar System, 6th ed., London und Basingstoke 1977, S. 3 ff.; Gunter Dufey, Ian H. Giddy: The International Money Market, Englewood Cliffs, 1978, S. 4 f.

Ländern auch zwischen Inländern, im Inland und sogar in inländischer Währung abgeschlossen werden können. In jedem Fall sind es aber Großfinanzgeschäfte, die in Eurozentren der ganzen Welt zu bestimmten einheitlichen Marktusancen weitgehend frei von Regulierungen abgeschlossen werden³. Eurogeschäfte lassen sich wie nationale Finanzgeschäfte entweder dem Geldmarkt (Interbankenkredite mit Fristen bis zu 1 Jahr), dem Kreditmarkt (Nichtbankenkredite jeder Fristigkeit) oder dem Anleihen- bzw. Kapitalmarkt zuordnen⁴. Dadurch wird eine teilmarktbezogene Bestimmung des Verdrängungspotentials möglich.

In Abbildung 1 werden die Euro-Teilmarktgrößen der Jahre 1965, 1975 und 1985 aufgezeigt und denen der USA (den größten nationalen Teilmärkten der Welt) sowie der Bundesrepublik Deutschland graphisch gegenübergestellt. Die zusammengefaßten Größen der entsprechenden EG-Finanzmärkte sind aufgrund instrumenteller und organisatorischer Unterschiede noch schwer zu erfassen. Es kann aber davon ausgegangen werden, daß diese hinter denen der USA zurückbleiben und das Fünffache der deutschen Finanzmärkte nicht überschreiten. Der graphische Vergleich zeigt, daß die Euromarktgrößen schon 1975 kaum noch hinter denen der Bundesrepublik Deutschland zurückstanden und diese im Geldmarktbereich bereits übertrafen. Ab 1985 ließ der Euro-Geldmarkt dann auch den US-Geldmarkt weit hinter sich zurück und ist seither der größte der Welt⁵.

Überragende Bedeutung hat der Euromarkt allerdings nur im Geldmarktbereich. Die Euro-Kapitalmarktbestandsgröße betrug 1985 schätzungsweise nur 660 Mrd. und die Euro-Kreditmarktgröße 822 Mrd. US-\$, während die Eurogeldmarktgröße gleichzeitig 2 011 Mrd. und der US-Kredit- und US-Kapitalmarkt im gleichen Jahr 3 357 Mrd. und 3 633 Mrd. US-\$ erreichte. Die Struktur der Euromärkte unterscheidet sich damit deutlich von derjenigen nationaler Finanzmärkte. Sie wird durch den Geldmarktbereich eindeutig dominiert, der folglich auch über das größte Verdrängungspotential verfügt.

Allen Euromärkten gemeinsam ist ein außergewöhnlich starkes Wachstum im Vergleich zu den nationalen Finanzmärkten. Während die nationalen Finanzmärkte seit den sechziger Jahren durchschnittlich jährlich um

nominal 10% expandierten, wuchsen die Euromärkte um 30% (siehe Abbildung 2). Selbst bei einem reduzierten Euromarktwachstum von jährlich 20% wäre folglich bis 1992 mindestens mit einer Verdoppelung aller Euromarktgrößen zu rechnen. Der Gesamtmarkt, bestehend aus Eurogeld-, Eurokredit- und Eurokapitalmarkt, würde 1992 dann annähernd 12 700 Mrd. US-\$ erreichen.

Natürlich ist selbst unter Idealbedingungen nicht zu erwarten, daß sich diese Summen nach 1992 in vollem Umfang und sofort in Bewegung setzen. Dafür kommt von vornherein nur der Teil in Frage, der von EG-Marktteilnehmern untereinander oder der in EG-Währungen getätigt wird. Tabelle 1 enthält Schätzungen dieses Anteils für das Jahr 1987. Die Ermittlung des EG-Anteils kann nach verschiedenen Konzepten erfolgen, entweder ausgehend vom Geschäftsort, d.h. dem Sitz- oder Verwendungsland, oder von der Währung. Die Konzeptvielfalt ist Ausdruck bestehender statistischer Abgrenzungs- und Zuordnungsschwierigkeiten⁶.

Unabhängig vom Konzept erreichte der EG-Anteil 1987 jedoch nie mehr als 53% des Marktvolumens oder 21% der Fremdwährungen (vgl. Tabelle 1). Der Unterschied beruht darauf, daß der US-Dollar auch im Eurogeschäft der EG-Länder noch immer Haupttransaktionswährung ist. Dies wird auch am USA-Anteil der Währungen deutlich.

Die Kenntnisse über weltweit verstreute Euro-Anleihenbestände sind noch zu lückenhaft, um sie nach Ländern aufgliedern zu können. Überträgt man aber die bei Neuemissionen ermittelten Anteilswerte auf den geschätzten Gesamtbestand, dann erreicht der EG-Anteil an diesem 1987 maximal 285 Mrd. im Vergleich zu dem am Eurokreditmarkt von 225 Mrd. und am Eurogeldmarkt von 1 000 Mrd. US-\$. Werden nur Euro-Währungen verlagert, reduziert sich das Potential auf 197 Mrd., 137 Mrd. und 360 Mrd. US-\$. Bis 1992 ist – wie gesagt – jeweils mit einer Verdoppelung zu rechnen.

Weitere Begrenzungsfaktoren

In jedem Fall handelt es sich bei diesen Angaben jedoch um eine Obergrenze. Die tatsächlichen Werte liegen eher darunter, weil die Euromärkte zum einen statistisch überschätzt werden und zum anderen ein nicht abgrenzbarer Teil der von Banken in Europa getätigten Eurogeschäfte nach Ursprung und Verwendung nicht Europa zuzuordnen ist. Aber auch das verbleibende Potential steht kaum jederzeit in vollem Umfang zur Disposition. Kreditnehmer am Euroanleihen- oder Eurokreditmarkt haben sich in der Regel 5 bis 15 Jahre festgelegt, und selbst am Eurogeldmarkt ist ein erheblicher Marktanteil 12 Monate gebunden. Nach Angaben der Bank

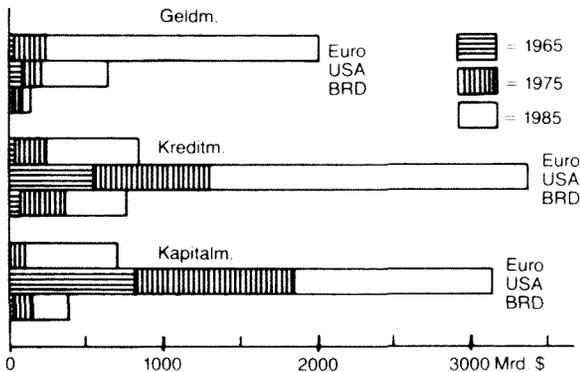
³ Probleme der Kennzeichnung und Abgrenzung von Eurogeschäften werden ausführlich behandelt in: Ulrike Dennig: Die Euro-Teilmärkte, Hamburg 1987, S. 23 ff.

⁴ Vgl. ebenda, S. 43 ff.

⁵ Zu den statistischen Erfassungsproblemen vgl. Ulrike Dennig: Die Euro-Teilmärkte, a.a.O., S. 197 ff.

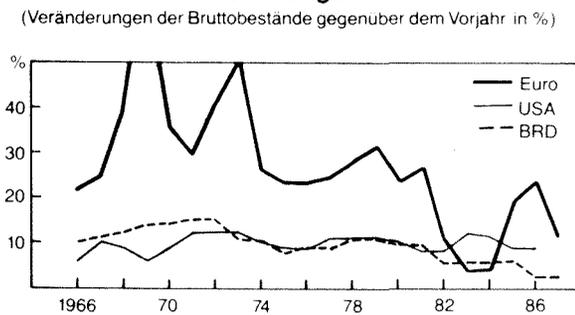
⁶ Vgl. Ulrike Dennig: Die Euro-Teilmärkte, a.a.O., S. 107 ff.

Abbildung 1
Euro-Finanzmarktgrößen im Vergleich
(in Mrd. US-Dollar)



Quellen: BIZ: International Banking and Financial Market Developments; US Board of Governors: Federal Reserve Bulletin, versch. Jgg.; IWF: International Financial Yearbook, versch. Jgg.; Deutsche Bundesbank: Monatsberichte und Beihette Reihe 2, versch. Jgg.; OECD: Financial Statistics, versch. Jgg.

Abbildung 2
Wachstum der Geldmarkt- und Kreditmarktforderungen
(Veränderungen der Bruttobestände gegenüber dem Vorjahr in %)



Quellen: Wie Abb. 1, eigene Berechnungen.

von England haben in London z.B. nur ungefähr 40% der Eurogeldgeschäfte Fristen unter 3 Monaten und circa 20% unter 8 Tagen⁷.

Selbst im Sekundärhandel bei Wertpapieren bedarf es einer gewissen Zinsmarge, die entstehende Transaktionskosten und -risiken abdeckt, bevor auf Zinsänderungen oder andere Marktsignale reagiert wird. Gleichwohl dürften auch Kapitalumschichtungen, die in wenigen Tagen „nur“ 150 bis 400 Mrd. US-\$ erreichen, Währungspolitikern nicht gleichgültig sein. So betragen nach Schätzungen der Bank of England die durchschnittli-

chen täglichen Gesamtumsätze an den Devisenmärkten in London und New York 1986 ca. 90 Mrd. US-\$, und der durchschnittliche tägliche Welthandel soll 1985 ungefähr 15,5 Mrd. US-\$ betragen haben⁸.

Ob Kapitalbewegungen überhaupt entstehen, hängt allerdings nicht allein von der quantitativen Größe des Verdrängungspotentials ab, sondern von den qualitativen Gegebenheiten, d.h. von den Möglichkeiten, qualitative Unterschiede zwischen Euro- und EG-Finanzgeschäften bis 1992 abzubauen. Aber worin bestehen eigentlich die Besonderheiten des Eurogeschäfts?

Besonderheiten des Eurogeschäfts

Die Existenz verschiedener Finanzmärkte basiert in der Regel darauf, daß differenzierten Finanzierungswünschen unterschiedlicher Marktteilnehmer, sei es in bezug auf Fristigkeit, Zinsgestaltung, Währung oder Risiko in besonderer institutioneller oder instrumenteller Weise Rechnung getragen wird. So dient der Geldmarkt in erster Linie dem schnellen kurzfristigen Liquiditätsausgleich zwischen Banken und der Kapitalmarkt der langfristigen Finanzierung umfangreicher Investitionen von Kapitalgesellschaften und staatlichen Instanzen. Eine solche Spezialisierung erhöht die Finanzierungseffizienz und damit das Wachstum und die volkswirtschaftliche Wohlfahrt.

Zwangsläufig entstehen dabei gewisse sachlich bedingte Zugangsbeschränkungen. Zugangsbeschränkungen bestehen außerdem zwischen Finanzmärkten verschiedener Länder. Zum Teil basieren diese auf der Notwendigkeit des Währungswechsels und den dabei entstehenden Kosten der Absicherung, zum Teil aber auch auf Kapitalverkehrskontrollen, d.h. Devisenbeschränkungen oder rechtlichen, steuerlichen oder regulatorischen Hemmnissen, die Ausländern den Zugang zu nationalen Finanzmärkten erschweren oder sogar verwehren.

Euromärkte stellen nun insoweit eine Besonderheit dar, als die Marktabgrenzung weder geographisch noch währungsmäßig erfolgt, sondern durch eine Spezialisierung auf große internationale Transaktionen. Eurobanken haben sich auf die speziellen Finanzierungsbedürfnisse von Großbanken, multinationalen Konzernen und staatlichen Instanzen im Zusammenhang mit Zahlungsbilanz- oder anderen Finanzierungsproblemen eingestellt. Zum Teil bieten Eurobanken dazu ein spezielles

⁷ Vgl. Bank of England: Quarterly Bulletin, März 1973.

⁸ Vgl. T. Padoa-Schioppa u.a.: Effizienz, Stabilität und Verteilungsgerechtigkeit – Eine Entwicklungsstrategie für das Wirtschaftssystem der Europäischen Gemeinschaft, Brüssel, April 1987, S. 57.

Tabelle 1
EG-Anteil am internationalen oder Eurogeschäft 1987
 (Auslandsforderungen berichtender Banken in Mrd. US-\$)

	EG	EFTA	USA u. Kanada	Japan	Gesamt- Vol.	EG in %
Bestandsgrößen						
Bruttovol. nach			nach Ländern			
– Bankensitzland	1922	2140	562	577	4157	46
– Verwendungsland	1219	1412	634	589	4157	29
davon: Geldmarkt	999	1138	485	345	3127	31
Kreditmarkt	225	274	149	44	1030	22
Fremdwährungs-Konzept	1608	1743	100	288	3005	53
			nach Währungen			
FW-Konzept brutto	497	636	2118 ^a	148	3005	17
davon: Geldmarkt	360	473	1612 ^a	126	2298	16
Kreditmarkt	137	163	506 ^a	22	707	19
Stromgrößen						
			nach Ländern			
Intern. Anleihen u. Euro-Kredite	ca. 105	160	54	53	334	ca. 31
			nach Währungen			
Intern. Anleihen	37	61	63	25	176	21
zum Vergleich:						
Exporte	796	917	307	211	1989	40

^a Einschließlich Offshore-Zentren.

Quelle: n: BIZ: International Banking and Financial Market Developments, Mai 1988; IWF: International Financial Statistics.

Instrumentarium an wie Roll-Over-Kredite mit flexiblen Zinsen, Konsortialkredite, Kreditpakete mit verschiedenen spezifischen Instrumenten und die verschiedensten Anleihenformen⁹. Zum Teil entsprechen die Instrumente aber auch denen an nationalen Geld- und Anleihenmärkten.

In jedem Fall unterscheiden sich die Transaktionen aufgrund ihrer Größenordnung, die im Einzelfall mehrere Millionen Währungseinheiten nicht unterschreitet. Dadurch sinken die anteiligen Verwaltungskosten und damit die notwendige Zinsmarge der Eurobanken. Eurobanken werden ferner dadurch begünstigt, daß verschiedene Kosten der Bankenregulierung entfallen. So unterliegen Eurobanken in der Regel keiner Mindestreservepflicht, nur einem Mindestmaß an Bankenaufsichtsregeln, und werden zudem noch steuerlich begünstigt. Diese Vorteile werden in den Ländern, in denen sich Eurozentren im Währungsursprungsland befinden, wie in den USA seit 1983 und Japan seit 1984, ausdrücklich eingeräumt.

Schließlich entfallen beim Eurogeschäft durch die Auslandslage auch noch Kapitalverkehrskontrollen der Währungsursprungsländer. Dies begünstigt das Eurogeschäft insbesondere dann, wenn Liquidität unter Währungswechsel mehrfach weitergereicht wird, bevor

sie einem Endabnehmer zufließt. Diese drei Kostenaspekte begründen die Wettbewerbsfähigkeit von Eurobanken, die es ihnen erlaubt, Kredite und Finanzanlagen etwas günstiger als nationale Banken anzubieten.

Eine vielleicht weniger kostenwirksame, aber ebenso wichtige Ursache des starken Wachstums der Euromärkte beruht auf der seit den sechziger Jahren wachsenden Nachfrage nach multinationalen Finanzgeschäften, die ihrerseits mit einer allgemeinen Öffnung der Märkte und zunehmenden Internationalisierung zusammenhängen.

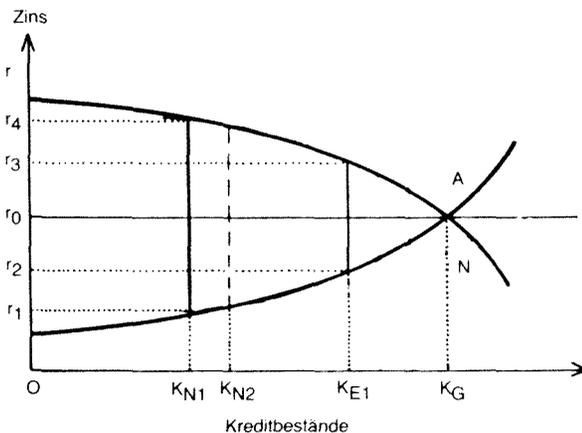
Enge Interdependenz

Dabei sind die Euromärkte nicht völlig isoliert und losgelöst vom nationalen Zinsniveau. Im Gegenteil, Eurobanken operieren meist sowohl an nationalen als auch an Euromärkten und sorgen über Arbitragegeschäfte für eine enge Zinsanpassung. Dabei ist die Interdependenz zwischen gleichartigen Märkten auf nationaler und Euro-Ebene sogar noch enger als zwischen den Geld-

⁹ Vgl. Dieter Gehrman: Die Effizienz des Euro-Kapitalmarktes, Hamburg 1978, S. 164 ff; Gerhard Tremer: Der Euromarkt, in: Hugo J. Hahn (Hrsg.): Integration im Europäischen Währungssystem, Baden-Baden 1980, S. 35; vgl. Gunter Dufey: The Significance of the International Capital Markets for the Currency Management of Firms Engaged in International Business, in: Wilhelm W. Wacker u. a. (Hrsg.): Internationale Unternehmensführung, Berlin 1981, S. 191 ff.

Kredit- und Kapitalmärkten der gleichen Geschäftsart. Es ist sogar anzunehmen, daß die Zinsen gleicher Fristigkeit, gleicher Finanzierungsart und Währung nur aufgrund von Kapitalverkehrskontrollen und Regulierungen differieren¹⁰. Damit kann der Euromarkt in einer Währung sogar als ein Teil des nationalen Finanzmarktes angesehen werden¹¹. Er basiert ohnehin auf Währungseinlagen, die nur auf nationaler Ebene unter Kontrolle der Zentralbank als „lender of last resort“ geschöpft werden können. Entsprechend gibt es dann nicht eine Kreditnachfrage nach Eurokrediten und eine nach nationalen Krediten, sondern nur eine Gesamtkreditnachfrage in einer Währung, die sich je nach den Gegebenheiten auf den nationalen und Eurokreditmärkten aufteilt.

Abbildung 3
Aufteilung von Gesamtkreditnachfrage und -angebot auf Euro- und nationalen Kreditmarkt



Anhand Abbildung 3 läßt sich dies nachvollziehen. Einer negativ elastischen Nachfrage nach Krediten (N) steht ein positiv elastisches Angebot (A) gegenüber. Fände der Kreditaustausch ohne Banken direkt statt, würde das Kreditvolumen im Gleichgewicht K_G erreichen. Ist der nationale Kreditmarkt völlig abgeschottet und Inlandsbanken gehen von der Zinsmarge $(r_4 - r_1)$ aus, dann erreicht dieser nur die Größe K_{N1} . Können Eurobanken nun Euro-Dollar unter Berücksichtigung einer Marge $(r_3 - r_2)$ anbieten, dann vergrößert sich das Gesamtkreditvolumen auf K_{E1} , und der Euromarkt erreicht die Größe $K_{E1} - K_{N1}$. Je geringer die Zinsmarge bei Eurobanken und je höher diese bei nationalen Banken ist, um so größer ist folglich der Anteil des Euromarktes in derselben Währung.

Können nationale Banken nun im Laufe der Zeit die Zinsmarge senken, so wird der Euromarktanteil zwangsläufig immer kleiner. Allerdings könnte die Euromarktgröße auch zurückgehen, wenn der allgemeine Bedarf an internationalen Finanzierungen abnimmt, was gemäß Abbildung 3 einer Verlagerung der Angebots- und Nachfragekurven nach links gleichkommt. Die Entstehung eines großen europäischen Binnenmarktes mit einer einzigen Währung könnte z. B. diese Folge haben.

Die Besonderheit des exterritorialen Charakters und die „Großhandelsqualität“ des Eurogeschäfts bewirkt also eine Reduzierung der Eurobank-Zinsmarge im Vergleich zu der nationaler Banken, und diese Margendifferenz ist der wichtigste Erklärungsfaktor für Existenz und Wachstum der Euromärkte. Eine Verdrängung des Eurogeschäfts setzt folglich voraus, daß nationale Banken zumindest im gleichen Geschäftsbereich eine ebenso niedrige Zinsmarge erreichen können. Das gilt nicht nur am Eurokreditmarkt, sondern auch am Eurogeld- und Eurokapitalmarkt und in allen Währungen. Ob diese Wettbewerbsfähigkeit seitens der EG-Banken bis 1992 erreicht werden kann, hängt von den bis dahin noch durchsetzbaren Finanzmarktveränderungen ab.

EG-Finanzmarktveränderungen

Die EG-Kommission ist in ihrem Bemühen um die Finanzintegration der EG-Länder bisher zweigleisig vorgegangen. Zum einen hat sie die Liberalisierung des Kapitalverkehrs vorangetrieben, zum anderen hat sie sich auf verschiedenen Ebenen um die Angleichung der finanziellen Rahmenbedingungen bemüht, d. h. insbesondere um eine Harmonisierung der Börsenregeln und der Bankengesetzgebung. Seit 1985 orientiert sie sich dabei an dem im Weißbuch zur Vollendung des Binnenmarktes bis 1992 festgelegten Programm¹².

Bei der Liberalisierung des Kapitalverkehrs beruft sich die Kommission auf Artikel 67 des EWG-Vertrages, der schon 1957 eine schrittweise Beseitigung aller Beschränkungen im Kapitalverkehr vorsah, allerdings nur „soweit es für das Funktionieren des Gemeinsamen Marktes notwendig ist“. 1960 und 1962 wurden gleich zwei Richtlinien zu diesem Zweck verabschiedet und

¹⁰ Vgl. Mitsuhiro Fukao, Masharu Hanazaki: Internationalisation of Financial Markets and the Allocation of Capital, in: OECD: Economic Studies No. 8, 1987, S. 41 ff.

¹¹ Vgl. Ulrike Dennig: Die Euro-Teilmärkte, a.a.O., S. 234 ff.

¹² Vgl. Kommission der Europäischen Gemeinschaft: Vollendung des Binnenmarktes – Weißbuch der Kommission an den Europäischen Rat, Brüssel, März 1985; W. Eizenga, H. Pfisterer: Kapitalmarktintegration und Sparkassen in der EG, Reprint, Tilburg 1981, S. 3 ff.

eine begrenzte Liberalisierung durchgesetzt. Danach stagnierte die Entwicklung bis 1985. Einen deutlichen Fortschritt erreichte erst die letzte, am 17. 11. 1986 verabschiedete, Richtlinie¹³.

Hinter allen diesen Richtlinien steht ein gemeinsames Konzept, bei dem alle in EG-Ländern möglichen Finanztransaktionen in Gruppen zusammengefaßt drei verschiedenen Freiheitsgraden zugeordnet und schrittweise vollständig liberalisiert werden sollen. Die erste Gruppe (Handelskredite, Direktinvestitionen, persönliche Kapitaltransaktionen) berührt EG-Grundrechte (wie die des freien Waren- und Dienstleistungsverkehrs) und wurde deshalb als erste schon 1960 völlig liberalisiert. In der zweiten Gruppe werden Wertpapiertransaktionen aller Art zusammengefaßt, deren Deregulierung den Weg zu einem einheitlichen EG-Wertpapiermarkt öffnet. Die völlige Liberalisierung dieser Transaktionen wurde 1987 beschlossen, wobei aber die Möglichkeit einer erneuten Regulierung angesichts ernster wirtschaftspolitischer Probleme weiterhin offensteht.

In der dritten Gruppe sind insbesondere kurzfristige Geldmarkt- und Kreditmarktgeschäfte zusammengefaßt. Hier waren die Hemmungen der Liberalisierung bisher am größten, da befürchtet wurde, es könnten angesichts bestehender Finanzstruktur- und Steuerunterschiede Zahlungsbilanz- und geldpolitische Probleme entstehen¹⁴. Klar wird erkannt, daß eine vollständige Liberalisierung des Kapitalverkehrs bei festen Wechselkursen, wie im EWS, den Spielraum autonomer nationaler Geldpolitik stark einschränkt und bei kleinen Ländern ganz ausschließt. Die Beseitigung aller Kapitalverkehrskontrollen erzwingt somit eine gemeinsame geldpolitische Strategie bzw. eine enge Koordinierung¹⁵.

Drei Ländergruppen

Untersucht man den Stand der Liberalisierung einzelner Länder, dann kann man drei Ländergruppen unterscheiden: Länder mit völlig freiem Kapitalverkehr (Bundesrepublik, Großbritannien und die Benelux-Länder), grundsätzlich liberalisierungsfähige Länder (wie Däne-

mark, Frankreich und neuerdings auch Italien) und solche, die sich Liberalisierungen mittels Schutzklausel noch entziehen. Dabei sind Fortschritte in Irland und Griechenland bis 1992 nicht zu erwarten. Spanien und Portugal unterliegen einer bis 1992 terminierten Ausnahme in der Hoffnung, daß dann eine Anpassung möglich sein wird¹⁶.

Die liberalisierungsfähigen Länder unterscheiden sich von der ersten Gruppe nur dadurch, daß noch einige wenige Kapitaltransaktionen auf Liberalisierung warten. Italien ist dabei ein interessanter Sonderfall. Bisher machte es regelmäßig von der Schutzklausel Gebrauch, doch diese Möglichkeit wurde ihm ab Juli 1987 von der Kommission nicht mehr zugestanden. 1986 hatte Italien bereits seine Währungsgesetzgebung völlig umgestellt, und nun scheint alles darauf hinzuweisen, daß es die EG-Liberalisierungsvorschriften bis zum 1. 10. 1988 umsetzt¹⁷.

Mit diesen Erfolgen sind die Pläne des Weißbuchs im Hinblick auf den Kapitalverkehr eigentlich schon verwirklicht. Dennoch hat die Kommission eine weitere Direktive zur völligen Liberalisierung auch der kurzfristigen Geldmarkt- und Kreditmarktgeschäfte vorgelegt. Eine weitere Richtlinie zur Festschreibung ähnlicher Deregulierungsverpflichtungen gegenüber Drittländern ist in Arbeit¹⁸. So könnten alle Kapitalverkehrsbeschränkungen, bis auf wenige Ausnahmen vielleicht in Griechenland und Irland und in erster Linie im Geldmarktbereich, bis 1992 aufgehoben sein.

¹³ Vgl. EG-Amtsblatt Nr. 921 vom 12. 7. 1960; EG-Amtsblatt Nr. 62 v. 22. 1. 1963; EG-Amtsblatt Nr. L. 372 v. 31. 12. 1985; EG-Amtsblatt Nr. L. 332 v. 26. 11. 1986.

¹⁴ Vgl. KOM(86)292 endg.: Mitteilung der Kommission an den Rat: Programm zur Liberalisierung des Kapitalverkehrs in der Gemeinschaft, Brüssel, den 23. 5. 1986.

¹⁵ Vgl. T. Padoa-Schioppa u. a., a.a.O., S. 98 ff.

¹⁶ Vgl. Christiane Hasche-Preusse: Steiner Weg bis zur völligen Liberalisierung, in: Wertpapier, 35. Jg. 1987, S. 194 ff.

¹⁷ Vgl. Sigrid Esser: Die Europäisierung des Marktes zwingt auch zur Anpassung der Finanzstrukturen, in: Handelsblatt vom 3. 11. 87.

¹⁸ Vgl. KOM(87) 550 endg.: „Schaffung eines Europäischen Finanzraums“, Brüssel, den 4. 11. 1987.

VERÖFFENTLICHUNGEN DES HWWA-INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG-HAMBURG

KONJUNKTUR VON MORGEN

ISBN 0023-3439

Der vierzehntäglich erscheinende Kurzbericht des HWWA – Institut für Wirtschaftsforschung – Hamburg über die Binnen- und Weltkonjunktur und die Rohstoffmärkte

VERLAG WELTARCHIV GMBH – HAMBURG

Fraglich bleibt allerdings, ob die notwendigen institutionellen und administrativen Veränderungen im Börsen-, Banken- und Versicherungsbereich Schritt halten können. Einerseits ist die Zahl der Richtlinien, die bis 1992 bearbeitet werden soll, sehr viel größer als im Kapitalverkehrsbereich; andererseits fanden bisher weniger als die Hälfte die Zustimmung des EG-Parlaments. Durchgesetzt wurden Richtlinien zur Angleichung des Aktien- und Gesellschaftsrechts. Im Börsenbereich wurden Zulassungsbedingungen, Prospekthalt und andere Handels- und Aufsichtsregelungen harmonisiert. Eine grundlegende Richtlinie zur Niederlassungsfreiheit und zum freien Finanzdienstleistungsverkehr ist de jure in Kraft, trifft in der Praxis aber auf vielerlei nationale Hemmnisse bei der Umsetzung.

Noch nicht einheitlich geregelt ist die Kennzeichnung von Banken und Banktätigkeiten oder deren Solvenz- und Liquiditätsvorsorge¹⁹. Selbst wenn es gelänge, alle geplanten Richtlinien bis 1992 zu erlassen, sind hier sicherlich noch nicht alle Harmonisierungsnotwendigkeiten abgedeckt. Unter diesen Bedingungen wird die Strukturvielfalt nationaler Märkte noch länger erhalten bleiben.

¹⁹ Vgl. T. Padoa-Schioppa u.a., aaO., S. 47.

Ausgehend von den drei Kostenvorteilen des Eurogeschäfts ist aufgrund des Abbaus von Kapitalverkehrskontrollen ab 1992 mit einer gewissen Verringerung des Wettbewerbsvorteils von Eurobanken zu rechnen. Auch dürften sich die Möglichkeiten verbessern, Großfinanzgeschäfte außerhalb der Euromärkte abzuwickeln. An eine Beseitigung nationaler Mindestreserven wurde bisher jedoch noch nicht gedacht. Insgesamt gesehen ist folglich mit einer integrationsbedingten Dämpfung des Wachstumstempos der Euroteilmärkte zu rechnen; eine völlige Verdrängung ist dagegen noch ausgeschlossen.

Betrachtet man die mögliche Entwicklung nach Teilmärkten, so eignet sich der Anleihenbereich am ehesten für eine europäische Zusammenfassung unter Einbeziehung des Euro-Anleihenmarktes. Die Geldmarktintegration ist dagegen selbst im EG-Bereich noch sehr gefährdet und wird durch die Belastung mit Mindestreserven gehemmt. Der Eurokreditmarkt schließlich besitzt die größten Spezialisierungsvorteile, so daß hier kaum Wachstumseinbußen zu befürchten sind. Die Situation könnte sich in Zukunft allerdings ganz erheblich zugunsten des EG-Bereichs verändern, wenn alle Mitgliedsländer sich auf eine einheitliche Währung einigen würden.

VERÖFFENTLICHUNGEN DES HWWA-INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG-HAMBURG

NEUERSCHEINUNG

Klaus Bolz
(Hrsg.)

DIE WIRTSCHAFTLICHE ENTWICKLUNG IN DEN SOZIALISTISCHEN LÄNDERN OSTEUROPAS ZUR JAHRESWENDE 1987/88

Die Osteuropa-Abteilung des HWWA-Instituts untersucht seit nunmehr 16 Jahren jeweils zu Jahresbeginn die wirtschaftliche Entwicklung in den einzelnen sozialistischen Ländern Osteuropas, und zwar insbesondere im Hinblick auf die Ergebnisse des vorangegangenen und die Entwicklungstendenzen des jeweils laufenden Jahres. Die Beurteilung der wirtschaftlichen Ergebnisse erfolgt insbesondere vor dem Hintergrund des laufenden Fünfjahrplans. In der diesjährigen Untersuchung wird den Wirtschaftsreformen in den einzelnen Ländern besondere Aufmerksamkeit geschenkt, dies nicht zuletzt mit Blick auf die wirtschafts- und gesellschaftspolitischen Reformen in der Sowjetunion und deren Ausstrahlung auf die einzelnen RGW-Partnerländer.

Großoktav,
ca. 350 Seiten,
brosch. DM 39,-
ISBN 3-87895-350-X

VERLAG WELTARCHIV GmbH – HAMBURG