

U. PFISTER

Ursprünge der Globalisierung

Die Entstehung der europäischen Weltwirtschaft ca. 1500–1850

14. Juni 2005

Die Entstehung von Finanzmärkten

Haupttypen von Finanzmärkten

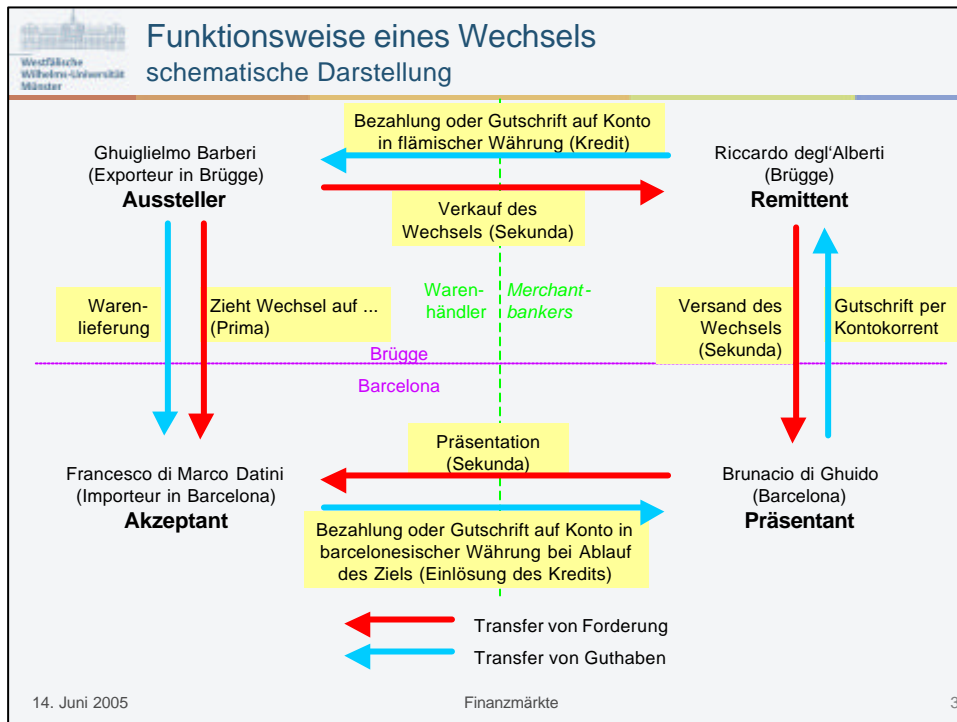
❖ Geldmarkt

- ❖ Der Handel mit Finanzinstrumenten mit kurzfristiger Fälligkeit (< 1 Jahr) wird gemeinhin als Geldmarkt bezeichnet
- ❖ Wechsel sind bis ins frühe 20. Jh. der Hauptgegenstand von Geldmärkten

❖ Kapitalmarkt

- ❖ Aktienmarkt
- ❖ Handel mit langlaufenden Schuldverpflichtungen, insbesondere Staatsanleihen

❖ Markt für Derivate



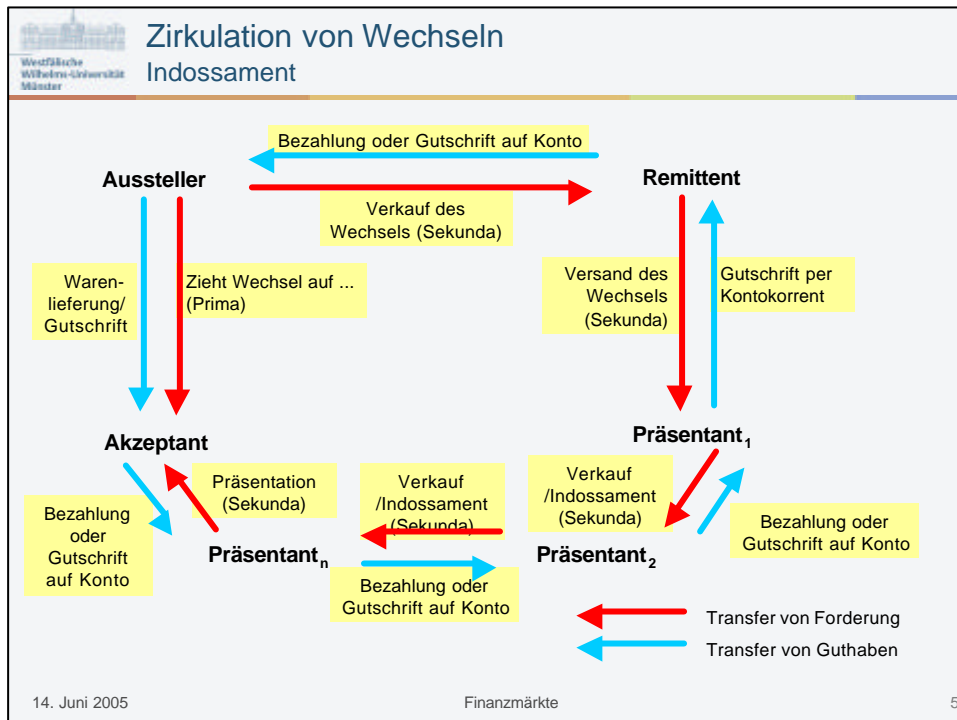
Finanztechnische Innovationen des 16. Jh.

In den mittleren Jahrzehnten des 16. Jh. erfolgen v. a. in Antwerpen und oberitalienischen Städten finanztechnische Innovationen, welche die Entstehung von Geldmärkten auf der Basis des Wechsels begünstigten

Hauptanknüpfungspunkt ist das Bedürfnis des Präsentanten, sofort und nicht erst nach Ablauf des Ziels über Liquidität zu verfügen. Dies erfordert Techniken des Transfers von Wechseln

- Indossament**
 - Das Recht, einen Wechsel einzulösen, wird vom ursprünglichen Präsentant an einen dritten gegen Bezahlung bzw. Gutschrift übertragen.
 - Die Übertragung wird durch Vermerk auf dem Rücken (ital: *dosso*) kenntlich gemacht
 - Die Übertragung ist mehrfach möglich
 - Die früheren Besitzer haften mit für die Einlösung des Wechsels, was dessen Sicherheit als Mittel des bargeldlosen Zahlungsverkehrs erhöht.
- Diskontierung**
 - Aufkauf eines Wechsels vor Ablauf des Ziels gegen Abzug von Zins en (Diskontsatz)

14. Juni 2005 Finanzmärkte 4

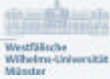


Institutioneller Rahmen
Das Problem der Sicherheit vor Zahlungsausfällen

Der Unterhalt von Kontokorrentbeziehungen über große Distanzen erfordert Vertrauen. Zunächst existieren nämlich keine Sanktionsmittel gegen Opportunismus (Nicht-Einlösung von Wechseln)

- ❖ **Lösung 1: Soziale Nähe der Kontraktpartner**
 - ❖ Der internationale Zahlungsverkehr lag lange in den Händen regionaler bzw. ethnisch-religiöser Diasporas (Italiener, Juden, Hugenotten)
 - ❖ Diasporas stellen jeweils kleine, hoch integrierte Gruppen dar. Die Nicht-Erfüllung von Verpflichtungen zieht den Ausschluss nach sich und damit die soziale und wirtschaftliche Marginalität.
 - ❖ International tätige Privatbanken entstehen im 18. und frühen 19. Jh. oft dadurch, dass ein Familienmitglied im Ausland eine neue Niederlassung gründet.
 - ❖ Diaspora und Verwandtschaft stellen die Sanktionsmittel für die Begrenzung von Kosten der Vertragserfüllung im internationalen Zahlungsverkehr dar
- ❖ **Lösung 2: Staatliches Recht**
 - ❖ Der Wechsel ist zunächst ein Kaufmannsbrauch, d. h. er genießt keinen Schutz vor städtischen bzw. staatlichen Gerichten
 - ❖ Ab Mitte 16. Jh. zunehmender staatlicher Schutz durch Wechselordnungen
1537/41 Antwerpen, im späteren 16. Jh. Italien, im 17. Jh. Niederlande, deutsche Städte

14. Juni 2005 Finanzmärkte 6




Westfälische
Wilhelms-Universität
Münster

Entstehung von Geldmärkten

Wechselmessen — Girobanken

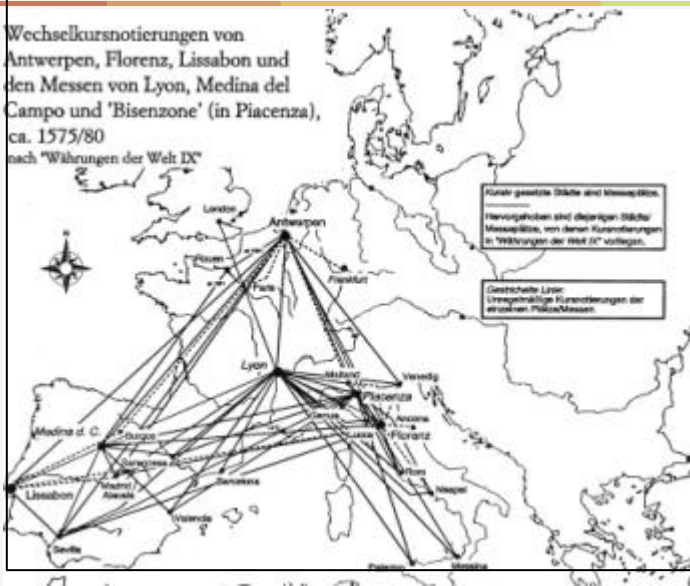
- ❖ **Wechselmessen** (i. d. R. vierteljährliche ortsgebundene Märkte)
 - ❖ Bis frühes 17. Jh. zentrale Rolle für internationalen Zahlungsausgleich
 ab 13. Jh. Champagne, 14. Jh. Genf, 15. Jh. Lyon, spätes 16./frühes 17. Jh. Piacenza; ab
 1530er J. in Antwerpen kontinuierlicher Wechselhandel
 - ❖ Funktionsweise
 - ❖ Wechsel werden nicht auf Ort gezogen, gegenüber dem eine Forderung besteht, sondern auf Wechselmesse
 - ❖ Auf der Wechselmesse werden Forderungen und Gegenforderungen verrechnet
 - ❖ Der Bedarf an Bargeld wird durch Übertragung von Salden mittels Wechseln auf nächsten Messetermin minimiert
- ❖ **Girobanken**
 - ❖ Meist städtische Einrichtungen, die durch Verrechnung bzw. Gutschriften auf Konto den bargeldlosen Zahlungsverkehr abwickeln
 Venedig (1587), Mailand (1593), Amsterdam (Wisselbank, 1609), Hamburg (1619)
 - ❖ Verbindung mit Wechselgeschäften
 - ❖ Auf Girobank kann ein Wechsel gezogen werden, wenn dort ein Konto unterhalten wird
 - ❖ Girobanken diskontieren Wechsel (in Amsterdam Pflicht für Beträge ab 600 Gulden)
 → Girobanken unterstützten die Entstehung liquider Geldmärkte
- ❖ **Privatbanken**
 - ... entstanden v. a. im 18. Jh. aus Wechselhandel als lange primärem Geldgeschäft

14. Juni 2005
Finanzmärkte
7



Westfälische
Wilhelms-Universität
Münster

Zentrale Wechselmärkte in Europa, spätes 16. Jh.



Wechselkursnotierungen von
Antwerpen, Florenz, Lissabon und
den Messen von Lyon, Medina del
Campo und 'Bisenzone' (in Piacenza),
ca. 1575/80
nach "Währungen der Welt IX"

Kurze gestrichelte Striche sind Messenplätze.
Hervorgehoben sind diejenigen Städte/
Messenplätze, von denen Kursnotierungen
in "Währungen der Welt IX" vorliegen.

Gestrichelte Linien:
Unregelmäßige Kursnotierungen der
einzelnen Plätze/Messen

Quelle: Denzel, Markus
A.: "La Practica della
Cambiatura": Europä-
ischer Zahlungsverkehr
vom 14. bis zum 17.
Jahrhundert (Stuttgart:
Steiner, 1994), S. 529

14. Juni 2005
Finanzmärkte
8

Der Wandel der Akteurstruktur

- ❖ **Ausgangspunkt: Nähe zum Handel**
 - ❖ Im Spätmittelalter traten Warenhändler regelmäßig als Aussteller bzw. Akzeptanten von Wechseln in Erscheinung
- ❖ **Verbreitete Struktur im 18. Jh.**
 - ❖ Warenhändler stellten Wechsel nicht mehr selber aus bzw. lösten sie nicht mehr ein, sondern kauften Wechsel von *merchant-bankers* für ihre Kredit- und Zahlungsbedürfnisse. Entsprechend traten sie nun v. a. als Remittenten bzw. Präsentanten auf.
 - ❖ Wechsel wurden nun v. a. auf andere Bankhäuser, mit denen Kontokorrentbeziehungen bestanden, gezogen.
 - ❖ Die Handelbarkeit des Wechsels bedeutete, dass eine Warenlieferung von A nach B mit auf einen überragenden Wechselmarkt (z. B. Amsterdam) gezogenen Wechseln bezahlt werden konnte. Händler (z. B. Exporteure) verkauften solche Wechsel an Bankhäuser mit Beziehungen zum jeweiligen Wechselmarkt.
- ❖ **Implikation: Leichter Zugang zum Fernhandel**

Der Fernhandel konnte den bargeldlosen Zahlungsverkehr nutzen, auch wenn

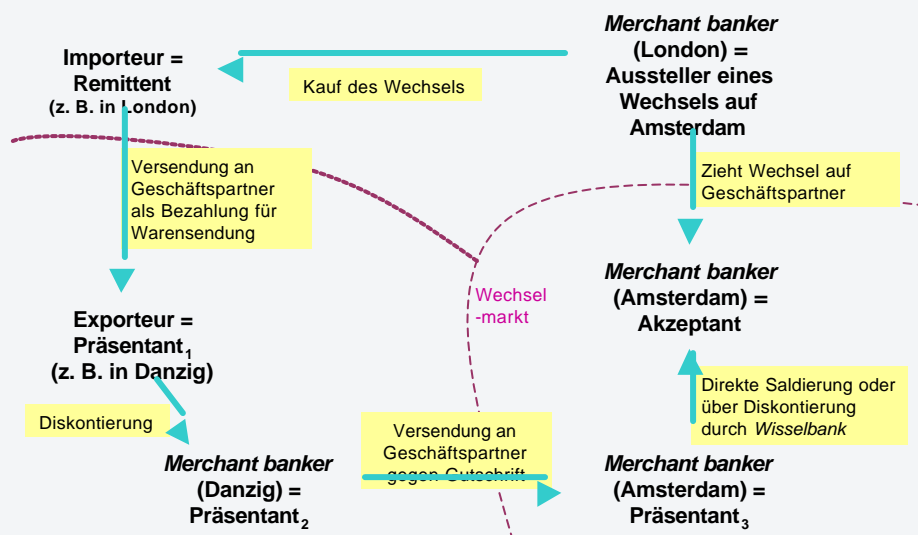
 - ❖ ... zwischen Lieferort und Destination keine direkten Bankverbindungen bestanden
 - ❖ ... die Geschäftspartner sich kaum kannten, also nicht derselben sozialen Gruppe/Diaspora angehörten

14. Juni 2005

Finanzmärkte

9

Nutzung von Wechselmärkten und Girobanken schematische Darstellung, 18. Jh.



14. Juni 2005

Finanzmärkte

10

Ausgangspunkt der Staatsfinanzierung instabiler kurzfristiger Kredit

❖ Fehlende Instrumente für langfristige Staatsverschuldung in den meisten Territorialstaaten

Die meisten Territorialstaaten (Spanien, Frankreich, England bis 3. Viertel 17. Jh.) verfügten am Beginn der frühen Neuzeit nur über zureichende finanztechnische Mittel, um eine langfristige Staatsverschuldung zu verwalten und solide zu finanzieren. Es dominierten deshalb kurzfristige, wenig stabile Finanzierungstechniken

❖ Das Beispiel Spaniens im 16. Jh.

- ❖ Die Staatsfinanzierung von Karl V. (1519–1556) und Philipp II. (1556–1598) basierte wesentlich auf amerikanischen Silberlieferungen
- ❖ Problem: Eintreffen der Silberlieferungen in Sevilla entspricht meist weder dem Zeitpunkt noch dem Ort des Bedarfs (Krieg gegen Frankreich aus Reich und Mailand; Niederländischer Aufstand) → kurzfristige Überbrückung durch Hoffinanciers (Fugger, Genuesen, etc.) mittels Wechseln, die außerhalb Spaniens einlösbar waren und mit Anweisungen auf Silbereingänge zahlbar waren
- ❖ Fehlende langfristige Verwaltung führte zu mehreren Staatsbankrotten, in denen kurzfristige Schulden in niedrig verzinsten langfristigen Verpflichtungen umgewandelt wurden

1557, 1575, 1596, 1607, 1627

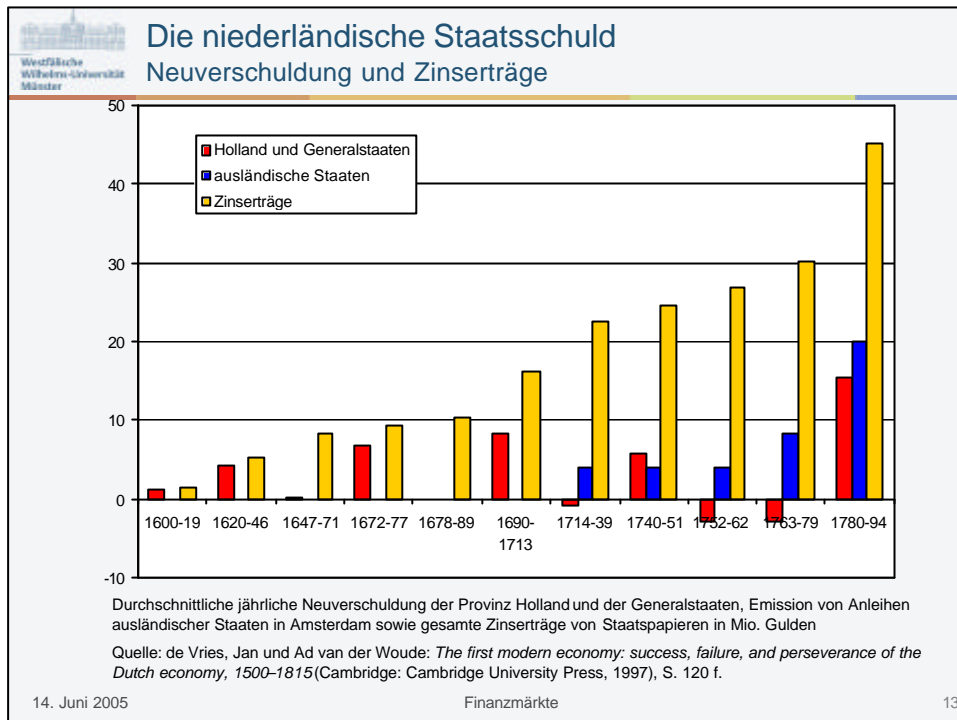
Die Anfänge der langfristigen Staatsschuld

❖ Spätmittelalterliche Städte

- ❖ Verkauf von Leibrenten
 - ❖ Doppelfunktion: (1) Finanzierung der Kommune; (2) Alterssicherung wohlhabender Bürger
 - ❖ Aufgrund fehlender demographischer Information schwierige Verwaltung
- ❖ Anfänge der Ausgabe von Anleihen: Genua 15. Jh.
 - ❖ Ausgabe von Anleihen in relativ kleiner Stückelung → breite Kapitalmobilisierung
 - ❖ Fundierung von Neuemissionen durch spezifisches Steueraufkommen → Sicherheit
 - ❖ Die Instrumente können verpfändet oder verkauft werden

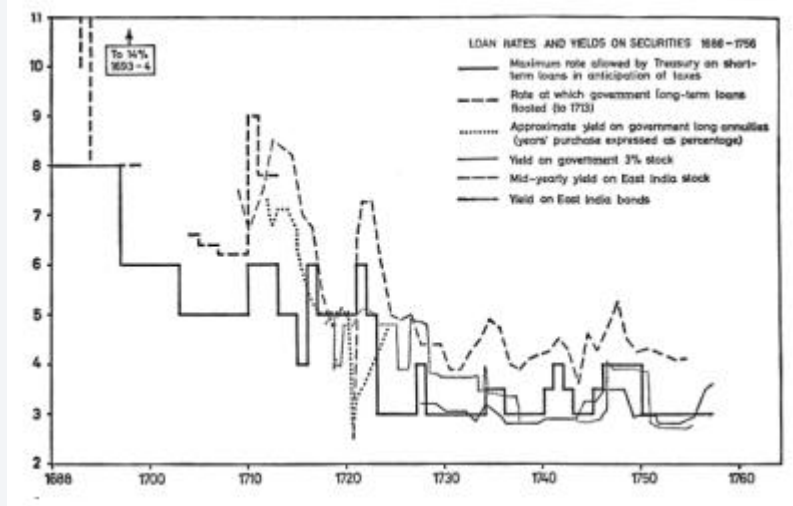
❖ Niederlande im 16./17. Jh.

- ❖ Die in spätmittelalterlichen Städten angewandten Techniken werden systematisch auch durch die Provinz Holland und die Generalstaaten genutzt
- ❖ Vermarktung von Anleihen durch Steuerbüros → geographisch und sozial breite Kapitalmobilisierung
- ❖ Aufgrund erster Sterbetabellen Erkenntnis der Problematik der Staatsfinanzierung durch Leibrenten → Reduktion dieser Komponente
- ❖ Aufgrund breiter Steuerbasis Reduktion der Zinssätze
 - 1644 von 6,5% auf 5%, 1655 auf 4%, ab 1666er J. 3% häufig
- ❖ Mit Kriegen um 1700 Erreichung eines Schuldenplateaus
 - ❖ Danach geringes Wachstum der Staatsschuld, wenig erfolgreiche Sanierungsbemühungen
 - ❖ Zinserträge schaffen Kapitalangebot, das im 18. Jh. vermehrt in ausländische Anlagen fließt



- Die finanzieller Revolution in England (ca. 1690–1723)**
- ❖ Die Entstehung des *publick credit* nach 1688
 - ❖ Parlamentarische Kontrolle und Garantie der Staatsschuld
 - ❖ Verbindung der langfristigen Staatsschuld mit Steuern (Akzise)
 - ❖ Nutzung von Aktiengesellschaften für die Staatsfinanzierung
 - ❖ Konzept
 - ❖ Aktiengesellschaften übernehmen langfristige, fest verzinsliche Forderungen an Staat; diese lösen kurzfristige staatliche Verpflichtungen ab (Wechsel, Anweisungen etc.)
 - ❖ Aktiengesellschaften erhalten im Gegenzug ein Privileg für eine gewinnbringende Tätigkeit
 - ❖ Vorteile für Anleger trotz geringerer Rendite
 - ❖ Höhere Sicherheit, höhere Liquidität
 - ❖ Aussicht auf mögliche Kursgewinne
 - ❖ Die wichtigsten Gesellschaften
 - ❖ *Bank of England* (gegr. 1694): Diskontierung von Wechseln, insbes. Schatzanweisungen, d. h. systematische Verwaltung der kurzfristigen Staatsschuld; Notenausgabe
 - ❖ Rivalisierende *East India Company* (1697–1709)
 - ❖ *South Sea Company* (1711): Privileg zum Handel mit Lateinamerika nach Sieg gegen Frankreich und Spanien; Finanzvehikel in sog. South Sea Bubble
 - ❖ Auf dem Weg zur konsolidierten Staatsschuld (ab 1723)
 - ❖ Nach der *South Sea Bubble* ab 1723 Ausgabe von ewigen, aber rückkaufbaren Schulscheinen
 - ❖ Flexible Instrumente, deren Bestand je nach Bedarf erhöht oder reduziert wurde
14. Juni 2005 Finanzmärkte 14

Zinssätze und Kapitalrenditen in England, 1688–1756



Quelle: Dickson, Peter G. M.: *The financial revolution in England: a study in the development of public credit, 1688–1756* (London: Macmillan, 1967), S. 471.

14. Juni 2005

Finanzmärkte

15

Entstehung von Kapitalmärkten

Amsterdam

Verenigde Oost-Indische Compagnie (VOC)

- Mit der Permanenz des Kapitals der VOC entstand ab den 1610er Jahren das Bedürfnis zum Handel mit Anteilen, ab frühen 1620er Jahren regelmäßige Kursnotierungen an der Amsterdamer Börse
- Allerdings Namenaktien und hoher Wert (ca. 2500 Gulden), so dass Übertragung umständlich (z. B. Einschaltung eines Notars) und Liquidität gering war

Schuldpapiere der Provinz Holland und der Generalstaaten

Handänderung konnte bei jedem Steuerbüro vorgenommen werden; regelmäßige Kursnotierungen

London

- Entstehung des Kapitalmarkts ab den 1690er Jahren mit Gründungsboom von Aktiengesellschaften, an deren Spitze die Finanzierungsvehikel für die Staatsschuld standen (um 1700 über 100 AGs, aber nur für wenige regelmäßige Kursnotierungen)

Folgen der *South Sea Bubble* (1717–1723)

- Restriktive Aktiengesetzgebung bis frühes 19. Jh.
- Entstehung eines hoch liquiden Markts für Staatsanleihen

14. Juni 2005

Finanzmärkte

16

Die South Sea Bubble (1717–1723) I

Das System von Law in Frankreich

Kontext

- Nach Frieden von Utrecht steigende Aktiennotierungen (London 1713–1717: ca. 20%)
- Konkurrierende Bemühungen von England und Frankreich, diese „Friedensdividende“ über AGs zur Konsolidierung der Staatsschulden zu verwerten

Das System von Law in Frankreich

- Zunächst Übernahme des englischen Systems, die kurzfristigen Staatsschulden mit Hilfe einer privilegierten AG zu konsolidieren: 1717/19 *Compagnie des Indes*
 - Privileg des Monopols im Handels mit Übersee (neu erworbenes Gebiet am Unterlauf des Mississippi, zusätzlich Afrika und Indien)
 - In Verbindung mit *Banque Royale* (1718): Ausgabe von Banknoten, Krediten
- Zusätzlich (inflationäre) Vergabe von Krediten auf der Basis von hinterlegten Aktien, deren Kapital erst teilweise einbezahlt war → Potential für Kurssteigerungen
 - August–Dezember 1719 Kurssteigerung um 400%
- September 1719 drei Emissionen zu bereits sehr hohen Preisen, was Übernahme steigender Volumina der Staatsschulden zu tiefen Zinsen ermöglichte
- Ende 1719 Gipfel des Kurses der *Compagnie des Indes*, 1720 Zusammenbruch
 - Ab Ende 1719 Kapitalflucht
 - Mai–September 1720 Krise: Ende der Konversion von Banknoten in Münzen, Bankrott der *Banque Royale*, Schließung der Pariser Wechselbörse
 - Langfristige Diskreditierung staatsnaher Finanzinstitute → Späte Entstehung von Zentralbankfunktionen, noch um 1850 geringe Rolle von Papiergeld (inkl. Sichteinlagen)

14. Juni 2005

Finanzmärkte

17

Die South Sea Bubble (1717–1723) II

Die South Sea Company in England

Die Kursblase in England

- Neue Emissionen von Aktien der *South Sea Company*, April–August 1720
- Ziel: Günstige Aktienkurse und Fluchtkapital aus Frankreich sollte genutzt werden, um kurzfristige Staatsschulden in langfristige, niedrig verzinsten Verpflichtungen umzuwandeln
- Analog zu Law in Frankreich: Das Kapital musste nur in Raten einbezahlt werden; auf Aktien der letzten Emissionen konnten Kredite aufgenommen werden, die von einem Bankvehikel der Direktoren der *South Sea Company* (*Sword Blade Company*) ausgegeben wurden
- Die Kappung von Kreditlimiten (insbesondere der *Bank of England* gegenüber der *Sword Blade Company*) führten September–November 1720 zu einem drastischen Verfall der Kurse der *South Sea Company*

Gründe für die Blase und ihr Platzen

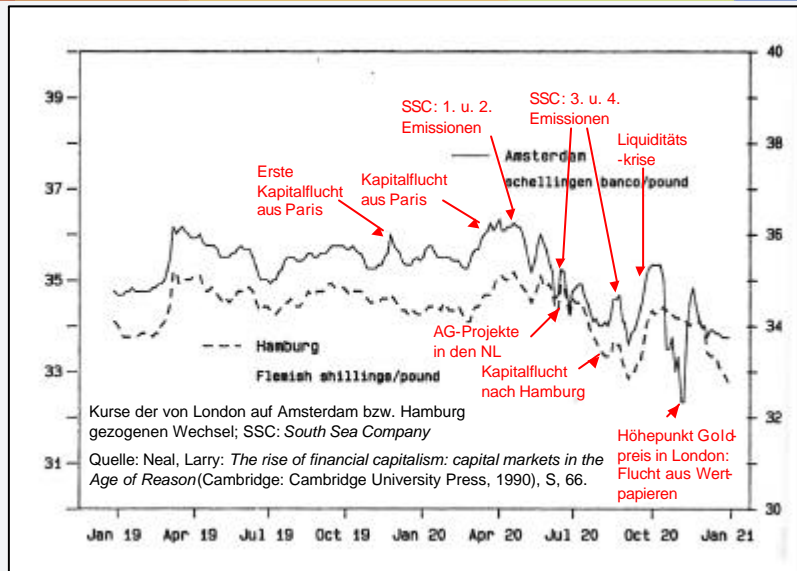
- Steigende Profite von AGs nach Ende der langen Kriegsperiode und sinkende Zinsen für kurzfristige staatliche Verpflichtungen ließen nach 1713 Preissteigerungen von Aktien rational erscheinen
- Das Entstehen der Blase wurde durch kreditfinanzierte Aktienkäufe unterstützt
- Erreichen von Kreditlimiten und fehlender Ertrag der Privilegien in Übersee trugen zum Platzen der Blase bei

14. Juni 2005

Finanzmärkte

18

Internationale Verflechtung von Kapitalmärkten Wechselkurse während der South Sea Bubble (1719/20)



14. Juni 2005

Finanzmärkte

19

Internationalisierung von Kapitalmärkten

- Die Evidenz der South Sea Bubble
 - Wechselkurse dokumentieren hohe Mobilität kurzfristiger Kapitalanlagen
- Amsterdam als Hauptquelle internationalen Kapitals im 18. Jh.
 - Gründe für den Kapitalexport
 - Seit spätem 17. Jh. nicht zuletzt wegen vergangener Erträge aus Staatsanleihen und Dividenden der VOC hoher Wiederanlagedruck, hohes Kapitalangebot
 - Seit frühem 18. Jh. reduzierte Bonität der niederländischen Körperschaften
 - Seit Ende 17. Jh. niederländische Anlagen in englischen Wertpapieren
 - von Niederländern gehaltene Anteile an engl. AGs 1750: Bank of England 30,3%, EIC 21,4%
 - Seit 1720er Jahre Notierung englischer Wertpapiere in Amsterdam; hohe Marktintegration
 - Hohe Korrelation zwischen Aktienkursen in London und Amsterdam
 - Auch geringfügige technische Faktoren (Fluktuation von Wechselkursen u. a.) schlagen sich in Preisdifferenzialen nieder
 - Ab 1770er Jahren Emission von Anleihen ausländischer Staaten
 - Österreich (seit 1695), deutsche Staaten, Schweden, Dänemark, Russland, Spanien, USA
 - Beträchtliche Wertverluste in den napoleonischen Kriegen
- Anfänge des Kapitalexports aus London
 - In den napoleonischen Kriegen Finanzierung der Alliierten, dann der Unabhängigkeitskriege der lateinamerikanischen Staaten (1822–1825), die aber rasch zahlungsunfähig wurden

14. Juni 2005

Finanzmärkte

20