

Reither, Franco; Dennig, Ulrike

Article — Digitized Version

Finanzinnovationen: Hintergründe und Konsequenzen

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Reither, Franco; Dennig, Ulrike (1986) : Finanzinnovationen: Hintergründe und Konsequenzen, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 66, Iss. 1, pp. 45-52

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/136122>

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.

Finanzinnovationen: Hintergründe und Konsequenzen

Franco Reither, Ulrike Dennig, Hamburg

Mit der Zulassung international bereits gängiger „Finanzinnovationen“ durch die Bundesbank sind die deutschen Finanzmärkte in Bewegung gekommen. Welche bankenaufsichtlichen und geldpolitischen Konsequenzen bringt der Innovationsprozeß mit sich?

Im Gegensatz zum Produktionsbereich der Volkswirtschaft, wo Innovationen im Geiste Schumpeters gefordert und begrüßt werden, stoßen die Neuerungen im Finanzintermediationsgeschäft in der Bundesrepublik keineswegs auf ein einhellig positives Echo. Die neuen Instrumente erscheinen zumindest ungewohnt, häufig finanzierungsrechnerisch undurchsichtig und damit zugleich dubios. Die eher gelassene Haltung der Deutschen Bundesbank scheint im Widerspruch zu stehen zu den warnenden Stellungnahmen des Bundesamtes für das Kreditwesen¹.

Im vorliegenden Beitrag werden

- die charakteristischen Erscheinungsformen der Neuerungen an den Finanzmärkten dargestellt,
- die volkswirtschaftlichen Bestimmungsfaktoren der Entwicklung behandelt,
- Probleme der Bankenaufsicht im Gefolge der Innovationen diskutiert und
- die geldpolitisch relevanten Aspekte des innovativen Prozesses herausgearbeitet.

In der Diskussion um die Entwicklungen an den Finanzmärkten werden unter dem Rubrum „Innovationen“ unterschiedliche Untersuchungsobjekte behandelt. Es ergibt sich dadurch eine Streuung der Begriffsinhalte, die einer systematischen Behandlung des Themas nicht förderlich ist. Daher soll hier zunächst eine Abgrenzung der verschiedenen Erscheinungsformen mit dem Ziel erfolgen, die Ansatzpunkte ordnungspolitischer und geldpolitischer Fragestellungen zu verdeutlichen.

Dr. Franco Reither, 40, ist Leiter, Ulrike Dennig, Dipl.-Volkswirtin, ist Mitarbeiterin der Forschungsgruppe Monetäre Analysen, Grundsätze der Geldpolitik in der Abteilung Konjunktur, Geld und öffentliche Finanzen des HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung-Hamburg.

Die verschiedenen Erscheinungsformen innovativer Prozesse an den Finanzmärkten lassen sich in vier Kategorien trennen. Es sind dies:

- die Internationalisierung,
- die Futurisierung,
- Wandlungen in den Konditionen zwischen Kreditnehmer und Finanzintermediär und
- Wandlungen in den Konditionen zwischen Anleger und Finanzintermediär.

Bezüglich ihres ökonomischen Charakters sind diese vier Kategorien voneinander unabhängig und daher separat analysierbar; de facto läßt sich an den Finanzmärkten eine weitgehende Simultanität der Prozesse beobachten.

Als Internationalisierung ist jener Prozeß zu bezeichnen, der mit der Auflösung der Einheit zwischen Nationalität des Standortes des Finanzintermediärs, Nationalität seines Kunden und Nationalität der Währung einhergeht. Entsprechend lassen sich Teilstufen dieses Prozesses unterscheiden. So wird etwa die Entstehung der Euromärkte im Zusammenhang damit gesehen, daß die US-Banken nach Einführung der Konvertibilität im Jahre 1958 dazu übergingen, auf Dollar lautende Titel europäischen Kunden anzubieten, unter denen auch Banken zu finden waren. Dem folgte bald der Aufbau von Niederlassungen von US-Banken in Europa (vornehmlich in London) sowie die Erweiterung der Angebotspalette um Titel in europäischen Währungen auf beiden Seiten der Bilanz. Auch läßt sich an den Euromärkten der weitestgehende Stand des Internationalisierungsprozesses registrieren. Mit der Freigabe der Konsortialführerschaft für DM-Auslandsanleihen zum 1. Mai 1985 zugunsten ausländischer Kreditinstitute wurde auch auf dem bundesrepublikanischen Markt dieser Prozeß vorangetrieben.

¹ Vgl. Karl-Otto Pöhl: Finanzinnovationen – Handicap für die Geldpolitik?, in: Deutsche Bundesbank: Auszüge aus Presseartikeln Nr. 69, Frankfurt, 16. 10. 1985, S. 1-2; sowie „Tiefgreifender Strukturwandel am Euromarkt“, in: Börsenzeitung, Frankfurt, 12. 12. 1985, S. 9.

Unter Futurisierung ist jene Entwicklung zu verstehen, die es den Marktteilnehmern ermöglicht, risikobehaftete Komponenten finanzieller Verträge an einem entsprechenden Markt abzusichern. Musterbeispiel für einen solchen Markt ist der Devisenterminmarkt, der es risikoscheuen Investoren ermöglicht, zukünftig erwartete Zahlungsströme in ausländischer Währung bereits im Gegenwartszeitpunkt zu einer anderen präferierten Währungseinheit zu bewerten und auch faktisch abzusichern. Von der anderen Marktseite betrachtet eröffnet der Devisenterminmarkt dem risikofreudigen Marktteilnehmer die Chance eines Spekulationsgewinns ebenso wie die Gefahr eines entsprechenden Verlustes.

Prinzipiell können solche Märkte für jede Bewertungskomponente finanzieller Titel entstehen, deren zukünftige Entwicklung keinem der Marktteilnehmer mit Sicherheit bekannt ist². Die Chance zu Spekulationsgewinnen und der Bedarf an Absicherung gegen Bewertungsschwankungen sind allerdings auch gemeinsam keine hinreichende Bedingung für die tatsächliche Realisierung eines solchen Marktes; es bedarf zusätzlich eines geeigneten rechtlichen Rahmens sowie der Organisation des Clearing-Verfahrens.

Daher sind länderspezifisch starke Unterschiede im Futurisierungsprozeß zu verzeichnen, wobei in den USA der vermutlich weitestgehende Stand dieser Entwicklung festgestellt werden kann. Zu den jüngsten Errungenschaften auf diesem Gebiet zählt in den USA die Zulassung des Terminhandels für den Preisindex für die Lebenshaltung. In der Bundesrepublik hingegen kann neben dem Devisenterminmarkt nur der Aktienoptionsmarkt zu dieser Kategorie gezählt werden; dieser existiert allerdings schon seit dem Jahr 1970. Gegenstand der dem Optionsgeschäft zugrundeliegenden Kursprognose ist der zukünftige Aktienkurs als Pendant zum zukünftigen Wechselkurs im Fall des Devisentermingeschäfts. Zudem garantiert die Option einen Kurswert nicht zu einem im voraus festgelegten Zeitpunkt, sondern für einen (begrenzten) Zeitabschnitt. Eine identische Ausstattung findet sich bei der – in der Bundesrepublik nicht in institutioneller Weise gehandelten – Währungsoption.

Neue Anleiheformen

Die Wandlungen in den Konditionen zwischen Kreditnehmer und Finanzintermediären manifestieren sich sowohl in der Ausgestaltung des Buchkredits als auch in den verschiedenen Anleiheformen, zu denen die in der Bundesrepublik per 1. Mai 1985 neu zugelassenen Zero-

bonds, Floating Rate Notes sowie Doppelwährungsanleihen gehören. Diese drei Anleiheformen stellen im gängigen Sprachgebrauch die eigentlichen „Innovationen an den deutschen Kapitalmärkten“ dar; international gesehen handelt es sich hingegen um längst eingeführte Formen des Inhaberpapiers (Floating Rate Notes seit 1970, Zerobonds seit 1981). Natürlich sind auch diese Titel wie jeder Kreditvertrag gekennzeichnet durch einen Satz von Vereinbarungen bezüglich Ausgabekurs, Laufzeit, Tilgungskurs und Verteilung des Zinsinkommensstroms des Gläubigers; hinzu kommt – wie im Fall der Doppelwährungsanleihe –, daß die einzelnen Komponenten nicht notwendig auf ein und dieselbe Währung lauten müssen.

Es sind dies eben jene Daten, die im investitionstheoretischen Sinne zur Berechnung der Effektivrendite der Anlage notwendig (und hinreichend) sind. Soweit einzelne Komponenten zum Zeitpunkt der Anlageentscheidung nicht in der präferierten Währung fixiert (und damit bekannt) sind, müssen Erwartungswerte oder – soweit verfügbar – entsprechende Terminkurse zur Bewertung herangezogen werden. Aktuell weicht der Tilgungskurs der Doppelwährungsanleihe bezüglich der Währung von den Zinszahlungen und vom Ausgabekurs ab. Denkbar sind jedoch beliebige Verteilungen sowie Ausweitungen des Währungsspektrums.

Bei den Floating Rate Notes bezieht sich die Unsicherheit nicht auf den Wert der Währung, sondern auf die Verteilung des Zinseinkommensstroms; denn die Höhe der periodischen Zinszahlungen ist hier an den gewählten Indexzins gebunden (z. B. FIBOR). Im Schuldvertrag wird lediglich der Aufschlag zum Referenzzins für die gesamte Laufzeit fest vereinbart. Beim risikoscheuen Anleger wird die Neigung, diesen mit Unsicherheit behafteten gegenüber einem von vornherein fixierten Zinseinkommensstrom zu präferieren, von den Erwartungen bezüglich der zukünftigen Entwicklung des Referenzzinssatzes abhängen.

Bei den Zerobonds schließlich handelt es sich im Grunde um festverzinsliche Wertpapiere konventionellen Typs mit der einzigen Besonderheit, daß die Höhe der periodischen Zinszahlungen zwar von vornherein fixiert und bekannt ist, aber eben den Wert Null annimmt; diese Eigenschaft erleichtert die Berechnung der Effektivrendite in hohem Maße, da sich die relevante Information auf das Verhältnis von Rückzahlungskurs zu Ausgabekurs sowie die Laufzeit reduziert. Sofern das Papier in der präferierten Währung denominiert ist, entfällt auch ein Währungsrisiko; entscheidend hierfür ist letztlich nur die Währungseinheit des angebotenen Tilgungskurses, da ja der aktuelle Kurs über den Kassa-Wech-

² Zur Funktionsweise der Finanzterminkmärkte vgl. Michael T. B e z o n - g i a , G. J. S a n t o n i : Hedging Interest Rate Risk with Financial Futures: Some Basic Principles, in: Federal Reserve Bank of St. Louis Quarterly Review 66, Oktober 1984, S. 15-25.

selkurs täglich in jede gewünschte Währung umgerechnet werden kann. Kommt beim Zerobond ein Wechselkursrisiko hinzu, rückt das Papier qualitativ in die Nähe der Doppelwährungsanleihe. Unterschiede verbleiben bezüglich der Möglichkeiten der Absicherung gegen das Währungsrisiko, da für Planungsfristen von über einem Jahr der Devisenterminmarkt nicht mehr zur Verfügung steht.

Nur graduelle Änderungen

Somit lassen sich im finanzierungsrechnerischen Sinne im Bereich der Anleihen, also der handelsfähigen Inhaberpapiere, keine sonderlich „innovativen“ Elemente erkennen. So ist Niehans beizupflichten, der in diesem Zusammenhang feststellte: „Except for electronic technology, if an experienced banker from medieval Venice or Genova came to life again, he could understand the operations of a modern bank in a matter of days.“³

Auch von seiten der Deutschen Bundesbank wird dies eingeräumt: „Weder ‚Null-Kupons‘ noch variable Zinsvereinbarungen sind wirklich neu am deutschen Markt. So bieten die deutschen Banken ihren Anlegern schon seit längerem abgezinste Sparbriefe sowie Sparbriefe mit Zinsansammlung an . . . Hypothekarkredite mit Gleitzinsvereinbarungen . . . waren am deutschen Markt schon eine Selbstverständlichkeit, bevor sie in anderen Finanzsystemen Eingang und Verbreitung fanden.“⁴

Der vom Präsidenten der Deutschen Bundesbank gewählte Vergleich mit Gleitzins-Hypothekarkrediten erscheint allerdings insofern nicht ganz zulässig, als dieser Typ von Bankaktivum zu der Kategorie der eben nicht handelsfähigen Buchkredite gehört. Als Buchkredit ist der Rückkaufswert solcher Aktiva konstant und insbesondere von der erwarteten zukünftigen Zinsentwicklung unabhängig; weiter wird die Option einer vorzeitigen Kündigung dem Schuldner durch kostspielige Auflagen praktisch verwehrt. Beim Floater hingegen bewirken Änderungen des Zinsniveaus unverzüglich Korrekturen bei der Marktbewertung des Papiers, wobei es dem Schuldner prinzipiell jederzeit freisteht, sich für eine vorzeitige Tilgung durch Erwerb der eigenen Schuldtitel am Markt zu entscheiden. Das Zinsänderungsrisiko verteilt sich folglich beim Floater auf Schuldner und Gläubiger, während es beim Buchkredit mit Gleitzins allein vom Schuldner zu tragen ist. Zu den In-

novationen kann der Buchkredit mit Gleitzins kaum noch gezählt werden; als Roll-Over-Kredit gehörte diese Form des Kreditvertrages an den Euromärkten zu den Produkten der ersten Stunde.

Potentielle Buchkredite

Seit 1978 an den Euromärkten gängig, am deutschen Markt hingegen „wirklich neu“ sind die verschiedenen Verträge über potentielle Buchkredite, die als NIF, RUF oder REIF (Note Issuance Facility, Revolving Underwriting Facility, Revolving Euronotes Issuance Facility) in die Fachsprache eingingen. Gegenstand dieser Verträge sind eine zeitlich und betragsmäßig begrenzte Kreditlinie in einer bestimmten Währung sowie der maximale Aufschlag auf den gewählten Indexzinssatz. Der potentielle wird – teilweise oder ganz – zum tatsächlichen Buchkredit, wenn es der Bank nicht gelingt, die im Rahmen der Facility emittierten Notes am Markt zu platzieren. Die zeitliche Verteilung des Kreditbedarfs des Emittenten ist nicht Gegenstand des Vertrages und insbesondere der Bank, die die Kreditlinie einräumt, nicht bekannt.

Die Konstruktion dieser Verträge stimmt folglich qualitativ überein mit derjenigen des konventionellen Kontokorrentkredits, wobei allerdings zusätzlich zu den eventuellen Zinserträgen aus einer zukünftigen Inanspruchnahme der Kreditlinie auch die eventuellen Provisionen bei erfolgreicher Vermittlung der emittierten Notes sowie die – feste, a priori bekannte – „Miete“ für das Facility-Konto zu berücksichtigen sind. Entsprechend sind die Höhe der vereinbarten Maximalmarge und die Provisionssätze so aufeinander abzustimmen, daß die Bank bei Inanspruchnahme der Kreditlinie für den Verzicht auf das Provisionseinkommen angemessen entschädigt wird. Die Investitionsrechnung für Engagements dieser Art enthält nahezu ausschließlich Erwartungsgrößen, also mit Unsicherheit behaftete Schätzungen; dennoch handelt die Bank nicht als Spekulant, da schon die Untergrenze für den erwarteten Nettoertrag positiv bleiben kann.

Depositenkonten und Swaps

Als letzte Kategorie unter den verschiedenen Erscheinungsformen finanzieller Innovation verbleiben die Wandlungen in den Konditionen zwischen Anlegern und Kreditinstituten. In diesem Bereich ist man allerdings weitestgehend auf den Erfindungsreichtum der US-Märkte angewiesen, wo vielfältige Varianten verzinslicher und zugleich scheckfähiger Depositenkonten entwickelt wurden⁵. Diese Entwicklung erklärt sich vorrangig aus den institutionellen Besonderheiten des US-Kreditwesens; speziell wirkte die Konkurrenz zwischen sol-

³ Jürg Niehans: Financial Innovation, Multinational Banking, and Monetary Policy, in: Journal of Banking and Finance 7, 1983, S. 537-551, Zitat S. 538.

⁴ Karl-Otto Pöhl, a.a.O.

chen Kreditinstituten, die keiner Mindestreserverpflicht unterliegen, und den „Commercial Banks“ in diese Richtung, ebenso die gesetzlich vorgeschriebene Obergrenze für die Höhe der Habenzinsen („Regulation Q“). Unter den Bedingungen des deutschen Universalbankensystems ohne Zinsbindung (seit 1967) und ohne institutsspezifische Diskriminierung bei den Mindestreserverfordernissen fehlen in der Bundesrepublik derartige regulatorische Anreize für die Entstehung verzinslicher Sichteinlagenformen⁵. Von der Deutschen Bundesbank neuerdings (mit Beschluß vom 19. Dezember 1985) zugelassen wurde eine andere Variante der Innovation auf der Passivseite der Bankenbilanz, das Depositenzertifikat („CD“ für „certificate of deposits“). Depositenzertifikate sind Inhaberpapiere, die eine Termineinlagenforderung bei der emittierenden Bank beurkunden. Wesentliche Ausstattungsmerkmale sind neben dem Volumen der Einlage der Fälligkeitszeitpunkt und die Verzinsung, die auch hier konstant oder indexiert vereinbart sein kann. „Erfinden“ wurden die CDs ebenfalls in den USA, und zwar bereits in den 50er Jahren. Auch an den Euromärkten gehören sie längst zur Standardpalette.

Als Geschäftstyp besonderer Art seien abschließend noch die Swaps erwähnt; mit Wirkung vom 1. Mai 1985 sind Swapgeschäfte auch in der Bundesrepublik zugelassen und gehören somit aus nationaler Perspektive zu den Innovationen. Da Swapgeschäfte nicht notwendig die Bilanz des beteiligten Kreditinstituts tangieren, können sie nicht allgemeingültig dem Passiv- oder Aktivgeschäft zugeordnet werden. Grundlage des Swaps ist die Abtrennung der Verpflichtung zur periodischen Zinszahlung aus einem Schuldverhältnis, die dadurch zu einem eigenständigen, handelsfähigen Titel wird. Die Geschäftsbank kann bei Swaps als reiner Vermittler fungieren, für den nach Abschluß das Engagement beendet ist; sie kann aber auch Zinsströme aus eigenen Forderungen oder Verbindlichkeiten zum Swap anbieten. Bilanzpositionen werden allerdings nur dann tangiert, wenn das Kreditinstitut eigens zum Zweck des Swaps Forderungstitel emittiert oder erwirbt. Andernfalls bleibt

die Bank als Gläubiger oder als Schuldner (oder beim symmetrischen Geschäft als beides zugleich) im Engagement, ohne daß dies aus der Bilanz ersichtlich wäre.

Innovationsursachen

Es stellt sich die Frage, inwieweit sich Faktoren finden lassen, die sich sowohl zur Erklärung der globalen Tendenzen als auch spezifischer Ausprägungen des skizzierten Innovationsprozesses an den Finanzmärkten eignen.

In erster Linie wird in diesem Zusammenhang die Bedeutung der „elektronischen Revolution“ hervorgehoben⁷. Der technische Fortschritt verringert Transaktionskosten, so daß bereits schwache Bewegungen der Marktdaten bei Anlegern und Schuldern Portfolioumschichtungen lohnend erscheinen lassen. Zugleich wirkt die bessere Informationstechnologie in Richtung auf eine höhere Transparenz der Märkte. Als Ergebnis stellen sich sowohl eine beschleunigte Angleichung der Preise für homogene Titel als auch eine Verdichtung der Produktpalette ein, als Ausdruck der Fähigkeit der Märkte, hochgradig differenzierte Wünsche bei Nachfrage und Angebot miteinander in Einklang zu bringen. Insgesamt kommen somit die Finanzmärkte dem akademischen Idealbild des „perfekten Marktes“ etwas näher.

Häufig werden neben diesen weltweit angebotswirksamen Einflüssen restriktive institutionelle Rahmenbedingungen in den einzelnen Ländern und insbesondere das Gefälle zwischen dem Regulierungssystem in den USA und anderen Ländern als historischer Anstoß zu innovatorischer Phantasie angesehen⁸. Doch scheinen die Hinweise auf regulatorische Schranken weder den Internationalisierungsprozeß als Ganzes noch die Futurisierungstendenz oder die Entstehung der neuen Instrumente hinreichend zu erklären.

Das „Zinsrisiko“

Zusätzlich sind zwei wesentliche Einschnitte in der jüngeren Wirtschaftsgeschichte als Bestimmungsfaktoren zu nennen, deren ökonomische – und insbesondere in den finanziellen Beziehungen durchschlagende – Auswirkungen meist unscharf mit dem Begriff des „Zinsrisikos“ erfaßt werden. Mit der Existenz des Zinsrisikos ist eine notwendige Voraussetzung für die Entstehung

⁵ Ein komprimierter Überblick findet sich bei Hans-Hermann Francke: Finanzinnovationen in den USA, in: Dieter Cansier, Dietmar Kath (Hrsg.): Öffentliche Finanzen, Kredit und Kapital, Festschrift für Werner Ehrlicher, Berlin 1985, S. 497-513. Ausführlicher ist Charles Collins, Yusuke Horiguchi: Finanz-Supermärkte in den USA, in: Finanzierung & Entwicklung, 21. Jg., März 1984, S. 18-22.

⁶ „Germany provides a good example of the way a lack of strong outside competitive pressure has allowed banks to avoid paying market rates of interest on deposits. . . . No variations in regulations offer competitive opportunities to near-banks in Germany because all financial institutions performing bank functions are subject to the same reserve requirements. . . .“ (J. David Germany, John E. Morton: Financial Innovation and Deregulation in Foreign Industrial Countries, in: Deutsche Bundesbank: Auszüge aus Presseartikeln Nr. 76, Frankfurt, 11. November 1985, S. 7, aus: Federal Reserve Bulletin, Washington D.C., October 1985).

⁷ Vgl. Hans-Hermann Francke, a.a.O., sowie Jürg Niehans, a.a.O.

⁸ So bei Karl-Heinz Ketterer, Norbert Klöten: Finanzielle Innovationen, Geldmengenregeln und Struktur des monetären Sektors, in: H. Milde, H.-G. Monissen (Hrsg.): Rationale Wirtschaftspolitik in komplexen Gesellschaften, Stuttgart 1985, S. 254-265.

von Finanzterminmärkten gegeben, an denen dieses spezifische Risiko gehandelt und damit abgewälzt werden kann; auch die Indexierung der Zinssätze und die Verdrängung des Buchkredits mit Festzins läßt sich ursprünglich dem Zinsrisiko zuschreiben.

Erklärungen dieser Art leuchten zwar unmittelbar ein, erscheinen jedoch insofern als unbefriedigend, als hier dem Zinsrisiko der Rang eines Marktparameters zugesprochen wird, für den – im Gegensatz zu regulatorischen Vorschriften – die institutionelle Urheberschaft anonym bleiben muß (gelegentlich findet sich sogar die Vermutung, die Zinsunsicherheit werde von den Euromärkten oder durch die Finanzinnovationen selbst erzeugt). Die Zusammenhänge erscheinen in einem anderen Licht, wenn man zunächst bedenkt, daß „der“ Zins an den Finanzmärkten nicht nur eine Fristigkeitsstruktur aufweist, sondern auch unterschieden werden muß nach der Währung, auf die er sich bezieht, und schließlich handelt es sich stets um einen nominellen Zins.

Für die Anlage- oder Verschuldungsentscheidung interessiert den Disponenten aber nicht der Nominalzins, sondern die Verzinsung in realen Kaufkrafteinheiten, über die er als Teil des Realeinkommens zusätzlich verfügen wird (oder auf die er verzichten muß). Näherungsweise errechnet sich der entscheidungsrelevante Realzins (ex ante), indem vom Nominalzins die erwartete Inflationsrate subtrahiert wird. Nach dieser Rechnung wird bei gegebenem Nominalzinsniveau jede Unsicherheit bezüglich der zukünftigen Inflationsrate in eine Unsicherheit über die effektive Realverzinsung übersetzt. Umgekehrt erzeugen bei gegebenem Niveau der erwarteten Realverzinsung Schwankungen der Inflationserwartungen im Zeitablauf näherungsweise gleich hohe Schwankungen der Nominalzinsen, die in die finanziellen Verträge eingehen.

Während aber die Realverzinsung im Mittel von den realen Ertragskräften in einer Volkswirtschaft bestimmt wird, lassen sich sprunghafte Änderungen der Inflationserwartungen und – schwächer ausgeprägt – der tatsächlichen Entwicklung des Preisniveautrends in erster Linie durch eine stabilitätswidrige Geldpolitik⁹, aber auch durch mangelhafte Abstimmung von Geld- und

Fiskalpolitik erzeugen. Diese Konstellation stellt sich jedoch zwangsläufig ein, wenn die Wirtschaftspolitik einem Konzept der antizyklischen Globalsteuerung keynesianischen Typs folgt und zusätzlich der Geldpolitik – unter Verweis auf institutionelle Rigiditäten im fiskalpolitischen Bereich – die Hauptlast der „Stabilisierung“ aufgebürdet wird.

Eben die 60er Jahre waren gekennzeichnet durch die Implementierung konjunkturpolitischer Prinzipien keynesianischer Art¹⁰, jener Zeitabschnitt also, auf den die erste Entwicklungsphase der Euromärkte zu datieren ist. Verbunden durch das System fester Wechselkurse mußten sich die meisten europäischen Länder geldpolitisch an der antizyklischen Monetisierung der im Trend steigenden US-Budgetdefizite beteiligen. Unter heftigen und mit gegenläufigen Richtungsänderungen einhergehenden Schwankungen folgten die monetäre Expansion und die Ausweitung der Staatsverschuldung in den USA in diesem Zeitabschnitt einem beschleunigten Trend nach oben, und mit ihnen die gemessene Inflationsrate und das Nominalzinsniveau in allen am Wechselkursverbund beteiligten Ländern¹¹. Für all diese Währungen war somit das „Zinsrisiko“ zu einem die Ertragsrechnung einschneidend störenden Faktor geworden.

Die Wechselkurskomponente

In den entscheidenden Jahren, die das Ende des Systems von Bretton Woods markierten (1971-73), war es gewiß nicht die konjunkturpolitisch motivierte Unstetigkeit der amerikanischen Geldpolitik, die den Überdruß der Partnerländer über den Wechselkursverbund begründete, im Gegenteil: Aus der zweifellos korrekten Überlegung, daß unter flexiblen Wechselkursen die Inflationsrate der eigenen Währung nicht mehr durch die monetäre Expansionsrate in der USA bestimmt sein würde, wurde der fragwürdige Schluß gezogen, mit der Wechselkursflexibilität sei die hinreichende Voraussetzung für einen unabhängigen konjunkturpolitischen Einsatz nationaler Geldpolitik gegeben. Mit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen erweiterte sich der Katalog unsicherer Komponenten im Ertragskalkül der finanziellen Disposition um das Wechselkursrisiko; dieser Risikotyp ist bei der Beurteilung der verschiedenen Anlage- und Verschuldungsmöglichkeiten am Markt weit hinderlicher als das Inflationsrisiko, weil nun für jede einzelne Währung eine Schätzung der zukünftigen Kursentwicklung erforderlich ist, um zur effektiven Realverzinsung in heimischer Währung zu gelangen.

Somit läßt sich der Einflußfaktor „Zinsrisiko“ zerlegen in eine Inflationskomponente und in eine Wechselkurskomponente. Für die Entstehung der Inflationsunsicherheit in den sechziger Jahren ist vorrangig das antizyklische

⁹ Siehe auch Dietmar Kath: Gründe und Bedeutung der Fristenverkürzung auf dem Kapitalmarkt; Fachbereich Wirtschaftswissenschaften an der Universität Duisburg, Diskussionsbeiträge Nr. 83, November 1985.

¹⁰ Vgl. zu dieser Einschätzung auch Milton Friedman: The Changing Character of Financial Markets, in: Martin Feldstein (Hrsg.): The American Economy in Transition, Chicago 1980, S. 78-86.

¹¹ Vgl. hierzu beispielsweise John A. Tatom: Interest Rate Variability: Its Link to the Variability of Monetary Growth and Economic Performance, in: Federal Reserve Bank of St. Louis Quarterly Review 66, November 1984, S. 31-47; sowie Daniel L. Thornton: Monetizing the Debt, in: ebenda, Dezember 1984, S. 30-43.

sche Konzept der US-Geldpolitik verantwortlich. In Verbindung mit dem steigenden Trend der Staatsausgaben akzelerierte die Inflation im gesamten Bretton-Woods-Verbund; mit dem Wunsch nach national unabhängiger monetärer Konjunkturpolitik schien der Wechselkursverbund nicht vereinbar und wurde aufgekündigt. Für die Finanzmärkte wurde das Wechselkursrisiko in allen Währungen zum neuen Kalkulationselement. Durch das Währungsrisiko potenzieren sich für den risikoscheuen Disponenten die Diversifikationserfordernisse, während sich für die Spekulation eine Fülle nützlicher Betätigungsfelder eröffnet. Ergebnis des Einfallsreichtums der Märkte unter den neuen Rahmenbedingungen sind die innovativen Finanzinstrumente und die Finanzterminkontrakte.

Bankenaufsichtliche Probleme

In jedem Land schaffen regulatorische Vorschriften für das Kreditwesen den rechtlichen Rahmen, in dem die Finanzmärkte sich entwickeln können. Ein regulatorisches Gefälle zwischen den einzelnen Ländern bildet notwendig einen Anreiz zu einem Ausweichen der Märkte in Richtung jener Region, die die effizientere Betätigung ermöglicht. Es konnte gezeigt werden, daß nicht alle Erscheinungsformen des innovativen Prozesses als Ergebnis einer Flucht vor allzu restriktiven Vorschriften zu deuten sind. Gleichwohl provozieren die „Finanzinnovationen“ zum Überdenken herrschender Regelungen.

Grundsätzlich sind Regulierungen des Kreditwesens volkswirtschaftlich sinnvoll, wenn sie sich an den Zielen „Einlegerschutz“ und „Sicherung der Funktionsfähigkeit des finanziellen Sektors“ orientieren; hingegen käme ein hoheitlich ausgesprochener „Existenzschutz“ für die Institute einer programmierten Verstaatlichung des Bankwesens gleich. Die Operationalisierung der genannten Ziele in Form gesetzlicher Auflagen und die Verteilung der Verantwortlichkeiten ist jedoch ein auch theoretisch umstrittenes Thema¹², die jüngsten Erfahrungen mit finanzwirtschaftlicher Deregulierung in den USA zeigen, wie eine mangelhafte Abstimmung ökonomisch interdependenter Maßnahmen die Realisierung der genannten Ziele gefährden kann¹³.

In der Bundesrepublik ist die Einlagensicherung faktisch über § 32 (3) des Gesetzes über das Kreditwesen (KWG) vorgeschrieben, in der spezifischen Ausgestaltung allerdings den Kreditinstituten und ihren Verbän-

den überlassen. Im übrigen orientieren sich die Vorschriften des KWG vorrangig am Ziel der Erhaltung der Funktionsfähigkeit des Intermediationssektors als Ganzes, wobei wettbewerbsverzerrende Diskriminierungen weitgehend vermieden werden. So sieht sich jedes Kreditinstitut in der Bundesrepublik entsprechend dem Leitbild der Universalbank unabhängig von seiner Nationalität nahezu ausnahmslos einem einheitlichen rechtlichen Rahmenwerk untergeordnet.

Die weitestgehenden Beschränkungen der Geschäftstätigkeit finden sich in den „Grundsätzen über das Eigenkapital und die Liquidität der Kreditinstitute“ des KWG. Die „Grundsätze“ beinhalten Restriktionen, die das bilanzwirksame Aktivgeschäft mengenmäßig und strukturell an die jeweilige Entwicklung der Passivseite der Bilanz binden, wobei der Eigenkapitalausstattung eine besondere Bedeutung als expansionshemmender Bezugsgröße zukommt. Als weitere dominierende Merkmale gehen die Fristigkeit und die Währungsdenomination der einzelnen Bilanzpositionen in die Bindungsvorschriften ein. Deutlich erkennbar ist hierbei die Intention des Gesetzgebers, durch Eingrenzung des Ausfallrisikos und des Währungsrisikos die Solvenz des einzelnen Kreditinstituts zu erhalten, ohne dies mit staatlichen Garantien zu verknüpfen (und damit ad absurdum zu führen).

Methodische Mängel

Es mag dahingestellt bleiben, ob ein solches Netz von Mindestdiversifikationsregeln und Maximalquotierungsvorschriften überhaupt geeignet ist, eine volkswirtschaftlich optimale Mischung zwischen öffentlich erstrebter Stabilität des Kreditwesens und allokativer Effizienz der Finanzintermediation zu gewährleisten: mit Sicherheit sind diese aufsichtsrechtlichen Regelungen schon aus methodischen Gründen nicht in der Lage, den bankwirtschaftlichen Implikationen der innovativen Finanzinstrumente gerecht zu werden. Als Relikt aus der Vergangenheit ist hierbei die Gleichbehandlung von Buchkrediten und Beteiligungen ebenso zu erwähnen wie die Gleichbehandlung von privaten Nichtbanken und ausländischen Staaten; aufgrund der fundamentalen Unterschiede in der rechtlichen Ausstattung dieser Engagements erscheint hier eine Gleichbehandlung ökonomisch nicht vertretbar (als Beleg hierfür mag der Hinweis auf die Auswirkungen der sogenannten „Schuldenkrise“ lateinamerikanischer Länder genügen).

Speziell in bezug auf die Finanzinnovationen zeigen sich vorrangig Mängel in zweierlei Hinsicht: Erstens unterscheiden die „Grundsätze“ zwischen dem Buchkredit und der Anlage in Schuldtiteln, obwohl der zugrunde

¹² Vgl. John H. Kareken: Deposit Insurance Reform or Deregulation is the Cart not the Horse, in: Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review 7, Spring 1983, S. 1-9.

¹³ Siehe hierzu Diethart B. Simmert: US-Bankensystem im Umbruch, in: Sparkasse 102, Oktober 1985, S. 370.

liegende Vorgang ökonomisch identisch ist; zweitens werden Engagements, die weder aktuell noch zukünftig die Bankenbilanz berühren, durch die „Grundsätze“ überhaupt nicht erfaßt, obwohl sie für die Ertragslage und für den Risikozustand eines Kreditinstituts sehr bedeutsam werden können. In beiden Fällen schlägt die Vernachlässigung des Kapitalwertprinzips durch, wonach der ökonomisch angemessene Wert eines Vermögenstitels der diskontierten Summe des hieraus zu erwartenden zukünftigen Nettozahlungsstroms entspricht, eventuell korrigiert um Unsicherheitsfaktoren.

Sofern der Gesetzgeber die in den „Grundsätzen“ zum Ausdruck kommende Intention aufrechterhalten will, wird sich eine angemessene Operationalisierung des Kapitalwertprinzips als unumgänglich erweisen. Die Hinwendung zu Struktur, Fälligkeit und Sicherheit von Zahlungsströmen würde auch die Beurteilung von Finanzterminkontrakten ermöglichen, wobei eine der gegenwärtigen Behandlung von Devisenterminverpflichtungen analoge Quotierung denkbar wäre.

Ein hohes Maß an Unabwägbarkeit verbleibt allerdings gerade unter Anwendung des Kapitalwertprinzips bei der Erfassung des Provisionsgeschäfts und besonders bei der Bewertung der Engagements in Eventualkrediten, den „Facilities“. Bei diesen Positionen hat das einzelne Kreditinstitut praktisch keinen Einfluß auf die zeitliche Verteilung der Zahlungsströme, so daß die Vorgabe eines einheitlichen Musters für eine solide Kalkulation unmöglich erscheint.

Die Erscheinungsformen der „Revolution an den Finanzmärkten“ bieten eine gute Gelegenheit, die volkswirtschaftliche Funktion der Bankenaufsicht zu überdenken. Soll die regulatorische Strenge der „Grundsätze“ erhalten bleiben, so steht die Bankenaufsicht vor der schwierigen Aufgabe, die finanzierungsrechnerisch klaren Strukturen der Innovationen in methodisch angemessene, an den Zahlungsströmen orientierte Risikobegrenzungsvorschriften umzusetzen, ohne die Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Bundesrepublik zu gefährden.

Zugleich könnten auch Überlegungen in Richtung auf eine Stärkung der erwerbswirtschaftlichen Verantwortlichkeit im Finanzsektor verfolgt werden; denn die Be-

wertung eines Unternehmens am Markt kann ebenso wie (oder gar besser als) staatliche Verbote als Regulativ wirken und allzu riskantes Geschäftsgebaren verhindern. Dieses Regulativ setzt allerdings voraus, daß dem Markt die Möglichkeit gegeben wird, Gewinnchancen und Verlustrisiken wertmäßig zu beurteilen.

Aufgaben der Geldpolitik

Bei der Frage nach den geldpolitischen Konsequenzen aus dem innovativen Prozeß an den Finanzmärkten konzentriert sich das Interesse vorrangig auf jene neuen Formen der Geldanlage, die auf der Passivseite der konsolidierten Bankenbilanz angesiedelt sind. Hierzu gehören die in den USA entwickelten Varianten scheckfähiger Sparkonten und die CDs, für die die Deutsche Bundesbank jüngst ihr Plazet ausgesprochen hat. Beiden gemeinsam ist die Eigenschaft, daß sie in das herkömmliche Spektrum liquider Anlageformen einbrechen und damit den Informationsgehalt konventioneller Geldmengenaggregate in Frage zu stellen scheinen.

Rigoreuse Vermutungen gehen sogar so weit, die Vorstellungen über die Wirkungsweise der Geldpolitik aufgrund der Finanzinnovationen als überholt anzusehen und mit ihnen die Grundlagen des geldpolitischen Konzeptes verstetigender Kontrolle der monetären Expansion¹⁴. Ausgangspunkt der Argumentation ist hierbei die These, daß mit zunehmend marktmäßiger Verzinsung des „Geldes“ die Zinselastizität der Geldnachfrage gegen Null tendiere, da die Opportunitätskosten der Kasenhaltung einem konstanten Wert zustrebten¹⁵. Im Ergebnis werde der Geldmarkt empfindlicher gegen Störungen, die vom Kapitalmarkt herrührten¹⁶, und Instabilitäten der Geldnachfrage würden sich heftiger in Schwankungen der Güterproduktion niederschlagen¹⁷.

Sowohl das Verhältnis zwischen herkömmlichen Geldaggregaten und innovativen Depositenformen als auch die Frage nach dem Einfluß der Finanzinnovationen auf den Prozeß der Transmission geldpolitischer Impulse lassen sich klären, indem von den Besonderheiten des makroökonomischen Geldmarktes ausgegangen wird. Die dominierende Eigentümlichkeit dieses Marktes besteht darin, daß der Marktwert eines gegebenen Geldbestandes, das ist seine reale Kaufkraft, nicht an eben demselben Markt bestimmt werden kann, sondern Ergebnis der Preisfindungsvorgänge an allen anderen Märkten ist: der Geldmarkt wirkt als aggregiertes Spiegelbild aller anderen Märkte einer Volkswirtschaft.

Dieser Sachverhalt begründet die monetäre Transmissionstheorie: Änderungen der Geldangebotsbedingungen können nicht durch unverzügliche Anpassungen von Zinsen und Preisen absorbiert werden, son-

¹⁴ Vgl. James Tobin: Financial Structure and Monetary Rules, in: Kredit und Kapital 16, 1983, S. 155-171.

¹⁵ Vgl. Karl-Heinz Ketterer, Norbert Klotten: Finanzinnovationen an den monetären Märkten und Rückwirkungen auf die Geldmengensteuerung, in: K. Guthardt, R. Henn, A. Kramer, D. Pallaschke (Hrsg.): Aspekte bankwirtschaftlicher Forschung und Praxis, Frankfurt 1985, S. 121-130.

¹⁶ Vgl. Hans-Hermann Francke, a.a.O.

¹⁷ Vgl. Karl-Heinz Ketterer, Norbert Klotten, a.a.O.

den schlagen auf Kredit-, Kapital- und Gütermärkte durch und bleiben so lange wirksam, bis an diesen Märkten Preis- und Zinsstrukturen gefunden sind, die den jeweils neuen Daten entsprechen. Dieser Anpassungsprozeß kann erheblichen Zeitbedarf und volkswirtschaftliche Kosten beanspruchen. Das Postulat stetiger monetärer Expansion zielt auf eine Vermeidung dieser Kosten.

Die relevante Geldmenge

Entsprechend wird die geldpolitisch relevante Geldmenge durch solche Aktiva repräsentiert, deren reale Kaufkraft sich nicht unverzüglich durch marktmäßige „Kursbildung“ an Änderungen von Angebot oder Nachfrage anpassen kann: Dieses Kriterium erfüllen zweifellos die Komponenten der Geldbasis (und zwar auch dann, wenn Reservepositionen der Geschäftsbanken bei der Zentralbank in exogen gesetzter Höhe verzinst werden sollten).

Gleiches gilt für das Geldvolumen M1; es gilt auch für verzinsliche Depositen, solange die Höhe des Zinssatzes nicht kompetitiv bestimmt wird, beispielsweise also für deutsche Spareinlagen mit gesetzlicher Kündigungsfrist oder eben für die scheckfähigen Sparkonten amerikanischen Typs. Dagegen scheiden die CD's nach diesem Kriterium als Geldkomponenten aus, und auch bei herkömmlichen Buch-Termineinlagen muß eine eher markträumende Verzinsung angenommen werden. Unter transmissionstheoretischen Gesichtspunkten erscheint daher weder das Eingehen dieser Depositenformen in die Zentralbankgeldmenge noch eine Belastung mit Mindestreserve gerechtfertigt.

Solange es eine – ökonomisch begründete oder institutionell erzwungene – Nachfrage nach solchen Aktiva

gibt, die diesem Geldqualitätskriterium genügen, bleibt der monetäre Transmissionsmechanismus prinzipiell wirksam. Dies schließt nicht aus, daß das Niveau dieser Nachfrage in dem Maße sinkt, wie die Kosten der Transformation von Geld in Anlageformen mit marktmäßiger Verzinsung, z. B. aufgrund technologischen Fortschritts, abnehmen. Dieser trendmäßige Rückgang der Geldnachfrage bringt insofern geldpolitische Probleme, als sein Tempo nicht prognostizierbar ist; zudem bewirkt das abnehmende Niveau der Geldnachfrage, daß erratische Abweichungen der monetären Expansion vom antizipierten Zielpfad die realwirtschaftlichen Dispositionen zunehmend stärker beeinträchtigen.

Erosion der Inflationssteuer

Gleichzeitig sinkt mit der Geldnachfrage des privaten Sektors die mengenmäßige Grundlage für die Inflationssteuer als Einnahmequelle des Staates; dies wiederum verschärft die Anforderungen an eine stabilisierungsgerechte Koordination von Geld- und Fiskalpolitik. Aufgrund dieser Zusammenhänge könnten sich un stetige Entwicklungen einstellen, die jedoch keinesfalls einer erratischen Instabilität oder einer verschwindenden Zinselastizität der Geldnachfrage, sondern einer mangelhaften Anpassungsfähigkeit auf der staatlichen Seite zuzuschreiben wären¹⁸.

Die monetäre Perspektive läßt die Finanzinnovationen als Ausdruck eines säkularen Prozesses der Reprivatisierung der Inflationssteuer erscheinen. Diesen Prozeß könnten die staatlichen Instanzen durch beschleunigte Inflationierung und zunehmende Regulierung in die Länge ziehen; dieser Weg würde notwendig in die Währungs- und Staatskrise führen. Die stabilitätsgerechte Alternative besteht in einer behutsamen Rückführung des staatlich beherrschten Teils des Sozialprodukts, die von einer verstetigenden und desinflationär orientierten Geldpolitik begleitet werden sollte.

¹⁸ Vgl. Jürg Niehans, a.a.O.; sowie James L. Pierce: Did Financial Innovation Hurt the Great Monetarist Experiment?, in: American Economic Review 74, Papers and Proceedings, 1984, S. 392-396.

HERAUSGEBER: HWWA – Institut für Wirtschaftsforschung – Hamburg (Präsident: Prof. Dr. Armin Gutowski, Vizepräsident: Prof. Dr. Hans-Jürgen Schmahl)

Geschäftsführend: Dr. Otto G. Mayer

REDAKTION:

Dr. Klaus Kwasniewski (Chefredakteur), Dipl.-Vw. Rainer Erbe, Dipl.-Vw. Claus Hamann, Helga Lange, Helga Wenke, Dipl.-Vw. Irene Wilson, M.A., Dipl.-Vw. Klauspeter Zanzig

Anschrift der Redaktion: Neuer Jungfernstieg 21, 2000 Hamburg 36, Tel.: (040) 3562306/307

VERTRIEB:

manager magazin Verlagsgesellschaft mbH, Marketingabteilung, Postfach 11 1060, 2000 Hamburg 11, Tel.: (040) 30 07 624

Bezugspreise: Einzelheft: DM 8,50, Jahresabonnement DM 96,- (Studenten: DM 48,-)

VERLAG UND HERSTELLUNG:

Verlag Weltarchiv GmbH, Neuer Jungfernstieg 21, 2000 Hamburg 36, Tel.: (040) 35 62 500

Anzeigenpreisliste: Nr. 13 vom 1. 1. 1983

Erscheinungsweise: monatlich

Druck: Wünsch-Druck GmbH, 8430 Neumarkt/Opf.

Ohne ausdrückliche Genehmigung des Verlages Weltarchiv GmbH ist es nicht gestattet, die Zeitschrift oder Teile daraus auf photomechanischem Wege (Photokopie, Mikrokopie) oder auf eine andere Art zu vervielfältigen. Copyright bei Verlag Weltarchiv GmbH.