

Schröder, Wolfgang

**Article — Digitized Version**

## Die Globalisierung der Finanzmärkte: Folgen für die Geldpolitik

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Schröder, Wolfgang (1988) : Die Globalisierung der Finanzmärkte: Folgen für die Geldpolitik, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 68, Iss. 7, pp. 378-384

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/136421>

**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.*

Wolfgang Schröder\*

## Die Globalisierung der Finanzmärkte – Folgen für die Geldpolitik

*Strukturveränderungen und Innovationen haben die Finanzmärkte weltweit eng zusammenwachsen lassen. Welche Auswirkungen hat diese Globalisierung der Finanzmärkte auf die monetären Prozesse in der Bundesrepublik und auf die Wirksamkeit geldpolitischer Maßnahmen?*

**W**ie weit die Finanzmärkte bereits über die Staatsgrenzen hinweg miteinander verzahnt sind, hat der Aktienkursverfall in den Tagen um den 19. Oktober 1987 eindrucksvoll gezeigt. Die weltumspannende Vernetzung der Finanzmärkte ist jedoch bei weitem nicht auf Aktienmärkte beschränkt. In diesen Prozeß sind die verschiedensten Aktiva (und Passiva) einbezogen. Das relevante Portfoliospektrum beginnt beim Bargeld und den täglich fälligen Sichteinlagen, umfaßt Kredite, Einlagen und festverzinsliche Wertpapiere aller Laufzeiten und reicht bis zu Investitionen in Fabrikanlagen und Immobilien. Quantitativ den größten Umfang erreicht in diesem Spektrum der Handel mit den sehr kurzfristigen Devisen, und zwar nicht nur, weil diese als Zahlungsmittel bei Handels- und Finanztransaktionen dienen, sondern weil sie zu eigenständigen Spekulations- und Arbitragezwecken gehandelt werden. Das Volumen des Devisenhandels im Tagesdurchschnitt wird auf etwa 250 Mrd. US-Dollar geschätzt, also auf ein Vielfaches des Welthandels.

Die Globalisierung der Finanzmärkte ist ein Teilaspekt des weltweiten Strukturwandels<sup>1</sup>. Um ihren Einfluß auf die Geldpolitik – vor allem in der Bundesrepublik Deutschland – auszuleuchten, werden zunächst die strukturellen Veränderungen dargestellt, die die Finanzmärkte der Welt zu einem „global financial village“ haben zusammenwachsen lassen. Im zweiten Abschnitt

wird die besondere Rolle der Finanzinnovationen und anschließend der gesteigerte ausländische Einfluß auf die Finanzmärkte exemplarisch anhand einer markanten Episode aus dem Jahr 1986 gezeigt. Dabei wird jeweils untersucht, welche Wirkungen auf monetäre Prozesse (in der Bundesrepublik) ausgehen, d. h. in erster Linie auf Wechselkurse, Zinsen und andere geldpolitisch wichtige Größen. Zum Abschluß wird nach den geldpolitischen Folgerungen aus diesen Veränderungen gefragt: Was bedeuten sie für die Übertragung geldpolitischer Impulse (den Transmissionsprozeß), die Wirksamkeit geldpolitischer Maßnahmen und die Rolle der internationalen Abstimmung?

### Neue Entwicklungen

Eine Reihe von Entwicklungen hat es mehr und mehr erleichtert, ausländische und internationale Finanzmärkte in Portfolioentscheidungen einzubeziehen:

- Technologische Veränderungen und Kostensenkungen als deren Folge;
- institutionelle Veränderungen, zu denen die Liberalisierung des internationalen Kapitalverkehrs und die Zulassung von Finanzinnovationen zählen;
- die Finanzinnovationen selbst, von denen verschiedene Impulse zur Globalisierung ausgingen;
- die Volatilität von Zinsen und Wechselkursen sowie

---

*Dr. Wolfgang Schröder, 41. ist Mitarbeiter der Landeszentralbank in Berlin. Der Autor bringt in diesem Artikel seine persönliche Meinung zum Ausdruck.*

\* Der Verfasser dankt Frau Dr. Reszat für Anregungen und die kritische Durchsicht des ersten Entwurfs.

<sup>1</sup> Eine umfassende Analyse der Entwicklung bis 1985 bietet: Bank for International Settlements (BIS): Recent Innovations in International Banking. Basel 1986.

die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte, die in einer ausgeprägt dialektischen Beziehung zur Globalisierung der Finanzmärkte stehen.

Die Verbreitung der computergestützten Kommunikationstechnik hat die Kosten grenzüberschreitender Transaktionen nach und nach so verringert, daß die Rentabilitätsschwelle immer niedriger und die Transaktionsvolumina immer größer geworden sind. Aufgrund der gleichen technischen Verbesserungen sind mit den Transaktionskosten auch die Informationskosten gesunken. Beide Kostenarten weisen überdies erhebliche economies of scale auf, die die Umsatzexpansion und damit die Globalisierung begünstigen. Der technische Fortschritt hat auch die Geschwindigkeit enorm erhöht, mit der weltweit Transaktionen ausgeführt werden können. Er ermöglicht u. a. bestimmte Arbitrageoperationen und z. B. zeitgleiche Reaktionen auf Kursnotierungen an verschiedenen Börsenplätzen.

Institutionelle Regelungen prägten sehr häufig die Internationalisierung der Finanzmärkte. So haben etwa Vorschriften wie die unverzinsliche Mindestreserve und Zinsobergrenzen unbeabsichtigt das Entstehen und das Wachstum der Euromärkte gefördert. Aber auch die Deregulierungen der letzten Jahre beflügelten die Globalisierung. Sie erlaubten ein breiteres Angebot an Finanzierungstechniken und Anlagemöglichkeiten und eröffneten Gelegenheiten, finanzielle Risiken auszugliedern und abzusichern.

Wesentliche Impulse erhielt die Globalisierung auch durch die fortschreitende Öffnung der nationalen Finanzmärkte. In Westeuropa kam es innerhalb des Europäischen Währungssystems zu einem beachtlichen Abbau der Devisen- und Kapitalverkehrskontrollen. Auch Japan hat seine Finanzmärkte gegenüber dem Ausland geöffnet.

Generell erleichtert es die internationale Freizügigkeit im Finanzsektor, außenwirtschaftliche Defizite zu finanzieren und die notwendige Anpassung hinauszuzögern. Der Finanzierungsbedarf bei außenwirtschaftlichen Defiziten fördert die Globalisierung und diese das Anwachsen außenwirtschaftlicher Defizite.

### Finanzinnovationen

Eine weitere Triebfeder für die Globalisierung bilden Finanzinnovationen, die die Grenzen zwischen Geld-, Kredit- und Wertpapiermärkten zunehmend verschwimmen lassen. Geldpolitisch besonders bedeutsam sind

- die Ausbreitung von variablen Zinsen<sup>2</sup> bei Anleihen und Krediten,
- der Trend zur Verbriefung von Kreditbeziehungen und
- die Durchsetzung neuer Euronote-Fazilitäten.

Bei variablen Zinsen sind die erwarteten Zinskosten nur dann gleich denen bei einem Festzins, wenn sich der langfristige Zins als Durchschnitt der für die Laufzeit erwarteten kurzfristigen Zinsen bildete. Risikoaufschläge bei Festzinsen machen es sogar wahrscheinlich, daß diese Finanzierungsalternative teurer ist. Ein gravierender Nachteil variabler Zinsen bleibt dennoch, daß die Kalkulierbarkeit der Zinskosten für einen Investor abnimmt, weil das Zinsänderungsrisiko nicht mehr vom Kreditgeber, sondern vom Kreditnehmer getragen wird.

Die gesamtwirtschaftliche Wirkung einer Verbreitung von Kreditverträgen mit variablen Zinsen hängt davon ab, wie Kreditnehmer und Vermögensbesitzer auf die veränderte Verteilung des Zinsrisikos reagieren und wie sich Einkommen und Vermögen unter dem Einfluß von Zinsschwankungen entwickeln. Entscheidend ist dabei, daß die Unternehmen Nettoschuldner, die privaten Haushalte dagegen Nettogläubiger sind. Eine Einkommensumverteilung, die aus den Zinszahlungen resultiert, ändert die gesamtwirtschaftliche Nachfrage nur dann, wenn beide Sektoren unterschiedlich auf die Einkommensumverteilung reagieren. Eine Umverteilung zugunsten der privaten Haushalte allerdings wirkte ungünstig auf das reale Wachstum, weil davon die Investitionstätigkeit per saldo gebremst würde. Finanzanlagen gewönnen an Attraktivität gegenüber Anlagen in Real-kapital.

Das Risiko von Vermögensverlusten infolge von Insolvenzen nimmt zu, weil sich Zinssteigerungen auf den gesamten Bestand an Krediten mit variablem Zins auswirken und nicht nur auf neu abgeschlossene Kredite. Dieser Effekt verstärkt die Wirkung geldpolitischer Maßnahmen auf die Gesamtwirtschaft. Dämpfend hingegen wirkt die Zinserwartung: Hohe wie auch niedrige Zinsen, die als variabel vereinbart werden, bremsen bzw. beschleunigen das Wachstum weniger als feste Zinsen, weil mit ihrer Änderung gerechnet werden kann. Einen – auch in geldpolitischer Sicht – interessanten Ausgleich verspricht die Einführung von Termingeschäften über D-Mark-Zinsen, mit denen das Zinsänderungsrisiko gegen Entgelt ausgegliedert und abgedeckt werden kann.

Auf den internationalen Märkten ist mittlerweile der Anteil von Anleihen mit variablen Zinsen erheblich zu-

<sup>2</sup> Vgl. R. Harrington: Asset and Liability Management by Banks, OECD, Paris 1987, S. 46 ff.; und die Analyse der BIS, a. a. O., S. 352 f.

rückgegangen; in der Bundesrepublik spielen sie nach wie vor eine zu vernachlässigende Rolle. Hier sind Gleitzinsvereinbarungen lediglich bei Kreditgeschäften, vor allem bei Hypothekarkrediten, von nennenswertem Gewicht. Größere Bedeutung hatten variable Zinsen bei denjenigen Währungen erlangt, die ausgeprägtere Zinsschwankungen als die D-Mark aufzuweisen hatten.

### Verbriefung

Die Verbriefung schlägt sich in den Bankbilanzen nieder: Erstens werden traditionelle Kreditformen von Wertpapieren zurückgedrängt. Dadurch verringert sich die Transparenz der Kreditbeziehungen. Zweitens nimmt mit der Ausweitung der Verbriefung die durchschnittliche Qualität der Emittenten ab und damit auch der durchschnittliche Liquiditätsgrad der Wertpapiere. Ein dritter Aspekt betrifft die Qualität des Kreditportfolios der Banken. Durch Ausgabe von Wertpapieren können sich nur erste Adressen Kapital verschaffen. Sie werden ihre Kredite bei Banken zumindest relativ zurückführen.

<sup>3</sup> J. J. Sijben: Financial Innovations, Monetary Policy and Financial Stability, in: Kredit und Kapital, H. 1, 1988, S. 54 f. Sijben setzt Verbriefung mit Disintermediation gleich, obwohl Banken selbst zum großen Teil verbrieft Kredite vergeben.

Folglich verschlechtert sich mit der Verbriefung nicht nur der Liquiditätsgrad der Wertpapierportfolios, sondern auch die durchschnittliche Qualität der Kreditportfolios.

Mit der Verbriefung verknüpft ist eine Erscheinungsform der Disintermediation<sup>3</sup>: Finanztransaktionen bis hin zur Emission von Wertpapieren werden – wenn auch bislang in geringem Umfang, so doch in steigender Zahl – durchgeführt, ohne Kreditinstitute einzuschalten. Große Unternehmen mit weltweiten Aktivitäten und erstrangiger Kreditwürdigkeit unterhalten Abteilungen, die z. T. in der Lage sind, Finanzierungen ohne die Hilfe von Banken zu bewältigen.

Im Zuge der Verbriefung sind von Geschäftsbanken neue Fazilitäten zur Begebung von Euronotes geschaffen worden, z. B. „RUFs“ und „NIFs“. Dabei bieten Banken an, bis zu einem Höchstbetrag Euronotes am Markt zu plazieren. Häufig garantieren sie den Absatz der Papiere und verpflichten sich, den nicht abgesetzten Rest in ihr eigenes Portfolio zu übernehmen. Jede dieser Zusagen stellt eine potentielle Belastung der Liquidität und der Solvenz dar, deshalb hat die Bankenaufsicht eine angemessene Unterlegung der Euronote-Fazilitäten mit Eigenkapital verlangt<sup>4</sup>. Dies bremst die Banken, durch

## VERÖFFENTLICHUNGEN DES HWWA-INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG-HAMBURG

### NEUERSCHEINUNG

Leonhard Firlus

## ZWISCHEN SCHOCK UND KALKÜL

Die permanenten Verschuldungsprobleme der Entwicklungsländer

Die Schuldenkrise der Entwicklungsländer gehört zu den meist diskutierten weltwirtschaftlichen Problemen. Als Ursache werden in aller Regel exogene Schocks und wirtschaftspolitische Fehler genannt. In historischer Betrachtung stellten jedoch Perioden mit Schuldendienstproblemen den Regelfall dar. Der Blickwinkel ist also zu eng, wenn Verschuldungsprobleme ausschließlich als Konsequenz exogener Schocks und wirtschaftspolitischer Fehler interpretiert würden. In der vorliegenden Studie wird untersucht, inwieweit ein kalkuliertes Verhalten der Entscheidungsträger in den Entwicklungsländern als Erklärungsansatz für die Verschuldungsprobleme herangezogen werden muß, um deren Permanenz erklären zu können.

Großoktav,  
331 Seiten, 1988,  
brosch. DM 59.–  
ISBN 3-87895-345-3

VERLAG WELTARCHIV GMBH – HAMBURG

solche Geschäfte, die außerhalb der Bilanzen bleiben, ihr Eigenkapital zusätzlich zu belasten. Mit der Pflicht zur Unterlegung mit Eigenkapital entfällt allerdings auch einer der Gründe für diese Konstruktionen.

Neben der Verbriefung zählt zu den geldpolitisch zu beachtenden Finanzinnovationen der Handel mit Swaps, Optionen und Futures. Auch durch sie werden die Grenzen zwischen den Währungen und zwischen den Segmenten der Finanzmärkte mehr und mehr verwischt. Sie bieten Arbitragegelegenheiten; Zins- und Wechselkursrisiken können mit ihrer Hilfe abgesichert werden, aber sie sind auch gleichermaßen geeignet, spekulative Positionen mit großer Hebelwirkung aufzubauen.

### Folgen

Die beschriebenen Strukturänderungen der Finanzmärkte haben zur Folge, daß Anlage- und Finanzierungsentscheidungen auf der Basis weltweiter Informationen über Angebote aus vielen Ländern mit unterschiedlichen Währungen und unterschiedlichen wirtschaftlichen und wirtschaftspolitischen Bedingungen getroffen werden. Durch die Kommunikationstechnik sind die Finanzmärkte zu einer 24-Stunden-Veranstaltung rund um den Globus geworden. Wechselkurse und Wechselkurerwartungen spielen aufgrund der erreichten Diversifizierung der Portfolios zwischen verschiedenen Währungen eine größere Rolle als je zuvor.

Eine erwartete Wechselkursänderung löst internationale Kapitalströme mit der Folge aus, daß die erwartete Wechselkursänderung eintritt und sich auch die Zinsen ändern. Reaktionen auf „Schocks“, die in bestimmten nationalen Märkten auftreten, verbreiten sich deshalb sehr schnell um die Welt. Täglich und stündlich stehen die Zins- und Wechselkursrelationen auf dem Prüfstand und werden sofort korrigiert, falls neue Informationen eine neue Bewertung der überkommenen Preisrelationen angezeigt erscheinen lassen.

In welche Richtung die Reaktion auf bestimmte Ereignisse geht, steht durchaus nicht a priori fest. Meinungsführer und gleichförmige Analysetechniken spielen dabei zuweilen eine ausschlaggebende Rolle, auch und gerade wenn über die Wirkungszusammenhänge kontroverse Vorstellungen bestehen.

In der Bundesrepublik hatte die internationale Verflechtung mit den ausländischen Finanzmärkten zwar 1982/83 bereits einen Wachstumsschub erlebt – gemessen an den statistisch gut dokumentierten grenzüber-

schreitenden Käufen und Verkäufen von Wertpapieren –, aber deutlich isoliert trat der Einfluß des Auslands erst im Laufe von 1986 auf: Im März 1986 boten Anleihen der öffentlichen Hand nur noch eine Emissionsrendite von 5,9% und im April 1986 von 5,6%. Daraufhin zogen sich die deutschen Nichtbanken fast vollständig vom Markt zurück. Sie erwarben von April bis Dezember 1986 netto festverzinsliche Wertpapiere (einschließlich ausländischer Rentenwerte) in Höhe von nur 0,085 Mrd. DM. Abgesetzt wurden im gleichen Zeitraum inländische Rentenwerte für 50,8 Mrd. DM. Davon wurde per saldo der weitaus größte Teil (39,4 Mrd. DM) von Ausländern erworben, der Rest ging an inländische Kreditinstitute. Während dieser Zeit dominierten also ausländische Anleger den Rentenmarkt und damit den Kapitalmarktzins in der Bundesrepublik. Dies geschah, obwohl hier gleichzeitig die Ersparnis der privaten Haushalte kräftig zunahm. Im zweiten, dritten und vierten Quartal 1986 wurden 105 Mrd. DM gespart gegenüber 93 Mrd. DM in der gleichen Zeit des Vorjahres (Ursprungswerte), wobei die Sparquote von 11,8% 1985 auf 12,4% 1986 anstieg. An der Fähigkeit, Rentenwerte zu erwerben, mangelte es also durchaus nicht.

Entscheidend für das unterschiedliche Verhalten der In- und Ausländer dürfte die Entwicklung des Dollarkurses gewesen sein. Im Februar 1985 war eine Trendwende eingetreten: Seither hatte sich die D-Mark aufgewertet, und das Plaza-Übereinkommen vom September 1985 dokumentierte den Willen der großen Industrieländer, eine niedrigere Bewertung des Dollars zu unterstützen. Damit wurde gleichsam die Spekulation auf eine weitere Abwertung des Dollars und eine korrespondierende Aufwertung der europäischen Währungen und des japanischen Yen wirtschaftspolitisch abgesegnet. Vor allem das hohe und noch steigende Defizit der US-Leistungsbilanz und die steigenden Überschüsse der Bundesrepublik (und Japans) ließen weiteren Abwertungsdruck für den US-Dollar und folglich Wechselkursgewinne aus D-Mark- (und Yen-) Anlagen erwarten.

Als weiterer Pluspunkt galt ausländischen Anlegern die relativ steile Laufzeitstruktur der D-Mark-Zinssätze. Die Renditedifferenz zwischen Rentenwerten mit ein- und mit zehnjähriger Restlaufzeit betrug im März 1986 in den USA nur rund dreiviertel Prozentpunkte, in der Bundesrepublik dagegen beachtliche eindreiviertel Prozentpunkte. Daraus wurde auf eine wahrscheinliche Senkung der langfristigen D-Mark-Zinsen geschlossen.

### Unterschiedliches Verhalten

In dieser Konstellation stecken mehrere Rätsel: Das erste ergibt sich aus dem unterschiedlichen Verhalten

<sup>4</sup> Vgl. L. G l e s k e: Finanzinnovationen aus der Sicht der Notenbanken und der Bankenaufsichtsbehörden, in: Die Bank, H. 6, 1986, S. 283.

der In- und Ausländer. Eine Erklärung mag darin liegen, daß sich Inländer in erster Linie an der Entwicklung der Zinsen im historischen Vergleich orientierten und ihnen dabei die langfristigen Zinsen als niedrig erschienen. International orientierte Anleger dagegen sahen vor allem den Quervergleich zu den Marktbedingungen an anderen Plätzen zur gleichen Zeit. Ihnen erschienen so die Bedingungen für Kapitalanlagen in der Bundesrepublik als relativ günstig. Die dabei ausschlaggebenden Wechselkurserwartungen haben für die deutschen Nichtbanken offensichtlich keine Rolle gespielt.

Wechselkurserwartungen können dagegen nicht herangezogen werden, um ein zweites Rätsel im gleichen Kontext zu lösen: Als das Ausland durch seine Käufe den Markt für langfristige Wertpapiere in der Bundesrepublik dominierte, hat es sich hier gleichzeitig kurzfristig verschuldet – und zwar in noch größerem Umfang. Die dahinter stehende Saldenmechanik ist unmittelbar einsehbar: 1986 betrug der Leistungsbilanzüberschuß der Bundesrepublik 80,6 Mrd. DM, und langfristiges Kapital wurde im gleichen Zeitraum für 35,7 Mrd. DM importiert, so daß die Summe aus dem Saldo der Leistungsbilanz und dem langfristigen Kapitalimport 116,3 Mrd. DM betrug. Den Gegenposten zum Überschuß der Grundbilanz bildete die kurzfristige Verschuldung des Auslands. Es stellt sich die Frage nach den Gründen für dieses scheinbar paradoxe Verhalten, zumal die Inländer zur gleichen Zeit eindeutig langfristige Kredite und kurzfristige Finanzanlagen bevorzugten. Gemessen am beobachteten Verhalten muß also die Beurteilung des deutschen Finanzmarktes im In- und Ausland annähernd entgegengesetzt gewesen sein.

Eine Erklärung bieten erstens die erwähnte gegensätzliche Einschätzung der Zinsstruktur durch das In- und Ausland und zweitens eine partielle Segmentierung des Finanzmarktes, etwa in Akteure, die bei der Finanzierung ihres Außenhandels ausschließlich kurzfristige Finanzbeziehungen eingehen und hinsichtlich der Währung wenig Wahlmöglichkeiten haben, und in solche, die Währungen auswählen, allein um ihr Portfolio zu optimieren.

Weit häufiger als entgegengerichtete Reaktionen des In- und Auslands sind jedoch gleichgerichtete Verhaltensweisen. Sie sind das typische Kennzeichen der Globalisierung der Finanzmärkte: Ausländer wie auch Inländer erwerben Finanzaktiva und verschulden sich im In- und Ausland. Dabei entstehen große Brutto-Finanzströme. Summierten sich z. B. die deutschen Käufe und Verkäufe ausländischer Wertpapiere 1981 auf nur 86,4 Mrd. DM, so erreichten sie 1986 bereits 399,9 Mrd. DM. Ein ähnlicher Anstieg der Brutto-

Kapitalströme ist seit Beginn der achtziger Jahre auf Seiten des Auslands zu beobachten.

### Diversifizierung und Volatilität

Eine geldpolitisch wichtige Frage ist dabei: Welchen Einfluß haben diese Veränderungen auf die Zinsbildung auf den deutschen Finanzmärkten und auf den Wechselkurs? Grundsätzlich kann ein bestimmtes Kurs-, Preis- oder Zinsniveau mit sehr unterschiedlichen Umsatzvolumina vereinbar sein. Nur Differenzen zwischen Angebot und Nachfrage führen zu Preisveränderungen. Bei einem großen Bruttovolumen der grenzüberschreitenden Finanzströme können jedoch Veränderungen im Ausland eher ein marktbestimmendes Gewicht erlangen und sich stärker auf das Inland auswirken.

Mit dem Erwerb von Finanzaktiva in verschiedenen Währungen werden die Währungsrisiken aufgeteilt und so der erwartete Ertrag erhöht. Zum Erfolg wird diese Strategie einer internationalen Diversifizierung der Portfolios durch die langfristigen Trends und die kurzfristige Volatilität der Wechselkurse. Der größte Teil der Engagements wird auf kurzfristigen Erfolg ausgelegt und als reversibel – innerhalb der nächsten Stunden, Tage und Wochen – geplant. Der erwartete Gewinn aus diesen Transaktionen resultiert in erster Linie aus Wechselkursveränderungen. Sobald sich die Hoffnung darauf erfüllt – oder zerschlägt –, werden die Positionen revidiert.

Darin liegt ein fundamentaler Unterschied zum Handel auf Gütermärkten, wo Positionen nicht für Wochen und Monate, sondern für Jahre und Jahrzehnte aufgebaut werden. Diese Unterschiede bewirken, daß sich der von Finanztransaktionen dominierte Wechselkurs selten auf einem Niveau einpendelt, das mit außenwirtschaftlichem Gleichgewicht kompatibel ist. Wechselkursbedingte Ungleichgewichte auf den Gütermärkten wirken wiederum auf die Finanzmärkte zurück, so daß Wellenbewegungen entstehen. Exemplarisch dafür sind die Zyklen realer D-Mark-Auf- und Abwertungen.

Die Beziehung zwischen Diversifizierung und Volatilität ist keine Einbahnstraße, sondern wechselseitig: Aus der Sicht individueller Vermögenshalter ist Diversifizierung die rationale Antwort auf Volatilität, und Volatilität ist zum größten Teil die Folge von gewinnorientierten Portfolioumschichtungen im globalen Maßstab. So gesehen erscheinen auch Volatilität und Globalisierung als zwei Seiten ein und derselben Medaille<sup>5</sup>.

Darin erschöpft sich jedoch die Beziehung zwischen Globalisierung und Volatilität nicht. Volatilität bietet

selbst Gewinnchancen (und Verlustrisiken), läßt einen Bedarf an Absicherung gegen Wechselkursrisiken entstehen und erzeugt so ihrerseits internationale Finanzströme. Noch verstärkt werden sie durch die Nutzung von Arbitragegelegenheiten. Die Globalisierung der Finanzmärkte steht also mit deren Volatilität in vielfältigen Wechselbeziehungen, die den Eindruck vermitteln, daß sich die Finanzmärkte zuweilen weit von der realen Basis der Wirtschaftstätigkeit entfernen.

### Konsequenzen für die Geldpolitik

Die Geldpolitik hat in der Bundesrepublik in erster Linie die Aufgabe, die Währung zu sichern und unter Wahrung dieser Aufgabe die allgemeine Wirtschaftspolitik der Bundesregierung zu unterstützen. Zwischen diesen Zielen auf der einen Seite und den geldpolitischen Instrumenten auf der anderen Seite liegt ein komplexes System von ökonomischen und wirtschaftspolitischen Interdependenzen, das einem fortlaufenden Wandel unterworfen ist. In diesem Wandlungsprozeß bildet die Globalisierung der Finanzmärkte nur einen Teilaspekt. Sie ist für die Bundesrepublik eher von gradueller als von prinzipieller Bedeutung, weil die deutschen Finanzmärkte seit langer Zeit dem Ausland gegenüber offen sind. Auch die Finanzinnovationen haben in der Bundesrepublik bei weitem nicht so starke Veränderungen wie in anderen großen Industrienationen verursacht<sup>6</sup>. Doch auch die graduellen Veränderungen wirken sich auf die Geldpolitik aus und müssen deshalb fortlaufend beobachtet werden.

Diese Veränderungen betreffen zunächst den geldpolitischen Transmissionsprozeß, vor allem die Rolle des Wechselkurses. Die dargestellten Strukturveränderungen, die zu einer stark erhöhten internationalen Mobilität und Substituierbarkeit des Kapitals geführt haben, lassen einen größer gewordenen Teil geldpolitischer Wirkungen gleichsam auf Umwegen über das Ausland in das Inland zurückkehren. Von der Geldpolitik induzierte Zinssteigerungen z. B. wirken nicht nur unmittelbar im Inland, sondern verstärkt über die damit einhergehende Änderung der Geldpolitik relativ zum Ausland.

Durch die Globalisierung sind mehr international diversifizierte Portfolios mit größeren Beständen betroffen. Reaktionen in Form internationaler Kapitalströme setzen deshalb schneller und heftiger ein. Die Währung wertet sich auf, und die Zinssteigerung im Inland wird

gebremst. Ein Teil des geldpolitischen Impulses wird von der Wechselkursaufwertung aufgenommen und so auf das Inland übertragen. Die damit einhergehende konjunkturelle Dämpfung wirkt also weniger über zins- und ausgeprägter über wechselkursreagible Aggregate. Aufgrund der niedrigen Transaktionskosten und der weltumspannenden Verfügbarkeit von Informationen reagieren die Märkte sensibler, d. h. auch auf kleinere Zinsbewegungen und auf marginale Anstöße anderer Art, die sonst ignoriert würden.

Diese gradlinige Verknüpfung von Zinserhöhung und Wechselkursaufwertung muß aber nicht zwangsläufig zum Tragen kommen, da der geldpolitische Impuls auch Ausdruck einer veränderten Einschätzung der wirtschaftlichen Lage ist. Dies wirkt über Wechselkursbewertungen auf internationale Kapitalströme und dadurch auf Wechselkurse und Zinsen. Wenn eine restriktivere Gangart der Geldpolitik etwa als Reflex wachsender Inflationsgefahren angesehen würde, dann würden Engagements im Inland abgebaut, die Zinsen stiegen stärker und der Wechselkurs wertete sich unter Umständen sogar ab. Rückwirkungen auf die Lage im Inland hängen unter anderem von der Reaktion der Preise und Löhne auf Wechselkursänderungen ab. Welche der möglichen Reaktionsweisen eintreten – von denen hier zwei skizziert wurden –, läßt sich a priori nicht mit Sicherheit sagen, zumal sich die Einschätzung der Wirtschaftslage und auch die Reaktionen im In- und Ausland erheblich unterscheiden können.

Trotz der Globalisierung bestimmt die Bundesbank unangefochten den Tagesgeldsatz und damit das „kurze Ende“ der Zinsstruktur. Die geschilderten Veränderungen haben jedoch den geldpolitischen Einfluß auf die langfristigen Zinsen gelockert. Hatten zuvor die inländischen Kreditinstitute, die verläßlich vorhersagbar auf die geldpolitische Steuerung reagieren, am Anleihemarkt dominiert, so ist durch die Globalisierung der Einfluß des Auslandes auf die Kapitalmarktzinsen bedeutend gewachsen und zuweilen sogar die Führung auf das Ausland übergegangen.

Nicht nur die Rolle der Preise, sondern auch die der monetären Aggregate muß neu bewertet werden. In der Bundesrepublik haben sich diese zwar unter dem Einfluß der Finanzinnovationen und der Globalisierung nicht im gleichen Ausmaß wie z. B. in den USA geändert, aber dennoch muß eine Reihe von Fragen fortlaufend beantwortet werden, z. B.:

- In welchem Umfang bindet die gesteigerte Finanzaktivität Geldmittel, die dem Güterkreislauf entzogen sind?

<sup>5</sup> D. H i s s : Geld- und währungspolitische Implikationen einer Globalisierung der Finanzmärkte, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 68. Jg. (1988), H. 2, S. 72.

<sup>6</sup> Vgl. Hermann-Josef D u d l e r : Geldmengenpolitik und Finanzinnovationen, in: Kredit und Kapital, H. 4, 1986, S. 491 f.

- Ändert sich die Geldnachfragefunktion durch das breitere Spektrum an verzinslichen und gleichzeitig hochliquiden Finanzaktiva? Nimmt die Verwendung von D-Mark im Ausland – auch in Form von D-Mark-Bargeld – zu?
- Reagiert die Geldangebotsfunktion auf das veränderte Portfolio-Verhalten der Nichtbanken?
- Wie verändert die gesteigerte Zins- und Wechselkursensibilität den Zusammenhang zwischen Zinsen, Wechselkursen, Geldmengenaggregaten und gesamtwirtschaftlichen Zielgrößen? Bieten die globalisierten Finanzmärkte Möglichkeiten, restriktiven geldpolitischen Maßnahmen auszuweichen?

### Internationale Koordination

Die Veränderungen auf den Finanzmärkten berühren auch die internationale Koordination der verschiedenen Politikbereiche. Eine mangelnde internationale Abstimmung kann dazu beitragen, Eruptionen auf den internationalen Finanzmärkten auszulösen, wie die Ereignisse um den Börsenkrach am 19. Oktober 1987 gezeigt haben. Koordiniertes Vorgehen dagegen, wie es sich im Plaza- und Louvre-Akkord niedergeschlagen hatte, wirkte deutlich beruhigend auf Märkte und Wechselkurse.

Einen Nachteil freilich hat der gelegentliche Abschluß solcher Übereinkommen. Wenn sie von den Finanzmärkten als wirksam angesehen werden, beeinflussen sie die Wechselkurserwartungen und damit die Zinsdifferenzen zwischen den einzelnen Währungen. Zinsdifferenzen können nur Bestand haben, sofern sie von Wechselkursänderungserwartungen kompensiert werden. Ein international abgeprochenes Bemühen um stabilere Wechselkurse dämpft erwartete Veränderungen und löst Kapitalströme und somit Zinsveränderungen aus. Im Vergleich zu anderen Währungen niedrigere

D-Mark-Zinsen z. B. erfordern Aufwertungserwartungen für die D-Mark. Ein Druck auf diese Aufwertungserwartungen induziert eine Annäherung der D-Mark-Zinsen an die höheren Auslandszinsen.

Da dem Wechselkurs eine größere Bedeutung für den Erfolg der Geldpolitik zukommt und ein Land allein den Wechselkurs seiner Währung nicht hinreichend beeinflussen kann, gewinnt das abgestimmte Verhalten der Partnerländer an Bedeutung. Um im Inland die angestrebten geldpolitischen Wirkungen zu erzielen, kommt es auf die relative Geldpolitik an, d. h. auf die deutsche Geldpolitik im Verhältnis zur Geldpolitik anderer währungspolitisch bedeutender Nationen.

Weite Schwünge des Wechselkurses ziehen Schwünge des allgemeinen Preisniveaus nach sich und verzerren die allokativen Struktur der Wirtschaft – von den ebenso auftretenden konjunkturellen Wirkungen abgesehen. Um dies zu begrenzen, muß eine wohlverstandene Geldpolitik den Wechselkurs und die ihn steuernden Erwartungen gebührend beachten und durch internationale Koordination zu beeinflussen versuchen.

Beeinflußt von den Veränderungen auf den Finanzmärkten werden schließlich auch die Prognostizierbarkeit und die Wirksamkeit geldpolitischer Maßnahmen. Die weltweiten Reaktionen der Märkte auf geld- und währungspolitische Aktionen, zu denen selbst beiläufige Äußerungen in der Öffentlichkeit zählen, und ihre Rückwirkungen auf das Inland sind weitaus schwerer zu prognostizieren, als dies bei weniger offenen Finanzmärkten der Fall wäre. Wechselkurserwartungen und die davon abhängigen internationalen Kapitalbewegungen zeichnen sich durch wenig stabile Reaktionsmuster aus. Als ein weiteres Unsicherheitsmoment kommen die politischen Reaktionen anderer Staaten auf die eigenen Aktionen hinzu. Stabile Entwicklungen auf den Finanzmärkten der Welt erfordern angesichts der erreichten und noch fortschreitenden Globalisierung eine behutsame und verlässliche Geld- und Währungspolitik.

**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, Dipl.-Vw. Ira Lanz, Helga Wenke, Dipl.-Vw. Irene Wilson, M.A.

**Anschrift der Redaktion:** Neuer Jungfernstieg 21, 2000 Hamburg 36, Tel.: (040) 35 62 306/307

**VERLAG UND VERTRIEB:**

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

**Bezugspreis:** Einzelheft: DM 8,50, Jahresabonnement DM 96,- (Studenten: DM 48,-) zuzüglich Porto

**Anzeigenpreisliste:** Nr. 13 vom 1. 1. 1983

**Erscheinungsweise:** monatlich

**Druck:** Wunsch-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. Für unverlangt eingereichte Manuskripte und Besprechungsexemplare wird keine Haftung übernommen. Beiträge werden nur zur Alleinveröffentlichung angenommen. Die Redaktion behält sich bei zur Veröffentlichung vorgesehenen Aufsätzen eine Bearbeitung vor. Das Copyright liegt beim Verlag Weltarchiv GmbH.