

## **Neue Finanzierungsformen aus der Sicht der Notenbanken**

Von Horst Bockelmann, Basel

Finanzinnovationen sind für diejenigen, die in international tätigen Banken arbeiten, schlechthin eine Revolution. Die Wirtschaftspresse kann sich der Faszination dieses Themas nicht entziehen. Es gibt kaum etwas, worüber sie lieber und in größerer Ausführlichkeit berichtete. Sicher besteht die Gefahr einer perspektivischen Verzerrung, bei der man die Finanzmärkte für den Mittelpunkt der Welt hält und die dort entwickelten neuen Finanzierungsinstrumente für *das Ereignis* der letzten Jahre schlechthin. Für denjenigen, der in der Industrie mit internationalen Finanzierungen zu tun hat, ist die Tatsache, daß ihm eine breitere Palette von Finanzdienstleistungen zur Verfügung steht und daß der Unternehmenserfolg wesentlich davon bestimmt wird, wie geschickt er sich dieser Palette bedient, allerdings auch eine große Veränderung. Wenn man sich aber etwa im Monatsbericht der Bundesbank von November 1986 Verhältniszahlen zur Kapitalstruktur der Unternehmen ansieht, so wird man nichts finden, was auf erhebliche, von den Finanzmärkten ausgehende Veränderungen in den Finanzierungsverhältnissen der Unternehmen hindeutet. Gewiß, die Finanzabteilungen großer Konzerne können fast alles, was Banken können, und tun es auch. Aber für die Masse der kleineren und mittleren Unternehmen mag die Tatsache, daß man nicht mehr unbedingt darauf vertrauen kann, nirgends bessere Konditionen zu bekommen als bei der Hausbank, mit der man vielleicht seit der Firmengründung gut zusammengearbeitet hat, eher eine Last als ein Fortschritt sein. Allerdings sind in vielen europäischen Ländern auch kleine und mittlere Unternehmen stark exportorientiert. Zu welchem Kurs sie ihre Exporterlöse abrechnen, ist für den Unternehmenserfolg mindestens so entscheidend wie die Lohnabschlüsse oder eine Reduzierung der Zwischenlager. Die Volatilität von Kursen und Zinsen läßt auch die kleineren Unternehmen nicht ungeschoren. Was immer der Markt hervorbringt, um damit besser fertig zu werden, kann auch ihnen nicht gleichgültig sein.

Was man sich allerdings angesichts der Umsätze in vielen der neuen Finanzmärkte zwangsläufig fragt, ist, wieviele dieser Transaktionen einen Zusammenhang mit güterwirtschaftlichen Vorgängen besitzen. Niemand

wird meinen, alles andere wäre im Grunde unnötig. Jeder Markt braucht eine gewisse Tiefe und Breite, um befriedigend zu funktionieren, und die rein finanziell motivierten – man kann auch sagen, die spekulativen – Transaktionen sind vielfach notwendig, um dem Markt das nötige Volumen zu geben. Das ist ein gutes Argument, in das Ökonomen viel Vertrauen setzen. Aber es kann kein Grund sein, die Augen davor zu verschließen, daß die spekulativen Transaktionen auch das dominierende Element werden können und die Schwankungen zum guten Teil produzieren, gegen die man sich dann nur mit Hilfe der neuen Instrumente einigermaßen schützen kann.

Für die Zentralbanken sind die neuen Entwicklungen an den Finanzmärkten eine Herausforderung in mehrfacher Hinsicht. Da ist (1) ganz allgemein der Informationsaspekt: Verlieren die statistischen Größen, auf die sie sich vor allem stützen, an Aussagekraft? Vollziehen sich wichtige Entwicklungen außerhalb ihres Gesichtsfeldes? Da ist (2) mehr spezifisch der einzelwirtschaftliche Überwachungsaspekt, wie er für die Bankenaufsicht typisch ist. Viele Zentralbanken sind direkt für die Bankenaufsicht verantwortlich. Andere tragen eine Mitverantwortung, aber spätestens wenn etwas schiefgeht, entdecken auch diejenigen, die nicht zuständig sind, daß man sie mitverantwortlich macht. Sie müssen sich also alle fragen: Gehen die Banken mit neuen Finanzierungsinstrumenten Risiken ein, die sie nicht voll übersehen und die ihre Zahlungsfähigkeit in Frage stellen können? Das führt (3) zu dem Systemaspekt: Können diese Risiken eine Dimension annehmen, die die Stabilität des Bankensystems, das reibungslose Funktionieren der Finanzmärkte insgesamt in Frage stellt? Diese Frage mag weitgeholt erscheinen, wenn man isoliert auf die neuen Finanzierungsinstrumente sieht. Wenn aber das Bankensystem schon auf andere Weise geschwächt ist, z.B. durch die internationale Verschuldungskrise, dann werden solche Sorgen eher verständlich. Damit komme ich (4) zu dem Aspekt, der die Zentralbanken in ihrem ureigensten Bereich angeht, dem der Geldpolitik: Wird durch neue Finanzierungsinstrumente die Kontrolle der monetären Entwicklung in gravierender Weise erschwert? Ich denke hierbei nicht an das Informationsproblem, das ich schon genannt habe, sondern an die Wirksamkeit der Instrumente, die die Notenbank einsetzt.

Von diesen vier „Herausforderungen“ werde ich den Informationsaspekt und den geldpolitischen Aspekt zusammen behandeln. Auch die beiden anderen Aspekte hängen zusammen: Der Systemaspekt baut auf dem Überwachungsaspekt auf. Wenn die Bankenaufsicht sicherstellt, daß den einzelnen Banken nichts passiert, kann – so müßte man meinen – auch dem System nichts passieren. Ich fürchte allerdings, daß sich Schwierigkeiten

aus dem System ergeben können, denen eine in erster Linie einzelwirtschaftlich orientierte Bankenaufsicht ziemlich ratlos gegenüberstünde. Sie ist auf Probleme eingestellt, die eine gut geführte Bank vermeiden kann. Gegenüber Entwicklungen, die vom Standpunkt einer gut geführten Bank „höhere Gewalt“ sind, ist auch die Bankenaufsicht ziemlich machtlos. Regierungen und Notenbanken suchen solche „macro-prudential aspects“ gemeinsam in den Griff zu bekommen. Sie wissen, daß derartige Gefahren vor allem dann vermindert werden, wenn extreme Wechselbäder an den Märkten vermieden werden, wenn mit anderen Worten die Politik Stetigkeit aufweist. Je mehr das gelingt, um so stärker reicht es aus, daß Banken gut geführt werden. Was aber nötig ist, damit ein Institut zu Recht für sich in Anspruch nehmen kann, eine gut geführte Bank zu sein, das hat sich im Zusammenhang mit den Finanzinnovationen erheblich geändert. Beträchtliche Investitionen sind nötig, damit eine Bank jederzeit präzise weiß, welche Risiken sie eingeht und bereits eingegangen ist – man sollte meinen, das sei eine absolute Selbstverständlichkeit für eine gut geführte Bank. Ich habe schon darauf hingewiesen, daß Risiken von den Finanzinnovationen her wohl nur einem bereits geschwächten System gefährlich werden können. In den letzten vier Jahren ist es den Banken in vielen Ländern gelungen, ihre Kapitalbasis erheblich zu stärken, so daß Sorgen in dieser Hinsicht zumindest in unseren Breiten nicht mehr so akut erscheinen.

Um eine Vorstellung darüber zu gewinnen, wie stark Finanzinnovationen die Wirksamkeit der Geldpolitik beeinträchtigen können, muß man sich ver gegenwärtigen, worauf die Wirksamkeit der Geldpolitik beruht, zugegeben kein kleines Thema, aber man kann sich auf das Essentielle beschränken. Moderne Volkswirtschaften sind Geldwirtschaften. Die Geldmenge bedarf der Kontrolle. Zentralbanken haben kein Geldmonopol, auch andere Institutionen – es ist zweckmäßig, sie Banken zu nennen – haben Verbindlichkeiten, die Geld sind. Die Zentralbank kann die Geldmenge beeinflussen, solange die monetären Verbindlichkeiten der Banken nicht losgelöst sind von der Geldschöpfung der Notenbank. Die Banken brauchen in einem Umfang, den sie nicht direkt beeinflussen können, im Rahmen ihres Geschäftes Bargeld, für das die Notenbank ein Monopol hat. Mindestreserven verstärken diese Verkopplung zwischen der Geldschöpfung der Banken und der Geldschöpfung der Notenbank. Eine Geldmengenausweitung schafft somit einen Bedarf an Zentralbankguthaben, den nur die Zentralbank befriedigen kann. Es ist Sache der Notenbank, die Bedingungen, zu denen sie diesen Bedarf deckt, so zu setzen, daß die monetäre Entwicklung ihren Zielvorstellungen entspricht. Wir können also drei Glieder in diesem Schema der Wirksamkeit der Geldpolitik unterscheiden:

1. den Reservebedarf, der sich aus dem Geldmengenwachstum ergibt,
2. die Entscheidung der Notenbank über die Bedingungen, zu denen sie Reserven bereitstellt, und
3. die Zielvorstellung, von der sich die Notenbank dabei leiten läßt, sei es nun ein Geldmengenaggregat oder eine andere Zwischengröße im finanziellen Bereich.

Diese Dreiteilung gilt im Prinzip für jede wirksame Geldpolitik, sie ist nicht an monetaristische Vorstellungen gebunden.

Welches dieser verschiedenen Glieder der Wirksamkeit der Geldpolitik ist durch Finanzinnovationen bedroht? Offensichtlich das erste, der Reservebedarf, wenn alte Geldformen von neuen verdrängt werden, für die z. B. keine Mindestreservevorschriften bestehen. Bargeldabzüge mögen dadurch nicht unmittelbar vermindert werden, aber sie könnten wegen der Finanzinnovationen bei Instituten auftreten, die mit der aktuellen monetären Entwicklung nicht viel zu tun haben. Das kann es schwerer machen, die makroökonomisch nach wie vor vorhandene Abhängigkeit von der Zentralbank so wirksam wie bisher mikroökonomisch zur Geltung zu bringen. Vielleicht noch empfindlicher kann die Notenbank in ihrer Zielvorstellung durch Verlagerungen im Geldschöpfungsprozeß getroffen werden. Wenn Sichteinlagen plötzlich hohe Zinsen bringen, werden die Anleger anders disponieren, als wenn Sichteinlagen unverzinslich sind. Ein  $M_1$ , das verzinsliche wie unverzinsliche Sichteinlagen einschließt, ist nicht dasselbe Aggregat wie früher, als nur unverzinsliche Sichteinlagen dazugerechnet wurden. Es ist keine Frage, daß ein erheblicher Erfahrungsverlust der Zentralbank mit jeder Neudeinition der monetären Aggregate verbunden ist; man kennt nicht die Trendentwicklung der Umlaufgeschwindigkeit; man kennt nicht die saisonalen Besonderheiten.

Aber das zweite Glied, die Fähigkeit der Notenbanken, die Bedingungen zu setzen, zu denen sie Zentralbankguthaben verfügbar machten, ist durch Finanzinnovationen nicht in Frage gestellt. Man sollte diesen Punkt nicht geringschätzen. Wenn immer in der historischen Erfahrung die Geldpolitik zur Ohnmacht verurteilt war, so lag es fast ausnahmslos daran, daß der Notenbank bei der Reserveschaffung die Hände gebunden waren. Das gilt etwa, wenn die Notenbank in unbegrenztem Maße am Devisenmarkt intervenieren muß. Interventionsverpflichtungen an anderen Märkten, etwa am Wertpapiermarkt zur Stabilisierung der langfristigen Zinsen oder zur Finanzierung des Staatshaushaltes, haben den gleichen Effekt, nämlich den, das eigentliche Zentrum der Geldpolitik, die Kontrolle der Reserveschaffung, außer Funktion zu setzen.

Man mag allerdings fragen, was diese Fähigkeit noch bewirken kann, wenn der Reservebedarf in Frage gestellt ist und die Notenbank ihre Zielvorstellung eingebüßt hat. Dazu ist einfach zu sagen, daß es die ureigenste Aufgabe der Notenbank ist, ihr Instrumentarium so zu gestalten, daß ein vorhersehbarer Reservebedarf entsteht, und die Mindestreserve-Bestimmungen bieten in aller Regel genügend Flexibilität, um die Auswirkungen neuer Entwicklungen in der Banktechnik einzufangen. Mindestreserven haben einen schlechten Ruf bekommen, und ihre Nachteile sind nicht zu übersehen. Aber nach meiner Überzeugung sind sie gerade unter den heutigen Bedingungen unverzichtbar. Genauso gehört es zur Aufgabe der Notenbank, den Zusammenhang zwischen monetären Entwicklungen und den eigentlichen Zielen der Wirtschaftspolitik so zu analysieren, daß sie einen Weg findet, ihre Bedingungen so zu setzen, daß sie den eigentlichen Zielen der Wirtschaftspolitik nahekommt. Man kann natürlich nicht allgemein sagen, worauf sich Zentralbanken, deren Strategie durch Finanzinnovationen in Frage gestellt ist, konkret zurückziehen sollten. Aber es ist wichtig, sich stets vor Augen zu halten, daß Geldpolitik nicht etwas ist, was man tun oder auch lassen kann. Die Frage ist also nicht, ob die Notenbank die monetäre Entwicklung kontrollieren kann, sondern was sie unternehmen muß, damit sie sie kontrollieren kann. Sie darf nicht eher ruhen, bis sie den Weg gefunden hat, der unter geänderten Voraussetzungen einen ausreichenden Grad von Kontrolle wiederherstellt. Es geht vorrangig darum, daß sich die Zentralbank dieser Norm unterwirft und keine Ausflüchte sucht. Selbstverständlich ist mit dieser Selbstverpflichtung keines der empirischen Probleme vom Tisch, und es liegt mir fern, die Schwierigkeiten, die sich dabei bieten, herunterzuspielen. Aber es sind Schwierigkeiten, die gemeistert werden müssen, notfalls auch um den Preis einer Änderung des Notenbankgesetzes, obwohl sich viele Notenbanken scheuen, diese ‚Büchse der Pandora‘ zu öffnen.

Ich glaube deshalb auch nicht, daß mit Berufung auf die Wirksamkeit der Geldpolitik in den Prozeß der Finanzinnovationen eingegriffen werden sollte. Die Gefahren für die Wirksamkeit der Geldpolitik sind zu diffus, als daß sie dafür eine Basis abgeben würden. Das heißt nicht, bedingungslos auf der Seite der Deregulierung zu stehen. Die Einübung von Erwartungen und Verhaltensweisen, die durch langjährige Regelungen bewirkt worden ist, hat sicher nicht nur negative Seiten. Man kann nicht einmal ausschließen, daß in alten Spielregeln Einsichten walten, die inzwischen verlorengegangen sind. Wenn man die Spielregeln abschafft, kommt das unter Umständen zum Vorschein; solche Lernprozesse können ziemlich kostspielig sein. Eine Lehre kann man aber mit Sicherheit aus den Deregulierungserfahrungen ziehen: Wenn man Regelungen ändert, dann besser mit einem Schnitt

als mit einem allmählichen Auslaufenlassen. Als 1980 in den USA der Zeitplan für die Zinsliberalisierung bis Ende März 1986 festgelegt wurde, war absehbar, daß es fast ein Jahrzehnt dauern würde, bis es dort wieder eine einigermaßen verlässliche Basis für die Geldpolitik geben würde.

Was ich bisher gesagt habe, betraf primär die nationale Seite der Geldpolitik, die von Finanzinnovationen tangiert wird. Wir müssen dem die internationale Seite hinzufügen: internationaler Zinszusammenhang, Stabilität oder Instabilität der Wechselkurse. Es gibt keinen Zweifel, daß die Finanzinnovationen die Tendenz haben, den Spielraum für autonome nationale Geldpolitik einzuschränken, zu denken ist etwa an die Ausbreitung monetärer Impulse über nationale Grenzen hinweg durch Währungs- und Zinsswaps. Aber schon die erheblich erhöhte Kapitalmobilität, die die Finanzinnovationen mit sich gebracht haben, wirkt in die gleiche Richtung. Die richtige Antwort darauf scheint auf der Hand zu liegen: bessere internationale Koordinierung der Wirtschaftspolitik. Es ist indes zweifelhaft, daß es Fortschritte in dieser Hinsicht geben wird. Lippenbekenntnisse gibt es allenfalls. Wenn es aber konkret werden soll, nicht ad hoc unter exzeptionellen Umständen, sondern als Teil einer langfristigen Anstrengung, zögern alle. Man weiß nicht, worauf man sich einläßt. Der deutsche Sachverständigenrat hat in seinem Jahresgutachten 1986/87 seine Bedenken sehr überzeugend artikuliert. Es sei schwer vorstellbar, daß sich im weltweiten Koordinationsprozeß ein stabilitätsorientiertes Land dem internationalen Druck zur Anpassung über eine stärker expansive Politik auf Dauer erfolgreich widersetzen könne (Ziffer 255). Andere Länder haben andere, in ihrer Sicht nicht weniger schwerwiegende, Sorgen. Für die USA gilt, daß internationale Absprachen der Administration den Kongreß nicht einmal moralisch binden.

Dennoch sind die Risiken der Koordinierung doch eher geringer als die Risiken einer unkoordinierten Politik. Es hat nicht an ausländischen Politikern und Wissenschaftlern gemangelt, die den USA vorgehalten haben, was sie falsch machten. Wenn die USA bereit sein sollten, der wirtschaftspolitischen Kooperation einen Rahmen zu geben, so sollte man nicht gleich den Mut vor der eigenen Courage verlieren. Stabilitätspolitik verkauft sich gar nicht so schlecht. Die Bereitschaft, Notenbanken ein höheres Maß an Unabhängigkeit zu geben, ist international deutlich gewachsen. Viele der Bedenken gegen das Europäische Währungssystem, die ähnlich klangen, haben sich als übertrieben herausgestellt. Man sollte Argumente, die für eine Koordinierung der Wirtschaftspolitik sprechen, ohne Furcht vor Vergewaltigung prüfen. Mir persönlich scheint, daß dafür ein neues internationales Abkommen nützlich wäre (aber nicht eine neue internationale Organisation). Es ist kein Zufall, daß das Projekt einer Weltwährung immer häufiger,

und nicht als Scherz, in die Debatte eingeführt wird. Es eilt der Entwicklung weit voraus, und man kann auch bezweifeln, daß alle, die davon reden, die Implikationen wirklich überblicken. Aber man kann nicht eine Internationalisierung der Finanzmärkte in großem Stil hinnehmen oder aktiv betreiben und meinen, das brauche für die nationale Geldpolitik keine Konsequenzen zu haben. Niemand käme auf den Gedanken, eine Öffnung des Luftraumes könne ohne Koordinierung der Flugüberwachung geschehen. Die Parallele dazu sehe ich sogar noch mehr in der Wirtschaftspolitik als in der Bankenaufsicht.

Wie wird es mit den neuen Finanzierungsformen weitergehen? Am Markt der ewigen „floating rate notes“ hat es größere Aufregung gegeben, und morgen oder übermorgen mögen sich ähnliche Vorgänge in anderen Marktsegmenten wiederholen. Aber das spricht nicht dagegen, daß der Trend der finanziellen Innovation sich fortsetzen wird. Wann es auf breiterer Front einen Rückschlag geben wird und wie stark er sein wird, vermag wohl niemand zu sagen. An besorgten Stimmen fehlt es nicht. *Kit McMahon*, bis Ende 1985 Deputy Governor der Bank von England und jetzt Chairman und Group Chief Executive von Midland Bank, sagte am 20. November 1986 in der Stamp Memorial Lecture in der Londoner Universität: “We have all begun to learn again those lessons of the inter-war years so deeply engraved on the hearts of those who founded the Bretton Woods system: widely fluctuating exchange rates lead to protectionism. We have to face the disturbing possibility that full official acquiescence in the unfettered freedom of financial markets may actually make more difficult – or even reverse – the genuine and praise-worthy efforts of those same governments to liberalise the working of non-financial markets.”

Ich sehe indes nicht, daß aus solchen Befürchtungen so bald Konsequenzen gezogen werden. Die Bankenaufsicht wird schrittweise das gewaltige Pensem aufarbeiten, das ihr aufgegeben worden ist. Aber auch sie wird in aller Regel nicht bestrebt sein, Entwicklungen zu verhindern oder einzudämmen, sondern nur in dieser Hinsicht das Risikobewußtsein und die Vernunft der Bankleitungen zu stärken. Wenn sich die geldpolitischen Auspizien ändern sollten, wird dies zweifellos einige Bereiche der Finanzinnovationen tangieren, ob nur hinsichtlich des weiteren Neugeschäfts oder auch im Sinne einer Desavouierung von Erwartungen, auf denen frühere Geschäfte beruhten, wird man abwarten müssen. Gegenwärtig ist die Sorge verbreitet, daß Vieles typisches Schönwetterbanking gewesen sein könnte, was in einem rauheren Klima zu mehr oder weniger bösen Überraschungen führen mag. Häufig wird darauf verwiesen, daß viele der neuen Geschäfte in ihrer rechtlichen Natur noch ganz ungetestet seien. Es wäre nicht überra-

schend, wenn bei einem Rückschlag diejenigen, die zu Anfang an der Spitze marschierten, sich rechtzeitig abgesetzt hätten und die Nachzügler als die Dummen dastehen. Ich will nicht den Propheten spielen. Ich habe keine Erkenntnisse als die, die jedem zur Verfügung stehen, nämlich einfach die, daß jeder Boom einmal zu Ende geht, jede Politik einmal geändert wird. Solche Allerweltsweisheiten müßten eigentlich ausreichen, Euphorie zu verhindern. Es gibt keinen Grund, sich getrieben zu fühlen, alles mitzumachen. Nüchterne Abwägung der Chancen und Risiken sind an den Finanzmärkten gegenwärtig so nötig wie eh und je.

### **Zusammenfassung**

#### **Neue Finanzierungsformen aus der Sicht der Notenbanken**

Für die Zentralbanken sind die neuen Entwicklungen an den Finanzmärkten eine Herausforderung in mehrfacher Hinsicht. Man kann unterscheiden zwischen einem Informationsaspekt, einem Überwachungsaspekt, einem Systemaspekt und dem Aspekt der Wirksamkeit der Geldpolitik. Der Systemaspekt baut auf dem Überwachungsaspekt auf. Wenn die Bankenaufsicht sicherstellt, daß den einzelnen Banken nichts passiert, kann, so müßte man meinen, auch dem System nichts passieren. Doch können sich Schwierigkeiten aus dem System ergeben, denen eine in erster Linie einzelwirtschaftlich orientierte Bankenaufsicht ziemlich ratlos gegenüberstünde.

Finanzinnovationen bedrohen die Wirksamkeit der Geldpolitik einmal dadurch, daß der Reservebedarf in Frage gestellt wird, wenn etwa alte Geldformen von neuen verdrängt werden, für die keine Mindestreservevorschriften bestehen. Vielleicht noch empfindlicher kann die Notenbank in ihrer Zielvorstellung durch Verlagerungen im Geldschöpfungsprozeß getroffen werden. Aber die Fähigkeit der Notenbanken, die Bedingungen zu setzen, zu denen sie Zentralbankguthaben verfügbar machen, ist durch Finanzinnovationen nicht in Frage gestellt. Man mag allerdings fragen, was diese Fähigkeit noch bewirken kann, wenn der Reservebedarf in Frage gestellt ist und die Notenbank ihre Zielvorstellung eingebüßt hat. Dazu ist zu sagen, daß es die ureigenste Aufgabe der Notenbank ist, ihr Instrumentarium so zu gestalten, daß ein vorhersehbarer Reservebedarf entsteht. Genauso gehört es zur Aufgabe der Notenbank, den Zusammenhang zwischen monetären Entwicklungen und den eigentlichen Zielen der Wirtschaftspolitik so zu analysieren, daß es ihr gelingt, den eigentlichen Zielen der Wirtschaftspolitik nahezukommen. Daneben haben die Finanzinnovationen die Tendenz, den Spielraum für autonome nationale Geldpolitik einzuzengen. Die Antwort darauf scheint auf der Hand zu liegen: bessere internationale Koordinierung der Wirtschaftspolitik. Man kann nicht eine Internationalisierung der Finanzmärkte in großem Stil hinnehmen oder aktiv betreiben und meinen, das brauche für die nationale Geldpolitik keine Konsequenzen zu haben.

## Summary

### New Forms of Financing from the Central Bank's Point of View

In various respects, central banks regard the latest developments of financial markets as a challenge. It is possible to distinguish between the information, the surveillance, the system and the efficiency aspect of monetary policy. If bank supervisors ensure that nothing can happen to individual banks, there is not anything that could happen to the system, one should think. But difficulties may stem from the system which bank supervisors – they focus their attention on primarily individual units – may find hard to control.

Financial innovations threaten the efficiency of monetary policy, first, by questioning the reserve requirement tool when – for instance – old monetary forms are displaced by new ones for which minimum reserve requirements do not exist. The central bank's target notions may be hit even harder by shifts in the money creation process. But their ability to lay down the conditions under which they make their money available is not put into doubt by financial innovations, although it would be fair to question the value of this ability when the reserve requirement has been put into question and the central bank has lost its target notions. On this point it is to be mentioned that it is the central banks' very own task to shape their tools so as to give rise to predictable reserve requirements. Likewise, the central banks are responsible for analyzing the interrelations between monetary developments and the real objectives of economic policy in a way that allows them to come as close to real economic policy goals as possible. Moreover, financial innovations tend to restrict the scope for autonomous national monetary policies. The answer to this appears to be obvious: improved international coordination of economic policies. It is impossible to accept or get involved in the internationalization of financial markets on a major scale and still think that this need not have consequences for national monetary policies.

## Résumé

### Nouvelles formes de financement du point de vue des banques d'émission

Les nouvelles évolutions sur les marchés financiers présentent un défi pour les banques centrales, et ceci à plusieurs égards. On peut distinguer l'aspect d'information, l'aspect de surveillance, l'aspect de système et l'aspect d'efficacité de la politique monétaire. L'aspect de système se base sur celui de surveillance. Si le contrôle bancaire garantit qu'il ne peut rien arriver aux banques individuelles, cela ne veut pas dire, comme on peut souvent le penser, que le système est également protégé. En effet, le système peut provoquer des difficultés face auxquelles un contrôle bancaire, d'orientation principalement microéconomique, ne saurait que faire.

Les innovations financières menacent l'efficacité de la politique monétaire, entre autres parce que le besoin de réserve est mis en question lorsque, par exemple, des anciennes formes monétaires disparaissent au profit de nouvelles, pour lesquelles il n'existe pas encore de règlements de réserves obligatoires. Les objectifs de la banque d'émission sont peut-être encore plus sensiblement touchés lorsque le processus de création de trésorerie se déplace. Mais, malgré les innovations financières, les banques

d'émission sont encore toujours capables de poser les conditions auxquelles les avoirs des banques centrales sont mis à disposition. On peut toutefois se demander quel effet cette aptitude peut encore avoir lorsque la demande de réserve est mise en question et lorsque la banque d'émission ne peut pas réaliser ses objectifs. La réponse à cette question est que c'est la tâche principale de la banque d'émission de concevoir ses instruments de telle sorte que le besoin de réserve soit prévisible. La banque d'émission a tout autant pour mission d'analyser le rapport entre les évolutions monétaires et les objectifs propres de la politique économique, afin de pouvoir rapprocher ses propres buts de ceux de la politique économique. En plus, les innovations financières tendent à restreindre le champ d'action pour une politique monétaire nationale autonome. La réponse à cela semble évidente: une meilleure coordination internationale de la politique économique. On ne peut pas tolérer une internationalisation de grand style des marchés financiers ou la pratiquer activement, sans que cela n'ait, comme on le pense, aucune conséquence pour la politique monétaire.