

Geldmengenpolitik und Finanzinnovationen

Von Hermann-Josef Dudler, Frankfurt/M.*

Das gehäufte Auftreten auffälliger Neuentwicklungen auf den Weltfinanzmärkten hat in jüngster Zeit auch in der Bundesrepublik eine lebhafte Debatte über die mit diesen Erscheinungen verknüpften geld- und bankpolitischen Herausforderungen ausgelöst. In den Ländern des angelsächsischen Sprachbereichs ist diese Thematik unter den Stichworten finanzielle Innovationen, Deregulierung, Verbriefung und Globalisierung der Finanzmärkte schon seit einigen Jahren in den Mittelpunkt des Interesses der Fachleute gerückt. Der Geld- und Finanzsektor dieser Länder, darunter vor allem die Vereinigten Staaten, Kanada und Großbritannien, erscheint in besonderem Maße wiederkehrenden Innovationsschüben ausgesetzt. Andere größere Industrieländer, wie Frankreich, Italien und Japan, liegen eher im Mittelfeld der internationalen Innovationsskala. Die Bundesrepublik nimmt demgegenüber gemeinsam mit der Mehrzahl der kleineren zentraleuropäischen Länder bis heute eine ins Auge springende Insellage mit offenbar geringer Innovationsanfälligkeit ein. Dies erklärt nicht nur die etwas zögernde Auseinandersetzung deutschsprachiger Geld- und Währungstheoretiker mit dem Innovationsphänomen, sondern rechtfertigt auch die offenkundige Gelassenheit, mit der Notenbankexperten in der Bundesrepublik bisher das Auftreten finanzieller Neuentwicklungen betrachtet haben.

Der zentraleuropäische Finanzmarkt-Archipel ist allerdings trotz seiner augenscheinlichen Sonderlage in mehrfacher Weise den Ausläufern internationaler Innovationswellen ausgesetzt. Die nationalen Finanzmärkte wachsen unaufhaltsam weiter zusammen. Monetäre Schocks übertragen sich daher rascher und unmittelbarer von einem Land auf das andere. Der internationale Wettbewerbsdruck und psychologische Demonstrationseffekte fördern die Verbreitung neuer finanzieller Instrumente und Verhaltensweisen auch in Ländern mit ruhigem Finanzklima. Dabei fällt dem Euromarkt, der auf dem Felde der Finanzinnovation in enger Wechselbeziehung zu den binnenwirtschaftlichen Wandlungsvorgängen an den führenden

* Überarbeitete Fassung eines Vortrags, den der Verfasser am 11. Mai 1986 auf dem Seminar „WIRTSCHAFTSPOLITIK“ – Geld- und Währungspolitik vor neuen Herausforderungen – in der Gustav-Heinemann-Akademie in Freudenberg gehalten hat.

Weltfinanzplätzen New York und London steht, eine wichtige Katalysatorfunktion zu. Die unter dem Eindruck gravierender Innovationsfolgen im englischsprachigen Raum neu in Gang gekommenen geld- und währungspolitischen Grundsatzdebatten und die konkreten Reaktionen der besonders stark betroffenen nordamerikanischen und britischen Währungsbehörden auf die in Gang befindlichen finanziellen Änderungsschübe bestimmen mehr oder weniger das internationale Diskussionsklima. Schließlich ist nicht völlig auszuschließen, daß künftig in der Bundesrepublik und im weiteren zentraleuropäischen Raum verzögert Neuerungen auf den Finanzmärkten auftreten, die geld- und währungspolitische Anpassungen erforderlich machen.

Es kann daher als Ausdruck notwendiger Standortbestimmung und überlegter Prophylaxe verstanden werden, wenn sich Wissenschaft und Praxis auch in der Bundesrepublik vermehrt mit den geld- und währungspolitischen Implikationen finanzieller Neuerungen auseinandersetzen. Dabei scheint es zunächst einmal darauf anzukommen, die Vorgänge auf den internationalen Finanzmärkten und die geldpolitischen Erfahrungen des Auslands kritisch aufzuarbeiten und in geeigneter Weise auf die gegenwärtigen Verhältnisse in der Bundesrepublik anzuwenden. In diesem Sinne beschäftigt sich der folgende Beitrag vor allem mit den möglichen Folgen größerer Strukturverschiebungen im Finanzgefüge für Grundlagen und Durchführung einer pragmatischen Geldmengensteuerung, wie sie etwa ab Mitte der siebziger Jahre in den wichtigsten Industrieländern der westlichen Welt betrieben wird¹. Dabei sollen zunächst das Phänomen der Finanzinnovationen und seiner Ursprünge (I) sowie die Folgen innovationsbedingter Instabilitäten im Finanzsystem für die Geldmengenpolitik (II) diskutiert werden. Anschließend werden spezifische Eigenarten des Finanzwesens der Bundesrepublik herausgestellt, die es der Bundesbank bislang ermöglicht haben, die Steuerung der Geldmenge ohne wesentliche Beeinträchtigung durch monetäre Strukturbrüche weiterzuführen (III). Eine vorsichtige Evaluierung denkbarer finanzieller Entwicklungsperspektiven in der Bundesrepublik bildet den Schlußabschnitt (IV).

¹ Vgl. dazu H. Schlesinger, Zehn Jahre Geldpolitik mit einem Geldmengenziel, in: Öffentliche Finanzen und monetäre Ökonomie, Festschrift für Karl Häuser, herausg. von W. Gebauer, Frankfurt/M. 1985, S. 123 ff.

I. Merkmale und Ursprünge von Finanzinnovationen

1. Der Begriff Finanzinnovationen

Der Begriff Finanzinnovationen wird in jüngster Zeit in der Finanzpresse rein schlagwortartig zur Kennzeichnung vielfältiger Veränderungen an den internationalen Finanzmärkten verwendet. Im vorliegenden Zusammenhang sollen damit Neuentwicklungen vor allem jüngerer Datums im nationalen und internationalen Finanzwesen bezeichnet werden, die geeignet erscheinen, wichtige monetäre Grundrelationen in der Wirtschaft so zu verändern, daß hierdurch eine vorausschauende und planvoll verfahrenende Geld- und Bankpolitik erschwert oder in Frage gestellt wird. Zu solchen Wandlungserscheinungen rechnen wir nicht nur die erfolgreiche Vermarktung innovativer Finanzprodukte und das Auftauchen neuartiger Finanzintermediäre, sondern auch größere Gewichts- und Rollenverschiebungen zwischen bereits existierenden Finanzinstrumenten und Kreditinstitutionen sowie veränderte finanzielle Verhaltensweisen im Kreditgewerbe und im Nichtbankenbereich.

Geld- und kreditpolitisch relevante Veränderungen im Finanzwesen der bezeichneten Art hat es natürlich schon immer gegeben. Das massierte Auftreten, die lange Dauer, die weite geographische Verbreitung und die spezifischen Ursprünge der in den letzten sieben bis zehn Jahren beobachteten finanziellen Wandlungsprozesse lassen es jedoch schon heute gerechtfertigt erscheinen, von einem besonderen währungshistorischen Ereignis zu sprechen. Vor diesem Hintergrund erhält der inzwischen als Modewort zirkulierende Begriff der Finanzinnovation durchaus einen konkreten Sinngehalt.

2. Triebkräfte des Innovationsprozesses

Um die mögliche Anfälligkeit der Bundesrepublik und anderer relativ stabiler Finanzsysteme gegenüber geld- und bankpolitisch folgenreichen Finanzinnovationen realistisch abzuschätzen, erscheint es nützlich, einen Blick auf die wichtigsten Faktoren zu werfen, die den tiefgreifenden Wandlungsprozeß an den Weltfinanzmärkten seit der zweiten Hälfte der siebziger Jahre beeinflußt haben. Vom ökonomischen Innovationsbegriff der traditionellen Konjunktur- und Wachstumsanalyse ausgehend, kann man hierbei angebots- und nachfrageseitige Änderungsanstöße auf den Markt der Finanzdienstleistungen sowie Auswirkungen staatlicher Reglementierungen auf die Funktionsweise des Finanzsystems unterscheiden.

a) *Technologieschübe*. Von der Angebotsseite des finanziellen Innovationsprozesses her hat die Anwendung technologisch neuartiger Hilfsmittel und Verfahren durch das Kreditgewerbe tiefgreifende Änderungen auf den Finanzmärkten begünstigt. Dabei haben insbesondere die Einführung hocheffizienter Zahlungsverkehrseinrichtungen, der verstärkte Einsatz von Computerfazilitäten, die Ausbreitung der Bildschirmtechnik und allgemein die volle Nutzung der über die nationalen Grenzen hinausreichenden Möglichkeiten der modernen Telekommunikation eine wichtige Rolle gespielt. Die wirtschaftliche Ausbeutung solcher Technologien hat den Anbietern von Finanzdienstleistungen zusätzliche Gewinnchancen eröffnet, die Transaktionskosten im Geld-, Kredit- und Wertpapiergeschäft gesenkt und eine weitreichende Umverteilung finanzieller Risiken ermöglicht. Bei diesen Wandlungsvorgängen sind auf mehreren Ebenen finanzielle Neuerungen auf den Plan getreten:

- *Produktinnovationen*: Herkömmliche Finanzinstrumente wurden unter Zuhilfenahme moderner Rechentechniken hinsichtlich ihrer Ausstattungsmerkmale (Zins, Laufzeit, anhängende Optionen) in vielfältiger Weise variiert; daneben wurden neuartige Instrumente entwickelt, die eine Umwandlung bestehender Kreditbeziehungen bzw. ihre nachträgliche Verbriefung erlauben (Repackaging), ein verstärktes Hedging gegen Zins- und Währungsrisiken ermöglichen (Futures, Optionen, Zinstermingeschäfte) und den Spielraum für Zinsarbitragegeschäfte erweitern (einfache und komplexe Zins- und Währungsswaps).
- *Geänderte Finanzpraktiken*: Computergestützte Steuerungsprogramme bilden die Grundlage für komplizierte Finanzdispositionen, die das Verhalten der Teilnehmer des Finanzmarktes teilweise nicht unwesentlich verändert haben. Nichtbanken rationalisieren und minimieren mit Unterstützung von Finanzinstituten ihren kurzfristigen Kredit- und Transaktionskassenbedarf (Cash Management der Unternehmen, Sweep- und Cash-Management Accounts nordamerikanischer Konsumenten), Besitzer von Wertpapierportefeuilles diversifizieren und optimieren ihre Anlagen unter extrem zeitverkürzten Performance-Kriterien, und Banken steuern ihr Gesamtgeschäft mit komplexen Planzielen (wie z.B. durch Aktiva-/Passiva-Management und aktive Gestaltung außerbilanzieller Risikopositionen).
- *Neue Wettbewerbsbedingungen*: Der Einsatz hochmoderner Rechen- und Zahlungsverkehrstechnologien hat insbesondere in den Ländern mit angelsächsischen Trennbanksystemen die Wettbewerbsverhältnisse im Kreditwesen einem kaum mehr reversiblen Wandel unterworfen. Wertpapierbanken und Bauspareinrichtungen sind in das traditionelle Bank-

und Einlagengeschäft eingedrungen, und neuartige Wettbewerber, die sich auf keine gewachsene Erfahrung im Bankgeschäft stützen konnten, wie Geldmarktfonds und finanzielle Supermärkte, konkurrieren erfolgreich um Bank- und Zahlungsverkehrsgeschäfte mit den herkömmlichen Handelsbanken. Diese wurden hierdurch unter anderem gezwungen, für den Konsumenten verzinsliche Transaktions- und hochliquide Sparkonten zu schaffen, die das unverzinsliche Girokonto in den angelsächsischen Ländern mehr und mehr ersetzt haben.

- *Globalisierung der Finanzmärkte:* Die Nutzung moderner Informations- und Nachrichtentechniken hat es Banken und anderen Finanzintermediären sowie multinationalen Großfirmen erleichtert, über eigene Niederlassungen oder Vertretungen im Ausland auf den größeren Weltfinanzmärkten „rund um die Uhr“ zu operieren, nationale Markt- und Arbitragenischen gewinnbringend auszunutzen und ihre Finanzportefeuilles über alle größeren Währungen zu diversifizieren.

b) *Nachfrageimpulse.* Die wirtschaftliche Nutzung neuer finanztechnischer Möglichkeiten setzt zumindest eine latente Nachfrage nach innovativen Finanzprodukten und -dienstleistungen voraus. Inzwischen sind Art und Zahl der finanziellen Neukreationen, die phantasiebegabte „Produktingenieure“ großer internationaler Banken und Wertpapierhäuser schaffen, kaum mehr zu überschauen und ihre Markterfolge zum Teil nur sehr kurzlebig. Auch kann man sich des Eindrucks kaum erwehren, daß aggressiv werbende Anbieter solcher Erzeugnisse durchaus in der Lage sind, eine zusätzliche Nachfrage nach finanziellen Novitäten aktiv zu wecken. Dabei handelt es sich in manchen Fällen kaum mehr darum, herkömmliche finanzielle Grundbedürfnisse zu befriedigen, sondern eher um die Bereitstellung finanzieller Luxus- und Konsumprodukte, die an den Spieltrieb oder die „Kasino mentalität“ der Klientel appellieren.

An der Wiege zahlreicher finanzieller Neuerungen stehen aber zweifellos spezifische gesamtwirtschaftliche Entwicklungen, die originäre Bedürfnisse nach neuartigen Finanzdienstleistungen entstehen ließen. Hierzu zählen insbesondere die ökonomischen Schocks und Ungleichgewichtserscheinungen, denen die Weltwirtschaft etwa seit Mitte der siebziger Jahre gehäuft ausgesetzt war.

Der beschleunigte allgemeine Preisanstieg veranlaßte Unternehmen und private Haushalte, ihre von Realwertverlusten bedrohten unverzinslichen Kassenbestände möglichst weitgehend abzubauen und niedrig verzinsten Bankeinlagen in höher verzinsliche Geldanlagen umzuschichten. Hieraus ergaben sich Marktchancen für die Verbreitung verzinslicher, kombinierter

Transaktions- und Vermögensanlagekonten durch Geschäfts-, Investment- und Sparbanken angelsächsischen Typs, das Auftreten von Geldmarktfonds und die Einführung von Cash-Management-Techniken. Extreme Zins- und Wechselkursschwankungen lösten eine verstärkte Suche nach finanziellen Absicherungsmöglichkeiten aus. Die Antwort des Marktes war unter anderem die Schaffung von Finanz-Futures und -Optionen und die rasche Ausbreitung von Gleihtzinsvereinbarungen und kurzen Laufzeiten bei Kredit- und Anleihekreditkontrakten. Konzentriert auftretende Ausfallrisiken in den Engagements amerikanischer Kreditinstitute im Wohnungs- und Grundstückssektor, Energiebereich, Agrarsektor und gegenüber „Schwellenländern“ ließen eine Entlastung der Bankbilanzen dringlich erscheinen. Dies förderte die Expansion außerbilanzieller Bankgeschäfte und die nachträgliche Verbriefung und Vermarktung bestehender Direktkreditforderungen von Kreditinstituten. Ungewöhnlich hohe Budgetdefizite in Ländern mit unterentwickelten Wertpapiermärkten, wie z.B. in Frankreich, Italien und Japan, veranlaßten öffentliche Kreditnehmer, nach neuen Finanzierungsmöglichkeiten Ausschau zu halten. Dabei entstanden in Frankreich unter anderem einlagenähnliche Fondszertifikate (SICAVs und FCPs) und in Italien dem breiten Publikum angebotene, klein gestückelte und steuerbegünstigte Schatzwechsel sowie variabel verzinst oder indexierte Staatszertifikate mit breitem Markt, die inzwischen z.T. als Geld- und Einlagensurrogate fungieren (BOTs bzw. CCTs). Massive Verschiebungen im internationalen Zahlungsbilanzgefüge zeitigten typische Innovationsschübe am Euromarkt. Die Ölpreisschocks der Jahre 1973/74 und 1979, die ein Recycling liquider Ölgelder erforderlich machten, förderten die rasche Ausbreitung der Roll-over-Technik im internationalen Bankkreditgeschäft, während die in den letzten Jahren in den Vordergrund rückenden Ungleichgewichte unter den Industrieländern – darunter vor allem die Schuldnerrolle der USA – sowie das sinkende Weltzinsniveau den Trend zur Verbriefung internationaler Kreditbeziehungen unterstützt haben.

c) *Staatliche Reglementierungen.* Staatliche Eingriffe in die Finanzmärkte und ihre – teilweise durch den finanziellen Wandlungsprozeß selbst erzwungene – Lockerung oder völlige Aufhebung haben eine große Rolle bei den seit Mitte der siebziger Jahre beobachteten Finanzinnovationen gespielt und diese häufig in bestimmter Weise kanalisiert. Zinsreglementierungen, Kreditkontrollen, Trennbankbestimmungen, diskriminatorische steuerliche Regelungen und Devisenkontrollen wurden zunächst aufgrund des Erfindungsreichtums der Märkte, neuartiger finanztechnologischer Möglichkeiten und nach Sättigung drängender zusätzlicher Bedürfnisse der Anleger und Kreditnehmer mehr oder weniger legal umgangen. Im nächsten Schritt

haben dann Währungs-, Aufsichts- und Steuerbehörden ihre Regelsysteme angepaßt, um z.B. die von Kontrollmaßnahmen besonders betroffenen Finanzinstitute und Marktsegmente konkurrenzfähig zu erhalten. In den letzten fünf bis sieben Jahren zeichnet sich daneben ein allgemeiner Trend zu „mehr Markt“ und zu weitgehenden Deregulierungen im Finanzwesen ab. Dieser Umdenkprozeß entspricht dem antigouvernementalen politischen Zug der Zeit. Beispiele der erstgenannten Art waren insbesondere die schrittweise Aufhebung von Depositenzinshöchstgrenzen und Kreditwucherbestimmungen in den USA und der Abbau des Trennbanksystems in Großbritannien. Ausfluß allgemeiner Liberalisierungstendenzen stellen die Abschaffung der britischen Kredit- und Devisenkontrollen nach 1979 und die in Gang gesetzte Einführung indirekter, marktwirtschaftlicher Lenkungsmethoden der Geld- und Kreditpolitik in Frankreich, Italien und Japan dar. In jüngster Zeit unternommene Versuche der „Reregulierung“, wie z.B. die Verschärfung von Eigenkapitalbestimmungen, Konsolidierungsregeln und aufsichtsrechtlichen Risiko- und Liquiditätsvorschriften haben die inzwischen hochversatilen Finanzinstitute mit der stärkeren Benutzung von Eigenkapitalsurrogaten und der weiteren Forcierung außerbilanzieller Bankgeschäfte und verbriefter Kreditbeziehungen beantwortet.

II. Geldpolitische Konsequenzen finanzieller Innovationsvorgänge

In Ländern, die bisher bestehende, umfassende innere und äußere monetäre Kontrollsysteme administrativer Art durch indirekte Lenkungsinstrumente der Offenmarktpolitik ablösen, vollzieht sich ein allgemeiner geldpolitischer Regimewechsel. Dieser begünstigt das Entstehen weiterer finanzieller Innovationen und zwingt die betroffenen Notenbanken, zumindest während einer Übergangszeit in weitgehend unbekanntem Terrain zu operieren. Solche Beispiele sind sicherlich nicht charakteristisch für die Bundesrepublik. Hier wird die Geldpolitik schon seit jeher ganz überwiegend mit marktwirtschaftlichen Mitteln betrieben.

Lehrreich für die deutsche Geldpolitik sind schon eher die jüngeren Erfahrungen der amerikanischen, britischen und kanadischen Währungsbehörden. Diese haben sich während der intensiven Finanzinnovationsphase seit Mitte der siebziger Jahre in erster Linie mittelbarer monetärer Steuerungsmethoden bedient. Insbesondere waren diese Zentralbanken wie die Deutsche Bundesbank bemüht, über die systematische Steuerung der Geldmarktbedingungen jährliche Geldmengenziele einzuhalten, um den Inflationsprozeß unter Kontrolle zu bringen und die Wirtschaft ihrer Länder auf

einen Pfad gleichgewichtigen Wachstums zurückzuführen. Anders als in der Bundesrepublik stießen sie dabei zunehmend auf operationelle Schwierigkeiten, weil die zuvor eruierten monetären Grundrelationen und Verhaltensweisen unter dem Einfluß von Innovations- und Deregulierungswellen ins Rutschen gerieten und ihre Lotsenrolle für die Geldpolitik mehr oder weniger stark einbüßten. Ein Blick auf die hier beobachteten Vorgänge und die öffentliche Rolle, die die Geldpolitik heute in diesen Ländern spielt, dürfte eine aktuelle Standortbestimmung für die Geldmengenpolitik in der Bundesrepublik erleichtern².

1. Gestörte Grundrelationen

Allgemein gesprochen, tendieren finanzielle Innovationen in dem hier verstandenen Sinne dazu, wichtige Strukturbeziehungen im Finanzwesen einer Volkswirtschaft zu destabilisieren. Dabei ist im vorhinein häufig nicht genau festzustellen, in welchem Ausmaß eine finanzielle Verhaltensänderung auftritt, welche Richtung sie nehmen wird und ob sich bei gleichzeitigem Auftreten mehrerer Innovationen die zu erwartenden Rückwirkungen auf die monetären Grundrelationen tendenziell kompensieren oder verstärken. Für eine planvoll operierende Geldmengenpolitik kann dies eine außerordentliche Erschwerung bedeuten. Die in diesem Ansatz eingeschlossenen Grundprinzipien setzen ja zunächst einmal voraus, daß die Notenbank aus globalen volkswirtschaftlichen Eckdaten stabilitäts- und wachstumsgerechte Geldmengenziele ableiten kann. Außerdem muß sie in der Lage sein, diese durch entsprechende Gestaltung der Geldmarktbedingungen so treffsicher zu realisieren, daß die gesamtwirtschaftliche Entwicklung von der monetären Seite her in die wirtschaftspolitisch erwünschte Richtung gelenkt wird. Hierzu müssen die Experten der Notenbank über ein Mindestmaß an statistisch-ökonomisch gesicherten oder rein operationell gewonnenen empirischen Erkenntnissen über die verschiedenen Stufen des monetären Transmissionsprozesses verfügen³. Dazu zählen insbesondere Erfahrungen über die kürzer- und längerfristigen Beziehungen zwischen Geld-

² Ausführliche Darstellungen über die Beziehungen zwischen Finanzinnovationen und Geldpolitik in den größeren Industrieländern findet man in den folgenden Veröffentlichungen: *Bank for International Settlements*, Financial Innovation and Monetary Policy, Basel 1984; *Organisation for Economic Co-operation and Development*, Banking and Monetary Policy, Paris 1985; *Bank for International Settlements*, Recent Innovations in International Banking, Basel 1986.

³ Zum allgemeinen Problem der Unsicherheit bei der Bestimmung des optimalen geldpolitischen Kontrollverfahrens, der Auswahl monetärer Zwischenziele und der Festlegung der Operationsstrategie am Geldmarkt vgl. vom Verf., Geldpolitik und ihre theoretischen Grundlagen, Frankfurt/M. 1984, Abschnitt A.III.

menge und Sozialprodukt, Finanzmarktzinsen und gesamtwirtschaftlichen Ausgaben sowie Geldmarktsätzen bzw. Bankreserven und dem zu steuernden Geldmengenaggregat.

Nach den Erfahrungen ausländischer Notenbanken zu schließen, haben Finanzinnovationen über kürzere und längere Zeitperioden hinweg diese Schlüsselbeziehungen in unsicheres Licht getaucht. Benutzt man für den hier vorliegenden Zweck das im Hickschen Fadenkreuz, dem sog. IS/LM-Paradigma, eingefangene, rudimentäre monetäre Grundmodell, so kann man die wichtigsten innovationsbedingten Störungen anhand der folgenden statistischen Parameter- und Definitionsgrößen kennzeichnen:

a) *Zinselastizität der Geldnachfrage.* Die Beseitigung von Höchstgrenzen für Einlagenzinsen und das Auftauchen attraktiv verzinsster Quasigeld-Surrogate außerhalb des Bankensystems verändern in den betroffenen Ländern Tempo und Ausmaß, in dem die Geldnachfrage der Firmen und privaten Haushalte auf Schwankungen der kurzfristigen Zinssätze reagiert. In den Vereinigten Staaten, die zwischen den späten siebziger Jahren und 1986 die Zinshöchstgrenzen bei Spar- und Termineinlagen schrittweise aufgehoben, zahlreiche Sondereinlagentypen mit attraktiver Verzinsung landesweit zugelassen und eine Explosion verzinslicher Quasigeld-Einlagen bei Geldmarktfonds erlebt haben, zieht sich dieser Prozeß nun schon über Jahre hin. Nach der Einbeziehung verzinslicher Transaktions- und liquider Sparkonten (NOW/Super-NOW Accounts, transferierbare Einlagen bei Sparkassen und Kreditgenossenschaften) in das von der Geldpolitik am stärksten beachtete monetäre Aggregat M1 konnte eigentlich erwartet werden, daß die kurz- und längerfristige Zinselastizität der Geldnachfrage abnimmt, weil das Geldvolumen selbst mehr und mehr marktnah verzinsten Teilaggregate enthält. Tatsächlich war bisher das Gegenteil zu beobachten. Die amerikanischen Kreditinstitute tendieren dazu, die auf ihre verzinslichen Transaktionskonten vergüteten Sätze – den „Eigenzins“ des Aggregats M1 – nur langsam und unvollständig Änderungen der Geldmarktzinsen anzupassen. Andererseits schichten die als Nachfrager von M1 immer wichtiger werdenden Konsumenten ihre Geldanlagen rasch und in erheblichem Umfang zwischen ihren Geldkonten und den marktgerecht verzinsten Geldmarktfonds und Geldmarkt-Einlagekonten (MMDAs) um, die in M1 nicht erfaßt sind. Damit bleibt vorerst ungewiß, in welcher Richtung und in welchem Ausmaß sich die Zinselastizität der amerikanischen Geldnachfrage unter dem Einfluß finanzieller Neuerungen endgültig verschieben wird.

b) *Einkommenselastizität der Geldnachfrage.* Weitgehend offen ist auch die Frage, inwieweit Finanzinnovationen das Maß verändern, in dem die Nachfrage der Wirtschaft nach Geldaktiva auf Schwankungen des Sozial-

produkts reagiert. In Kanada hat die immer stärkere Ausbreitung von Cash-Management-Techniken und Sweep-Accounts unter Unternehmen und wenig später auch unter privaten Haushalten dazu geführt, daß die Einkommenselastizität der privaten Nachfrage nach eng definierten Geldaktiva unaufhaltsam gesunken ist, ohne daß sich die Verhältnisse rasch stabilisiert hätten. In den Vereinigten Staaten und Großbritannien wirken praktisch identische Einflüsse sowie die Automatisierung und elektronisch erleichterte Beschleunigung des Zahlungsverkehrs (durch ATMs, EFTs und massiven Kreditkarteneinsatz) in die gleiche Richtung. Doch bildet in diesen Ländern offenbar die Einführung verzinslicher Zahlungsverkehrskonten bzw. leicht transferierbarer oder scheckfähiger Termin- und Sparkonten ein Gegengewicht. Die Verzinslichkeit eines nicht unbeträchtlichen Teils der Geldkonten senkt die Opportunitätskosten der Kassenhaltung und verstärkt damit die Präferenz des Publikums für hochliquide Geldkomponenten. Außerdem tendiert die enorme – arbitragebedingte und durch Computertechniken ermöglichte – Steigerung der Wertpapier- und sonstigen Finanzumsätze dazu, die Nachfrage nach spekulativen Portfoliokassen zu erhöhen. Die „Umlaufgeschwindigkeit“ des Geldes zeichnet sich daher im Vergleich zu früher auch durch einen höheren Volatilitätsgrad aus.

c) *Definition des Geldvolumens.* Die zunehmende Vermischung unterschiedlicher Motive der Geldhaltung, wie Transaktions-, Vorsichts-, Spekulations- und Sparmotiv, auf liquiden Vielzweckkonten der Banken und das Angebot von Quasi-Transaktionskonten durch Geldmarktfonds, Wertpapierhäuser und finanzielle Supermärkte machen es gleichzeitig immer schwieriger, analytisch und statistisch eindeutige Abgrenzungen für diejenigen Finanzaktiva zu finden, die das volkswirtschaftlich relevante Geldvolumen repräsentieren. Die a priori vorgenommenen, traditionellen Geldmengendefinitionen im engeren Sinne – Bargeld und unverzinsliche bzw. nicht marktnah verzinsten Sichteinlagen in der Hand des Publikums – verlieren in der Realität der englisch-amerikanischen Volkswirtschaften fortlaufend an Bedeutung. Für weiter definierte Geldvolumensbegriffe ähnlichen ökonomischen Inhalts fehlen häufig eindeutige Bestimmungskategorien, da die Grenzen zwischen der immer länger werdenden Substitutionskette liquider Finanzinstrumente im Laufe der Zeit zunehmend fließender und unsicherer geworden sind.

d) *Zinsreagibilität der Gesamtnachfrage.* Finanzielle Neuerungsschübe zeigen nicht zuletzt auch die Eigenschaft, monetäre Transmissionsmechanismen und kurz- und langfristige Sensitivitätsgrade zu verändern, mit denen zinsreagible Konsum- und Investitionsausgaben auf Marktzinsschwankungen ansprechen. Unter den Ländern, die auf weitreichende und

dauerhafte direkte Kreditkontrollen von vornherein verzichtet haben, stellen wohl die USA den wichtigsten Demonstrationsfall auf diesem Gebiete dar. Im amerikanischen Finanzsystem sind seit der zweiten Hälfte der siebziger Jahre unter dem Einfluß von Zinsliberalisierungsmaßnahmen und neuen Finanzprodukten zunächst die eindeutig meßbaren, mittelbaren Kreditrationierungseffekte weggefallen, die in der Zeit davor regelmäßig mit ausgeprägten Nominalzinsbewegungen verknüpft gewesen waren. In Phasen steigender Zinsen verloren früher mittlere und kleinere Banken sowie die Bausparbanken kleingestückelte Termin- und Spareinlagen, für die strenge Zinshöchstgrenzen galten. Außerdem stockte die Ausleihetätigkeit der Bausparinstitute, wenn die von ihnen geforderten Darlehenszinsen an die ehemals in Kraft befindlichen Wucherzinslimits stießen. Unter diesen Umständen lösten größere Zinserhöhungen in den USA ziemlich rasch fühlbare Einschränkungen in der Konsum- und Baukreditgewährung aus. Die erfolgreiche Einführung zinsflexibler Depositen- und Darlehensinstrumente durch die betroffenen Finanzinstitute, die stärkere Beteiligung anderer Finanzintermediäre an der Wohnungsbau- und Konsumfinanzierung, zinsgünstige Refinanzierungshilfen für die Bausparbanken und das schließliche Auslaufen der amtlichen Zinsreglementierungen haben die Kreditrationierungswirkungen des Zinses in den USA inzwischen weitgehend beseitigt. Im Ergebnis hat dabei die Reagibilität der privaten Konsum- und Bauausgaben auf Nominalzinsschwankungen – zumindest zeitweise – deutlich abgenommen.

In jüngster Zeit hat die verstärkte Hinwendung zu Gleitzinsvereinbarungen und kurzen Laufzeiten im Kreditgeschäft vermutlich ähnliche Folgen gezeitigt. Dem steht allerdings die Befürchtung gegenüber, daß bei künftigen Zinserhöhungen drastische Ausgabekürzungen der Konsumenten und Investoren einsetzen könnten, wenn diese sich einem unerwartet starken Anwachsen ihrer laufenden Zinsverpflichtungen gegenübersehen sollten. Außerdem muß in Zukunft damit gerechnet werden, daß bei kräftigen, vom Markt nicht antizipierten Zinssteigerungen unerfahrene Halter von neuartigen Wertpapieren (wie Zero-Kupon-Bonds) oder Spekulations- und Hedginginstrumenten (wie Finanz-Futures) größere Vermögensverluste erleiden. Die Zinsempfindlichkeit der Wirtschaft könnte sich unter solchen Bedingungen in den USA und anderswo auf längere Sicht doch wiederum als höher erweisen, als bisher angenommen wurde.

2. Operationelle Erschwernisse

Die angedeuteten Verschiebungen wichtiger finanzieller Grundrelationen können in Ländern mit hoher Innovationshäufigkeit die Aufgabe der Notenbank in allen Phasen des geldpolitischen Kontrollprozesses erschweren. Die Auswahl aussagekräftiger Indikator- und Zwischenzielgrößen für die Zwecke der Geldmengensteuerung stößt von vornherein auf Schwierigkeiten, wenn sich das Geldvolumen a priori nicht mehr eindeutig abgrenzen läßt. Auch statistische Eignungstests, mit deren Hilfe die konjunkturelle Vorlaufqualität, die Kontrollierbarkeit und die langfristigen Beziehungen konkurrierender Geldmengenaggregate zum Preis- und Produktionsniveau untersucht werden können, helfen hier oft nicht weiter, weil Finanzinnovationen in vielen Fällen die Einkommens- und Zinselastizitäten der Geldnachfrage instabil werden lassen. Um Abgrenzungsschwierigkeiten, die durch das Auftauchen zahlreicher verzinslicher Geldsurrogate entstanden sind, aus dem Wege zu gehen, könnte es sich anbieten, möglichst weit definierte Geldmengenaggregate als geldpolitische Zielgrößen zu wählen. Solche Aggregate zeichnen sich allerdings oft durch eine geringe Reagibilität auf Zinsbewegungen aus und verändern sich hauptsächlich unter dem Einfluß von Sozialprodukts- oder Volksvermögensschwankungen. Eine vorausschauende Kontrolle der Ausweitung sehr weit definierter Geldmengenaggregate käme daher bereits einem Versuch der Notenbank nahe, wichtige gesamtwirtschaftliche Eckgrößen unmittelbar kreditpolitisch zu steuern. Hierzu reicht aber das geldpolitische Instrumentarium in der Regel kaum aus.

Es leuchtet ohne weiteres ein, daß die Ableitung jährlicher Geldmengenziele großen Unsicherheiten unterliegt, wenn die Einkommenselastizität der Geldnachfrage stark schwankt oder nur sehr ungenau bestimmbar ist. Das Festhalten an vorher gültigen mittelfristigen Korrelationen zwischen Geldmengen- und Sozialproduktsentwicklung könnte dabei das Risiko in sich bergen, daß die Notenbank ungewollt eine Über- oder Unterversorgung der Wirtschaft mit Geld in die Wege leitet. Mittelbar können auch schwankende Zinselastizitäten der Geldnachfrage und der realen Gesamtnachfrage die Aufstellung angemessener Geldmengenziele beeinträchtigen. Das gilt insbesondere für solche Notenbanken, die – wie das amerikanische Federal Reserve System – der monetären Zielfestlegung keine längerfristige Potentialregel zugrunde legen, sondern bestimmte Zielkombinationen für die tatsächliche Preis- und Produktionsentwicklung in der nächsten Zukunft anpeilen, wenn sie Wachstumskorridore für die Geldmengenaggregate verkünden.

Innovationsbedingte Instabilitäten im finanziellen Sektor der Wirtschaft setzen schließlich auch die Realisierung von Geldmengenzielen größeren Ungewißheiten aus. Auf kurze Sicht wird das Tagesgeschäft der Notenbank am Geldmarkt ohne Zweifel mühseliger, wenn die Geldnachfrage nicht mehr im gewohnten Maße auf Zinsänderungen reagiert. Von den währungspolitischen Instanzen herbeigeführte Anpassungen der Geldmarktsätze oder der Bankreserven erweisen sich dann unter Umständen im Nachhinein als falsch dosiert, weil die erhoffte Korrekturwirkung auf die laufende Geldmengenentwicklung nicht eingetreten ist. Auf längere Sicht verfehlt die Notenbank unter der Einwirkung von finanziellen Verhaltensänderungen möglicherweise auch die anvisierten wirtschaftspolitischen Endziele, selbst wenn sie das Geldmengenwachstum zielgerecht steuert. Dieses Mißgeschick kann eintreten, wenn sich eine oder mehrere der genannten Schlüsselelastizitäten des *Hickschen Fadenkreuzes* erheblich verschieben. Darüber hinaus führen solche Parameterveränderungen auch dazu, daß die geldpolitischen Entscheidungsträger nur ungenau erkennen können, auf welche Ursachen Abweichungen der Geldmengenexpansion vom Zielpfad zurückzuführen sind und wie lange sie möglicherweise andauern, falls keine Korrekturmaßnahmen am Geldmarkt ergriffen werden.

Trotz der beträchtlichen operationellen Hemmnisse, die das Auftreten finanzieller Innovationen für eine pragmatische Politik der Geldmengensteuerung mit sich gebracht hat, haben bisher alle größeren Notenbanken – mit Ausnahme der kanadischen, die Ende 1981 die Vorankündigung von Geldmengenzielen aufgab – an diesem Politikkonzept grundsätzlich festgehalten. Monetären Strukturbrüchen haben die betroffenen Zentralbanken – je nach Art der vermuteten Störung – in unterschiedlicher Weise Rechnung getragen. So wurden in manchen Fällen die herkömmlichen Geldmengenaggregate neu definiert, zuvor weniger beachtete Geldvolumensbegriffe stärker in den Vordergrund gerückt, zusätzliche Geldmengenbegriffe eingeführt, jährliche Geldmengenziele im Laufe einer Zielperiode „umbasiert“ oder Zielüberschreitungen ohne nachfolgende Korrektur an der „base drift“ hingenommen. Daneben haben die geldpolitischen Instanzen außer Geldmengenindikatoren andere monetäre Informationsvariable, wie den Wechselkurs, die „Realzinsen“ oder das inländische Kreditvolumen sowie allgemeine Wirtschaftsindikatoren wieder stärker beachtet.

Das Beharren auf den Grundprinzipien der Geldmengensteuerung erklärt sich zum einen aus den von den Zentralbanken hoch eingeschätzten politisch-psychologischen Vorzügen des Konzepts, das keine Zweifel daran aufkommen läßt, daß die Geldpolitik sich primär um die Wiedergewinnung oder Erhaltung der Preisstabilität bemüht. Zum anderen darf nicht überse-

hen werden, daß konkurrierende geldpolitische Planstrategien, wie ökonomisch abgestützte Zieloptimierungsverfahren, Zinskontrollkonzepte oder nominelle Sozialproduktziele, ganz abgesehen von ihren grundsätzlichen Schwächen⁴, gleichzeitig dadurch an Attraktivität verlieren, daß sie von allgemeinen Parameteränderungen oder -unsicherheiten im finanziellen Sektor der Volkswirtschaft ebenso hart betroffen sein können wie die Geldmengenpolitik. So macht es z.B. wenig Sinn, Marktzinssätze als geldpolitische Zwischenzielgrößen zu erklären oder Preis- und Wachstumsziele unmittelbar über eine entsprechende Gestaltung der Geldmarktkonditionen oder der Zentralbankgeldversorgung des Bankensystems anzusteuern, wenn die Zinselastizitäten wichtiger realer Ausgabekomponenten unter der Einwirkung von Finanzinnovationen in nicht voraussehbarer Weise ins Schwimmen geraten⁵.

3. Schwächung der Geldpolitik

Die unverzagte, weiterhin an formalen Geldmengenzielen orientierte Stabilisierungspolitik größerer ausländischer Notenbanken hat nicht verhindern können, daß das Konzept der Geldmengenpolitik und, damit verbunden, auch die Geldpolitik allgemein in denjenigen Ländern an Glaubwürdigkeit und Ansehen verloren haben, die von massierten und nachhaltigen finanziellen Innovationsstößen geschüttelt wurden. Das experimentelle Taktieren und Lavieren der besonders hart betroffenen Zentralbanken ist der Öffentlichkeit nicht entgangen. Typischerweise nimmt daher auch der politische Druck auf die Notenbanken wieder zu, abweichend von den bisher verfolgten, um eine stetige Linie bemühten geldpolitischen Langfriskonzepten mit monetären Mitteln wirtschaftspolitische Nahziele anzusteuern. Dabei bildet sich, wie vor allem in den Vereinigten Staaten leicht festzustellen ist, beinahe zwangsläufig eine Koalition von „Niedrigzinslobbies“ heraus. Diese rekrutiert sich aus Vertretern strukturell geschwächter Wirt-

⁴ Vgl. dazu H. Schlesinger, a.a.O., S. 143 ff.

⁵ Ein bezeichnendes negatives Beispiel lieferte hier das Federal Reserve System in der zweiten Hälfte der siebziger Jahre, das damals unter dem Deckmantel sogenannter „rolling targets“ kräftige Geldmengenüberschreitungen zuließ, um die Konjunktur zinspolitisch zu stützen. Die Konsequenz war eine „hausgemachte“ Inflationswelle in den USA mit weltweiten Folgen. Außer konjunkturellen Fehlprognosen und einer beträchtlichen Überschätzung des Produktionspotentials spielte damals eine wichtige Rolle, daß die amerikanischen Währungsbehörden – wie alle anerkannten ökonomischen Großstrukturmodelle – „übersahen“, daß die Nachfrage nach langlebigen Konsumgütern und Wohnungen weniger zinselastisch wurde, weil aus den oben dargelegten Gründen die mittelbaren Kreditrationierungseffekte der amerikanischen Zinspolitik zunehmend schwächer wurden.

schaftssektoren und von ausländischer Konkurrenz geplagter Industriezweige, aus profitschwachen und risikobelasteten Kreditinstituten und aus Anwälten überschuldeter „Schwellenländer“ sowie staatlichen Schulden-Managern. Die Notenbankfachleute selbst sind unter den gewandelten monetären Bedingungen in manchen Ländern in Gefahr, sich, wie früher gewohnt, auf eine wenig durchschaubare geldpolitische „Geheimdiplomatie“ zurückzuziehen oder von sich aus in einen perspektivlosen geldpolitischen Aktionismus zurückzufallen, bei dem rasch wechselnde wirtschaftspolitische Scheinprioritäten verfolgt werden und politischen Pressionen zu rasch nachgegeben wird. Hinzu kommt die Befürchtung mancher Notenbankexperten, daß durch fragwürdige Finanzinnovationen das gesamte Geld- und Kreditsystem fragiler geworden sein könnte. Sie plädieren daher von vornherein für eine eher akkommodierende Geldpolitik, um die Gefahr eines finanziellen Kollaps um jeden Preis zu vermeiden und die Notenbank vor der Gefahr zu bewahren, in Krisenfällen in massiver Weise als „lender of last resort“ einspringen zu müssen.

III. Die Stabilität des Finanzplatzes Bundesrepublik

Die scheinbare Immunität des Finanzsystems der Bundesrepublik gegen massiert auftretende Wandlungsschübe und das Ausbleiben ernstlich irritierender Innovationsfolgen für die deutsche Geld- und Bankpolitik werden im Ausland häufig mit Erstaunen wahrgenommen. Beobachter, die mit den Verhältnissen in der Bundesrepublik wenig vertraut sind, neigen dazu, diese Ausnahmesituation auf mangelnden Wettbewerb im Kreditgewerbe, rigide Präferenzen deutscher Geldanleger und Kreditnehmer oder eine innovationsabweisende Politik der Währungs- und Bankaufsichtsinstanzen zurückzuführen. Solche Erklärungsversuche enthalten aber kaum mehr als das berühmte Körnchen Wahrheit. Vielmehr dürfte die wichtigste Ursache für die augenscheinliche Randalage der Bundesrepublik darin liegen, daß der am deutschen Finanzplatz erreichte Versorgungsgrad mit Finanzdienstleistungen spektakuläre Innovations- und Deregulierungsschübe überflüssig macht und darüber hinaus makroökonomische Störungen die deutsche Wirtschaft in den letzten zehn Jahren weniger tangiert haben. Dies zeigt bereits ein oberflächlicher Blick auf die wichtigsten Elemente des in Abschnitt I diskutierten Faktorenkomplexes, der im Ausland größere Finanzinnovationen ausgelöst hat.

1. Breites Angebot an Finanzdienstleistungen

Bei der Anwendung moderner Finanztechnologien ist in der Bundesrepublik kaum ein größerer Rückstand festzustellen. Mit der Ausbreitung der bargeldlosen Lohnzahlung in der zweiten Hälfte der sechziger Jahre, der Einführung des Euroschecks (1969) und der „Eurocard“ sowie der weiteren Vervollkommnung des Überweisungssystems durch massenhaft angewendete Dauerauftrags- und Bankeinzugsverfahren besaß die Bundesrepublik im Massenzahlungsverkehr zeitweilig sogar einen Vorsprung vor anderen Ländern, in denen z.B. der bankindividuelle Scheckverkehr eine weit größere Rolle spielte. Die Kreditinstitute steuern – ebenso wie ihre Großkundschaft – ihre Finanzdispositionen unter Anwendung moderner Computer- und Nachrichtentechniken und sind als Anbieter von Finanzdienstleistungen voll in die internationalen Märkte integriert.

Die im inländischen Bankgeschäft angewendeten Finanzierungstechniken und -instrumente mögen, vor allem im sogenannten Massengeschäft, gegenwärtig nicht in allen Fällen den internationalen Gepflogenheiten entsprechen. Dabei wird jedoch leicht übersehen, daß die deutschen Kreditinstitute in vieler Hinsicht konkurrenzfähige „Ersatzprodukte“ anbieten, die zum Teil schon sehr frühzeitig entwickelt wurden:

- Das Sparbuch mit gesetzlicher Kündigungsfrist, die Geldmarktkonten großer Firmen und die Abwicklung einer Vielzahl „aus einer Hand“ angebotener Bankdienstleistungen über ein einziges Kundengirokonto erfüllen Funktionen, die in angelsächsischen Ländern, z.B. erst durch die neu geschaffenen NOW-, Sweep- oder Cash-Management-Konten, abgedeckt werden konnten.
- Eine breite Palette nach und nach angebotener, phantasievoll ausgestatteter Spargeldinstrumente für das Massenpublikum erleichtert vielen Banken ein aktives Passiva-Management⁶.
- Gleitzinskonditionen und kurzfristige Zwischenfinanzierungen werden privaten Bauherren, Industriefirmen und öffentlichen Schuldern – im Gegensatz etwa zu den Verhältnissen in den USA oder Großbritannien – bereits seit langem von ihren Banken angeboten, wenn Kreditnehmer in der Bundesrepublik langfristige Festzinsbindungen vermeiden wollen.
- Erstklassige Bankdarlehensgeschäfte mit Hypothekenschuldnern, öffentlichen Stellen und Industriekunden werden von deutschen Kreditinstitu-

⁶ Vgl. dazu im einzelnen „Zur längerfristigen Entwicklung des Mittelaufkommens der Kreditinstitute“, in: *Monatsberichte der Deutschen Bundesbank*, 37. Jg., Nr. 10, Oktober 1985, S. 26 ff.

ten traditionsgemäß standardisiert, gepoolt und „verbriefte“, indem sie zu ihrer Refinanzierung gedeckte und ungedeckte börsenfähige Bankschuldverschreibungen einsetzen.

Wenn trotz eines breiten Leistungsangebots manche mit hoher Raffinesse ausgestatteten modernen Finanzinstrumente in der Produktpalette deutscher Kreditinstitute noch kaum oder gar nicht vertreten sind, dürfte dies zumindest teilweise auch den Präferenzen der inländischen Marktteilnehmer zuzuschreiben sein. Auf der einen Seite scheint der finanzielle „Händlergeist“ bei traditionellen deutschen Bankiers weniger ausgeprägt entwickelt zu sein als bei ihren Konkurrenten in den führenden Weltfinanzzentren. Gleichzeitig sind Rechenhaftigkeit und „Spielkasino mentalität“ im Umgang mit Finanzgeschäften bei deutschen Unternehmen und privaten Haushalten traditionell weniger stark verbreitet als im Ausland. Für manche Finanzkreation der internationalen Märkte scheint daher – bisher jedenfalls – die latente breite Nachfrage zu fehlen.

2. Stabiler gesamtwirtschaftlicher Rahmen

Vergleichsweise günstige makroökonomische Rahmenbedingungen haben im übrigen während der vergangenen sieben bis zehn Jahre ein Klima an den Finanzmärkten der Bundesrepublik entstehen lassen, das für das Entstehen neuer Finanzierungs-, Geldanlage- und Risikoabsicherungsbedürfnisse weniger gedeihlich war als an manchen ausländischen Finanzplätzen: Der Anstieg der Lebenshaltungskosten beschleunigte sich auf 7 v. H. im Gefolge der ersten Ölkrise (1973/74) und auf über 6 v. H. nach dem zweiten Ölpreisschock und dem darauf folgenden Schwächeanfall der D-Mark am Devisenmarkt (1981). Er erreichte jedoch nie, wie in anderen Industrieländern, zweistellige Raten und bildete sich rasch wieder zurück. Außerdem sanken die langfristigen „Realzinsen“ in der Bundesrepublik in der fraglichen Zeit, an Jahresdurchschnittswerten gemessen, kaum je unter 3 v. H., und viele „Normalsparer“ hielten einen großen Teil ihrer Geldvermögensanlagen gewohnheitsmäßig in variabel verzinsten Spargeldern. Unter diesen Umständen ließen Geldwertsicherungsbedürfnisse allenfalls in sehr begrenztem Umfang eine Nachfrage nach neuartigen Finanzprodukten entstehen. Die gezügelte Preisentwicklung in der Bundesrepublik hatte zur Folge, daß sich auch die Schwankungen der Marktzinssätze in Grenzen hielten. Überdies folgte die Zinsentwicklung einem beinahe regulären Zyklusmuster, während sie im Ausland bei extremen Ausschlägen zum Teil sehr erratisch verlief. Da Gleitzinskontrakte und kurzfristige Zwischenfinanzierungen in der Bundesrepublik bereits eingeführt waren, gingen von den

Zinsbewegungen in den vergangenen Hochzinsphasen kaum Anstöße aus, neue Finanzinstrumente zu entwickeln. Nach Erreichen von Spitzenwerten von 6 ½ v. H. (1975) und 4 ½ v. H. (1981) des Sozialprodukts (Kassenbasis) wurden die Budgetdefizite in der Bundesrepublik in den letzten Jahren beträchtlich – zuletzt auf unter 2 v. H. des Sozialprodukts – zurückgeführt. Der Bund verbreiterte zwar seine Angebotspalette am Kapitalmarkt (unter anderem durch Einführung der fünfjährigen Bundesobligation), vermied es aber selbst in der Periode steigenden Kreditbedarfs und hoher Zinsen, auf die Plazierung geldnaher Titel zurückzugreifen.

3. *Libérale Finanzvorschriften*

Die Bundesrepublik trat in die Periode beschleunigt auftauchender internationaler Finanzinnovationen mit einem finanziellen Regelsystem ein, das als modern und großzügig bezeichnet werden konnte. Der Geld- und Kapitalverkehr mit dem Ausland war frühzeitig weitgehend liberalisiert worden. Administrative Kreditkontrollen waren im Inland seit je her unbekannt. Die Bankzinsen wurden im Jahre 1967 völlig freigegeben. In der Folgezeit wurden die Steuerprivilegien bestimmter Zweige des Kreditgewerbes sowie die staatlichen Sparprämien schrittweise abgebaut. Dies ließ praktisch alle Kreditinstitutsgruppen zu gleichrangigen Wettbewerbern im Universalbankgeschäft werden.

Für diesen – vom angelsächsischen Trennbanksystem deutlich abgegrenzten und in Kontinentaleuropa weit verbreiteten – Bankentyp hatte das Kreditwesengesetz vom Jahre 1962 eine bankpolitische Grundlage geschaffen, die den Gestaltungsmöglichkeiten der Kreditinstitute weiten Raum ließ. Im übrigen befreiten Steuervorschriften und Steuerpraxis schon seit langem einen ganz erheblichen Teil der Zinseinkommen im Inland effektiv von fiskalischen Belastungen.

In den letzten Jahren wurden die letzten, kaum mehr gravierenden Hemmnisse im Geld- und Kapitalverkehr mit dem Ausland beseitigt. Nachdem im Jahre 1981 die noch verbliebenen, geringfügigen devisenmäßigen Beschränkungen restlos aufgehoben worden waren, fiel 1984 die sogenannte Ausländerkuponsteuer. Im Jahre 1985 wurde der inländische Rentenmarkt für neue, international übliche Anleiheformen, wie Nullkupon-Anleihen, variabel verzinsten Papiere und Anleihen in Verbindung mit Zins- und Währungsswaps, geöffnet. Gleichzeitig wurden in der Bundesrepublik niedergelassene ausländische Konsortialführer bei der Emission von D-Mark-Auslandsanleihen zugelassen. Im Jahre 1986 traten neue Mindestreserve-Regelungen in Kraft, die die Wettbewerbsposition inländischer Kreditinstitute

gegenüber den Euromärkten verbessern und die Ausgabe von auf D-Mark lautenden Depositenzertifikaten ermöglichen. Außerdem wurden ausländische Kreditinstitute in das Bundesanleihekonsortium aufgenommen.

Das nach außen und innen liberale deutsche Finanzmarktregime lud die Marktakteure praktisch nie in nennenswerter Weise dazu ein, Umgehungen im Wege innovativer Finanzierungstechniken zu inszenieren. Noch weniger bot es Anlaß zu umfangreichen Deregulierungsaktionen, die größere Innovationsschübe hätten auslösen können. Als geldpolitisch nicht ganz unbedeutende Ausnahme von der Regel kann man vielleicht das Entstehen bestimmter Termingeldsurrogate ansehen, das sich zumindest teilweise aus der Struktur der deutschen Mindestreserve-Vorschriften erklärt. So verkauften die deutschen Kreditinstitute vor allem in Hochzinsphasen in größerem Umfang kurzfristige Bankschuldverschreibungen an inländische Nichtbanken, die bis zum Frühjahr 1986 von der Mindestreservepflicht ausgenommen waren. Daneben ermöglichten sie es ihrer Großkundschaft, mindestreservecfreie Einlagen bei ihren ausländischen Niederlassungen zu unterhalten. Solche Gelder haben erstmals seit dem Sommer 1985 größeren Umfang angenommen (im Juli 1986 betrugen die Euro-Einlagen deutscher Unternehmen 37,6 Mrd DM gegen lediglich 14,8 Mrd DM im Juli 1985).

Nicht völlig zu übersehen ist der Umstand, daß das deutsche Universalbankensystem bis zu einem gewissen Grade als „Innovationsbremse“ betrachtet werden kann. Auf der einen Seite macht das auf Kundenwünsche elastisch reagierende Angebot praktisch aller Finanzdienstleistungen durch die Banken spektakuläre Produktneuschöpfungen durch Außenseiter weitgehend überflüssig. Auf der anderen Seite tendieren die Kreditinstitute in ihrer Gesamtheit dazu, vor allem im Verkehr mit der Massenkundschaft Anlage- und Kreditbedürfnisse so zu kanalisieren, daß sich kaum abrupte Neuerungen ergeben können.

Bis vor kurzer Zeit wurden sie in gewisser Hinsicht zu einem solchen Verhalten von offizieller Seite ermutigt. So hatte die Deutsche Bundesbank längere Zeit darauf hingewirkt, international eingeführte Anlageinstrumente, wie Depositenzertifikate und Anleihen mit besonderen Ausstattungsmerkmalen, vom D-Mark-Markt fernzuhalten, um die D-Mark als internationale Anlage- und Reservewährung nicht zusätzlich attraktiv zu machen. Die geringe Resonanz, die solche Finanzinstrumente nach ihrer Freigabe im Inland bislang gefunden haben (Depositenzertifikate sind praktisch noch völlig bedeutungslos, variabel verzinsliche und Nullkupon-Anleihen machten im Juli 1986 mit 3,3 Mrd DM insgesamt nicht mehr als 0,3 v.H. des gesamten inländischen Rentenumschlags aus) scheint allerdings darauf hinzudeuten, daß die etwas restriktivere Praxis früherer Jahre keinen auf-

gestauten Bedarf nach größeren Neuerungen am Geld- und Kapitalmarkt hat entstehen lassen.

4. Geringes geldpolitisches Störpotential

Die geschilderten Umstände machen es verständlich, warum sich die Deutsche Bundesbank, anders als andere größere Notenbanken, von finanziellen Innovationsschüben im Inland kaum daran gehindert sah, die im Jahre 1975 aufgenommene Politik der Geldmengensteuerung erfolgreich durchzusetzen. „Insgesamt waren in den letzten zehn bis fünfzehn Jahren in der Bundesrepublik keine ‚Neuerungen‘ im Geldwesen zu konstatieren, die die Indikatorqualität der Geldmengenaggregate M3 und Zentralbankgeldmenge dauerhaft hätten beeinträchtigen können.“⁷

Das bedeutet nicht, daß die Finanzmärkte in der Bundesrepublik stets so stabil gewesen sind, daß die Politik der Notenbank von finanziellen Neuentwicklungen völlig unberührt geblieben wäre. So waren in den Jahren vor Aufnahme der Geldmengenpolitik einige Strukturverschiebungen im Finanzbereich festzustellen, die als geldpolitisch relevante Innovationen angesehen werden konnten. Nach der Freigabe der Einlagenzinsen der Kreditinstitute gegen Ende der sechziger Jahre ergaben sich größere Umschichtungen unter den verschiedenen kürzerfristigen Einlagenkategorien. Dies veranlaßte die Bundesbank, die von ihr beobachteten Geldmengenaggregate mehrfach neu abzugrenzen⁸ und erklärt letzten Endes auch, warum sich die Geldpolitik in der Bundesrepublik seit Mitte der siebziger Jahre primär an weit abgegrenzten Geldmengenbegriffen orientiert hat. Bis Anfang der siebziger Jahre ging die Bargeldquote, die sich in den letzten zehn Jahren bei einem Anteil von etwa 11½ v.H. an M3 stabilisiert hat, unter dem Einfluß der zunehmend bargeldlosen Lohnzahlung drastisch zurück. Etwa in der gleichen Zeit nahmen viele deutsche Kreditinstitute in ersten Ansätzen ein aktives Passiva-Management auf. Sie zwangen mit diesem Verhalten die Bundesbank, die bis dahin bei der Steuerung des Kreditvolumens stark beachtete „Liquiditätsquote“ der Banken aus dem Arsenal ihrer Indikatoren und Steuerungsgrößen am Geldmarkt herauszunehmen. Im übrigen machte die Bundesbank schon frühzeitig die Erfahrung, daß in einem Kre-

⁷ *Monatsberichte der Deutschen Bundesbank*, 37. Jg., Nr. 1, Januar 1985, S. 20 (Sonderaufsatz „Zur längerfristigen Entwicklung und Kontrolle des Geldvolumens“).

⁸ Für eines der damals neu definierten Aggregate (M1a) ließ sich noch nachträglich ökonomisch feststellen, daß seine – ursprünglich negative – Zinselastizität sich laufend verminderte und schließlich positiv wurde. Näheres hierzu im Beitrag der Deutschen Bundesbank in: *Bank for International Settlements, Financial Innovation and Monetary Policy*, a.a.O., S. 91 ff.

ditsystem, in dem Gleitzinskonditionen und Zwischenfinanzierungsfazilitäten bei Banken weit verbreitet sind, die geldpolitischen Bremswege lang sein können.

Mittelbar wird die Geldmengenpolitik der Bundesbank zweifellos dadurch berührt, daß internationale Finanzinnovationen und die weitere Ausbreitung moderner Nachrichtentechniken im Finanzwesen den Finanzplatz Bundesrepublik noch stärker in die Weltfinanzmärkte integrieren. Die weitere Öffnung des deutschen Geld- und Kapitalmarktes während der letzten Jahre spielt hierbei wohl kaum eine entscheidende Rolle. Das in der Bundesrepublik zeitweilig gehandhabte Arsenal an Kapitaleinfuhrbeschränkungen war nie sehr umfangreich und hat sich auch nicht als besonders effizient erwiesen. Die Bundesbank mußte sich daher schon frühzeitig darauf einstellen, bei der Realisierung ihrer Geldmengenziele Zahlungsbilanz- und Wechselkurseinflüssen Rechnung zu tragen. In den außenwirtschaftlich kritischen Jahren 1979 bis 1983 geschah dies unter anderem in der Form, daß mit den jährlichen Zielkorridoren für die Zentralbankgeldmenge Bedingungen verknüpft wurden, die explizit auf die Belange des internationalen Kapitalverkehrs und des Wechselkurses Rücksicht nahmen. In den letzten Jahren hat die Bundesbank ihre Offenmarktpolitik am inländischen Geldmarkt so flexibel ausgestaltet, daß sie auf Zins- und Wechselkursstörungen aus dem Ausland in kleinen Schritten zinspolitisch reagieren und eigene geldpolitische Aktionen subtil vorbereiten kann, um unerwünschte außenwirtschaftliche Rückwirkungen möglichst zu vermeiden⁹. Daß es trotz aller notenbanktechnischer Verfeinerungen immer wieder zu augenscheinlichen Konfliktkonstellationen zwischen den Erfordernissen der inländischen Geldmengenpolitik und den über die Finanzmärkte rasch übertragenen Zins- und Wechselkurspressionen aus dem Ausland kommen kann, scheint die monetäre Entwicklung im Jahre 1986 wieder einmal besonders deutlich in Erinnerung zu bringen.

IV. Finanzielle Entwicklungsperspektiven

Ausmaß und Tempo der finanziellen Innovationsschübe und ihre Auswirkungen auf die Geldpolitik wurden an ausländischen Finanzplätzen häufig völlig unterschätzt. Es erscheint daher von vornherein gewagt, das künftige Innovations- und geldpolitische Irritationspotential an den Finanzmärkten der Bundesrepublik aus heutiger Sicht auch nur einigermaßen treffsicher

⁹ Vgl. dazu vom Verf., „Changes in Money-market Instruments and Procedures in Germany“, in: *Bank for International Settlements, Changes in Money-market Instruments and Procedures: Objectives and Implications*, Basel 1986, S. 53 ff.

abschätzen zu wollen. Wenn die Ergebnisse der vorangehenden Abschnitte, in denen eine Analyse des Innovationsprozesses versucht wurde, nicht völlig unzulänglich sind, vermitteln sie aber immerhin den Eindruck, daß finanzielle Wandlungsvorgänge in der Bundesrepublik wohl auch in den nächsten Jahren eher langsamer verlaufen werden als an manchen ausländischen Finanzplätzen und für die Politik der Bundesbank kaum unlösbare Probleme aufwerfen dürften.

Das von makroökonomischen Ungleichgewichten ausgehende Störpotential scheint weltweit eher kleiner zu werden. Technologieänderungen im Finanzsektor dürften sich auf weitere Anwendungsgebiete ausbreiten und in Ländern wie der Bundesrepublik – etwa durch vermehrte Aufstellung von Bargeldautomaten, die Einführung von POS-Terminals, das verstärkte Angebot von Portfolio- und Cash-Management-Techniken und Ansätze zum Home-Banking – in stärkerem Maße als bisher das Massengeschäft erreichen. Daß dies in absehbarer Zeit zu gravierenden finanziellen „Strukturbrüchen“ führen könnte, darf jedoch bezweifelt werden. Die bereits eingeleiteten weiteren Automatisierungsvorgänge im Zahlungsverkehrswesen der Bundesrepublik – etwa im Bereich Bargeldautomaten oder POS-Terminals – deuten eher auf langwierige Einführungsprozesse hin. Fortschritte in Richtung auf ein weit verbreitetes Home-Banking scheinen vorerst sogar gestoppt, nachdem die Propagierung von BTX-Einrichtungen in der Bundesrepublik auf erhebliche Marktwiderstände gestoßen ist.

Nicht auszuschließen ist – vielleicht als Ausdruck eines Generationenwechsels im Kreditgewerbe, in den Finanzetagen der Unternehmen und bei den privaten Sparern –, daß auch auf den Finanzmärkten der Bundesrepublik finanzielle Konsumprodukte und „Spieltechniken“ das breite Publikum stärker ansprechen. Hierzu könnte nicht zuletzt ein aggressiveres Auftreten ausländischer Wettbewerber am inländischen Finanzplatz beitragen. Der noch immer sehr hohe Block unverzinsten Giro- und niedrig verzinsten Spar- und Kleinterminkonten sowie konventionell strukturierter Wertpapierportefeuilles könnte sich dabei als eine einladende Angriffsfläche erweisen. Unter geldpolitischen, bankaufsichtsrechtlichen und volkswirtschaftlichen Kosten-/Nutzenüberlegungen gibt es jedoch kaum einen Anlaß, auf diesem Gebiete einen „Imitationswettbewerb“ mit dem Ausland zu fördern.

Zusammenfassung

Geldmengenpolitik und Finanzinnovationen

Das gehäufte Auftreten neuartiger Finanzinstrumente, veränderte finanzielle Verhaltensweisen, nachhaltige Verschiebungen der Wettbewerbsverhältnisse im Kreditgewerbe und die fortschreitende Internationalisierung der Finanzmärkte haben in den von Finanzinnovationen erfaßten Ländern in den letzten Jahren eine planvoll verfahrenende Geldmengenpolitik erschwert. Der vorliegende Beitrag untersucht die Bestimmungsgründe des seit der zweiten Hälfte der siebziger Jahre massiert in Erscheinung tretenden finanziellen Innovationsphänomens und dessen Einfluß auf die Schlüsselparameter des geldpolitischen Transmissions- und Kontrollprozesses. Dabei zeigt sich, daß vor allem in Ländern mit angelsächsischen Trennbanksystemen und ursprünglich hoch regulierten Finanzmärkten wichtige Grundrelationen, wie die Zins- und Einkommenselastizität der Geldnachfrage sowie die Zinsreagibilität gesamtwirtschaftlicher Nachfrageaggregate, verschoben wurden und nach wie vor empirisch schwer zu identifizieren sind.

Im Finanzsystem der Bundesrepublik waren schwerwiegende Strukturverschiebungen in neuerer Zeit nicht zu beobachten. Der Verfasser führt dies insbesondere auf das seit jeher breite und auf neue Bedürfnisse elastisch reagierende Angebot an Finanzdienstleistungen durch das Universalbanksystem, die geringere Bedeutung innovationsauslösender gesamtwirtschaftlicher Störungen, die liberalen deutschen Finanzvorschriften und die bisher eher konservativen Präferenzen der Teilnehmer des Finanzmarktes in der Bundesrepublik zurück. Abgesehen von außenwirtschaftlichen Störungen, war es der Deutschen Bundesbank in diesem stabilen finanziellen Umfeld bis in die jüngste Zeit hinein möglich, verläßliche Geldmengenindikatoren zu bestimmen und jährliche Geldmengenziele aus gesamtwirtschaftlichen Eckdaten glaubwürdig abzuleiten und zu realisieren.

Summary

Money Supply Policy and Financial Innovations

The large number of new financial instruments, changed modes of financial behaviour, persistent shifts in competitive conditions within the credit industry and the progressing internationalization of financial markets have made a policy of planned and foresighted money supply more difficult in recent years in countries undergoing financial innovation. The present contribution analyses the determinants of the phenomenon of financial innovation, which has become more distinctly visible during the second half of the 1970s, as well as its influence on key parameters of the monetary policy transmission and control processes. It has turned out in this context that important basic relations mainly in Anglo-Saxon countries with their specialized banking institutions and originally strictly regulated financial markets, such as the interest and income elasticity of monetary demand as well as the responsiveness of interest rates to overall economic demand aggregates, have undergone change and are as difficult to identify in empirical terms as before.

The recent past has not seen any serious structural upheavals in the financial system of the Federal Republic of Germany. The author attributes this to the broad supply of financial services by the all-purpose-bank system in particular, which has always responded to new needs in an elastic way, to the reduced importance of overall economic disruptions causing innovations, to the liberal German financial regulations, and to the hitherto rather conservative preferences of financial market participants in West Germany. Apart from external economic disruptions, the Deutsche Bundesbank has been able in this stable financial environment until recently to determine reliable money supply indicators and to derive and realize trustworthy annual money supply targets from overall key data.

Résumé

Politique de l'offre monétaire et innovations financières

L'apparition de nouveaux instruments financiers se multiplie, les comportements financiers se modifient, les rapports concurrentiels dans le secteur bancaire se déplacent continuellement et les marchés financiers s'internationalisent progressivement. Au cours des dernières années, cette situation a rendu difficile la politique de l'offre monétaire des pays qui sont atteints par des innovations financières. L'auteur du présent article étudie les raisons pour lesquelles le phénomène d'innovations financières est apparu massivement depuis la deuxième moitié des années 70. Il analyse en outre l'influence de ce phénomène sur les paramètres-clés du processus de transmission et de contrôle de la politique monétaire. On y voit que, surtout dans des pays avec des systèmes bancaires divisés anglo-saxons et avec des marchés financiers à l'origine fort contrôlés, d'importantes relations fondamentales – comme l'élasticité-intérêts et – revenu de la demande monétaire ainsi que la sensibilité des taux d'intérêt par rapport à des agrégats de demande de toute l'économie – ont été déplacés et qu'ils sont, comme auparavant, difficiles à identifier.

On n'a guère constaté ces derniers temps dans le système financier de la République fédérale d'Allemagne, de sérieux déplacements structuraux. L'auteur justifie ce fait avant tout par les facteurs suivants: l'offre de services financiers par le système bancaire universel, depuis toujours large et réagissant de façon élastique à de nouveaux besoins, la moins grande importance de troubles économiques, engendrant des innovations, les règlements financiers libéraux en Allemagne et les préférences, jusqu'ici plutôt conservatrices des participants au marché de la République fédérale d'Allemagne. Dans ce contexte financier stable jusque récemment, la Deutsche Bundesbank a pu, mis à part des troubles de l'économie extérieure, déterminer des indicateurs d'offre monétaire fiables ainsi que déduire et réaliser de façon croyable des objectifs monétaires annuels à partir de données économiques de base.