

Schriften des Vereins für Socialpolitik

Band 242

Finanzmärkte, Finanzinnovationen und Geldpolitik

Von

**Karlheinz Bischofberger, Jürg Blum, Horst Bockelmann,
Werner Gaab, Martin Hellwig, Otmar Issing, Heinrich Linz,
Andy Mullineux, Helmut Reisen, Thomas Röder**

Herausgegeben von

Dieter Duwendag



Duncker & Humblot · Berlin

Schriften des Vereins für Socialpolitik
Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften
Neue Folge Band 242

SCHRIFTEN DES VEREINS FÜR SOCIALPOLITIK

Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften

Neue Folge Band 242

**Finanzmärkte, Finanzinnovationen
und Geldpolitik**



Duncker & Humblot · Berlin

Finanzmärkte, Finanzinnovationen und Geldpolitik

Von

**Karlheinz Bischofberger, Jürg Blum, Horst Bockelmann,
Werner Gaab, Martin Hellwig, Otmar Issing, Heinrich Linz,
Andy Mullineux, Helmut Reisen, Thomas Röder**

Herausgegeben von

Dieter Duwendag



Duncker & Humblot · Berlin

Die Deutsche Bibliothek – CIP-Einheitsaufnahme

Finanzmärkte, Finanzinnovationen und Geldpolitik /
von Karlheinz Bischofberger . . . Hrsg. von Dieter Duwendag. –
Berlin : Duncker und Humblot, 1996.
(Schriften des Vereins für Socialpolitik, Gesellschaft für
Wirtschafts- und Sozialwissenschaften ; N. F., Bd. 242)
ISBN 3-428-08490-X
NE: Bischofberger, Karlheinz; Duwendag, Dieter [Hrsg.];
Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften:
Schriften des Vereins . . .

Alle Rechte, auch die des auszugsweisen Nachdrucks, der fotomechanischen
Wiedergabe und der Übersetzung, für sämtliche Beiträge vorbehalten

© 1996 Duncker & Humblot GmbH, Berlin

Fremddatenübernahme und Druck:

Berliner Buchdruckerei Union GmbH, Berlin

Printed in Germany

ISSN 0505-2777

ISBN 3-428-08490-X

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 (∞)

Vorwort

Es gibt derzeit wohl kaum einen anderen Gegenstand, der die Finanzmärkte und Bankaufsichtsbehörden intensiver beschäftigt als die Finanzinnovationen, hier speziell die Derivat-Geschäfte. So kam es nicht von ungefähr, daß auch der Ausschuß für Geldtheorie und Geldpolitik dieses Thema auf die Tagesordnung seiner 26. Sitzung am 24. und 25. Februar 1995 setzte. Allerdings zeigte sich schon bei der Vorbereitung, daß der relevante Themenkreis weiter gezogen werden mußte. Es galt, unterschiedliche Finanzstrukturen, neuere Entwicklungen der Finanzmärkte und Initiativen der Aufsichtsorgane mit einzubeziehen, um die Implikationen des raschen Vordringens neuer Finanzprodukte für die Geld- und Makropolitik sowie für die Bankenaufsicht erfassen zu können. Um diese Themen kreisen die sechs Referate der Ausschußsitzung, die in diesem Sammelband vorgelegt werden. Der Ausschuß tagte in der idyllischen Umgebung des Studienzentrums Gerzensee (Schweiz). Dessen Leiter, Herrn Kollegen *Wasserfallen*, und Stifter, der *Schweizerischen Nationalbank*, sei an dieser Stelle für die freundliche Aufnahme und Unterstützung herzlich gedankt.

Im einführenden Beitrag geht *Horst Bockelmann* der in Makromodellen durchweg vernachlässigten Frage nach, ob und inwieweit unterschiedliche nationale Finanzstrukturen im geldpolitischen Transmissionsprozeß eine Rolle spielen. Die Untersuchung stützt sich auf eine Erhebung der BIZ bei 14 Zentralbanken bezüglich Art und Konditionen der „typischen“ Kreditfinanzierung des privaten Sektors. In Zinsübertragungssimulationen werden die Wirkungen auf das reale BIP, die Inflationsrate und die kurzfristigen Kreditzinsen analysiert. Die Transmissionsergebnisse weisen deutliche Unterschiede auf, je nachdem ob länderspezifische Zentralbankmodelle oder Ansätze mit einheitlicher Methodik zugrunde gelegt werden.

Höhere Eigenkapitalanforderungen für Banken hätten möglicherweise die Krise der S&Ls in den USA verhindert; die durch das Basler Abkommen von 1988 international verschärften Anforderungen könnten dagegen mit zum „credit crunch“ beigetragen haben: Vor dem Hintergrund dieser und weiterer Reformen zur Bankenregulierung untersuchen *Jürg Blum* und *Martin Hellwig* in einer theoretischen Studie den bislang makroökonomisch noch völlig ungeklärten Zusammenhang zwischen der Kreditgewährung und der Eigenkapitalausstattung der Banken. Die aus einem Makromodell abgeleitete Schlußfolgerung lautet, daß verbindliche Eigenkapitalanforderungen gesamtwirtschaftliche Fluktuationen verstärken, wenn durch negative Schocks der aggregierten Nachfrage die Schuldendienstleistungsfähigkeit der Unternehmen sinkt. Dadurch kommt es nicht nur zu einer Verringerung

des Eigenkapitals der Banken, sondern wegen der strikten Eigenkapitalanforderungen auch der Kreditgewährung und damit der Investitionstätigkeit.

In einer vergleichenden Studie für England und Deutschland testen *Werner Gaab* und *Andy Mullineux* die relative Überlegenheit von einfachen Geldmengenaggregaten und Divisia-Indices (monetäre Konstrukte, gewichtet mit dem Grad der monetären Serviceleistungen der verschiedenen Geld- und Finanzaktiva). Ziel der Tests ist es, ihre Aussagekraft als Indikatoren und Zwischenziele der Geldpolitik zu überprüfen, letztere insbesondere in bezug auf Output- und Preisniveauänderungen. Eine Neuorientierung der Geldpolitik an Divisia-Indices sei deshalb geboten, weil sie sich in Zeiten fortschreitender Liberalisierung der Finanzmärkte und Finanzinnovationen häufig als verlässlicherer Maßstab erwiesen hätten. Die Testergebnisse bestätigen dies zumindest für England, weniger ausgeprägt dagegen für Deutschland.

Mit den Implikationen der zunehmenden Verbreitung von Finanzderivaten für die Geld- und Währungspolitik beschäftigen sich *Otmar Issing* und *Karlheinz Bischofberger*. Der Beitrag skizziert zunächst die grundlegenden ökonomischen Funktionen und Eigenschaften von Derivaten. Im Mittelpunkt der nachfolgenden Analyse stehen deren Auswirkungen auf die Funktionsweise der Finanzmärkte, die realwirtschaftliche Aktivität und Inflationskontrolle, auf den Transmissionsprozeß (einschl. Wechselkurse und Devisenmarkt) sowie auf die konzeptionellen und instrumentellen Grundlagen der Geldpolitik. Ambivalent ist die Beurteilung mit Bezug auf die Finanzmärkte. Derivate führen zwar aufgrund ihrer effizienteren (globalen) Risikoverteilung prinzipiell zu einer höheren Stabilität, können aber auch (phasenweise) Finanzmarktkrisen und Marktpreisschwankungen verstärken. Indikatoren, Zwischenziele und der Transmissionsprozeß der deutschen Geldpolitik werden durch Finanzderivate bislang nur in geringem Maße beeinflusst.

Insbesondere an Spezialisten und Profis wendet sich der Beitrag von *Heinrich Linz* und *Thomas Röder* (Dresdner Bank AG) über die mit Derivat-Geschäften verbundenen Risiken und deren Bedeutung für die Geschäftsbanken und Aufsichtsbehörden. Im ersten Teil werden in einer „technischen“ Analyse die Risiken erläutert und das Management spezieller und globaler Derivat-Risiken vorgestellt. Zahlreiche Abbildungen demonstrieren die methodischen Ansätze und empirischen Berechnungen. Der zweite Teil skizziert die Entwicklung des Risiko-Managements, die zukünftige Rolle der Derivate an den Finanzmärkten und die möglichen Chancen und Probleme für die Banken und die Aufsicht. Die großen Banken, so die Perspektive, sollten sich zu globalen Risiko-Sammelstellen entwickeln und die dafür erforderlichen Produktinnovationen verstärkt vorantreiben. Die Autoren begrüßen die Initiative, künftig neben den Standard-(Berichts-)Modellen der BIZ und der EU auch interne Bankmodelle zur Risikobegrenzung zuzulassen.

Mit dem in Zukunft immer drängenderen Problem der Sicherung der Altersrenten beschäftigt sich die Studie von *Helmut Reisen*. Unter dem Druck steigender Alterslastquotienten verblieben den Politikern in den alternden OECD-Ländern nur

noch sehr unattraktive Auswege (z. B. Heraufsetzung der Beitragssätze und/oder des Rentenalters), die das bislang noch dominierende staatliche Umlageverfahren zunehmend obsolet machen würden. Unausweichlich sei daher der Übergang zu privaten, kapitalgedeckten Pensionsfonds. Den Dimensionen der Sicherung der Altersvorsorge könne aber nur dann wirksam entsprochen werden, wenn den Pensionsfonds eine verstärkte Internationalisierung ihrer Portfolios gestattet würde, um das optimale Ertrags-Risiko-Profil zu realisieren. Dies gelte insbesondere für Investitionen in die aufstrebenden (Aktien-)Märkte der Schwellenländer. Der Beitrag analysiert die wichtigsten Voraussetzungen, Chancen und Risiken, skizziert die zunehmende Bedeutung der Pensionsfonds für die Finanzmärkte und stellt ein Anlageszenario im Jahre 2000 vor.

Speyer, im September 1995

Dieter Duwendag

Inhaltsverzeichnis

Unterschiede in den nationalen Finanzstrukturen und ihre makroökonomische Bedeutung Von <i>Horst Bockelmann</i> , Basel	11
Die makroökonomischen Wirkungen von Eigenkapitalvorschriften für Banken Von <i>Jürg Blum</i> und <i>Martin Hellwig</i> , Universität Basel und Harvard University ..	41
Financial Innovation, Monetary Aggregates and Monetary Policy in the UK and Germany By <i>Werner Gaab</i> , Essen, and <i>Andy Mullineux</i> , Birmingham	73
Derivate und Geldpolitik Von <i>Otmar Issing</i> und <i>Karlheinz Bischofberger</i> , Frankfurt/Main	111
Risiko-Management eines Derivativ-Portfolios: Chancen und Risiken für Banken und Aufsicht Von <i>Thomas Röder</i> und <i>Heinrich Linz</i> , Frankfurt/Main	139
Alterssicherung, Pensionsfonds und die aufstrebenden Aktienmärkte Von <i>Helmut Reisen</i> , Paris	169

Unterschiede in den nationalen Finanzstrukturen und ihre makroökonomische Bedeutung

Von *Horst Bockelmann*, Basel

1. Einleitung

Die Globalisierung der Finanzmärkte ist ein Lieblingsthema von Rednern und Journalisten. Von den fortbestehenden Unterschieden in den nationalen Finanzstrukturen ist dagegen wenig die Rede. Das entspricht auch der Tendenz in der Wissenschaft, von institutionellen Details weitgehend zu abstrahieren. So hat zum Beispiel das *Modigliani-Miller-Theorem* die Art der Finanzierung eines Unternehmens zum Nichtthema erklärt. Die These von der „Ricardian equivalence“ hält sogar den Unterschied zwischen steuer- oder kreditfinanzierten Ausgaben der öffentlichen Hand für ökonomisch unerheblich. Deutschsprachige Ökonomen denken in diesem Zusammenhang automatisch an den Streit zwischen historischer Schule und reiner Ökonomie. Meine Generation lernte, daß *Menger* gegenüber *Schmoller* die besseren Argumente gehabt hätte; ob die Institutionenökonomie dieses Bild inzwischen erheblich revidiert hat, vermag ich nicht zu beurteilen. Ich will auch gar nicht groß zu Methodenfragen Stellung nehmen. Sicher ist es für die Wissenschaft ein fruchtbares Prinzip, die behandelten Fragestellungen soweit wie möglich zu vereinfachen. Die Frage ist nur, wo im konkreten Fall die Grenze der zulässigen Vereinfachung verläuft. Als Prinzip wird man sich leicht darauf einigen können, daß nicht ausgeklammert werden darf, was für die Erklärung einer bestimmten Entwicklung relevant ist. Daß aber dieses Prinzip als Handlungsanweisung viel bringt, mag man bezweifeln; meist wird der Grad der Vereinfachung davon bestimmt, was sich mit den angewandten Methoden an Details bewältigen läßt, und das ist nicht sehr viel.

Unterschiede in den nationalen Finanzstrukturen haben in jüngerer Zeit größere Aufmerksamkeit auf sich gezogen im Zusammenhang mit den geldpolitischen Erfahrungen verschiedener Länder im September 1992. Einigen Mitgliedern des Europäischen Währungsverbundes gelang es mit Hilfe der Zinspolitik, spekulative Attacken auf ihren festen Wechselkurs im Europäischen Währungssystem abzuwehren; anderen gelang dies nicht. Insbesondere in Großbritannien war es für jedermann offensichtlich, daß der zinspolitische Aktionsradius der Behörden minimal war, da Zinserhöhungen sofort auf den privaten Kreditnehmer durchschlugen, zu einem Zeitpunkt, als die Hauspreise gefallen und viele kleine Hausbesitzer be-

reits überschuldet waren. In Ländern wie Schweden und Frankreich konnten dagegen die kurzfristigen Zinsen drastisch angehoben werden, ohne daß die Zinsbelastung von Hypothekenschuldnern davon erheblich berührt wurde.

Diese Beobachtung warf mehrere Fragen auf. Erstens solche rein faktischer Art: man wußte zwar einigermaßen, was für Finanzinstitute es in den einzelnen Ländern gab und wie die Größenverhältnisse der verschiedenen Gruppen waren. Aber Angaben über die Konditionen der von ihnen gewährten Kredite an den privaten Sektor hinsichtlich Laufzeiten und fester oder variabler Zinsvereinbarungen und deren relativer Bedeutung hatte man kaum. Ließen sich diese Lücken wenigstens zum Teil schließen?

Zweitens stellte sich die Frage, wie sich solche Unterschiede geldpolitisch auswirken. Im konkreten Fall hatte die Tatsache, daß bestimmte Schuldverhältnisse auf langfristigen Vereinbarungen beruhten und vom geldpolitisch herbeigeführten scharfen Anstieg der kurzfristigen Zinsen unberührt blieben, den Aktionsradius der Zentralbanken erhöht. Aber die Zentralbanken hatten ein spezielles, eng begrenztes Ziel verfolgt. Würde sich nicht das, was hier den Zentralbanken in einigen Ländern ihre Aufgabe erleichterte, bei einer anderen, breiteren Zielsetzung, z. B. einer restriktiven Beeinflussung der Nachfrage, als Nachteil erweisen, falls sich zeigen sollte, daß sich in diesen Ländern die geldpolitischen Impulse generell langsamer als anderswo an den Finanzmärkten ausbreiteten? Allgemein ausgedrückt lautet diese Frage: welche Rolle spielen derartige Unterschiede in den nationalen Finanzstrukturen im Transmissionsprozeß der Geldpolitik?

Mir erscheint noch eine dritte Frage von Interesse. Kann man zu einem Urteil darüber kommen, was eine bestimmte Finanzstruktur für eine gegebene Volkswirtschaft leistet? Hat z. B. ein abgeschotteter Finanzsektor für den langfristigen Bereich gesamtwirtschaftliche Vorteile gegenüber einem einheitlichen Markt, der vom kurzfristigen Zins dominiert wird? Manche Autoren betonten früher den begrifflichen Unterschied zwischen Geld und Kapital. Geld könne von der Notenbank und den Geschäftsbanken im Prinzip in beliebiger Menge ad hoc geschaffen werden, Kapital sei dagegen das Ergebnis eines Sparprozesses. Im Lichte dieser Unterscheidung beklagten sie die sog. Geldmarktabhängigkeit des Kapitalmarktes. Wenn Kapital eine eigene Qualität besaß, dann sollte es auch einen eigenen Preis haben und nicht den Schwankungen der Geldmarktzinsen folgen. Dieser angebliche Strukturmangel des Kapitalmarktes war in den ersten Jahren nach der Währungsreform Gegenstand vieler Vorträge und Abhandlungen.

Nach dem Motto, daß man ertragen muß, was man nicht heilen kann, verschwand dieses Thema allmählich von der Tagesordnung. Heute ist es für jedermann ganz selbstverständlich, daß die langfristigen Zinsen davon beeinflußt werden, wie sich die kurzfristigen Zinsen tatsächlich verändern und was für Erwartungen hinsichtlich ihrer weiteren Entwicklung bestehen (Änderungen der Inflationserwartungen und Änderungen der langfristigen Zinsen an den Märkten anderer Länder können allerdings diesen Einfluß überspielen). Das viel gebrauchte Kon-

zept der Zinsstrukturkurve geht offensichtlich von einem Kontinuum aus; in der Tat läßt sich bei genügend breit gestreuten Restlaufzeiten das ganze Spektrum der Zinsstruktur im Markt langfristiger Titel einer einzigen Laufzeit darstellen.

Immerhin lenkte der Versuch einer begrifflichen Unterscheidung zwischen Geld und Kapital die Aufmerksamkeit in Richtung volkswirtschaftlicher Sparquote, dem davon alimentierbaren Investitionsniveau und dem wirtschaftlichen Wachstum. Sie lenkte die Aufmerksamkeit aber auch auf die Finanzstruktur und die Auswirkungen, die diese auf den gesamtwirtschaftlichen Wachstumsprozeß haben könnte. Werden langfristige Investitionsentscheidungen durch bestimmte Finanzstrukturen begünstigt? Ich denke dabei nicht so sehr an Spezialinstitute, die in den Dienst der Strukturpolitik gestellt werden oder zur Durchsetzung bestimmter staatlicher Programme geschaffen worden sind, sondern an vom Markt selbst entwickelte Lösungen, um Investoren von bestimmten Risiken der Anschlußfinanzierung und von Zinsänderungsrisiken zu entlasten, etwa in Deutschland an Hypothekensbanken und Bausparkassen. Derivate bieten neue Möglichkeiten der Fristentransformation und des Risikotransfers; es ist wohl noch zu früh um zu beurteilen, wie davon traditionelle Finanzstrukturen verändert werden. Es ist aber offensichtlich, daß nachhaltige Inflationserfahrungen eine „Verarmung“ der Finanzstruktur zur Folge gehabt haben. Gehört das zu den ins Gewicht fallenden „Kosten“ der Inflation? Anders gefragt: ist Vielgestaltigkeit im Finanzsektor historischer Ballast oder ein Zeugnis innovativer Leistungen früherer Generationen?

Ich werde im folgenden zunächst berichten, was eine Erhebung der BIZ bei 14 Zentralbanken hinsichtlich der Unterschiede in den nationalen Finanzstrukturen ergeben hat. Wir haben ferner versucht, mit verschiedenen Methoden zu eruieren, ob es zwischen diesen Ländern nennenswerte Unterschiede im Transmissionsprozeß der Geldpolitik gibt und, wenn ja, ob solche Unterschiede mit solchen in den Finanzstrukturen zusammenhängen. Der Frage nach wie immer gearteten Effizienzunterschieden zwischen unterschiedlichen Finanzstrukturen sind wir nicht nachgegangen.

Ich sollte vielleicht ausdrücklich hervorheben, daß wir uns nur mit den Finanzbeziehungen, insbesondere den Kreditbeziehungen, zum *privaten* Sektor, befaßt haben. Die Finanzierung der öffentlichen Hand und die Struktur der öffentlichen Verschuldung müssen sicher in einem weiteren Sinne auch zur Finanzstruktur gerechnet werden, sie bestimmen zum großen Teil das Geschehen an den Wertpapiermärkten. In dieser Untersuchung geht es aber, wie sich aus der Vorgeschichte ergibt, ausschließlich um Unterschiede der Finanzstruktur in bezug auf den privaten Sektor.