

Der verbriefte Geldmarkt in Deutschland

Rolle und Entwicklungstendenzen

Der verbriefte Geldmarkt ist in Deutschland relativ klein. Sowohl im Handel mit Zentralbankgeld unter Banken als auch bei der kurzfristigen Finanzierung der Wirtschaft und der Mittelanlage der Nichtbanken spielen Geldmarkttitel traditionell eine geringe Rolle. Seit Anfang der neunziger Jahre hat die Verbriefung am Geldmarkt durch Verbreitung neuer Instrumente und Handelstechniken aber an Bedeutung gewonnen. Der vorliegende Aufsatz nimmt dies zum Anlaß, wichtige Entwicklungslinien des verbrieften Geldmarktes in Deutschland nachzuzeichnen und aus geldpolitischer Sicht zu bewerten.

Funktionen und Erscheinungsformen der Verbriefung am Geldmarkt

Am Geldmarkt werden kurzfristige Buchforderungen und Wertpapiere gehandelt. In dieser allgemeinen Abgrenzung stellt der Geldmarkt das Pendant zum Kapitalmarkt dar, auf dem langfristige Finanzkontrakte geschlossen werden. Eine eindeutige Trennlinie zwischen kurz- und langfristigem Bereich läßt sich anhand ökonomischer Kriterien allerdings nicht ziehen, denn letztlich werden die „kurze“ und die „lange Frist“ subjektiv, durch den Planungshorizont der Wirtschaftsakteure, bestimmt. In internationalen und nationalen Statistiken¹⁾ ist es üblich, zum Geldmarktbe-

*Abgrenzung
des
Geldmarktes*

¹ Vgl. insbesondere: Deutsche Bundesbank, Bankenstatistik Richtlinien, Statistische Sonderveröffentlichung 1, Dezember 1996, S. 11 f.

reich Laufzeiten von bis zu einem Jahr (einschließlich) zu rechnen; dieser Abgrenzung wird – sofern nicht ausdrücklich anders vermerkt – auch hier gefolgt.

*Funktionen des
Geldmarktes*

Geldmarktgeschäfte dienen grundsätzlich dem Liquiditätsmanagement der Marktteilnehmer, wie etwa Geschäftsbanken, Produktionsunternehmen, öffentlichen Stellen oder institutionellen Anlegern. Zu unterscheiden sind dabei Geldmarktgeschäfte, bei denen Zentralbankgeld – also Guthaben bei der Notenbank – gehandelt wird und solche, bei denen über Bankengiralgeld – also Einlagen bei Kreditinstituten – verfügt wird. Während Geschäfte in Bankengiralgeld den Nichtbanken die Synchronisierung ihrer Zahlungsströme ermöglichen, brauchen Kreditinstitute darüber hinaus Zentralbankgeld zur Erfüllung der Mindestreservepflicht und zur Alimentation des Bargeldumlaufs.

*Motive und
Marktteil-
nehmer*

Am Markt für Zentralbankgeld, der üblicherweise auch als Geldmarkt im engeren Sinne bezeichnet wird, agieren in erster Linie die Geschäftsbanken untereinander, um einzelwirtschaftliche Liquiditätsüberschüsse beziehungsweise -fehlbeträge auszugleichen. Dabei steht für das einzelne Kreditinstitut die Sicherung der Liquidität im Vordergrund. Die Notenbank steuert durch den Einsatz ihrer geldpolitischen Instrumente das Gesamtangebot an Zentralbankgeld. Der Geldmarkt im engeren Sinne ist daher operativer Ansatzpunkt ihrer Politik, und die Konditionen der Zentralbankgeldbereitstellung werden nach geldpolitischen Gesichtspunkten gestaltet. Der Handel mit Bankengiralgeld, der auch als Geldmarkt im weiteren Sinne bezeichnet

wird, wird dagegen von den erwerbswirtschaftlichen Motiven der Kreditinstitute beziehungsweise „großer“ Nichtbanken bestimmt. Beide Märkte sind in der Realität durch Arbitrageaktivitäten eng miteinander verknüpft. So schlagen sich zinspolitische Maßnahmen der Notenbank aufgrund ihrer „Zinsführerschaft“ am Markt für Zentralbankgeld normalerweise schnell in gleichgerichteten Zinsbewegungen bei den übrigen Geldmarktgeschäften nieder.

Korrespondierend zu den unterschiedlichen Funktionen, die der Geldmarkt im engeren und im weiteren Sinne erfüllt, sind – neben den bei weitem dominierenden unverbrieften Geldmarktgeschäften – verschiedene Formen verbriefter Kreditbeziehungen am Geldmarkt entstanden. Gemeinsames Kennzeichen originärer Geldmarktpapiere ist neben ihrer kurzen Ursprungslaufzeit die Fungibilität. Rechtlich kann es sich bei diesen Papieren um Inhaber- oder Orderschuldverschreibungen handeln.²⁾ Für die einzelnen Emittentengruppen haben sich im Lauf der Zeit unterschiedliche Formen herausgebildet, wie etwa kurzlaufende Staatstitel, Commercial Paper (CP) der Unternehmen oder Einlagenzertifikate (Certificates of Deposit – CDs) von Banken. Im Hinblick auf Laufzeiten oder Verzinsungsmodi unterscheiden sich diese Papiere allenfalls geringfügig. In der Regel werden Geldmarkttitel als Diskontpapiere begeben. Ihre Verzinsung orientiert sich an repräsentativen Geldmarkt-

*Formen der
Verbriefung am
Geldmarkt*

²⁾ Darüber hinaus könnte zum verbrieften Geldmarkt auch der Interbankenhandel in bundesbankfähigen Handelswechseln und Bankakzepten zur Optimierung der Inanspruchnahme der Rediskontkontingente gerechnet werden. Aufgrund ihrer fehlenden Fungibilität können die hier gehandelten Wechsel jedoch kaum als echte marktfähige Papiere gelten.

Umlauf von Geldmarktpapieren seit Anfang der neunziger Jahre

Mrd DM Nominalwert; Endstände

Zeit	Insgesamt	Öffentliche Emittenten 1)		Unter- nehmen 2)	Schuldverschrei- bungen von Banken mit ursprünglicher Laufzeit bis einschließlich 1 Jahr	Nachrichtlich: Liquiditäts- U-Schätze der Bundesbank
		zusammen	darunter: Bubills			
1991	22,2	10,9	–	8,2	3,1	–
1992	43,4	20,5	–	15,6	7,3	–
1993	43,2	15,9	–	11,0	16,3	24,9
1994	41,0	14,0	–	6,0	21,0	4,9
1995	30,3	4,2	–	5,8	20,3	–
1996	51,3	23,7	19,5	5,9	21,7	–
1997 Jan.	54,0	23,3	19,8	9,4	21,3	–
Febr.	53,3	23,0	19,8	10,4	19,9	–
März	52,9	22,8	19,8	10,8	19,3	–
April	55,9	23,0	20,0	11,8	21,1	–
Mai	55,5	22,9	20,0	11,7	20,9	–
Juni	54,8	22,9	20,0	12,2	19,7	–
Juli	55,2	21,9	19,1	11,6	21,7	–

1 Unverzinsliche Schatzanweisungen und Finanzierungsschätze des Bundes und seiner Sondervermögen sowie andere Emissionen der öffentlichen Hand. — 2 DM-

Commercial-Paper (einschl. derjenigen der Treuhandanstalt und der Post) und Industrieobligationen.

Deutsche Bundesbank

sätzen für entsprechende Laufzeiten; bei entsprechend hoher Bonität und Liquidität können Geldmarktpapiere auch selbst als „Benchmark“ dienen.

Geldmarktnahe
Wertpapiere ...

Ebenso wie es keine einheitliche Laufzeitabgrenzung des Geldmarktes gibt, läßt sich auch bei den Geldmarktpapieren keine scharfe Trennlinie ziehen. Wirtschaftlich enge Substitute zu originären Geldmarktstiteln sind zunächst Schuldverschreibungen mit entsprechender Restlaufzeit. Eine den Geldmarktpapieren vergleichbare Verzinsung und ein ähnliches Risikoprofil weisen zudem variabel verzinsliche Anleihen auf. Gleiches gilt für die Anteile an Geldmarktfonds, die zwar selbst im Prinzip unbegrenzt lange laufen, aufgrund der Anlageschwerpunkte der Geldmarkt-

fonds jedoch „vermittelte“ Geldmarktanlagen sind.

Wertpapiere spielen darüber hinaus auch als Besicherung nicht verbrieftter Geldmarktbeziehungen eine Rolle. Im Vordergrund stehen dabei Pensionsgeschäfte, bei denen gegen (temporäre) Übertragung von Wertpapieren liquide Mittel zur Verfügung gestellt werden. Zu unterscheiden sind hierbei einerseits die im Rahmen der Geldmarktsteuerung der Bundesbank durchgeführten Wertpapierpensionsgeschäfte mit Rückkaufsvereinbarung und andererseits die zwischen Geschäftsbanken oder auch Kreditinstituten und Nichtbanken abgeschlossenen Transaktionen, die allgemein – in Anlehnung an den englischen Terminus „repurchase agreement“ – als Repos bezeichnet werden.

... und durch
Wertpapiere
besicherte
Geldmarkt-
geschäfte

Verbriefter Handel in Zentralbankgeld

*„Verbriefung“
von Zentral-
bankgeld in
Form von
Finanzierungs-
papieren ...*

Geldmarktpapiere stellen eine Verbriefung von Zentralbankgeld dar, wenn die Bundesbank solche Titel mit einer Ankaufszusage versieht („potentielles“ Zentralbankgeld), oder wenn sie verpflichtet ist, alle Verbindlichkeiten aus Papieren zu erfüllen, die auf ihre eigene Initiative hin emittiert werden. Die rechtliche Grundlage dafür, bestimmte Geldmarktpapiere mit einer Ankaufszusage zu versehen und damit den Haltern die Möglichkeit zu geben, sie jederzeit in Zentralbankguthaben umzuwandeln, bildet § 21 Bundesbankgesetz (BBankG). Danach darf die Bundesbank zur Regelung des Geldmarktes am offenen Markt zu Marktsätzen bestimmte Schuldtitel kaufen und verkaufen. Hierbei haben in der Vergangenheit insbesondere sogenannte Finanzierungspapiere eine größere Rolle gespielt, die aus der Kreditaufnahme öffentlicher Haushalte entstehen (Schatzwechsel und Unverzinsliche Schatzanweisungen – „U-Schätze“).

*... sowie Mobili-
sierungs- und
Liquiditäts-
papieren*

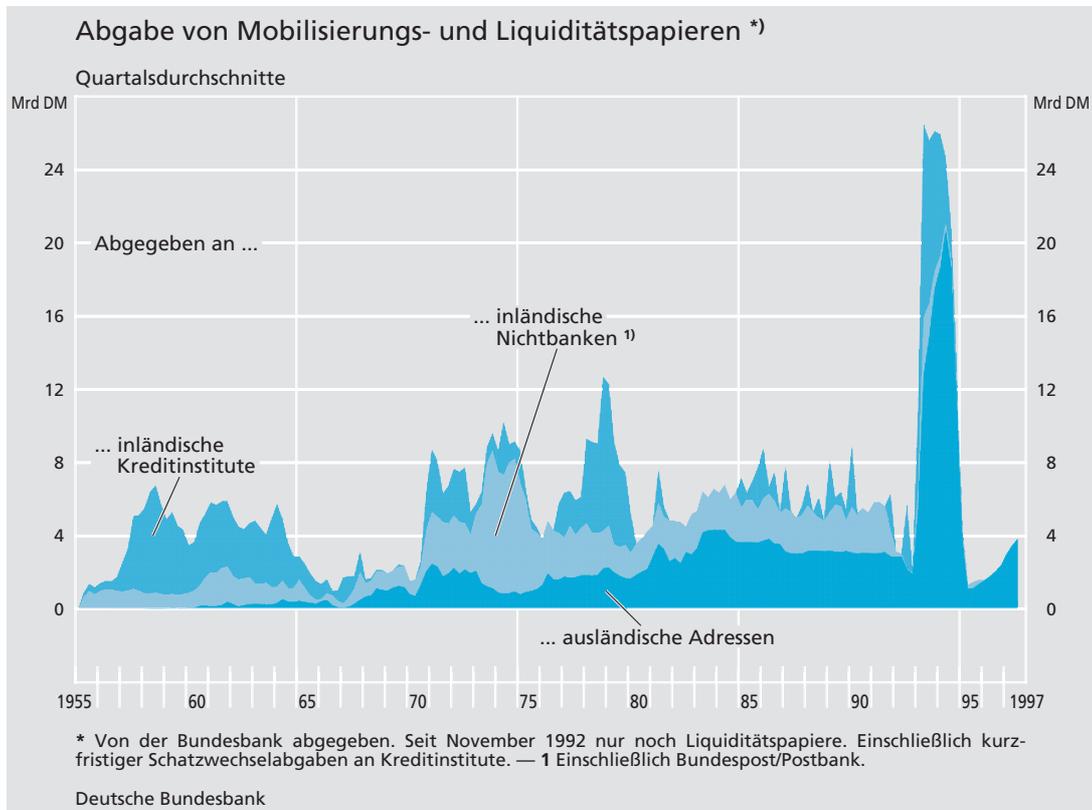
Die Möglichkeit, zum Zwecke der Geldmarktsteuerung auf eigene Initiative und unabhängig von der Begebung von Finanzierungspapieren kurzlaufende Schuldtitel zu emittieren, gibt der Bundesbank § 42 BBankG. Erstmals im Jahr 1955 stimmte der Bundesfinanzminister zu, daß „Ausgleichsforderungen“ des Zentralbanksystems zunächst bis zum Betrag von 2 Mrd DM in Geldmarktpapiere des Bundes umgetauscht werden konnten. Die Höchstgrenze dieser sogenannten Mobilisierungspapiere wurde später schrittweise auf circa 8 Mrd DM, die Höhe der „Ausgleichsforderungen“, angehoben.

Im Rahmen des Stabilitätsgesetzes wurde 1967 § 42 BBankG um die Vorschrift erweitert, daß der Bund der Bundesbank weitere, als Liquiditätspapiere bezeichnete Schatzwechsel und U-Schätze bis zum Betrag von 8 Mrd DM zur Verfügung zu stellen hatte. Im November 1992 wurde der Bezug zu den Ausgleichsforderungen aufgehoben, womit auch der Begriff Mobilisierungspapiere entfiel. Die Obergrenze für Liquiditätspapiere wurde auf 50 Mrd DM erhöht. Dabei handelt es sich nach wie vor um Papiere des Bundes. Die Bundesbank ist gegenüber dem Bund aber verpflichtet, alle Verbindlichkeiten aus diesen Titeln zu erfüllen; sie stellen somit faktisch Emissionen der Bundesbank dar. Ihr Gegenwert darf nur zur Einlösung der Papiere verwendet werden; ihre Begebung ist folglich keine Kreditgewährung an den Bund.

Bis Anfang der siebziger Jahre wurden Mobilisierungs- und Liquiditätspapiere („Mob-Li-Papiere“) vorrangig begeben, um den Kreditinstituten eine verzinsliche und liquide Anlage ihrer Überschüsse an Zentralbankguthaben zu bieten, die aus den zeitweilig sehr umfangreichen Geldzuflüssen aus dem Ausland (Interventionsverpflichtungen zugunsten des US-Dollar) resultierten. Diese Offenmarktgeschäfte wurden zunächst praktisch ausschließlich mit Banken getätigt;³⁾ die Mob-Li-Papiere waren bis zum Frühjahr 1975 grundsätzlich in die Geldmarktregulierung einbezogen und damit jederzeit rückgebar. Ende 1978 setzte die Bundesbank

*Offenmarkt-
operationen
mit Kredit-
instituten ...*

³ Daneben haben zeitweise insbesondere Sozialversicherungsträger ihre Mittel in Offenmarktpapieren angelegt. Zudem gab es Anlagemöglichkeiten für öffentliche Stellen (Postdienste, Ankaufsfonds für Ausgleichsforderungen) sowie das ERP-Sondervermögen bei der Bundesbank.



zur Abschöpfung erneuter umfangreicher Liquiditätszuflüsse aus dem Ausland hingegen nicht-rückgabefähige Mob-Li-Papiere ein (im Betrag von bis zu 14½ Mrd DM). Zum Ausgleich später einsetzender Devisenabflüsse nahm sie bis zum Frühjahr 1980 die noch bei Kreditinstituten befindlichen Papiere vorzeitig zurück. Seither befinden sich keinerlei derartige Papiere mehr – weder mit noch ohne Ankaufszusage – dauerhaft im Bestand inländischer Banken.

... und Nichtbanken

Ab Mitte 1971 begann die Bundesbank, auch Nichtbanken stärker in die Offenmarktoperationen mit Geldmarkttiteln einzubeziehen. Zeitweilig – von Januar 1973 bis zum April 1975 – wurden solche Papiere auch privaten Anlegern angeboten, und zwar unter der Bezeichnung „Bundesbankschätze“ in Form

standardisierter, nicht vor Fälligkeit rückgebbarer U-Schätze (mit Laufzeiten von 3 bis 24 Monaten). Ende 1973 erreichte der Bestand an umlaufenden Mob-Li-Papieren in Händen von Nichtbanken (insbesondere Sozialversicherungen und der Post) mit knapp 8 Mrd DM einen Höchststand, der sich bis Anfang der achtziger Jahre jedoch wieder auf unter 1 Mrd DM reduzierte.

In der ersten Hälfte der neunziger Jahre versuchte die Bundesbank – unter dem Eindruck massiver Liquiditätszuflüsse aus dem Ausland während der Unruhen im Europäischen Währungssystem im Sommer 1992 – erneut, über ihre Offenmarktpolitik die Geldhaltung inländischer Nichtbanken zu beeinflussen. Im Rahmen ihres auf 50 Mrd DM erweiterten offenmarktpolitischen Spielraums bot sie von März

Emission von Bulis

1993 bis zum Herbst 1994 im Betrag von bis zu 25 Mrd DM Liquiditätspapiere an. Diese sogenannten Bulis (Bundesbank-Liquiditäts-U-Schätze) waren nicht vorzeitig rückgebbar. Sie wurden in Form revolvingender vierteljährlicher Auktionen mit Laufzeiten von drei, sechs und neun Monaten begeben.

*Erwerb
von Bulis*

Insbesondere ausländische Währungsbehörden, die häufig strengen Anlagevorschriften unterliegen und nur in Titel höchster Bonität und Liquidität investieren, engagierten sich in Bulis. Ihr Anteil am Buli-Erwerb erreichte bereits im Herbst 1993 etwa zwei Drittel und stieg bis Mitte 1994 auf über 80 % an. Die Beteiligung inländischer Nichtbanken blieb hingegen gering; ihr Anteil am Gesamtumlauf der Bulis ging anfangs nicht über 15 % hinaus und fiel bis Ende 1993 auf nahezu Null zurück. Damit wurde das ursprüngliche Ziel, liquide Mittel von Nichtbanken zu binden, nicht erreicht. Folglich wurden die Buli-Auktionen im Herbst 1994 wieder eingestellt. Mit dieser Entscheidung trug die Bundesbank zugleich den Veränderungen an den Finanzmärkten Rechnung, die sich mit der Zulassung reiner Geldmarktfonds zum 1. August 1994 abzeichneten. Die Bundesbank wollte nicht selbst Anlagemöglichkeiten für diese Fonds schaffen und so Strukturverschiebungen an den Finanzmärkten hin zu kürzeren Fristen fördern.

*Derzeit geringe
Bedeutung der
Liquiditäts-
papiere*

Gegenwärtig gibt die Bundesbank Liquiditätspapiere regelmäßig nur noch an ausländische Adressen ab. Gelegentlich bietet sie derartige Papiere zur Absorption kurzfristiger Liquiditätsüberschüsse auch inländischen Banken an. Diese Geschäfte haben in der Regel eine

Laufzeit von nur drei Tagen und dienen dazu, ein übermäßiges Absinken des Tagesgeldsatzes zu vermeiden. Dieses Instrument wurde erstmals 1973 eingesetzt; größere Bedeutung erlangte es insbesondere in der ersten Zeit nach dem Übergang zur flexiblen Geldmarktsteuerung Mitte der achtziger Jahre.

Die liquiditäts- und zinspolitische Bedeutung von Bundesbankoperationen in Geldmarkttiteln hat sich im Lauf der Zeit sichtbar verändert. Die liquiditätspolitische Wirkung von Transaktionen in Geldmarktpapieren, die in die Geldmarktregulierung einbezogen wurden, war gering; sie führten nur zu einer Umschichtung der freien Liquiditätsreserven der Banken. Gleichwohl reduzierte die verzinsliche, liquide Anlage der Überschuldlidität in Geldmarktpapieren tendenziell das Angebot am Markt für Zentralbankguthaben. Die zinspolitische Wirkung von Geschäften der Bundesbank in geldmarktregulierten Schuldtiteln resultierte in erster Linie daraus, daß die von ihr gesetzten Abgabe- und Rücknahmesätze in direkter Konkurrenz zu den entsprechenden Notierungen an den Terminmärkten standen.

Dagegen entziehen Geldmarktgeschäfte der Bundesbank mit Nichtbanken und in nichtgeldmarktregulierten Papieren dem Bankensystem unmittelbar Liquidität, was zugleich auf das Zinsniveau an den Geldmärkten ausstrahlt. Ferner schafft die Bundesbank im Nichtbankengeschäft Anlagemöglichkeiten zu Konditionen, die im Wettbewerb mit den Habenzinsen der Kreditinstitute stehen. Dieses Ziel war noch vorrangig bei der Emission der Bundesbankschätze, während bei

*Liquiditäts- und
zinspolitische
Bedeutung
von rückgeb-
baren ...*

*... und nicht-
rückgabefähigen
Geldmarkt-
titeln*

der Buli-Ausgabe die Liquiditätsausstattung des Nichtbankensektors beeinflußt werden sollte.

Heutige
Situation

Seit dem Übergang zur flexiblen Geldmarktsteuerung Mitte der achtziger Jahre greift die Bundesbank zur Erreichung ihrer Operationsziele am Geldmarkt fast ausschließlich auf das Instrument der Wertpapierpensionsgeschäfte zurück. Die Liquiditäts- und Zinsgestaltung dieser kurzfristig reversiblen Offenermarktoperationen gewährleistet in hinreichender Weise, daß die Bundesbank zügig die angestrebten Spannungsverhältnisse am Geldmarkt herbeiführen kann. Diese strahlen dann auf die für Nichtbanken geltenden Einlagen- und Kreditzinsen aus. Das Inlandsgeschäft mit verbrieftem Zentralbankgeld ist gegenwärtig auf die seltenen, sehr kurzfristigen Schatzwechsellabgaben beschränkt, so wie die Bundesbank auch auf andere Instrumente des sehr kurzfristigen Liquiditätsausgleichs aufgrund der stabilisierenden Wirkung der Mindestreserve am Geldmarkt weitgehend verzichten kann.

Verbrieft kurzfristige Finanzierung

Verbrieft
Finanzierung
über den Geld-
markt im inter-
nationalen Ver-
gleich

Die Fremdmittelbeschaffung durch Emission kurzlaufender Schuldverschreibungen spielt in Deutschland sowohl im internationalen Vergleich als auch gegenüber der Emission langlaufender Papiere nur eine geringe Rolle. Dies gilt für Banken und Nichtbanken gleichermaßen. Ende 1996 rangierte der deutsche Markt für verbrieft kurzfristige Finanzierungsmittel mit einem Umlauf von umgerechnet 33 Mrd US-Dollar am unteren Ende

Verbrieft Geldmarkt im internationalen Vergleich

Umlauf Ende 1996

Land	Mrd US-Dollar	In % aller umlaufenden Schuldverschreibungen
Europäische Märkte		
Belgien	61,5	15,2
Dänemark	8,6	3,0
Deutschland	33,1	1,7
Finnland	29,4	35,0
Frankreich	219,2	17,7
Großbritannien	199,0	27,4
Italien	474,1	28,1
Niederlande	17,2	6,5
Portugal	13,7	21,4
Schweden	59,8	19,9
Schweiz	10,9	5,4
Spanien	111,3	32,7
Außereuropäische Märkte		
Australien	65,2	35,1
Japan	709,5	14,9
Kanada	129,7	25,5
Vereinigte Staaten	2 073,2	17,8
Nachrichtlich:		
Internationale Märkte	171,3	5,3

Quelle: BIZ, eigene Berechnungen.

Deutsche Bundesbank

der internationalen Skala. Den weltweit mit Abstand größten verbrieften Geldmarkt haben die Vereinigten Staaten (2 073 Mrd US-Dollar Ende 1996), gefolgt von Japan und Italien (mit 709 ½ Mrd US-Dollar bzw. 474 Mrd US-Dollar). In Relation zum Gesamtvolumen an ausstehenden Schuldverschreibungen bildet der deutsche Geldmarkt mit lediglich 1¾ % das Schlußlicht aller in der obenstehenden Tabelle aufgeführten Länder.

Die Entwicklung des verbrieften Geldmarktes in Deutschland ist vor allem das Resultat der makroökonomischen Umfeldbedingungen und der Wettbewerbssituation im Finanzsektor. Ein vergleichsweise hohes Maß an Preisstabilität begünstigte die Entstehung langfristiger Finanzierungsbeziehungen und Zinsbindungen und wirkte einer ausgeprägten Kurz-

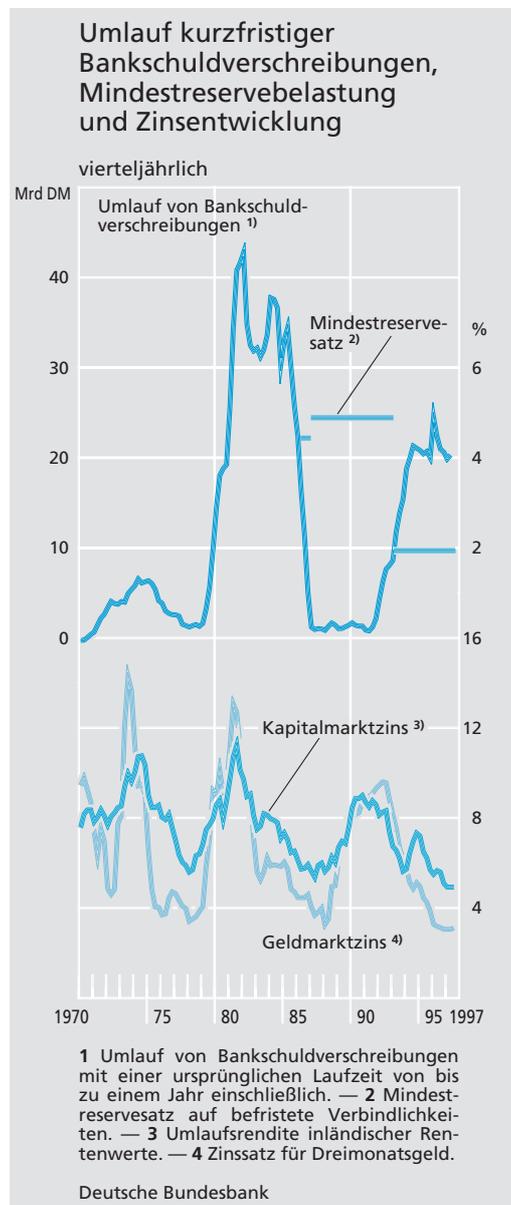
Entwicklung
gebremst
durch Markt-
faktoren ...

fristorientierung im Finanzsektor entgegen. Durch die starke Stellung der Banken im deutschen Finanzsystem wurden die Anreize, verbriefte Finanzbeziehungen einzugehen, ebenfalls verringert. Insbesondere die Liberalisierung der Bankzinsen im Jahr 1967 ermöglichte es den Kreditinstituten frühzeitig, marktgerecht verzinsten Kredite und Einlagen anzubieten. Im Unterschied zu vielen anderen Ländern waren die Anreize für die Nichtbanken somit gering, ein reguliertes Bankensystem durch die Verlagerung von Finanzbeziehungen auf die Wertpapiermärkte zu umgehen.

... aber auch durch Regulierungen und administrative Hemmnisse

Doch wurde die Entfaltung eines verbrieften Geldmarktes bis Anfang der neunziger Jahre auch durch administrative Vorschriften sowie die steuerrechtlichen Rahmenbedingungen und geldpolitisch motivierte Regelungen gebremst, die die einzelnen Marktsegmente in unterschiedlichem Ausmaß trafen. So wünschte die Bundesbank keine Begebung von CDs, bis 1986 Bankschuldverschreibungen mit einer Befristung von weniger als zwei Jahren der Mindestreserve unterworfen wurden. Ferner stand der Emission von CP bis 1991 das Emissionsgenehmigungsverfahren im Weg. Gegen die Nutzung unterjähriger Titel durch die öffentliche Hand erhob die Bundesbank grundsätzliche geldpolitische Bedenken. Der Handel in kurzlaufenden Titeln wurde bis Ende 1990 generell durch die Börsenumsatzsteuer belastet, wonach bei Abschluß jedes Wertpapiergeschäfts 1‰ Steuer fällig wurden.

Die größte Bedeutung am verbrieften Geldmarkt haben in Deutschland traditionell kurz-



laufende Bankschuldverschreibungen. Bis Anfang der achtziger Jahre entwickelte sich der Umlauf solcher Papiere weitgehend im Gleichlauf mit dem Zinsniveau; während der beiden Phasen hoher Kapitalmarktzinsen und inverser Zinsstruktur Mitte der siebziger und Anfang der achtziger Jahre nahm die Emissionsstätigkeit kräftig zu. Im Januar 1982 erreichte der Umlauf kurzlaufender Bankschuldverschreibungen mit 43½ Mrd DM

Kurzlaufende Schuldverschreibungen der Kreditinstitute ...

oder knapp 9 % aller Emissionen der Banken einen Spitzenwert.

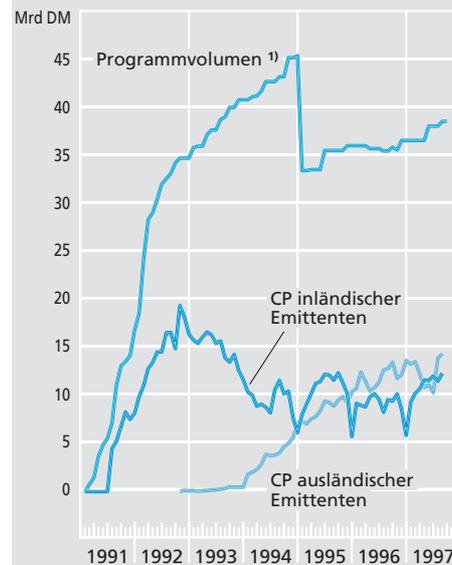
... durch Einbeziehung in Mindestreservepflicht gebremst

Aufgrund der fehlenden Mindestreservebelastung waren kurzlaufende Bankschuldverschreibungen besonders attraktiv. Mitte der achtziger Jahre wurden sie verstärkt zur Umgehung der Mindestreserve genutzt. Um der Aushöhlung des Mindestreserveinstruments zu begegnen, wurden – wie erwähnt – ab Mai 1986 Bankschuldverschreibungen mit einer Ursprunglaufzeit von weniger als zwei Jahren – und damit auch CDs – in die Reservepflicht einbezogen. In der Folge ging der Umlauf kurzfristiger Bankschuldverschreibungen auf weniger als 2 Mrd DM zurück. Im Rahmen der Neuordnung des Mindestreserveinstruments von 1993 bis 1995 wurden die Reservesätze deutlich gesenkt, was – zusammen mit der Konkurrenz der Bulis und der erneuten Inversion der Zinsstruktur – zu einer Belebung bei Bankenkurzläufem führte; seit Anfang 1994 hat sich der Umlauf bei rund 20 Mrd DM stabilisiert. Als Surrogat für Bankeinlagen haben Bankenkurzläufer damit – auch in Form von CDs – bisher keine nennenswerte Bedeutung erreicht.

Emission von DM-Commercial-Paper

Kurzlaufende, auf D-Mark lautende Schuldverschreibungen von Unternehmen (Commercial Paper – CP) wurden erstmals Anfang 1991 emittiert. Bis dahin hatten administrative Hindernisse – die Börsenumsatzsteuer und das relativ schwerfällige Emissionsgenehmigungsverfahren – der Nutzung kurzlaufender Schuldverschreibungen durch Unternehmen im Wege gestanden. Im Juli 1992 öffnete die Bundesbank den DM-CP-Markt durch eine Änderung der Erklärung zu DM-

Programmvolumen und Umlauf von DM-Commercial-Paper (CP)



1 Einschließlich auf D-Mark lautender Multi-Currency-Commercial-Paper-Programme.

Deutsche Bundesbank

Emissionen für ausländische Nichtbanken.⁴⁾ Nach einer kurzen stürmischen Wachstumsphase kam es aber bald zu einer deutlichen Konsolidierung. Mit dem Auslaufen der CP-Programme der Post und der Treuhandanstalt Ende 1994 ging das Programmvolumen um mehr als ein Viertel zurück. Ende Juni 1997 betrug der Umlauf von CP inländischer Emittenten 12 Mrd DM. Eine ähnliche Größenordnung erreicht das DM-CP-Volumen ausländischer Emittenten; Mitte 1997 belief es sich auf 10 ½ Mrd DM.

Die auf institutionelle Anleger zugeschnittenen DM-CP wurden von Anfang an in gro-

Erwerb von DM-Commercial-Paper

⁴ Zuvor war für DM-Emissionen ausländischer Emittenten eine Mindestlaufzeit von zwei Jahren gefordert; vgl. hierzu: Deutsche Bundesbank, Erklärung der Bundesbank zu DM-Emissionen, Monatsbericht, Juli 1992, S. 39 ff.

Bem Umfang von Ausländern erworben. In den Jahren 1991 und 1992 erwarben ausländische Investoren für fast 8 Mrd DM (netto) solche Papiere, was etwa der Hälfte des damaligen Umlaufs von DM-CP inländischer Emittenten entsprach. Auf besonders reges Interesse stießen CP der Treuhandanstalt, von denen der weitaus größte Teil an ausländische Käufer abgegeben wurde. Diese Entwicklung unterstrich – ebenso wie die Auslandsnachfrage nach Bulis – den internationalen Bedarf an kurzlaufenden DM-Schuldverschreibungen bester Bonität.

*Kurzlaufende
Schuldver-
schreibungen
der öffentlichen
Hand*

Marktteilnehmer beklagten lange Zeit das Fehlen standardisierter, regelmäßig emittierter unterjähriger Schuldverschreibungen der öffentlichen Hand, die als „Schrittmacher“ für andere Emittenten hätten fungieren können. Ausschlaggebend dafür waren geldpolitisch begründete Vorbehalte der Bundesbank gegen Kurzläufer der öffentlichen Hand. Eine Vorreiterrolle des Staates bei der Begebung kurzfristiger Titel fördert tendenziell die Kurzfristorientierung im Finanzsektor. Wenn sich ein größerer Teil der Kreditkonditionen aber an den kurzfristigen Zinsen orientiert, nehmen die realwirtschaftliche Durchschlagskraft zinspolitischer Maßnahmen der Notenbank und die Gefahr von Interessenskonflikten zu. Vor diesem Hintergrund beschränkte sich die Emission von Geldmarktpapieren der öffentlichen Hand – von den auf Privatanleger zugeschnittenen Finanzierungsschätzen abgesehen – lange Zeit im wesentlichen auf die sporadische Nutzung von Unverzinslichen Schatzanweisungen durch den Bund und seine Sondervermögen. Größere Bedeutung erlangten solche Papiere Anfang der neun-

Absatz und Erwerb von Bubills

Mrd DM				
Zeit	Netto-Absatz 1)	Erwerber		
		inländische Kreditinstitute	inländische Nichtbanken 2)	Ausländer 3)
1996 Juli	10,8	2,7	0,0	8,0
Aug.		-1,2	0,0	1,2
Sept.		0,0	0,4	-0,4
Okt.	8,4	4,7	0,0	3,7
Nov.		-1,1	-0,2	1,3
Dez.		-1,0	1,3	-0,2
1997 Jan.	0,3	-0,1	-1,0	1,3
Febr.		-0,1	-0,1	0,2
März		-0,7	0,3	0,4
April	0,2	-1,1	-0,6	1,8
Mai		-0,5	0,4	0,1
Juni		-0,2	0,0	0,1
Juli	-0,9	0,1	-0,2	-0,8
Nachrichtlich: kumuliert	18,8	1,5	0,3	16,7

1 Kurswerte. — 2 Als Rest errechnet. — 3 Transaktionswerte.

Deutsche Bundesbank

ziger Jahre, als der Kreditabwicklungsfonds 20 Mrd DM Verschuldung der ehemaligen DDR in Form von U-Schätzen übernahm.

Im Sommer 1996 einigten sich das Bundesministerium der Finanzen und die Bundesbank auf die Begebung unterjähriger Unverzinslicher Schatzanweisungen des Bundes (Bubills); ihr Umlauf soll die Grenze von 20 Mrd DM nicht überschreiten.⁵⁾ Diese Umlaufgrenze trägt den nach wie vor bestehenden Bedenken der Bundesbank gegenüber einer zunehmenden Kurzfristorientierung im Finanzsektor Rechnung. Die Vereinbarung berücksichtigt aber die haushaltspolitischen Interessen des Bundes sowie die veränderte Wettbewerbs-

*Einführung der
Bubills 1996*

5 Den Ländern wurde 1996 ebenfalls ein Emissionsvolumen von insgesamt 20 Mrd DM für unterjährige Titel eingeräumt.

situation mit Beginn der dritten Stufe der Europäischen Währungsunion. Mit der Einführung der Bubills im Sommer 1996 stieg der Umlauf von unterjährigen Titeln der öffentlichen Hand deutlich an. Ende 1996 erreichte der Umlauf von Bubills die Grenze von 20 Mrd DM; auf Geldmarkttitel der öffentlichen Hand entfallen damit gut ein Drittel des gesamten Volumens von Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr. Wie nach den Erfahrungen mit den Bulis und den Treuhand-CP zu erwarten war, engagierten sich vor allem ausländische Anleger in diesen Papieren. Ende Juli 1997 befanden sich Bubills für 16 ½ Mrd DM (oder knapp 90 % des Umlaufs) in den Händen ausländischer Investoren.

Geldmarktnahe Instrumente

DM-Geldmarktfonds

Geldmarktfondszertifikate nehmen eine Zwitterstellung zwischen „echten“ Geldmarktinstrumenten und langlaufenden Anlagen ein. Über ihr Portefeuille, das sich nach den Anlagevorschriften des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften aus Geldmarktinstrumenten und (kurzfristigen) Bankeinlagen zusammensetzen muß, bieten sie den Erwerbern die Möglichkeit, auch kleine Beträge zu Geldmarktkonditionen anzulegen. Andererseits ist die Laufzeit der Geldmarktfondszertifikate unbefristet, so daß sie prinzipiell auch für eine langfristige Mittelanlage offenstehen. Die Bundesbank stand einer Zulassung von Geldmarktfonds lange Zeit ablehnend gegenüber, weil die Nutzung dieses Instruments in größerem Stil zu einer Aushöhlung der Mindestreservebasis hätte führen können. Mit der

Geldmarktinstrumente und geldmarktnahe Titel

Umlauf; Mrd DM

Position	Mitte 1997	Zum Vergleich: Ende 1991
Geldmarkttitel		
Bankschuldverschreibungen ¹⁾	19,7	3,1
Commercial Paper	12,1	8,2
Geldmarkttitel der öffentlichen Hand	22,9	10,9
darunter: Bubills	20,0	–
Geldmarktnahe Papiere		
Geldmarktfondsanteile	30,1	–
Zum Vergleich:		
Termineinlagen ²⁾	417,8	490,0
Variabel verzinsliche Anleihen	297,1	105,3
Zum Vergleich:		
Anleiheumlauf	3 288,8	1 686,8
Nachrichtlich:		
Anleihen mit kurzer Restlaufzeit ³⁾	481,2	224,0

¹ Bankschuldverschreibungen mit einer vereinbarten Ursprungslaufzeit von bis zu einem Jahr. — ² Termineinlagen bei Banken mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr. — ³ Anleihen mit einer Restlaufzeit von bis zu einschl. einem Jahr.

Deutsche Bundesbank

Neuordnung des Mindestreserveinstruments konnten diese Bedenken zurückgestellt werden. Hinzu kam, daß das deutsche Investmentrecht an EG-Vorschriften angeglichen werden mußte.

Die Entwicklung der seit August 1994 zugelassenen DM-Geldmarktfonds wurde in der Anfangsphase wesentlich von steuerlichen Erwägungen und den Wettbewerbsreaktionen der Banken beeinflusst. So kam es vor allem Ende 1994 zu hohen Käufen von Geldmarktfondsanteilen, die lediglich einem Vermögenssteuersatz von ½ % unterlagen (gegenüber 1 % bei direkt gehaltenem Forderungsvermögen ab Anfang 1995); im Februar 1996 erreichte das Vermögen der inländischen Geldmarktfonds mit 40 Mrd DM seinen bisherigen Höhepunkt. Mit der (faktischen) Abschaffung

Entwicklung der Geldmarktfonds

der Vermögensteuer Anfang 1997 und dem weiter sinkenden Zinsniveau am Geldmarkt ließ das Interesse an Geldmarktfondszertifikaten bis in das Jahr 1997 hinein nach. In die gleiche Richtung wirkte, daß die Banken versuchten, mit marktnah verzinsten Konkurrenzprodukten dem Mittelabfluß aus dem eigenen Verbund entgegenzuwirken. Mitte 1997 verwalteten inländische Geldmarktfonds ein Vermögen von 30 Mrd DM.

*Variabel
verzinsliche
Anleihen*

Das Volumen von Anleihen mit variabler, zu meist an repräsentative Geldmarktsätze gekoppelter Verzinsung erreichte Mitte 1997 mit 297 Mrd DM mehr als das Fünffache des Umlaufs an originären Geldmarktpapieren. Zwei Drittel dieses Betrages entfallen auf Emissionen von inländischen Kreditinstituten. Für sie besitzen zu Geldmarktkonditionen verzinsten Kapitalmarktpapiere den Vorteil, im Rahmen der KWG-Liquiditätsgrundsätze voll als langfristige Finanzierungsmittel anerkannt zu sein, verglichen mit lediglich 60 % bei unterjährigen Schuldverschreibungen. Hinzu kommt, daß variabel verzinsten Titel die Basis für Zinsswaps bilden. Schließlich unterliegen Bankschuldverschreibungen mit einer Laufzeit von zwei Jahren und mehr nicht der Mindestreserverpflicht; dies dürfte diese Titel insbesondere vor der deutlichen Senkung der Reservesätze in den Jahren 1993 bis 1995 attraktiv gemacht haben. Der Umlauf variabel verzinslicher Titel der öffentlichen Hand erreichte Mitte 1997 101 ½ Mrd DM. Allein 71 Mrd DM davon waren Anleihen des Ausgleichsfonds Währungsumstellung, die ostdeutschen Banken und Außenhandelsbetrieben gegen Ausgleichsforderungen zugeteilt wurden.

Als Substitute für originäre Geldmarktpapiere können auch Anleihen mit kurzer Restlaufzeit fungieren. Von den übrigen geldmarktnahen Wertpapieren unterschieden sie sich allerdings dadurch, daß sie nicht – wie die variabel verzinslichen Anleihen – schon bei Emission mit geldmarktspezifischen Konditionen ausgestattet werden, sondern durch Zeitablauf in den Geldmarktbereich hineinfallen und dann hinsichtlich Rendite und Kursrisiko originären Geldmarktstiteln vergleichbar sind. Diese Papiere können zwar als Surrogat für Geldmarktanlagen fungieren; als „Benchmark“ für originäre Geldmarktstitel sind sie aber aufgrund ihrer Heterogenität weniger geeignet. Mitte 1997 betrug der Umlauf von Papieren mit einer Restlaufzeit von bis zu einem Jahr 481 Mrd DM.

*Schuldverschreibungen
mit kurzer
Restlaufzeit*

Besicherung von Geldmarktgeschäften

Der Geldhandel zwischen Kreditinstituten wird in Deutschland traditionell ohne Stellung von Sicherheiten abgewickelt. Die wichtigste Grundlage für Geldhandelsgeschäfte ist das Vertrauen in die unzweifelhafte Bonität der Handelspartner. Die Risiken im Geldhandel werden durch das Kreditwesengesetz beschränkt, das die Geldanlagen der Kreditinstitute bei einzelnen Handelspartnern (Großkreditgrenzen) begrenzt; zudem sind bilaterale Limite gebräuchlich, mit denen einzelnen Adressen oder Ländern Handelshöchstbeträge und maximale Laufzeiten zugeordnet werden.⁶⁾

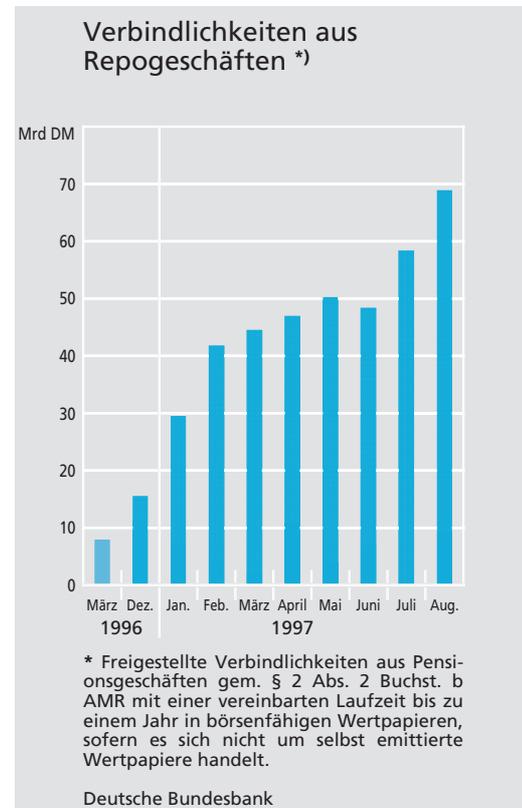
*Geldmarktgeschäfte
traditionell
unbesichert*

⁶⁾ Ebenfalls möglich ist die Stellung von Sicherheiten in Form von Grundschulden, Bürgschaften, Forderungsabtretungen oder die Absicherung eines Limits durch längerlaufende Termingelder sowie Patronatserklärungen.

Wachsende
Bedeutung von
Repos

Von wachsender Bedeutung ist in der jüngeren Vergangenheit die Wertpapierbesicherung von an sich nicht verbrieften Geldmarktbeziehungen. Neben den seit Mitte der achtziger Jahre regelmäßig angebotenen Wertpapierpensionsgeschäften der Deutschen Bundesbank haben inzwischen auch wertpapierbesicherte Geldmarktgeschäfte zwischen Banken sowie zwischen Kreditinstituten und Nichtbanken in Form von Repos zugenommen. Dabei veräußert der Pensionsgeber für eine befristete Zeit Wertpapiere an den Pensionsnehmer gegen einen Geldbetrag. Die lange Zeit nur untergeordnete Rolle des Repo-Marktes ist nicht nur auf die Usance der unbesicherten Abwicklung zurückzuführen. Ein Motiv für Repogeschäfte besteht – ähnlich wie bei der Wertpapierleihe – in der (zeitweiligen) Überlassung von Wertpapieren, die zur Erfüllung von Wertpapierlieferverpflichtungen oder für Arbitragegeschäfte genutzt werden können. Universalbanken können diesen Bedarf aber häufig aus Eigenbeständen decken, also ohne Markttransaktionen in Form von Repos. Ein weiterer Grund für die nur zögerliche Entwicklung des Repo-Marktes in Deutschland war die Belastung durch die Mindestreserve. Die starke internationale Nachfrage nach DM-Repos wurde deshalb an ausländischen Finanzmärkten gedeckt, während sich das Repogeschäft hierzulande auf die mindestreservefreien Transaktionen zwischen inländischen Kreditinstituten konzentrierte. Diese Strukturen blieben auch nach den Senkungen der Mindestreservesätze von 1993 bis 1995 weitgehend erhalten.

Eine kräftige Ausweitung der inländischen Repoaktivitäten zeichnete sich erst ab, nach-



dem die Bundesbank im Dezember 1996 beschlossen hatte, die Verbindlichkeiten aus sogenannten echten Pensionsgeschäften mit einer Laufzeit bis zu einem Jahr in börsenfähigen Wertpapieren mit Wirkung vom 1. Januar 1997 grundsätzlich von der Mindestreserve zu befreien.⁷⁾ Im März 1996 beliefen sich die – damals noch mindestreservepflichtigen – Reпоverbindlichkeiten der Banken in Deutschland auf knapp 8 Mrd DM.⁸⁾ Seit Dezember vergangenen Jahres sind die freigestellten Verbindlichkeiten aus Repogeschäften

Auswirkungen
der Freistellung
von der Min-
destreserve

7 Ausgenommen von der Freistellung sind gemäß § 2 Abs. 2 Buchstabe b AMR eigene Emissionen des Pensionsgebers.

8 Angaben gemäß (freiwilliger) Sondererhebung der Bundesbank zu Wertpapierleihe- und Repogeschäften. Insgesamt verfügten deutsche Kreditinstitute Ende März 1996 über einen Repo-Bestand von 22 Mrd DM als Pensionsgeber und rund 35 Mrd DM als Pensionsnehmer, die Laufzeiten lagen meist unter einem Monat. Der Anteil Londons am DM-Repomarkt betrug etwa 90 %.

schäften spürbar von 15 ½ Mrd DM auf zuletzt knapp 69 Mrd DM (August 1997) gestiegen. Der Anteil der Geschäfte mit Gebietsfremden – unter ihnen auch ausländische Zentralbanken – liegt bei rund 90 %, bei wachsender Bedeutung international agierender Fonds und Unternehmen. Repogeschäfte mit Nichtbanken fallen auch weiterhin kaum ins Gewicht, Transaktionen mit Privatpersonen finden praktisch nicht statt.⁹⁾

*Perspektiven
des Repo-
Marktes*

Zwar steht im Repogeschäft gegenwärtig noch die Wertpapierseite im Vordergrund, doch könnten deutsche Institute dieses Instrument zukünftig auch verstärkt im Geldhandel nutzen. Die Besicherung von Geldgeschäften entspricht internationalen Gepflogenheiten, die auf dem künftigen Euro-Geldmarkt vorherrschen dürften und infolgedessen auch in den Geldhandelsaktivitäten deutscher Institute verstärkt Einzug halten könnten. Zudem brauchen Repogeschäfte nicht auf die vorstehend erwähnten bankinternen Handelslimite im Interbankengeschäft angerechnet zu werden, und sie müssen – bei Repos in Staatstiteln – nicht mit Eigenkapital unterlegt werden. Die Besicherung der Geldaufnahme durch Wertpapiere hoher Bonität verringert daher tendenziell die Refinanzierungskosten des Pensionsgebers. Schließlich fördern Repos die Vernetzung von Kapital- und Geldmärkten, von Kassa- und Terminmärkten und stärken auf diese Weise die Effizienz des Finanzmarktes.

*Wirkungen der
Freistellung auf
die Mindest-
reserve*

Bei der Freistellung der Verbindlichkeiten aus Repos von der Mindestreserve ging die Bundesbank davon aus, daß die Puffer- und Stabilisierungsfunktion der Mindestreserve am

Geldmarkt nicht beeinträchtigt wird. Diese Erwartung hat sich bestätigt. Das Reservesoll gegenüber Gebietsfremden ist im bisherigen Jahresverlauf sogar deutlich gestiegen. Die Repos dürften daher kaum zu Lasten reservepflichtiger Verbindlichkeiten gegangen sein, sondern hauptsächlich Neugeschäfte darstellen.

Bewertung aus geldpolitischer Sicht und Ausblick

Aufgrund seines Doppelcharakters als operativer Ansatzpunkt der Geldpolitik und Markt für kurzfristige Finanzierungen der Wirtschaft hat die Bundesbank dem verbrieften Geldmarkt seit jeher besondere Aufmerksamkeit gewidmet. Dabei stand aus geldpolitischer Sicht einer potentiell größeren Flexibilität des geldpolitischen Instrumentariums das Stör- und Konfliktpotential gegenüber, das ein rasches Vordringen kurzfristiger Finanzierungsbeziehungen für die geldpolitische Strategie und die Durchführung einer stabilitätsorientierten Geldpolitik mit sich bringen kann. Auf strategischer Ebene geht es dabei insbesondere darum, daß ein schubartiges Vordringen von Geldsubstituten die empirischen Grundlagen der Geldmengensteuerung gefährden oder gar zerstören kann. Auf operativer Ebene steht die Wirksamkeit des Mindestreserveinstruments im Vordergrund. Hinzu kommt, daß mit einer Dominanz der Kurz-

*„Doppel-
charakter“ des
verbrieften
Geldmarktes*

⁹ Angaben aus der Mindestreservestatistik; Repos zwischen inländischen Kreditinstituten und Repos, bei denen inländische Banken nur als Pensionsnehmer fungieren, werden statistisch nicht gesondert erfaßt. Nach einer Stichprobenumfrage der Landeszentralbank in Hessen könnten die nicht angezeigten Repobestände ähnlich hoch sein wie die freigestellten Repoverbindlichkeiten.

fristorientierung im Finanzsystem der Druck auf die Notenbank wachsen könnte, ihre Zinspolitik stabilitätspolitisch bedenklichen Anforderungen anzupassen.

*Perspektiven
des verbrieften
Handels in Zen-
tralbankgeld*

Die Erweiterung des geldpolitischen Instrumentariums durch Liquiditätspapiere war in Deutschland insgesamt betrachtet von geringer Bedeutung. Größere Impulse sind hier auch in Zukunft nach derzeitiger Einschätzung kaum zu erwarten. Im Europäischen System der Zentralbanken (ESZB) sind Outright-Geschäfte in Schuldtiteln zwar möglich, jedoch nur als eine Möglichkeit der sehr kurzfristigen Feinsteuerung oder aber zur dauerhaften Beeinflussung der strukturellen Liquiditätsposition des Bankensystems gegenüber dem ESZB. Die Emission eigener Schuldtitel wird ausschließlich zum Zweck struktureller Operationen vorbereitet. Das Hauptrefinanzierungsinstrument werden – wie bei der Bundesbank – kurzfristige Wertpapierpensionsgeschäfte darstellen und nicht Outright-Ankäufe von (kurzfristigen) Schuldtiteln.

*Kurzfristige ver-
briefte Finanzie-
rung und Geld-
politik*

Die geringe Verbreitung verbrieftener kurzfristiger Finanzierungen und ihre geringe absolute Bedeutung zeigen, daß sich das Störpotential für die Geldpolitik bisher in engen Grenzen gehalten hat. Diese Entwicklung ist kaum als Ergebnis regulatorischer Eingriffe auf den Finanzmärkten anzusehen. Das moderate Wachstum einzelner Marktsegmente – wie etwa des DM-CP-Marktes oder der Geldmarktfonds – zeigt vielmehr, daß die Finanzierungs- und Anlagebedürfnisse offenbar auch vor der Entstehung dieser Märkte recht gut erfüllt wurden. Die untergeordnete Rolle des verbrieften Geldmarktes in Deutschland ist so

Inflationsunsicherheit und Bedeutung des verbrieften Geldmarktes



1 Standardabweichung der jährlichen Preissteigerungsrate auf Konsumentenebene 1976 - 1996. — 2 Ende 1996.

Deutsche Bundesbank

betrachtet nicht zuletzt Reflex einer erfolgreichen Geldpolitik, die den Bedarf an kurzfristigen Finanzierungsformen gering gehalten hat. Diese Sichtweise stützt auch ein internationaler Vergleich, der zeigt, daß in einem Umfeld stärker schwankender Inflationsraten (die häufig zugleich das Bankensystem destabilisiert haben) die kurzfristige verbrieftete Mittelbeschaffung tendenziell stärker verbreitet ist als in Ländern mit stabilerer Preisentwicklung.

Angesichts der weitreichenden Veränderungen an den Finanzmärkten – insbesondere der Internationalisierung der Anlagedispositionen bei gleichzeitiger Konzentration der Ersparnisse in den Händen institutioneller Anleger – wäre es kaum noch möglich, dem „short-termism“ durch Regulierungen wirk-

*Veränderte
Akzente durch
Internationali-
sierung*

sam Grenzen zu setzen. Gleichzeitig erfordert eine international effiziente Kapitallenkung, insbesondere auch den Anlagebedürfnissen institutioneller Akteure Rechnung zu tragen. Eine breite Palette kurzlaufender Finanzinstrumente ist daher nicht nur aus Wettbewerbsgründen von größerer Bedeutung als noch vor wenigen Jahren.

Rolle der Geldpolitik

Die Weiterentwicklung des verbrieften Geldmarktes ist allerdings grundsätzlich Aufgabe derjenigen, die um Anlagemittel an den Märkten konkurrieren. Die Geldpolitik schafft für diesen Prozeß angemessene Rahmenbe-

dingungen, indem sie ein stabiles monetäres Umfeld erhält und einer – nach wie vor nicht wünschenswerten – übermäßig starken Kurzfristorientierung im Finanzsektor durch eine glaubwürdige Geldpolitik entgegenwirkt. Gelingt es ihr, die längerfristigen Inflationserwartungen auf niedrigem Niveau zu stabilisieren, so ist dies eine zentrale Voraussetzung für langfristig orientiertes Handeln. Die Notenbank schafft so zugleich die beste Grundlage für effiziente Marktstrukturen und eine organische Entwicklung des verbrieften Geldmarktes.