

BIZ-Studie über makroökonomische und geldpolitische Aspekte des Wachstums von derivativen Märkten

Geldpolitiker ohne Berührungsängste vor Derivaten

Von Hansjürg Christen

Trotz einer Vielzahl von Studien über die Risiken von Derivaten konstatierte die BIZ bis anhin einen Mangel an Publikationen, die sich vertieft mit den Auswirkungen dieser Instrumente auf die Geldpolitik auseinandersetzen. Ein Papier des Ständigen Ausschusses für Euromarkt-Angelegenheiten hilft nun – zumindest was theoretische Gesichtspunkte angeht –, diese Lücke zu schliessen. Der über fünfzig Seiten starke Bericht behandelt vier Aspekte des Wachstums von derivativen Märkten. Zuerst werden die Auswirkungen auf Gesamtwirtschaft und Finanzsystem diskutiert. Die nachfolgenden Ausführungen interessieren vor allem aus geldpolitischer Sicht, werden doch der Einfluss von Derivaten auf den monetären Transmissionsmechanismus, die geldpolitischen Indikatoren und die Instrumente der Zentralbank untersucht.

Derivatpreise als geldpolitische Orientierungsgrössen

Im ersten Teil gehen die Autoren, allesamt Zentralbankvertreter der Zehnergruppe, darauf ein, in welcher Weise unter «normalen Bedingungen» Derivate die Märkte der zugrunde liegenden Instrumente stabilisieren sowie langfristig zur Effizienz des Finanzsystems beitragen. In turbulenten Marktsituationen hingegen könnten Derivate die Preisvolatilität verstärken. Es wird jedoch betont, dass nichts darauf hinweise, dass Derivate selbst die Ursache dieser Marktturbulenzen seien.

Der zweite Teil der Studie behandelt die Bedeutung von Derivaten für den Transmissionsmechanismus, d. h. für die Übertragungskanäle eines monetären Impulses auf die Realwirtschaft. Einzelne Wirtschaftssubjekte können ihre Sensitivität gegenüber Zins- oder Wechselkurschwankungen vermindern, die Wirtschaft als Ganzes kann sich jedoch dem Einfluss dieser Grössen – und somit einer geldpolitischen Massnahme – nicht entziehen. Die Autoren folgern daraus, dass Derivate zwar die relative Bedeutung der verschiedenen Kanäle sowie Geschwindigkeit und Ausmass eines monetären Impulses verändern können, dass sie aber den Einfluss der Zentralbank auf die Inflation nicht vermindern.

Der nächste Aspekt, der für die Geldpolitik von Interesse ist, sind die Wirkungen von derivativen Instrumenten auf monetäre Indikatoren. Die Aussagekraft der traditionellen Geldmengenaggregate wurde in den letzten Jahren durch Finanzmarktinnovationen wie Disintermediation und Securitization geschmälert, wobei unklar ist, ob diese Effekte statistisch signifikant sind. Ebenso wenig gehen die Autoren der Studie davon aus, dass die Anwendung von derivativen Instrumenten eine eindeutige Wirkung auf die Liquiditätsnachfrage hat. Zum einen spricht die vermehrte Anwendung dieser Instrumente für einen Anstieg in der Geldnachfrage. Zum anderen wird beispielsweise die sogenannte Vorsichtkassenhaltung durch die Möglichkeit, mittels derivativer Instrumente Preisrisiken mit geringem Kapitaleinsatz abzusichern, tendenziell zurückgehen.

Selbst wenn bei den herkömmlichen Indikatoren gewisse Verzerrungen auftreten, so liefern die Märkte für derivative Instrumente der Zentralbank neue Informationen, die sie in den traditionellen Kassamärkten nicht erhält. Terminkontrakte oder Futures generieren für zahlreiche Märkte Informationen über die erwartete Preisentwicklung. Optionspreise können zu Schätzungen über die erwartete Preisvolatilität der zugrunde liegenden Produkte (Währung, Zinssatz, Aktien) herangezogen werden.

Neue Ingredienzen für das geldpolitische Menü?

Das Aufkommen von Derivaten schränkt nach Meinung der BIZ-Autoren die Fähigkeit der Zentralbank, die Zinsen am kurzen Ende in ihrem Sinne zu beeinflussen, kaum ein. Im Gegenteil: Die Möglichkeit der Marktteilnehmer, schneller auf Signale der Zentralbank zu reagieren, erhöht den Einfluss des Noteninstituts auf die Zinskurve. Derivative Instrumente gehören zu den Faktoren, die in den letzten Jahren zu einer erhöhten internationalen Kapitalmobilität geführt haben. Durch diese Entwicklung verlieren die Zentral-

banken an den Devisenmärkten an Gewicht. Eine Wechselkursbeeinflussung, die vom Markt als nicht glaubwürdig angesehen wird, hat kaum Aussicht auf Bestand.

Neue Elemente im geldpolitischen Instrumentenkasten haben für die Verfasser des Arbeitspapiers sowohl Vor- als auch Nachteile. Derivative Instrumente ermöglichen eine Stützung einer Währung in einem Ausmass, das nicht mehr von den Reserven der Zentralbank abhängt. Andererseits können solche Aktionen in Nebenwährungen von «market makers» antizipiert werden – es besteht also ein «moral hazard»-Problem. Interventionen, die nicht auf die Währungsreserven einer Zentralbank beschränkt bleiben, bringen zudem ein nicht zu unterschätzendes Verlustrisiko mit sich.

Alles in allem halten es die Autoren für unwahrscheinlich, dass das Wachstum der derivativen Märkte unter «normalen Bedingungen» die Geldpolitik wesentlich beeinträchtigt. Wohl können Marktschwankungen verstärkt und die Taktik der Zentralbank beeinflusst werden, das Ziel der Preisstabilität werde aber nicht berührt. Eine vornehme Aufgabe der Zentralbanken im veränderten Umfeld bestehe darin, mit ihrer Politik nicht zur Unsicherheit in den Märkten, sondern im Gegenteil zur Bildung stabiler nichtinflationärer Erwartungen beizutragen. Dies werde in erster Linie durch ein dauerhaftes Bekenntnis zur Preisstabilität erreicht.