

# Innovationen an den Finanzmärkten – Plage oder Segen?

Markus Lusser\*

## 1. Vier wichtige Aspekte des Wandels an den Finanzmärkten

An den internationalen Finanzmärkten vollzieht sich seit einigen Jahren ein tiefgreifender Wandel. Die Entwicklung weist meines Erachtens vier wichtige Merkmale auf, die allerdings eng miteinander verflochten sind:

Die Globalisierung der Finanzmärkte – erstes Merkmal – verwischt zusehends die traditionellen Grenzen zwischen den einzelnen Segmenten der nationalen Finanzmärkte. Gleichzeitig löst sie Kräfte aus, die auf die Verschmelzung der nationalen Märkte zu einem einzigen internationalen Finanzmarkt hinwirken. Die Arbeitsteilung unter spezialisierten Finanzmarktinstituten verliert ihre klaren Konturen. Dieser Prozess ist in der angelsächsischen Welt und in Japan – in Ländern, die bisher scharf zwischen dem commercial und dem investment banking unterschieden – besonders augenfällig. In Kontinentaleuropa, wo die Universalbanken auf eine lange Tradition zurückblicken, ist er weniger stark ausgeprägt. Die Grenzen zwischen einzelnen Märkten – beispielsweise zwischen dem Kredit- und dem Versicherungsmarkt – sind aber auch hier nicht mehr mit der früher üblichen Deutlichkeit auszumachen.

Die zahlreichen Liberalisierungen der letzten Jahre sind ein zweites Merkmal des Wandels an den internationalen Finanzmärkten. Es blieb allerdings nicht bei Deregulierungen. Die Regulierungstätigkeit hat – in zahlreichen Ländern – ebenfalls an Intensität gewonnen. In der Regulierungs- und Deregulierungstätigkeit lassen sich allerdings Schwerpunkte, die von Land zu Land eine gewisse Konstanz aufweisen, erkennen. Die Liberalisierungen zielten bisher vorwiegend

auf die Aufhebung direkter Eingriffe in das Mengen- und Preisgefüge der Märkte. Als Beispiel erwähne ich die Beseitigung von Zinshöchstgrenzen. Neue Regulierungen wurden demgegenüber vorwiegend im Bereiche der «prudential supervision» – etwa in der Form schärferer Eigenmittelvorschriften – getroffen. Beide Entwicklungen sind im wesentlichen eine Folge des Marktgeschehens: Die Deregulierungen wurden durch die zunehmende Konkurrenz an den internationalen Finanzmärkten massiv gefördert oder gar erst ausgelöst. Die neuen Regulierungen hängen mit der Einführung neuer Instrumente am Markt zusammen.

Die sogenannte Securitization – die Verdrängung des traditionellen Bankkredits durch handelbare Forderungen in der Form von Wertpapieren – ist ein drittes Merkmal des Wandels. Das Volumen international emittierter Obligationenanleihen und Notes hat sich – gemäss einer Zusammenstellung der BIZ – von 1981 bis 1985 fast vervierfacht. Die Internationalen syndizierten Bankkredite sind in der gleichen Zeit auf weniger als einen Viertel ihres Ausgangswerts gesunken.

Die Flut von Innovationen – die Entwicklung zahlreicher neuer Finanzmarktinstrumente – möchte ich als viertes und letztes Merkmal nennen. Dieser Aspekt wird im Zentrum meiner Ausführungen stehen.

## 2. Der Wandel an den schweizerischen Finanzmärkten

Die wichtigsten Innovationen der letzten Jahre verdanken wir den Dollarmärkten. Sie wurden in den Vereinigten Staaten oder am Eurodollarmarkt entwickelt.

Die schweizerischen Finanzmärkte sind vergleichsweise weniger innovativ. An unseren Finanzmärkten werden seltener neue Instrumente entwickelt. Die Schweiz lässt sich auch bei der

\* Vizepräsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank. Referat, gehalten am Institut für Bankwirtschaft an der Hochschule St. Gallen am 18. September 1986

Übernahme der im Ausland bereits seit einiger Zeit etablierten Innovationen in der Regel Zeit.

Der schweizerische Emissionsmarkt für inländische Schuldner ist ein eindrückliches Beispiel dieser Kontinuität: An ihm werden – neben den zahlreichen Optionsanleihen, die dank der hohen Aktienkurse seit einiger Zeit eine Boomphase durchlaufen – praktisch nur traditionelle Anleihen plazierte. Nicht, dass es an diesem Markt überhaupt nie zu Innovationsversuchen gekommen wäre! Vor einigen Jahren wurden Obligationenanleihen mit variablem Zinssatz ausgegeben. Sie konnten sich aber nicht durchsetzen.

Worauf ist diese zögernde Übernahme von Neuerungen durch die schweizerischen Finanzmärkte zurückzuführen?

Es ist zur Mode geworden, das gemächlichere Tempo einem gewissen Konservatismus der schweizerischen Banken anzulasten und damit pessimistische Prognosen für den Finanzplatz Schweiz zu verbinden. Die positive Seite der Medaille «Konservatismus» wird bei dieser Kritik oft vernachlässigt: die für unsere Banken ebenso sprichwörtliche Vorsicht.

Aus Bankenkreisen wird – als weitere Erklärung – zunehmend ein Mangel an Ausbildungsmöglichkeiten moniert. Diese Begründung enthält ein gutes Mass an Selbstkritik, enthält Kritik aber auch an die Adresse unserer Universitäten. Die heutige Veranstaltung ist – unter anderem – wohl auch ein Versuch, sich dieser Herausforderung zu stellen.

Schliesslich sind steuerliche Hindernisse zu erwähnen. Sie stehen vor allem im Kurzfristbereich der Einbürgerung einiger Instrumente, die sich im Ausland bewährt haben, entgegen.

Alle diese Hinweise erklären – meines Erachtens – die Zurückhaltung unserer Märkte gegenüber Innovationen nur zum Teil. Den Hauptgrund erblicke ich in dem geringeren Innovationsbedarf, der unsere Finanzmärkte kennzeichnet. Wo nämlich wirklich ein Bedarf besteht, gab und gibt es auch an den konservativen schweizerischen Finanzmärkten immer wieder Neuerungen. Ich möchte auf drei innovative Bereiche näher eintreten: auf den Devisenmarkt, auf den Markt

für Schweizerfrankenleihen ausländischer Schuldner und auf die steuerbedingten Finanzmarktinnovationen.

Am schweizerischen Devisenmarkt haben sich Termingeschäfte – sozusagen als Vorläufer von Devisenfutures – schon vor Jahren eingebürgert. Das Optionengeschäft hatte ebenfalls seinen Vorläufer: Die Nationalbank bot in den späten, von enormen Wechselkursfluktuationen gekennzeichneten siebziger Jahren den Exporteuren – in Zusammenarbeit mit den Geschäftsbanken – sogenannte Devisenbezugsrechte an. Die Preissetzung dieses neuartigen Instruments war jedoch nicht marktgerecht. Sie lief auf eine Subventionierung einzelner Branchen hinaus. Die Nationalbank schaffte das Instrument daher nach kurzer Zeit wieder ab. Die schweizerischen Grossbanken nahmen den Anstoss jedoch auf. Sie bieten inzwischen Devisenoptionen in den wichtigsten Währungen an.

Der Markt für Schweizerfrankenleihen und -notes ausländischer Schuldner ist mein zweites Beispiel. Es vergeht kaum ein Monat, ohne dass an diesem Markt ein neues Instrument vorgestellt wird. Einzelne dieser Innovationen sind allerdings recht kurzlebig. Sie entstehen aus einer speziellen Marktconstellation. Sobald sich die Marktverhältnisse ändern, verschwinden sie ebenso rasch, wie sie erschienen sind. Andere Neuerungen scheinen sich dagegen an den Märkten endgültig eingebürgert zu haben, auch wenn sie – je nach Marktverhältnissen – nicht in jeder Periode gleich intensiv benützt werden. Ich denke etwa an die Doppelwährungsanleihen, die in zahlreichen Unterformen auftauchen, an die Optionsanleihen, die mehr und mehr die Wandelanleihen verdrängen, an die Nullcoupon- sowie an die ewigen Anleihen, um nur ein paar der wichtigsten zu nennen.

Einzelne der ganz typisch schweizerischen Finanzmarktinnovationen sind schliesslich schlicht dazu bestimmt, Steuern zu vermeiden.

Die Unterschiede im Innovationsbedarf – und mithin in der Innovationsintensität verschiedener Finanzmärkte – verlangen nach einer Erklärung. Sie werden verständlich, wenn wir uns die Innovationsursachen vergegenwärtigen.

### 3. Fünf zentrale Innovationsursachen

Ich möchte mich auf die Nennung von fünf besonders wichtigen Innovationsursachen beschränken.

Die enormen technischen Erfolge auf dem Gebiet der Elektronik sind an erster Stelle zu erwähnen. Sie haben die tiefgreifenden Umwälzungen an den internationalen Finanzmärkten erst möglich gemacht. Die Fortschritte in der Telekommunikation erlauben es heute, Neuigkeiten innert kürzester Zeit weltweit zu verbreiten und auszuwerten. An den Finanzmärkten werden laufend Erwartungen gebildet, mit den neusten Informationen verglichen und in Marktdispositionen umgesetzt. Alles, was sich an irgendeinem Markt auf der Welt ereignet, beeinflusst in Kürze die Entwicklung an allen andern Märkten. Die Elektronik hat geographische Grenzen durchlässig gemacht. Die Zeitzonen haben aufgehört, Barrieren zu sein. Manche der neuen Instrumente sind ohne Computertechnologie gar nicht denkbar.

Die moderne Computertechnologie hat die Informationskosten massiv gesenkt. Diese Entwicklung ist nicht hoch genug einzuschätzen. Ich möchte ihre Bedeutung mit der massiven Reduktion der Transportkosten, die der Eisenbahnbau im vorigen Jahrhundert auslöste, vergleichen. Wer sich schon mit der Geschichte der Industrialisierung beschäftigte, weiss, welch nachhaltigen Einfluss der Eisenbahnbau auf Entwicklung und Struktur der Wirtschaft ausübte.

Die Kostenreduktion, die mit der Überwindung von Distanzen verbunden ist, rückt die Wirtschaftsräume näher zusammen. Dieser Prozess geht – wie wir dies heute auch an den internationalen Finanzmärkten beobachten – mit einer Intensivierung der Konkurrenz einher. Die Reduktion der Informationskosten macht eine Neuabgrenzung der Märkte notwendig. Sie wird aber nur gefunden, wenn die Marktteilnehmer sich im Wettbewerb miteinander messen. Die Konkurrenz zwingt die Behörden, die Rahmenbedingungen neu zu überdenken und anzupassen. Wird ein Geschäft an einem Markt durch Regulierungen verteuert oder gar verunmöglicht, so wandert es nämlich an einen andern Markt – an einen Markt mit günstigeren Voraussetzungen –

ab. Dieser Umstand ist mit ein Grund für die Liberalisierungswelle, die in den letzten Jahren über die internationalen Finanzmärkte hinwegrollte und zahlreiche Regulierungen niederriss.

Die massive Reduktion der Informationskosten macht auch Arbitragegeschäfte zwischen den Märkten – rund um die Welt – in einem Ausmass lohnend, das sich vor zehn oder fünfzehn Jahren noch niemand vorzustellen wagte. Einige der neuen Instrumente dienen ausschliesslich – oder vorwiegend – diesem Zweck: Swapvereinbarungen – beispielsweise – erlauben es, ungleiche Reaktionsweisen verschiedener Märkte auf Bonitätsunterschiede auszunützen, um die Kapitalkosten zu senken. Die Konditionen an den verschiedenen Märkten werden einander auf diese Weise angenähert. Die Einzelmärkte wachsen nach und nach zu einem globalen Finanzmarkt zusammen.

Arbitragemöglichkeiten werden auch durch unterschiedliche Regulierungen in den einzelnen Ländern geschaffen. Hat ein Schuldner problemlosen Zugang zu einem bestimmten Finanzmarkt, aber keinen Bedarf nach der entsprechenden Währung, ein anderer Schuldner hingegen einen Bedarf nach dieser Währung, jedoch keinen Zugang zum entsprechenden Markt, lohnt sich für die beiden der Abschluss eines Swapgeschäfts. Solche Situationen können akzentuiert werden, wenn der Gang der Liberalisierungen oder das Tempo der Einführung neuer Regulierungen von Land zu Land unterschiedlich sind.

Regulierungen und Spezialsteuern sind eine zweite wichtige Ursache von Innovationen. Jede Regulierung, die greift, tendiert dazu, wirkungslos zu werden. Der Markt wird nämlich früher oder später versuchen, sie zu umgehen. Neue Instrumente sind allerdings nur eine Form solcher Ausweichbewegungen. Regulierungen können Geschäfte auch aus regulierten in nicht oder weniger stark regulierte oder aber in neu entstehende Märkte abdrängen. Auf ein Minimum an Regulierung der Finanzmärkte werden die Aufsichtsbehörden nie verzichten können. Mit Ausweichmanövern des Marktes – d. h. mit Innovationen – ist daher immer zu rechnen.

Eine dritte Ursache – sie erscheint mir als besonders wichtig – sind die heftigen Preisschwankungen, die in den letzten fünfzehn Jahren das Geschehen an den Finanzmärkten geprägt haben. Sie schufen eine Nachfrage nach Absicherungsmöglichkeiten und gaben damit Impulse zur Entwicklung entsprechender neuer Instrumente. Flexible Rate Notes, Futures und Optionen sind unter ihnen die wichtigsten.

Die erratischen Preisfluktuationen brachen allerdings nicht wie eine unberechenbare Naturgewalt über die internationalen Finanzmärkte herein. Sie sind vielmehr auf die Wirtschaftspolitik der späten sechziger und siebziger Jahre zurückzuführen. Die einzelnen Länder waren unfähig, ihre Wirtschaftspolitik zu koordinieren. Wichtige westliche Industriestaaten betrieben eine Stop-and-go-Politik. Die Konsequenzen sind bekannt: starke Produktions- und Beschäftigungsschwankungen, ein massiver Anstieg der Inflationsraten und ein enormes Auf und Ab sowohl der Zinssätze wie auch der Wechselkurse.

Eine vierte – in meinen Augen ebenfalls sehr bedeutende – Ursache sehe ich in der rapiden Verschlechterung der Kreditwürdigkeit ganzer Wirtschaftssektoren. Zwei Ereignisse stehen dabei im Vordergrund:

Die Wende am Erdölmarkt von einer Situation der Übernachfrage zu einer Situation des Überangebots – eine Folge des enormen Anstiegs der Erdölpreise während der siebziger Jahre – ist das erste Ereignis. Sie führte zum Kollaps des Booms im Energiesektor. Daraus wiederum resultierte eine Entwertung von Investitionen in grossem Umfang.

Das andere Ereignis ist der Ausbruch der internationalen Schuldenkrise. Sie erschütterte gewisse nationale und internationale Kreditmärkte tief. Beides – die Wende am Erdölmarkt und die Verschuldungskrise – beeinträchtigt den Bankensektor besonders stark. Die Bonität zahlreicher – und gerade grosser, international tätiger – Banken, vorab in den Vereinigten Staaten, verschlechterte sich rapide.

Erstklassige Unternehmer fahren als Folge dieser Entwicklung heute billiger, wenn sie das be-

nötigte Kapital direkt am Markt – in der Form von Schuldverschreibungen – aufnehmen, als wenn sie den Weg über einen Bankkredit einschlagen. Die Banken treten ebenfalls – sei es zur Aufnahme von Mitteln, weil andere Quellen weniger reichlich sprudeln, sei es als Händler von Problemerkrediten – vermehrt an den Kapitalmärkten auf mit dem Ziel, ihre Bilanzstrukturen neu zu ordnen. Die Securitization erfuhr dadurch ebenso neue Anstösse wie durch die Verschärfung der Eigenkapitalvorschriften, die in zahlreichen Ländern im Zusammenhang mit der prekären Situation im Bankbereich vorgenommen wurde.

Als fünften und letzten Grund möchte ich schliesslich noch die horrenden Staatsdefizite, mit denen einige Industriestaaten zu kämpfen haben, nennen. Hohe Defizite und Staatsschulden können die Plazierung von Schuldtiteln am Markt spürbar erschweren. Das Finanzministerium der Vereinigten Staaten – beispielsweise – versuchte daher, die Kapitalaufnahme des Staates durch die Schaffung neuer, attraktiverer Finanzierungsinstrumente, zu denen CATS und STRIPS gehören, zu erleichtern.

#### **4. Vergleichsweise geringer Innovationsbedarf in der Schweiz dank stabiler Rahmenbedingungen**

Was soll diese kurze Aufzählung zeigen? Sie macht deutlich, dass wir die Ursachen des vergleichsweise geringen Innovationsbedarfs an den schweizerischen Finanzmärkten nicht weit suchen müssen. Es sind vorab die günstigen Rahmenbedingungen der Schweiz, die die Entwicklung – oft aufwendiger – Umgehungsmöglichkeiten nicht zu einer dringlichen Angelegenheit werden liessen.

Die Kreditaufnahme durch den Staat hält sich bei uns – dank der geringen Haushaltsdefizite – in engen Grenzen.

Die Wirtschaftspolitik ist auf Verstetigung ausgerichtet. Eine aktivistische konjunkturpolitische Feinsteuerung konnte sich in der Schweiz – im Gegensatz zu vielen andern westlichen Industriestaaten – nicht durchsetzen: weder in der

Finanz- noch in der Geldpolitik. Dies gilt selbst für die sechziger und siebziger Jahre, als der Glaube an die Machbarkeit der Wirtschaftsentwicklung – auch bei uns – weitherum noch ungebrochen war. Die Schweiz konnte sich daher den Folgen des Stop-and-go besser als andere OECD-Länder entziehen. Die Zinsschwankungen am Kapitalmarkt hielten sich in vergleichsweise engem Rahmen. Eine Studie des IWF zeigt, dass die Variabilität der schweizerischen Kapitalmarktsätze im Durchschnitt der Jahre 1979 bis 1984 nur rund 60% der deutschen, etwa die Hälfte der japanischen und gar nur rund einen Drittel der amerikanischen betrug.

Die geringe Regulierungsdichte des schweizerischen Geld- und Kapitalmarktes gab ebenfalls wenig Anlass zur Entwicklung neuer Instrumente. Die Skepsis gegenüber Eingriffen in den Preismechanismus ist unter schweizerischen Wirtschaftspolitikern weit verbreitet. Zinshöchstgrenzen wurden nur für einzelne ausgewählte Zinssätze – und auch da nur vorübergehend und sehr zurückhaltend – erlassen. Mengenmässige Eingriffe – ebenfalls konjunkturpolitisch motiviert – waren im Bereich des internationalen Kapitalverkehrs eine Zeitlang eher gebräuchlich. Sie sind – angesichts ihrer Wirkungslosigkeit – mittlerweile jedoch wieder aufgehoben worden.

Wir verfügen – trotz der bei uns vergleichsweise zurückhaltenden Regulierungspolitik – über ein gutes und flexibles Bankenaufsichtsrecht und eine effiziente Bankenaufsicht. Die Eigenkapitalvorschriften gehören seit langem zu den strengsten der Welt. Dies und die insgesamt zurückhaltende Geschäftspolitik der schweizerischen Banken, die sich u. a. in der vergleichsweise geringen Exposition gegenüber Südamerika niederschlägt, haben massgeblich zur Stärke und Gesundheit des schweizerischen Bankensystems beigetragen. Unsere Grossbanken erfreuen sich an den internationalen Finanzmärkten deshalb eines ausgezeichneten Ratings. Sie haben nicht mit den schwerwiegenden Problemen zu kämpfen, die gewisse ihrer ausländischen Konkurrenten belasten.

Es gibt indes auch an den schweizerischen Finanzmärkten Bereiche, in denen die Innovationstätigkeit rege ist. Drei solche Bereiche habe

ich bereits erwähnt: den Devisenmarkt, den Anleihensmarkt für ausländische Schuldner und die steuerbedingten Innovationen. Diese Beispiele sind – ich nehme sie nochmals auf, um dies zu illustrieren – keine zufälligen Ausnahmen. Sie bestätigen vielmehr, dass es auch in der Schweiz überall dort, wo entsprechende Bedürfnisse vorhanden sind, immer zu Innovationen gekommen ist und kommt.

Die Schweiz ist als kleines, rohstoffarmes Land auf den internationalen Handel angewiesen. Die Entwicklung der Wechselkurse ist für unsere Exportwirtschaft seit je von grosser Bedeutung. In Zeiten starker Wechselkursschwankungen – wie wir sie seit 1973 immer wieder erlebt haben – besteht ein Bedürfnis nach vielseitigen Absicherungsmöglichkeiten. Der Devisenmarkt deckt dieses Bedürfnis heute breit ab.

Der Markt für Schweizerfrankenleihen ist für die ausländischen Schuldner vor allem wegen der traditionell tiefen Zinsen attraktiv. Der Schweizerfranken als Währung interessiert die Schuldner in der Regel hingegen nicht. Mit einer Geldaufnahme in der Schweiz ist derart immer auch ein Wechselkursrisiko verbunden. Die Schuldner versuchen sich gegen dieses Risiko abzusichern, was Anreize zu Innovationen gibt. Die Bereitschaft, neue Instrumente zu akzeptieren, ist auch unter den Anlegern an diesem Markt stärker verbreitet als am Markt für Inlandanleihen. Das Anlegerspektrum reicht viel weiter. Ein beachtlicher Teil der Emissionen – Anteile von 50% bis 90% sind keine Seltenheit – wird bei ausländischen Anlegern plaziert.

Eine nicht zu unterschätzende Bedeutung haben in der Schweiz Innovationen, die spezifisch auf die Besteuerung einzelner Finanztransaktionen oder -anlagen zurückzuführen sind. Die Treuhandanlagen sind eine innovatorische Reaktion der Banken auf die vergleichsweise hohe schweizerische Verrechnungssteuer. Sie erreichen mit gut 200 Mia. Franken ein Volumen, das mehr als einem Viertel des Bilanzsummentotals aller Banken entspricht.

Eine weitere steuerbedingte Innovation stellen die sogenannten Edelmetallkonti dar. Sie waren die Antwort des Marktes auf die – am 1. Oktober

dieses Jahres wieder wegfallende – Besteuerung des An- und Verkaufs von Gold- und Silberbarren und -münzen im Publikumsverkehr.

Die eigentliche Rosine unter den steuerbedingten Innovationen an den schweizerischen Finanzmärkten sind die Geldmarktbuchforderungen: eine Erfindung der eidgenössischen Finanzverwaltung, die es dem Bund erlaubt, bei der Aufnahme kurzfristiger Mittel dem vergleichsweise hohen eidgenössischen Umsatzstempel zu entgehen.

Die Partizipationsscheine, die sich derzeit wegen der guten Börsenstimmung grosser Beliebtheit erfreuen, zeigen, dass neue Instrumente – decken sie ein Bedürfnis ab – sich auch ausserhalb dieser drei Bereiche auf weiteren, weniger innovativen Märkten entwickeln können. Sie sind ein beliebtes Instrument bei internationalen Eigenkapitalaufnahmen schweizerischer Unternehmen geworden. Mittlerweile finden sie auch im Ausland eine gewisse Nachahmung. Die Flexibilität dieses Instruments, dessen Erfindung auf die erste Hälfte der sechziger Jahre zurückgeht, hängt damit zusammen, dass es – selbst nach über 20 Jahren – gesetzlich noch immer nicht geregelt ist. Die Statuten einer Aktiengesellschaft können die Kompetenz zur Ausgabe von PS in die Hand des Verwaltungsrats legen, während die Ausgabe neuer Aktien durch die Generalversammlung beschlossen werden muss. Die Ausgabe von Aktien ist deshalb – solange das schweizerische Recht das Institut des «genehmigten Kapitals» nicht kennt – eine schwerfällige Operation. Mit PS-Emissionen kann dagegen schnell auf günstige Kapitalmarktsituationen reagiert werden. PS lassen darüber hinaus die bestehenden Kontrollverhältnisse unberührt. Davon profitieren neuerdings die Kantonalbanken. Es ist aber besonders bei internationalen Eigenkapitalaufnahmen von Vorteil. Die Erfahrung schweizerischer Unternehmungen, die im Zweiten Weltkrieg nur dank des Nachweises einer schweizerischen Aktienmehrheit der Konfiskation als Feindvermögen entgangen sind, ist noch nicht in Vergessenheit geraten.

Der hausgemachte Innovationsbedarf – er dürfte mit den angeführten Beispielen weitgehend umrissen sein – ist bei uns vergleichsweise gering.

Der Innovationsdruck, der vom Ausland her auf die schweizerischen Finanzmärkte einwirkt, dürfte sich indessen zunehmend verstärken. Wichtige Innovationen werden sich in Zukunft deshalb auch auf den schweizerischen Finanzmärkten rascher als bisher durchsetzen. Die – durch die fortschreitende Elektronik geförderte – Globalisierung der Finanzmärkte bindet die nationalen Geld- und Kapitalmärkte enger zusammen. Neuartige Instrumente verbreiten sich rasch rund um die Welt. Der internationale Wettbewerb ist infolge der sinkenden Informationskosten äusserst hart geworden. Weltweite Arbitrage kennzeichnet das Geschehen an den Finanzmärkten. Wer in diesem Umfeld mithalten will – wer international wettbewerbsfähig bleiben will –, muss die wichtigsten Neuerungen in seine Angebotspalette übernehmen. Diesem Trend kann sich auch der Finanzplatz Schweiz nicht entziehen.

## **5. Der Wandel im Vermögensverwaltungsgeschäft**

Das Vermögensverwaltungsgeschäft ist mit dem Geschehen an den Finanzmärkten eng verknüpft. Es unterliegt ebenfalls einem tiefgreifenden Wandel. Die wachsende Bedeutung der institutionellen Anleger – auf Kosten der privaten Anleger – ist ein wichtiger Auslöser neuer Entwicklungen. In den Händen der Pensions- und Anlagefonds, der Versicherungen und der Finanzmanager privater Unternehmer konzentriert sich bereits heute ein beträchtlicher Teil der Anlage suchenden Vermögen. Mit dieser Ballung ist eine fortschreitende Professionalisierung der Vermögensverwaltung verbunden: Neue Instrumente zur Analyse der Finanzmärkte, neue Organisationsstrukturen und Instrumente der Portfolioverwaltung sowie des Reporting und neue Investitionsstrategien wurden entwickelt.

Ich will diese Neuerungen hier nicht im einzelnen nachzeichnen. Verschiedene Beiträge, die im Oktober und November im Rahmen dieser Veranstaltung vorgesehen sind, werden sich damit befassen. Stichwortartig seien lediglich einige Schwerpunkte der gängigen Diskussion genannt: Vorzüge und Nachteile von Charttechniken, Trendbereinigungs- und Filtermethoden, Anwendung von Capital Asset Pricing-Modellen

und des Market Value Accounting, Auseinandersetzung um aktives oder passives Portfoliomanagement.

Ein Vergleich mit den Vereinigten Staaten zeigt, dass wir in Kontinentaleuropa – die Schweiz mit eingeschlossen – auf diesem Gebiet einen Nachholbedarf haben. Die neuen Instrumente und Organisationsformen haben noch lange nicht bei allen Banken und Vermögensverwaltern Einzug gefunden. Es dauerte einige Zeit, bis sie in unserem Land überhaupt zur Kenntnis genommen wurden. Die Konkurrenz europäischer Institute um Anlagemandate amerikanischer Fonds ist ein Weg, auf dem sie sich nun aber auch bei uns ausbreiten. Solche Mandate werden praktisch nur an Institute vergeben, die über genügend Kenntnisse auf dem Gebiet der neuen Portfolioinstrumente und Analysetechniken verfügen und die gleichzeitig auch eine einschlägige Praxis sowie überzeugende Erfolge vorweisen können. Vermögensverwaltungsmandate werden in den Vereinigten Staaten in der Regel erst nach eingehender Prüfung der Bewerber und ihres «performance record» vergeben.

Es ist wichtig, dass diese Entwicklung am Finanzplatz Schweiz, für den die Vermögensverwaltung eine der tragenden Säulen darstellt, in ihrer vollen Tragweite erkannt wird. Auch die Schweiz wird die internationale Konkurrenz im Vermögensverwaltungsgeschäft nämlich in zunehmendem Masse zu spüren bekommen. Ich bin allerdings zuversichtlich, dass unsere Banken und unsere Vermögensverwalter die Situation heute – wenn auch mit einiger Verspätung – richtig einschätzen und alle Anstrengungen unternehmen, um den Rückstand aufzuholen.

## **6. Umwälzungen an den Finanzmärkten: Plage oder Segen?**

Die Umwälzungen an den Finanzmärkten – die zahlreichen Innovationen – stellen hohe Anforderungen an die Führungskräfte und an das Personal der Banken, an die Anleger, an die Aufsichtsbehörden und an die Zentralbanken.

Gefordert sind in erster Linie die Banken und Emissionshäuser. Für sie ist es besonders wich-

tig, dass die Risiken der neuen Instrumente richtig eingeschätzt und genau gegen die entsprechenden Erträge abgewogen werden. Dies ist meist kein leichtes Unterfangen. Erst nach einem vollen Zinszyklus wird sich zeigen, ob die Preise, die sich heute für die neuen Instrumente eingespielt haben, Kosten und vor allem Risiken angemessen decken. Bei sinkenden Zinssätzen, wie sie das Geschehen an den Kapitalmärkten in den letzten paar Jahren geprägt haben, lässt sich bei manchem Instrument auch mit zu knapp bemessenen Preisen leben; denn in dieser Situation lassen sich die Papiere nach einiger Zeit bei tieferen Sätzen mit einem Agio abstossen. Die Märkte werden den Test somit erst in einer Phase steigender Zinssätze bestehen.

Für die Anleger ist es oft schwer, die neuen Konstruktionen – sie wachsen nicht selten aus einer ganz bestimmten Marktkonstellation heraus – innert nützlicher Zeit zu durchschauen. Je spezifischer ein Finanzmarktnovum auf die aktuelle Marktsituation zugeschnitten ist, um so schwerer lässt es sich bei veränderten Verhältnissen ohne Kurseinbussen verkaufen und um so geringer ist – mit anderen Worten – seine Liquidität. Die enge Abstimmung neuer Konstruktionen auf die gerade obwaltenden Kapitalmarktverhältnisse – sie wurde im heutigen Ausmass erst durch die Computer- und Telekommunikationstechnologie ermöglicht – führt nicht selten zu sehr kurzlebigen Gebilden. Solche Eintagsfliegen können bald als wenig liquide Ladenhüter die Portefeuilles füllen. Die Grenze zwischen Innovation und schierer Übertölpelung des überforderten Anlegers ist bisweilen nicht leicht zu ziehen. Den Emissionshäusern erwächst hier eine besondere Verantwortung. Es ist schwer vorstellbar, dass die Märkte ohne eine intensive Pflege der Transparenz ihre Ergiebigkeit auf die Dauer behalten werden.

Wandel und Innovationsdruck an den Finanzmärkten setzen auch die Aufsichtsbehörden unter Anpassungszwang. Innovationen und Globalisierung der Märkte erfordern meines Erachtens einen Ausbau der Aufsichtskonzepte in doppelter Hinsicht: Die traditionelle Bankenaufsicht wird in eine übergreifende Finanzmarktaufsicht hineinwachsen müssen. Die nationalen Aufsichtskonzepte sind auf internationaler Ebene mehr

und mehr zu koordinieren. Wir laufen sonst Gefahr, dass riskante Geschäfte – dem Weg des geringsten Widerstandes folgend – vorab auf unregulierten Märkten oder in Ländern mit unzureichender Aufsicht abgewickelt werden.

Probleme ergeben sich schliesslich auch für die monetären Behörden: Die Innovationen können die Steuerungsaggregate der Geldpolitik berühren. Die Zusammenhänge zwischen Geldversorgung, Sozialproduktentwicklung und Teuerung werden dadurch verzerrt. In der Regel ist dabei bestenfalls die Richtung, in der die Verzerrung wirkt, zu ermitteln, aber – mangels historischer Erfahrung – nicht deren Ausmass. Diese Probleme sind meines Erachtens aber zu bewältigen. Die angesprochenen Zusammenhänge können sich auch aus andern Gründen – beispielsweise infolge sich wandelnder Zahlungsgewohnheiten – ändern. Die Überprüfung dieser Zusammenhänge gehört daher zur Daueraufgabe einer Notenbank.

Wir dürfen auch nicht übersehen, dass die Notenbanken einen Teil der Probleme, die ihnen gewisse Innovationen verursachen, selbst verschuldet haben. Die Notenbanken trugen mit ihrer Politik – ich denke an die Stop-and-go-Politik der siebziger Jahre – nicht selten zur Entstehung oder Verschärfung der Marktfluktuationen, die sich später als Innovationsursachen entpuppten, bei. Vorbeugen – im Sinne einer Verstärkungspolitik – ist auch hier die beste Hilfe.

Sind Innovationen mithin eine Plage? Die Frage ist rhetorisch! Die meisten Innovationen wären – sehen wir von den Marktübertreibungen und Eintagsfliegen einmal ab – wohl kaum entstanden, wenn sie nicht einen ökonomischen Sinn hätten. Ein Produkt, das keinen Bedürfnissen entspricht, lässt sich nicht verkaufen. Zahlreiche der neuen Instrumente dienen Absicherungszwecken: dem Bedürfnis nach Umverteilung von Risiken. Das Risiko, das früher fest mit einer finanziellen Transaktion verbunden war, ist zu einem eigenständig handelbaren Gut geworden. Die Umverteilung von Risiken hat sich dadurch verbilligt. Andere neue Instrumente dienen der Arbitrage. Sie leisten einen Beitrag zur Erhöhung der Markteffizienz.

Die internationale Konkurrenz bedeutet für den einzelnen Finanzplatz eine Herausforderung. Diese Herausforderung beinhaltet Risiken wie Chancen. Verluste an Marktanteilen können nicht ausgeschlossen werden. Es eröffnen sich aber auch neue Marktchancen: Die Globalisierung der Finanzmärkte erschliesst nämlich nicht nur Konkurrenzstandorten den Markt des eigenen Finanzplatzes, sie bringt vielmehr dem eigenen Finanzplatz auch die angestammten Märkte der Konkurrenzstandorte näher. Die Internationalisierung der Finanzmärkte ist keine Einbahnstrasse. Die Märkte durchdringen sich gegenseitig.

Wie weit es dem einzelnen Finanzplatz gelingt, sich zu behaupten und die neue Situation zu nutzen, hängt massgeblich von seinen Standortvorteilen ab. Dazu gehören die Rahmenbedingungen. Die Schweiz steht in dieser Hinsicht nicht schlecht da, auch wenn einige Probleme noch der Lösung harren. Ich denke z. B. an einzelne steuerliche Hemmnisse, möchte aber auch die Verbesserung der Ausbildungsmöglichkeiten für Finanzfachleute ins Spiel bringen. Wichtige Trümpfe unseres Finanzplatzes sind die wirtschaftliche, politische und gesellschaftliche Stabilität: Standortvorteile, die nicht über Nacht entstehen. Als Vertreter der Nationalbank sehe ich eine zentrale Aufgabe darin, diese Stabilität auch in Zukunft nach Möglichkeit zu erhalten.