

## **Berichte**

### **Möglichkeiten zur Förderung des deutschen Geldmarktes im internationalen Wettbewerb**

**Certificates of Deposits, Commercial Papers,  
Repurchase-Agreements, Geldmarkttitel des Bundes  
und der Bundesbank sowie Geldmarktfonds**

#### **Hemmnisse und Restriktionen am deutschen Geldmarkt**

Von Christine Hasche-Preuße, St. Augustin

#### **I. Die heutige Verfassung des deutschen Geldmarktes**

Der deutsche Geldmarkt ist im Vergleich zum Ausland hinsichtlich der verwendeten Instrumente relativ unterentwickelt. Er basiert im wesentlichen auf Buchgeldern, die im Interbankenhandel entstehen. Es gibt zu diesen auch für die Kreditinstitute wenig Alternativen.

Während in den USA der CD-Markt (Certificates of deposit) mit einem Volumen von mehreren hundert Milliarden US-\$ sehr hoch entwickelt ist, ein riesiger Commercial Paper-Markt (ausstehendes Volumen im April 1992: 537,02 Mrd. US-\$), zusätzlich ein funktionsfähiger Markt für Repurchase-Agreements (163,6 Mrd. US-\$ im Dezember 1991) besteht und Geldmarktfonds mit einem Volumen von 543,4 Mrd. US-\$ (Mai 1992)<sup>1</sup> voll etabliert sind, ist der Handel mit kurzfristigen Titeln in der Bundesrepublik im Vergleich dazu bescheiden. Restläufer werden von den Kreditinstituten üblicherweise bis zur Endfälligkeit im Portefeuille gehalten. Deutsche Nichtbanken und staatliche Institutionen treten am Geldmarkt nur begrenzt als Emittenten auf.

Eine breitere Palette von kurzfristigen Finanzierungsinstrumenten und eine größere Markttiefe für händlerische und dispositive Zwecke würden die Allokation knapper Finanzressourcen verbessern. Ein leistungsfähiger DM-Geldmarkt, auf dem auch deutsche Industrieunternehmen kurzfristig ver-

---

<sup>1</sup> Quelle: Federal Reserve Bulletin.

briefte und handelbare Finanzmittel aufnehmen bzw. anlegen können, fehlt in der Bundesrepublik. Die Unternehmen weichen mangels attraktiver Finanzierungs- und Anlagemöglichkeiten zunehmend auf Auslandsmärkte aus<sup>2</sup>. Wenn Teile der an die Euromärkte abgewanderten Geschäfte wieder in die Bundesrepublik zurückgeholt werden könnten, würde dieses den Finanzplatz Deutschland stärken.

Dabei kann es nicht darum gehen, ausländische Beispiele zu imitieren oder durch administrative Eingriffe künftig marktfähig zu machen, wie dies etwa der Fall wäre, wenn beispielsweise die Anlage in Geldmarktfonds mindestreservefrei bliebe, während alternative Anlagen bei Kreditinstituten der ‚Sondersteuer‘-Mindestreserve unterliegen. Hierdurch ergäbe sich eine unververtretbare Wettbewerbsverzerrung. Vielmehr muß es ausschließlich darauf ankommen, noch vorhandene rechtliche Hindernisse zu beseitigen, die der Entwicklung eines funktionsfähigen Geldmarktes entgegenstehen.

Hierfür spricht nicht nur der internationale Wettbewerb der Finanzplätze, der eine liberale Finanzmarktpolitik herausfordert. Hierfür sprechen vor allem die Sachzwänge, die durch die Harmonisierung der Rahmenbedingungen für das Angebot von Finanzdienstleistungen in der EG bereits entstanden sind. Der schon erfolgte Abbau von administrativen Hemmnissen – insbesondere der liberalisierte Kapitalverkehr in der EG – lassen zwar vorhandene ‚Selbstbeschränkungen‘ steuerlicher und administrativer Art an den nationalen Finanzmärkten noch zu. Diese reichen jedoch nicht aus, das Verhalten der Marktteilnehmer definitiv in der von einzelnen Mitgliedsstaaten gewünschten Form zu beeinflussen. Aufgrund des Heimatlandprinzips werden zunehmend ausländische Anbieter stets alle Finanzdienstleistungen offerieren, die formal inländischen Anbietern verwehrt sind. Weder wird diese Marktpaltung dauerhaft durchzuhalten sein, noch wird damit das wirtschaftspolitisch erwünschte Ergebnis erzielt.

1. Ein funktionsfähiger Markt für Certificates of Deposit hat sich in der Bundesrepublik nicht entwickelt, weil diese als kurzfristige Inhaberpapiere mindestreservepflichtig wären. Lediglich bei einer Beschränkung des Handels auf mindestreservepflichtige Kreditinstitute würden CDs mindestreservefrei sein. Es müßte ein gespaltener Markt für mindestreservefreie und -pflichtige CDs entstehen.

Gegen die Einführung von CDs spricht aus Sicht der Kreditinstitute, daß diese tendenziell zu einer Erhöhung der Geldeinstandskosten und zu einer Verkürzung der Laufzeiten führen würden. Das Zinsgefälle zwi-

---

<sup>2</sup> Reinhard Kudiß, unveröffentlichtes Manuskript des BDI Köln, vom 3. Mai 1991, S. 2.

schen dem kurzen und dem langen Ende würde *cet. par.* insgesamt vermindert<sup>3</sup>. Die Emittenten von CDs müssten bei diesen Titeln Marktpflege betreiben. Die jederzeitige Bereitschaft, Papiere abzugeben bzw. zurückzunehmen, würde eine Liquiditätsbevorratung voraussetzen. Bei täglicher Veräußerbarkeit der CDs müssten die Banken Liquiditätsabzüge vermeiden. Der Trend zu kürzerfristigen Refinanzierungen würde für die Banken zusätzliche (System-)Risiken und Kosten schaffen, da die Passivseite der Bankbilanz tendenziell labiler würde.

2. Nicht nur in den USA, Australien, Kanada und Japan, sondern auch in Großbritannien, Frankreich, Spanien, den Niederlanden, Finnland und Schweden existieren nationale *Commercial-Paper-Märkte*. In der Bundesrepublik hat sich mit der Abschaffung der Börsenumsatzsteuer, der Aufhebung des Genehmigungsvorbehaltes für Inhaber-Schuldverschreibungen inländischer Emittenten und der Öffnung des DM-CP-Marktes für ausländische Nichtbanken durch die von der Bundesbank modifizierte „Erklärung zu DM-Emissionen“ vom Juli 1992 ein – wenn auch zunächst noch bescheidener – Markt für Commercial Papers entwickelt.

Commercial Papers (CPs) von Unternehmen unterliegen nicht der Mindestreservspflicht. DM-Commercial-Paper-Programme stellen Rahmenvereinbarungen dar, die zwischen dem Emittenten und den plzierenden Banken geschlossen werden. Der Emittent hat dabei die Möglichkeit, jederzeit kurzfristige Wertpapiere (Notes) im DM-Markt zu begeben. Das typische Programmvolumen inländischer Emittenten bewegt sich zwischen 100 und 500 Mio. DM. Die Standard-Mindestgröße pro Tranche liegt bei 5 Mio. DM, wobei die Stückelung der Notes üblicherweise 500 000 DM beträgt. CP-Programme haben sowohl den Charakter von Daueremissionen als auch von Privatplazierungen. Die Notes werden in mehreren Tranchen und über einen längeren Zeitraum hinweg emittiert, nur ein begrenzter Kreis von Anlegern ist beteiligt. Der Vorteil des CP-Instruments liegt in der kostengünstigen (Re-)Finanzierungsmöglichkeit für den Emittenten bei flexibler Handhabung, da Laufzeit und Volumina je nach Wunsch festgelegt werden können. Eine fristenkongruente Finanzierung kurzfristiger Bilanzaktiva, z.B. für Betriebsmittel, wird jederzeit möglich. Da die Mittelaufnahme mit keinerlei Publizität verbunden ist, kann der Markt auf diskretem Wege in Anspruch genommen werden. CP-Programme ermöglichen durch die Koordinierung und Optimierung von größeren Einzahlungs- und Auszahlungsströmen eine

---

<sup>3</sup> Vgl. *Hans-Michael Heitmüller*, Auswirkungen von Geldmarktfonds auf die Geschäftspolitik der Sparkassen, in: Sparkasse, H. 4 aus 1990, S. 150 ff.

Verbesserung des Liquiditätsmanagements, sie ergänzen als kurzfristiges Finanzierungsinstrument Euro-Medium-Term-Note-Programme und schließen die Lücke zum Euro-Kapitalmarkt. Sie stellen aus Sicht von Investoren und Emittenten ein Konkurrenzprodukt für kurzfristige Schulscheindarlehen, aber auch zum Industrie-clearing dar. Das Volumen der in der Bundesrepublik aufgelegten CP-Programme lag bis zum 30. April 1993 bei 41,0 Mrd. DM<sup>4</sup>. Experten rechnen mit weiteren Wachstumsraten dieses Marktsegmentes<sup>5</sup>.

Die Emission von CDs durch Banken und ein weiter wachsendes Volumen des CP-Marktes sind – trotz der Anfangserfolge der CPs – noch auszufüllende Segmente des deutschen Geldmarktes. Ob die Nichtbankenkundschaft, die gegenwärtig keinen Zugang zum Geldmarkt hat, als Käufer von Papieren mit 3-, 6- und 12monatiger Laufzeit in Frage käme, ist allerdings ungewiß. Der DM-CP-Markt eröffnet Emittenten und Anlegern zwar grundsätzlich die Möglichkeit, Mittel zu ähnlichen Konditionen wie am Interbankengeldmarkt aufzunehmen bzw. anzulegen. Bei gleicher Mindestreservebelastung wie für Termineinlagen, dürften jedoch CPs kaum höher verzinst werden als inländische Termineinlagen. Der Sekundärhandel mit DM-CP ist nur rudimentär entwickelt. Die Börseneinführung von DM-CP ist wegen der Börsenzulassungsgebühren die Ausnahme, für den Privatanleger rechnet sich der Kauf wegen der anfallenden Spesen kaum. Der von den Banken arrangierte außerbörsliche Handel ist wenig transparent. Der Interbankenhandel hat im Vergleich zu institutionellen Anlegern und Adressen der Industriekundschaft einen geringeren Bedarf an CDs, da er am Geldmarkt überwiegend mit dem Handel von Guthaben agieren kann. Allerdings dürfte sich bei einem funktionierenden Markt für CDs das Interesse der Banken erhöhen.

3. *Repurchase-Agreements* (Repos) existieren am deutschen Geldmarkt nicht. Dieses Finanzierungsinstrument verfügt in den USA über einen besonders breiten Markt. Bei einem Repo handelt es sich um den Verkauf von Wertpapieren durch eine Bank oder einen Broker an ein Unternehmen bzw. einen institutionellen Anleger, wobei sich der Verkäufer gleichzeitig zur späteren Rücknahme der Titel zum gleichen Preis, zuzüglich Zinsen, verpflichtet. Für diese temporäre Wertpapierübertragung

---

<sup>4</sup> Deutsche Bundesbank, Der Markt für DM-Commercial-Paper, in: Monatsbericht Mai 1993, S. 59 ff.

<sup>5</sup> Frank Heintzeler, Deutsche Bank AG, Frankfurt in einem Vortrag vor dem Bundesverband der Deutschen Industrie e. V. am 25. Februar 1992 in Köln und ohne Verfasser, DM-CP-Markt vor Konsolidierung, Moody's: Anlegerinteressen stehen zunehmend im Vordergrund, in: Börsenzeitung vom 2. September 1992.

erhält der Verkäufer eine geldmarktorientierte Verzinsung, die i. d. R. geringfügig unter der Federal Funds Rate liegt. Die Laufzeit liegt im allgemeinen bei 30 Tagen. Gelegentlich wird bei Abschluß der Transaktion kein fester Rückzahlungstermin vereinbart, d. h. die Vereinbarung ist bis zur Aufkündigung durch eine der Vertragsparteien gültig. In erster Linie werden den Geschäften US-Treasury Bonds mit 10 bis 30jähriger Laufzeit zugrunde gelegt. Die Abschlüsse belaufen sich üblicherweise auf 20 Mio. US-Dollar und mehr.

Der Unterschied zur Wertpapierleihe besteht darin, daß bei Repos An- und Verkaufstransaktionen vollständig abgewickelt werden, also Lieferung gegen Geld erfolgt, bei der Wertpapierleihe dagegen nicht. Deshalb entstehen in dieser Form nur sehr begrenzte Risiken. Der Vorteil eines Repos gegenüber der Wertpapierleihe liegt darin, daß dem Verleihenden der Kaufpreis als Sicherheit für das Geschäft dient. Die Bonität des Geschäftspartners muß nicht geprüft werden.

Die Übertragung der Wertpapiere bei Repo-Geschäften dient der Sicherung von Geldmarktkrediten. Ein wirtschaftliches Motiv besteht aber auch darin, termingerecht liefern zu können. Die Lieferschwierigkeiten können aus Lieferverzögerungen bei Gegengeschäften – etwa infolge unterschiedlicher Lieferfristen –, aber auch aus Leerverkäufen von Wertpapieren herrühren. Der Repo-Markt in den USA dient der jederzeitigen Mobilisierbarkeit von Wertpapieren. Rund 65 % der Geschäfte werden ausschließlich zur Erfüllung von Lieferverpflichtungen abgeschlossen, 35 % sind dagegen als reine Geldmarktgeschäfte zu betrachten. Insbesondere für Wertpapierbanken ist dies eine bevorzugte Liquiditätsquelle.

Ein Repo-Markt existiert in der Bundesrepublik nicht, weil bei Geschäften mit Nichtbanken für Einlagen die Mindestreserverpflicht entsteht, die das Geschäft spürbar verteuert<sup>6</sup>. Geschäfte zwischen Kreditinstituten haben sich wegen des funktionierenden Geldmarkthandels mit Einlagen nicht entwickelt, zumal bei Kreditinstituten die zusätzlichen Verwaltungsarbeiten kostenerhöhend wirken.

Nach einer Schätzung<sup>7</sup> dürften bei Einführung eines Repomarktes in der Bundesrepublik ca. 90 % der Geschäfte zur reinen Erfüllung von Lieferverpflichtungen abgeschlossen werden. Der Bedarf an Wertpapierleihen ist infolge der Kräftigung der deutschen Terminmärkte signifikant gestiegen. Für kleinere Kreditinstitute mit einem nicht ganz erstklassi-

---

<sup>6</sup> Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1989, zu dem Mindestreservebestimmungen, S. 87.

<sup>7</sup> Gespräch mit Herrn Direktor *Schlawin*, Deutsche Bank AG, Frankfurt.

gen Standing könnte dies auch eine interessante Liquiditätsquelle werden.

4. Geldmarktpapiere des Bundes (sog. Bu-Bills) werden in der Bundesrepublik ebenfalls nicht gehandelt. Der Markt für die von der Bundesbank emittierten Bulis könnte ebenfalls weiterentwickelt werden.

a) Kurzfristige Geldmarkttitel staatlicher Emittenten gehören in den wichtigsten Industrieländern (Treasury-Bills in den USA, Großbritannien und Japan, Bons du Trésor à taux fixe et à intérêts précomptés in Frankreich) zum Standard. Ein entsprechendes Marktsegment für institutionelle Adressen fehlt in der Bundesrepublik. Weil international gebräuchliche Instrumente nicht verfügbar sind, besteht die Gefahr, daß anlagewillige Gelder aus dem Ausland an den deutschen Finanzmärkten vorbeigelenkt werden. Der Swing von der überschüssigen zur defizitären Leistungsbilanz der Bundesrepublik legt es außerdem nahe, Kapitalimporte durch eine ständige Modernisierung und Verbreiterung der Palette an Kreditaufnahmeinstrumenten des Bundes zu fördern.

Die öffentlichen Haushalte könnten zur Entstehung eines leistungsfähigen Geldmarktes beitragen, wenn Bund und Länder sowie ihre Sondervermögen und -fonds einen Teil ihrer Verschuldung durch die Ausgabe kurzfristiger Geldmittel finanzieren.

Bei normaler Zinsstruktur, d. h. bei positiver Zinsdifferenz zwischen lang- und kurzfristigen Wertpapieren, könnten sich die Finanzierungskosten der Staatsverschuldung senken lassen. Wenn der Bund Geldmarktpapiere emittieren würde, wäre dies auch aus Sicht von Marktteilnehmern eine starke Bereicherung des deutschen Geldmarktes. Staatliche Kurzläufer, die sich an ausgewählte Anlegergruppen wenden, wären gegenüber den etablierten Bundstiteln als eine Ergänzung anzusehen. Der Bund könnte mit einer regen Nachfrage nach seinen Titeln rechnen, die wegen ihrer Fungibilität und ersten Bonität unterhalb der Geldmarktsätze im Interbankenhandel verzinst würden. Banken, Versicherungen und vor allem ausländische Zentralbanken sowie andere Institutionelle könnten zeitweilige Liquiditätsüberschüsse in Bu-Bills anlegen. Damit würde – sofern keine Börsennotiz vorgenommen wird – ein funktionierender Telefonhandel entstehen. Wenn die Geldmarkttitel mit der Zulassung zum Lombardgeschäft bei der Bundesbank ausgestattet sind, würde die Attraktivität als Grundlage für kurzfristige Refinanzierungsbedürfnisse für Kreditinstitute noch unterstrichen. Da die Emissionsvolumina von Bu-Bills

Auswirkungen auf die Geldmarktsätze haben dürften, ist die geldpolitische Steuerung der Bundesbank berührt. Eventuelle Einwände im ZBR hinsichtlich einer Beschneidung des geldpolitischen Handlungsspielraumes lassen sich dadurch entschärfen, daß die händlerischen Dispositionsfreiheiten bei fungiblen Titeln mit der Möglichkeit des jederzeitigen Ein- und Aussteigens die Volatilität bei den Geldmarktsätzen und damit die Reagibilität des Marktes auf notenbankpolitische Entscheidungen verstärken.

Das zeitweilig diskutierte Argument, daß der Staat seine Defizite grundsätzlich langfristig finanzieren sollte, entspricht nicht dem Kriterium eines betriebswirtschaftlichen Debt-Managements. Der Staat sollte zur Deckung seines gewachsenen Kreditbedarfes die verschiedenen Segmente der Finanzmärkte zu möglichst geringen Finanzierungskosten nutzen. Die Emission unterjähriger Wertpapiere würde allein nicht zu höheren Staatsdefiziten führen. Die Obergrenze der staatlichen Neuverschuldung ist in Artikel 115 GG fixiert<sup>8</sup>.

- b) Die Deutsche Bundesbank hat mit Beschluß des ZBR vom 4. Februar 1993 ihr geldpolitisches Instrumentarium erweitert. Die Bundesbank-Liquiditäts-U-Schätze (die sog. Bulis), die nach § 42 Bundesbankgesetz ausschließlich zu geldpolitischen Zwecken begeben werden, sind de jure zwar in die Form einer unverzinslichen Schatzanweisung der Bundesrepublik Deutschland gekleidet, bei wirtschaftlicher Betrachtung handelt es sich jedoch um Emissionen der Bundesbank. Alle Zins- und Tilgungsverpflichtungen sind nach § 42 Bundesbankgesetz von ihr zu erfüllen<sup>9</sup>. Die Bulis wurden zunächst mit Laufzeiten von drei, sechs und neun Monaten begeben, in der Ausschreibung vom September 1993 beschränkte sich die Bundesbank auf drei und sechs Monate, von Dezember 1993 sollen nur noch Papiere mit sechsmonatiger Laufzeit begeben werden.

Bulis sind handelbare Papiere, es findet jedoch keine Börsennotiz und keine regelmäßige Kurspflege durch die Bundesbank statt. Sie werden durch Tenderzuteilung nach dem amerikanischen Verfahren begeben. Die gewogenen Zuteilungssätze entsprechen weitgehend den Zinsen für Commercial Papers erster Adressen, knapp unterhalb der Geldmarktsätze.

---

<sup>8</sup> *Gerald Braunberger*, Der Fiskus am kurzen Ende, Schatzwechsel des Bundes, in: FAZ vom 9. Januar 1992, S. 11 und *R. Kudiß*, a. a. O., S. 9.

<sup>9</sup> Deutsche Bundesbank, Pressenotiz vom 15. Februar 1993 und ohne Verfasser, Die Bundesbank bietet neue „Bulis“ an, in: FAZ vom 20. 8. 93, S. 17.

Die Bundesbank nutzt das ihr eingeräumte Recht zur Emission eigener Papiere. Der gesetzliche Höchstrahmen hierfür beträgt 50 Mrd. DM (§ 42 Bundesbankgesetz). Diesen Rahmen hat sie bislang bei weitem noch nicht ausgeschöpft.

Die Bundesbank hat mit der Zuteilung der Bulis in ihrer Offenmarktpolitik Neuland betreten. Zielgruppe für die Liquiditätspapiere sind die Nichtbanken<sup>10</sup>. Nichtbanken können sich indirekt über die bietenden Banken, direkt über ein eigenes LZB-Konto an den Ausschreibungen beteiligen und der inzwischen etablierte Sekundärmarkt bietet für sie eine zusätzliche Erwerbsmöglichkeit. Das Tendersverfahren und der von zunächst 100 000 DM auf 500 000 DM angehobene Mindestbietungsbetrag wirken auf Privatanleger jedoch als psychologische Hürde. Die Spesen der vermittelnden Kreditinstitute führten außerdem dazu, daß die Effektiv-Verzinsung der Bulis – abzüglich der Kosten des Erwerbs – unter den Sätzen für Termingelder lag. Die Bulis verlieren damit für die privaten Nichtbanken ihre geldmarkt-orientierte Verzinsung. Die Bundesbank könnte ihre neuen Papiere zur Förderung des Geldmarktes mit einem wieder auf 100 000 DM gesenkten Mindestnennbetrag dem privaten Publikum in größeren Volumina anbieten. Längerfristig könnte sich daraus ein umfangreicher Markt entwickeln, wenn die Bundesbank verstärkt Offenmarktgeschäfte mit Nichtbanken und mit ausländischen Notenbanken tätigt und damit ein zusätzliches – und effektives – Instrument der Liquiditätssteuerung entwickelt.

Die Emission von Bu-Bills und von Bulis könnte insgesamt gesehen einen Beitrag zu einer effizienteren Geldpolitik leisten, da beide Instrumente der Verfeinerung der Offenmarktpolitik dienen. Die Bundesbank hätte mit einem höheren Volumen an Liquiditätspapieren ein größeres Potential für eine aktive Geldmarktpolitik. Auch der Finanzplatz Deutschland würde facettenreicher<sup>11</sup>.

##### 5. Geldmarktfonds

Die Grundidee von Geldmarktfonds ist die Ansammlung zahlreicher Anlagegelder von jeweils nur beschränktem Volumen zur Umschichtung in lediglich institutionellen Adressen vorbehaltenen, höher verzinslichen Anlageformen. Geldmarktfonds wären als liquide, gut rentierliche Anlagen interessant für:

<sup>10</sup> *Fritz Kral*, Banken sollen den Absatz der „Bulis“ nicht mit hohen Gebühren bremsen, in: Handelsblatt vom 31. 3. 1993.

<sup>11</sup> Ohne Verfasser, Bu-Bills: Kürze mit Würze, in Wirtschaftsdienst der BHF-Bank, Nr. 1660 vom 11. Januar 1992.



- Vermögen von Privatanlegern als Alternative zu Festgeldanlagen und mit Kursrisiken behafteten Rentenpapieren.
- kleinere und mittlere Firmen ohne direkten Zugang zum Geldmarkt, ebenfalls als Alternative für Termineinlagen oder auch Sichteinlagen.
- Großfirmen und institutionelle Anleger mit Zugang zum Geldmarkt als Alternative zur Direktanlage<sup>12</sup>.

Die 1990er Novellierung des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) hat schon jetzt Wertpapierfonds zugelassen, die in ihrer Funktion Geldmarktfonds sehr nahe kommen. Kapitalanlagegesellschaften können bis zu 49 v. H. ihrer Aktiva in Bankguthaben, Einlagezertifikaten von Kreditinstituten, U-Schätzen, Schatzwechsell des Bundes und der Länder sowie vergleichbaren Papieren anderer OECD-Staaten mit einer Restlaufzeit von max. 12 Monaten beim Ankauf halten (§ 8, Abs. 3 KAGG).

Ein Interesse an der Auflage von reinen Geldmarktfonds dürfte in der Investmentbranche und bei Kreditinstituten (Auslandsbanken, kleineren Kreditinstituten) bestehen, die über keinen nennenswerten Bestand an niedrig verzinslichen Bodensätzen verfügen. Kreditinstitute, die sich überwiegend mit Spareinlagen refinanzieren, haben kaum ein Interesse an Geldmarktfonds. Sie haben vielmehr eine Erhöhung ihrer Geldeinstandskosten im Wettbewerb mit Geldnehmern, die nicht der Mindestreserveverpflichtung unterliegen, zu befürchten.

Das rechnerische Potential für Geldmarktfonds ist vorhanden. Die Termineinlagen mit einer Laufzeit von einem Monat bis unter vier Jahren von Unternehmen und Privatpersonen bei deutschen Kreditinstituten betragen zur Zeit rd. 590 Mrd. DM (Mai 1993)<sup>13</sup>. Bereits ein relativ geringer Anteil dieses Betrages könnte für die deutsche Investmentbranche interessante Mittelzuflüsse erbringen. Geldmarktfonds dürften jedoch auch mit Anlagen in längerfristigen Schuldverschreibungen konkurrieren, besonders in Phasen steigender Zinsen.

## II. Hemmnisse und Restriktionen am deutschen Geldmarkt

Mit der Abschaffung der Börsenumsatzsteuer und dem Wegfall der Genehmigungspflicht nach § 795 BGB ab 1. Januar 1991 haben sich die

---

<sup>12</sup> Hannes Rehm / Bernd Eichmann, Die Implikationen der Einführung echter Geldmarktfonds, in: Wirtschaftsdienst Nr. 12, Dezember 1989, S. 615 ff.

<sup>13</sup> Vgl. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Juli 1993.

Rahmenbedingungen für deutsche Geldmarktpapiere verbessert. Weitere *Hemmnisse* sind jedoch:

1. die *Mindestreservevorschriften* (CDs unterliegen den MR-Vorschriften, CPs und Geldmarktfonds dagegen nicht),
2. die *Verankerung des Marktes für DM-Emissionen im Inland* und die Bindung der Konsortialführung an ein inländisches Kreditinstitut und
3. das Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG), das in der gegenwärtigen Fassung echte Geldmarktfonds nicht zuläßt.

### 1. Zu den *Mindestreservevorschriften*

Die Mindestreserve-Vorschriften stehen einer Ausprägung verschiedener Geldmarktinstrumente entgegen, weil sie nur bestimmte Teile der Geldeinlagen belasteten und damit im Wettbewerb diskriminieren. Das gilt sowohl für den Aufbau des CD- als auch des Repo-Marktes. Nach der gegenwärtigen Fassung von § 16 BBankG würden Geldmarktfonds bei einer Novellierung des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften nicht unter die Mindestreservepflicht fallen. Im Interesse einer wettbewerbsneutralen Behandlung aller Anlageformen gibt es grundsätzlich nur die Möglichkeit, die Mindestreservepflicht auf alle Formen auszudehnen oder sie vollständig abzuschaffen.

Die Bundesbank konzidiert in ihrem Monatsbericht vom März 1990<sup>14</sup>, daß ihre Bereitschaft in den vergangenen 10 Jahren zurückgegangen sei, die Mindestreserve zur aktiven Liquiditätspolitik einzusetzen und über Veränderungen der Reservesätze die Rentabilität und die Zinspolitik der Kreditinstitute zu beeinflussen. Die Bundesbank greift zur kurzfristigen Steuerung des Geldmarktes vielmehr auf die Offenmarktpolitik zurück. Auch die amerikanische Notenbank verzichtet schon seit langem auf Veränderungen der Reservesätze. Bei einer Abschaffung der Mindestreserven oder einer alternativen Rückführung *aller* MR-Sätze auf 0 v. H. könnte die Bundesbank die geldpolitische Steuerung sowohl in Form von Wertpapierpensionsgeschäften als auch in Form reinrassiger Offenmarktgeschäfte betreiben. Über ein größeres Volumen an verbrieften Geldmarktstiteln erhielte die Bundesbank zudem ein beachtliches Potential für eine Geldmarktsteuerung.

Es könnte gegen einen Verzicht auf Mindestreserven eingewendet werden, daß dieser die Geldmarktsteuerung der Deutschen Bundesbank erschweren würde. Bei fehlender Mindestreservepflicht stünden der Bundesbank wich-

---

<sup>14</sup> Vgl. Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, März 1990, S. 26.

tige Informationen über den Bedarf an Zentralbankgeld der Kreditinstitute, dessen Höhe sich heute am Mindestreserve-Soll ablesen lasse, nicht zur Verfügung.

Dieses Argument ist nur zum Teil zutreffend. Informationen über wichtige Bestimmungsgründe der Nachfrage nach Zentralbankgeld gingen der Bundesbank zwar durch den Verzicht auf Mindestreserven verloren. Es könnten sich auch höhere Anforderungen für die Bundesbank an eine flexible Geldmarktsteuerung ergeben. Die Bundesbank dürfte aber administrativ in der Lage sein, den zusätzlichen Anforderungen voll gerecht zu werden.

Zu berücksichtigen ist auch, daß der im Rahmen von Wertpapierpensionsgeschäften gedeckter Bedarf an Zentralbankgeld derzeit mit rd. 170 Mrd. DM (Bestandsgröße 31. März 1993) deutlich über dem Reservesoll von knapp 75 Mrd. DM (März 1993) liegt. Bei Wegfall der Mindestreserve würde diese Nachfrage nach Zentralbankgeld noch bei ca. 95 Mrd. DM liegen, auf deren Refinanzierung durch Wertpapierpensionsgeschäfte die Kreditinstitute angewiesen bleiben<sup>15</sup>.

Das Refinanzierungsgeschäft im Rahmen der Diskont- und Lombardkredite kommt hinzu. Die Kreditinstitute wären auch bei Wegfall der Mindestreserve in hohem Maße auf die Refinanzierung der Bundesbank angewiesen.

Das Erheben der Mindestreserven stellt jedoch einen hoheitlichen Akt dar, dem sich die Kreditinstitute nicht entziehen können und der auch in schwierigen Phasen der Geld- und Währungspolitik das Durchsetzen eines Restriktionskurses ermöglicht. So kann es bei unbegrenzten Interventionspflichten zur Aufrechterhaltung fester Wechselkurse notwendig sein, stabilitätspolitisch unerwünschte Liquiditätszuflüsse zu neutralisieren und die Kreditinstitute zu zinslosen Einlagen bei der Bundesbank zu zwingen. Da die Mindestreserve im Vergleich zur Offenmarktpolitik und der Rediskontpolitik das härteste und durchgreifendste Instrument der Bundesbank ist, erscheint eine vollständige Abschaffung der Vorschriften aus stabilitätspolitischen Gründen nicht empfehlenswert. Verschiedene Nachteile sind aber mit den Mindestreserve-Vorschriften in ihrer jetzigen Fassung verbunden. Sie verursachen Konflikte mit dem Ziel einer effizienteren Organisation des Geldmarktes. Eine Überprüfung der Ausgestaltung dieses Instruments ist daher naheliegend.

---

<sup>15</sup> Vgl. Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, Mai 1993.

## 2. Zum Verankerungsprinzip

Die Deutsche Bundesbank hat mit Wirkung zum 1. August 1992 ihre alte „Erklärung zu DM-Auslandsemissionen“ vom 20. Juni 1989 durch die „Erklärung zu DM-Emissionen“ ersetzt<sup>16</sup>. DM-Wertpapiere ausländischer Emittenten sollen nur unter der Konsortialführung eines *deutschen* Kreditinstitutes bzw. eines ausländischen Kreditinstitutes begeben werden, das über eine Zweigstelle mit ausgebauter Konsortialabteilung in der Bundesrepublik verfügt.

Die Bundesbank schreibt, daß der Markt für DM-Emissionen im Inland verankert bleiben und auf D-Mark lautende Wertpapiere nur über in Deutschland ansässige Kreditinstitute begeben werden sollen. Das Verankerungsprinzip bedeutet, daß Institute mit Sitz im Ausland – sofern sie nicht über eine in der Bundesrepublik ansässige Zweigstelle mit ausgebauter Konsortialabteilung verfügen – von der Konsortialführerschaft bei DM-Auslandsanleihen ausgeschlossen werden.

Die Bundesbank hat zwar mit ihrer modifizierten Erklärung ausländischen Nichtbanken den direkten Zugang zum deutschen Commercial-Paper-Markt ermöglicht. Sie konnten diesen vorher (nach dem Verankerungsprinzip in der alten Fassung) nur durch Einschaltung inländischer Finanzintermediäre in Anspruch nehmen. Aber die Begebung von Commercial-Paper durch ausländische Kreditinstitute *ohne* Zweigstelle mit Konsortialabteilung ist in der Bundesrepublik nicht möglich. Das Verankerungsprinzip schränkt die Emissionsfreiheit ein. Die Bundesbank hat mit ihrer „Erklärung“ außerdem ohne rechtliche Legitimation den Vertrieb von DM-Geldmarktfonds durch in- und ausländische Institute in der Bundesrepublik per Dekret verboten. Die Festlegung einer Mindestlaufzeitgrenze von zwei Jahren verhindert außerdem die Teilnahme ausländischer Emittenten am deutschen Geldmarkt. Das Verankerungsprinzip steht der Belebung des deutschen Geldmarktes entgegen.

Die Bundesbank schützt zudem mit ihrer „Erklärung“ die deutschen Emissionsbanken vor ausländischer Konkurrenz, sofern diese nicht in der Bundesrepublik über eine Zweigstelle mit ausgebauter Konsortialabteilung verfügt. Es könnte die Frage aufgeworfen werden, ob die Verankerung des Marktes für DM-Emissionen als Begründung für einen derartigen Markteingriff ausreicht und ob dem Standing der deutschen Emissionsbanken und des Finanzplatzes Deutschland nicht besser gedient wäre, wenn auf protektionistisch wirkende Marktbeschränkungen verzichtet würde.

---

<sup>16</sup> Vgl. Monatsbericht der Deutschen Bundesbank 44. Jg. Nr. 7, Juli 1992, S. 39 ff.

Die D-Mark ist in die Rolle einer wichtigen internationalen Reservewährung hineingewachsen. Eine Aufgabe des Verankerungsprinzips würde die Stabilitätspolitik der Bundesbank nicht beeinträchtigen, da die Steuerung des Geldangebots von einem solchen Schritt nicht beeinflusst würde. Das Verankerungsprinzip stellt außerdem einen juristischen Verstoß gegen die 1988er Richtlinie zur vollständigen Liberalisierung des Kapitalverkehrs in der EG dar<sup>17</sup>. Denn Art. 1 der Liberalisierungs-Richtlinie sieht die Beseitigung *aller* Beschränkungen des Kapitalverkehrs vor. Dies gilt nach der Nomenklatur der Richtlinie auch für Transaktionen mit Geldmarktpapieren „und anderen Geldmarktinstrumenten“ sowie für die Zulassung, d.h. für die Einführung, Emission und Unterbringung dieser Titel. Die „Erklärung“ erscheint außerdem als unvereinbar mit den Artikeln 52 und 59 EWG-Vertrag, die die Niederlassungsfreiheit bzw. den freien Dienstleistungsverkehr innerhalb der Gemeinschaft postulieren. Die Deutsche Bundesbank sollte daher das Verankerungsprinzip noch einmal auf seine Angemessenheit überprüfen.

### 3. Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG)

Echte Geldmarktfonds werden in der Bundesrepublik gegenwärtig nicht aufgelegt. Neben dem Verankerungsprinzip steht auch das KAGG in der gegenwärtigen Fassung nach wie vor der Emission dieser Titel entgegen. Die öffentliche Sitzung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages am 25. Oktober 1989 erbrachte im Zusammenhang mit der damaligen Novellierung des KAGG verschiedene Argumente für und gegen Geldmarktfonds<sup>18</sup>:

- Die Kreditinstitute würden Geldmarktfonds vor allem anstreben, da sie nicht der Mindestreservepflicht unterliegen. Die Deutsche Bundesbank befürchtet, daß die Einführung der Geldmarktfonds in der Bundesrepublik die geldpolitischen Steuerungsmöglichkeiten beeinträchtigen könnte.

Dieses geldpolitische Argument ist, abgesehen von den grundsätzlichen Überlegungen zur Mindestreserve (vgl. S. 144 ff.), nicht stichhaltig. Wenn die Bankkunden die mit der Mindestreservepflicht verbundenen Zinseinbußen vermeiden wollen, brauchen sie nur auf die Euro-Märkte auszuweichen. Dies geschieht gegenwärtig schon in großem Umfang mit Termin-

---

<sup>17</sup> Richtlinie 88/361/EWG über die Kapitalverkehrsfreiheit.

<sup>18</sup> Vgl. Öffentliche Sitzung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages am 25. Oktober 1989, Protokoll der öffentlichen Anhörung zum Entwurf eines Gesetzes zur Durchführung der Richtlinie des Rates der Europäischen Gemeinschaft über gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (Drucksache 11/5411, Bonn 1989).

einlagen. Außerdem ist das Interesse an einer Umgehung der MR-Vorschriften begrenzt, da die Banken im eigenen Interesse „working balances“ bei der Bundesbank unterhalten.

Grundsätzlich verändert die Einführung von Geldmarktfonds die Mindestreserve-Basis nicht; die Mindestreservepflicht besteht in gleicher Weise, als wenn die Zertifikatsinhaber unmittelbar anlegen würden. Denn wenn Fonds als Treuhänder Anteile ausgeben und die Gelder der Einleger bei ihren Depotbanken anlegen, so sind diese Gelder mindestreservepflichtig. Nur bei einer Umschichtung von mindestreservepflichtigen in mindestreservefreie Anlagen (z. B. Wertpapiere mit kurzen Restlaufzeiten) verändert sich die Mindestreserve-Basis. Veränderungen der Mindestreserve-Basis sind jedoch keine spezifischen Charakteristika von Geldmarktfonds. Sie sind kein Sonderfall, da jede vom Verhalten der Anleger bestimmte Umschichtung von reservefreien in reservepflichtige Anlagen (z. B. Kauf einer Anleihe durch Auflösung von Termingeld und umgekehrt) die Mindestreserve-Basis verändert.

Der relativ geringe Einfluß einer Einführung von Geldmarktfonds auf das Mindestreserveinstrument und auf die Geldpolitik wird auch an folgendem Rechenbeispiel deutlich: Bei einem Umschichtungsvolumen von rd. 50 Mrd. DM (= rd. 10 % der Termineinlagen) in Geldmarktfonds geht das Reservesoll nur um etwa 1 Mrd. DM (= am 1. März 1993 gesenkter Reservesatz von 2 %) zurück. Dieser Einmal-Effekt einer Einführung von Geldmarktfonds verteilt sich über einen längeren Zeitraum; er ist bei einem „normalen“ Anstieg der Zentralbankgeldmenge von deutlich über 20 Mrd. DM im Jahr geldpolitisch beherrschbar.

Mit der Einführung von Geldmarktfonds sind zwar gewisse Umschichtungen in reservefreie Anlagen verbunden. Die Geldmarktfonds werden aber auch einen Teil ihrer Liquidität bei reservepflichtigen Kreditinstituten in Form von mindestreservepflichtigen Termineinlagen anlegen. Dies wird zumindest teilweise einer Beeinträchtigung des Mindestreserveinstruments entgegenwirken.

Vergleiche mit Geldmarktfonds in anderen Ländern sind aufgrund der Unterschiede in der Ausgestaltung (z. B. Steuerbegünstigung in Frankreich) und im aufsichtsrechtlichen Umfeld (z. B. damalige Regulation Q in den USA) nur bedingt möglich. Die Erfahrungen im Ausland zeigen jedoch, daß es für die dortige Geldpolitik zu keinen fühlbaren Störungen in der Geldmengensteuerung kam.

Die in den USA ursprünglich gehegten Befürchtungen, die „money-market-funds“ könnten als Transaktionskonto (vergleichbar mit dem Giro-

konto) verwendet werden und wegen ihrer Mindestreservefreiheit zu Störungen der Geldpolitik führen, sind inzwischen zerstreut. Das Verhalten der Anleger in den USA hat vielmehr gezeigt, daß sie in Geldmarktfonds kein Surrogat für Sichteinlagen sehen. Die Federal Reserve Bank hat daher die in den USA am 14. März 1980 eingeführte Mindestreservepflicht am 25. Juli 1980 wieder aufgehoben.

Die Fed ordnete jedoch im Rahmen der Geldmengenpolitik Geldmarktfondsanteile von Privatpersonen wie Spar- und Termingelder dem Geldmengenaggregat M2 und die von institutionellen Anlegern gehaltenen Fondsanteile dem Aggregat M3 zu. Die im Zusammenhang mit Geldmarktfonds geführte geldpolitische Diskussion in den USA wurde im übrigen davon mitbestimmt, daß die dortigen Anteilsinhaber auf ihre Anteile Schecks ziehen können. Das Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften läßt dagegen nur das Investmentgeschäft zu, nicht jedoch das Einlagengeschäft. Das Ausstellen von Schecks wird daher in der Bundesrepublik nicht möglich sein, so daß Vergleiche mit den USA nur beschränkt zulässig sind.

Die Rückwirkungen einer Zulassung von Geldmarktfonds auf die Geldpolitik sollten auch deshalb nicht überschätzt werden, weil die Mindestreservepolitik im Rahmen der Geldmengensteuerung der Deutschen Bundesbank an Bedeutung verloren hat: Die Geldmarktsteuerung der Bundesbank hat sich in den letzten Jahren zunehmend auf die Offenmarktpolitik, insbesondere auf Wertpapierpensionsgeschäfte, verlagert. Die Bedeutung der Mindestreserve für die aktuelle Geldpolitik ist damit immer stärker in den Hintergrund getreten.

Die Bundesbank hätte die Möglichkeit, bei einer – allenfalls nur sehr leichten – Schwächung des Instruments „Mindestreserve“ das andere Instrumentarium der Geldpolitik stärker einzusetzen. Damit entstünde kein stabilitätspolitischer Schaden, wenn Geldmarktfonds in der Bundesrepublik zugelassen würden.

Die Bundesbank könnte zur stabilitätsgerechten Steuerung der Geldversorgung Anlagen in Geldmarktfonds in den Geldmengenaggregaten erfassen. Sie könnte z. B. Geldmarktfondsanteile, die von der Verwendung durch die Inhaber am ehesten mit Termingeldern gleichzusetzen sind, der Geldmenge M3 zuordnen.

– Der Verlust von Einlagen bei den Kreditinstituten könnte einen Druck auf die Zinsspanne auslösen, der sein Ventil in der Erhöhung der Aktivzinsen, besonders gegenüber Kleinkunden, haben würde.

*Gegenargument:* Das Einführen von Geldmarktfonds dürfte in der deutschen Finanzindustrie nicht zu einem Einlagenverlust, sondern zu

Umschichtungen in den Einlagenstrukturen und tendenziell zu höheren Geldeinstandskosten der Banken führen, da weniger billige Bodensätze zur Verfügung stehen würden. Die Deutsche Bundesbank hat verschiedentlich die zu niedrige Verzinsung bei Spareinlagen kritisiert. Wenn erhöhte Geldeinstandskosten zu einem Druck auf die Zinsspannen führen, so sind das am Markt ablaufende Wettbewerbsprozesse, die von ordnungspolitischen Entscheidungen getrennt betrachtet werden sollten. Die Verengung der Zinsspannen würde im Gegenteil sogar noch die Zinsreagibilität am Geldmarkt erhöhen; das Instrument der Zinspolitik der Bundesbank würde damit sogar noch verschärft.

- Geldmarktfonds würden eine Tendenz zur Emission kurzfristiger Papiere auslösen und zu einem unerwünschten Druck in eine kurzfristige Staatsfinanzierung führen.

Ein Zusammenhang zwischen der Zulassung von Geldmarktfonds und der Fristenstruktur der Bundesschuld besteht nicht. Geldmarktfonds führen nicht dazu, daß der Bund oder andere Adressen in kurzfristige Laufzeiten gezwungen werden. Denn die Laufzeit einer Emission bemißt sich nach anderen Faktoren, nämlich nach den Interessen der kapitalsuchenden öffentlichen Haushalte und den Interessen der Anleger. Die Laufzeit eines Schuldtitels hängt zusätzlich noch von der Einschätzung der Zinsentwicklung ab. Auch die wahrscheinlich beträchtlichen Kosten der Marktpflege für Geldmarkttitel werden die öffentlichen Haushalte von einer forcierten Emission von Geldmarkttiteln abhalten. Von einem „Druck in eine kurzfristige Staatsfinanzierung“ kann auch deshalb nicht gesprochen werden, weil sich in der Bundesrepublik – wenn auch in bescheidenem Umfang – ein Markt für Commercial Papers entwickelt und sich damit das Angebot an kurzfristigen Geldmarktpapieren erhöht hat. Im übrigen könnten Geldmarktfonds auf das mit zunehmender Reife des deutschen Rentenmarktes immer größer werdende Angebot an Papieren mit sehr kurzen Restlaufzeiten, das bereits im dreistelligen Milliardenbereich liegt, zurückgreifen. Das Zulassen von Geldmarktfonds würde damit *nicht* zu einer automatisch höheren Staatsfinanzierung über kurzfristige Papiere führen. Falls der Bund jedoch bei einer Normalisierung der Zinsstruktur zur Senkung der Kreditkosten kurzfristige Titel am Geldmarkt (sog. Bu-Bills) emittieren sollte, würde ein solcher Schritt die Angebotspalette am deutschen Geldmarkt vergrößern.



## Zusammenfassung

### Möglichkeiten zur Förderung des deutschen Geldmarktes im internationalen Wettbewerb

Dieser Beitrag diskutiert überwiegend auf der Angebotsseite die Gründe, warum im Unterschied zum Ausland der deutsche Geldmarkt im Hinblick auf die verwendeten Instrumente relativ unterentwickelt ist. Der Markt für Instrumente wie Certificates of Deposits, Commercial Papers, Repurchase Agreements, Geldmarkttitel des Bundes und der Bundesbank sowie für Geldmarktfonds ist im Vergleich zum Ausland vom Volumen her gering bzw. nicht vorhanden. Eine breitere Palette von kurzfristigen Finanzierungsinstrumenten und eine größere Markttiefe für händlerische und dispositive Zwecke würde die Allokation knapper Finanzressourcen am Geldmarkt verbessern.

Die Mindestreserve-Vorschriften, die sog. Verankerung des Marktes für DM-Emissionen im Inland und die Bestimmungen des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften stellen jedoch Hemmnisse für den deutschen Geldmarkt dar.

Die Mindestreserve-Vorschriften stehen in der gegenwärtigen Fassung einer Ausprägung verschiedener Geldmarktinstrumente entgegen. Das Abschaffen der Mindestreserven oder ein Herabsetzen der Reservesätze auf Null würden der Bundesbank genügend Spielraum bei der Steuerung des Geldangebots belassen – zumal sie ohnehin schon weitgehend auf Variationen der Reservesätze für Termingelder verzichtet hat und dieser seit dem 1. März 1993 nur noch bei 2 % liegt.

Auch das Verankerungsprinzip, nach dem DM-Wertpapiere ausländischer Emittenten nur unter der Konsortialführung eines deutschen Kreditinstitutes bzw. eines ausländischen Institutes mit Zweigstelle und ausgebauter Konsortialabteilung in der Bundesrepublik begeben werden dürfen, schränkt die Emissionsfreiheit am Geldmarkt ein. Die Festlegung einer Mindestlaufzeitgrenze von zwei Jahren behindert die Teilnahme ausländischer Emittenten am deutschen Geldmarkt. Auch hat die Bundesbank mit ihrer „Erklärung zu DM-Auslandsemissionen“ den Vertrieb von DM-Geldmarktfonds verboten. Das Verankerungsprinzip stellt einen juristischen Verstoß gegen die 1988er Richtlinie zur Liberalisierung des Kapitalverkehrs in der EG dar. Eine Aufgabe des Verankerungsprinzips würde die Stabilitätspolitik der Bundesbank nicht beeinträchtigen, da die Steuerung des Geldangebotes von einem solchen Schritt nicht beeinflusst würde.

Das Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAAG) in der gegenwärtigen Fassung steht einer Auflage von echten Geldmarktfonds ebenfalls entgegen.

Für die Zulassung von Geldmarktfonds spricht vielmehr, daß der gemeinsame Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen vor seiner Vollendung steht. Wettbewerbsnachteile der deutschen Kapitalanlagegesellschaften gegenüber Investmentgesellschaften aus anderen EG-Staaten sollten vermieden werden. Das Nichtzulassen von Geldmarktfonds stellt eine Beschränkung des Marktzutritts für die deutschen und die ausländischen Kapitalanlagegesellschaften dar, die der traditionellen Offenheit der Märkte in Deutschland entgegensteht.

## Summary

This contribution discusses, especially on the supply side, the reasons why the German money market is fairly underdeveloped compared with foreign money markets, insofar as the instruments employed are concerned. The market for instruments such as Certificates of Deposits (CDs), Commercial Papers (CPs), Repurchase Agreements, money market instruments of the Federal Government and Deutsche Bundesbank is rather small in volume or even non-existent by comparison. A wider range of short-term financing instruments and a greater market depth for trading and disposition would lead to an improved allocation of scarce financial resources on the money market.

However, the minimum-reserve provisions, the so-called anchoring principle governing the market for DM-denominated issues, and the provisions of the Act on institutional investors (KAAG) represent impediments on the German money market.

The minimum-reserve provisions in the present version prevent an increase in variety of money market instruments. Abolishing the minimum-reserve requirements or reducing them to zero would leave enough scope to the Bundesbank for managing money supply; this is all the more so because it has largely renounced variations in the minimum-reserve requirement for time deposits anyhow and because the minimum-reserve rate has been down to a mere 2% since 1 March 1993.

The anchoring principle whereby DM-denominated security issues by foreign investors are only permitted where the lead management of the issue is in the hands of a German credit institution or a foreign credit institution operating a branch office in the Federal Republic of Germany with a full-fledged loan management unit restricts the issuing freedom on the German money market. Requiring a two-year lifetime as a minimum reduces foreign issuers' scope for participating in the German money market.

Moreover, Deutsche Bundesbank has banned the sale of DM-denominated shares of money market funds through its "declaration on DM-denominated foreign issues". The anchoring principle violates the 1988 EC Directive on the liberalization of capital movements. Abolishing the anchoring principle would not impair Deutsche Bundesbank's scope for stability policy, because the money supply management would not be affected by such a move.

The Act on institutional investors in its present version obstructs genuine money market funds as well.

The fact that the single European market for financial services is short of completion suggests that money market funds be admitted. Disadvantages of German institutional investors against competitors from EC Member States ought to be avoided. Non-admission of money market funds represents a restriction of market access for German and for foreign institutional investors which is opposed to Germany's traditional openness of markets.

## Résumé

Cet article explique principalement pourquoi, du côté de l'offre, le marché monétaire allemand est relativement sous-développé par rapport à l'étranger pour ce qui est des instruments utilisés. Le marché a un volume peu élevé comparé à l'étranger et/ou n'existe pas pour des instruments tels que certificats de dépôt, effets commerciaux, accords de rachat de titres, titres sur le marché monétaire de l'Etat et de la Bundesbank ainsi que pour des titres de placement sur le marché monétaire. Un éventail plus large d'instruments financiers à court terme et une plus grande profondeur de marché à des fins commerciales et dispositives amélioreraient l'assignation de ressources financières rares sur le marché monétaire.

Les règlements de réserve minimum, le dit « ancrage » du marché pour les émissions en DM dans le pays et les dispositions de la loi sur les sociétés d'investissements entravent cependant le marché monétaire allemand.

Les règlements de réserve minimum s'opposent dans leur version actuelle à l'opération de différents instruments sur le marché monétaire. La suppression des réserves minimum ou la réduction à zéro des taux de réserve laisserait suffisamment de marge à la Bundesbank pour régler l'offre monétaire – d'autant plus qu'elle a déjà renoncé en grande partie à des variations des taux de réserve pour les dépôts à terme et que celui-ci n'est plus que de 2% depuis le 1er mars 1993.

Le principe d'ancrage, selon lequel des titres en DM d'émetteurs étrangers ne peuvent être émis en République Fédérale que sous la direction d'un consortium financier d'un établissement bancaire allemand ou d'une institution étrangère avec une agence et un service consortium développé en République Fédérale, restreint la liberté d'émission sur le marché monétaire. La fixation d'une échéance minimale de deux ans rend difficile la participation d'émetteurs étrangers au marché monétaire allemand. Avec sa « Déclaration sur les émissions étrangères en DM », la Bundesbank a également interdit la vente de titres de placement en DM sur le marché monétaire. Le principe d'ancrage représente juridiquement une violation de la directive de 1988 en vue de la libéralisation de la circulation de capitaux dans la CE. L'abandon du principe d'ancrage ne nuirait pas à la politique de stabilité de la Bundesbank, en effet, la régulation de l'offre monétaire ne serait pas influencée par un tel pas.

La loi sur les sociétés d'investissements dans sa version actuelle s'oppose également à une condition imposée aux titres de placement sur le marché monétaire.

Ce qui parle par contre en faveur de l'admission de titres de placement sur le marché monétaire, c'est que le marché intérieur unique pour les services financiers est presque réalisé. Il faudrait éviter que les sociétés d'investissements allemandes n'aient des désavantages concurrentiels par rapport aux sociétés des autres pays de la CE. La non-admission de titres de placement sur le marché monétaire représente une restriction à l'accès au marché pour les sociétés d'investissements allemandes et étrangères, ce qui s'oppose à l'ouverture traditionnelle des marchés en Allemagne.