

Der Einfluß der Liquiditätslage der Banken auf die Wertpapiernachfrage am Kapitalmarkt

Von Lothar Hübl, Hannover

Problemstellung — Die Bestimmungsfaktoren der Bankenliquidität — Abhängigkeit der Wertpapiernachfrage einer Einzelbank von ihrer Liquidität — Abhängigkeit der Wertpapiernachfrage des gesamten Bankensystems vom Liquiditätssaldo — Liquiditätssaldo und Wertpapiernachfrage der anderen Marktteilnehmer — Empirische Untersuchung der Liquiditäts- und Kursentwicklung für die BRD — Bedingungen für ein günstiges Kapitalmarktklima bis Ende 1969 — Zusammenfassung.

Problemstellung

Die Diskussion über den Kapitalmarktzins ist wegen seiner einzel- und gesamtwirtschaftlichen Bedeutung in der letzten Zeit nahezu permanent geworden. Gleichzeitig wird versucht, die Zinsentwicklung am Kapitalmarkt von wirtschaftspolitischen Überlegungen her zu steuern. Um das wirksam ausführen zu können, müssen die Haupteinflußfaktoren auf das Marktgeschehen bekannt sein. Die Untersuchung „Bankenliquidität und Kapitalmarktzins“¹, in der die Höhe und Entwicklung des Kapitalmarktzinses theoretisch und empirisch für die Zeit von Januar 1958 bis Dezember 1967 untersucht wurde, ergab, daß die Liquidität der Banken für den Kapitalmarktzins von großer Bedeutung ist. Dazu wurde der Bestand an liquiden Mitteln bei den Banken dem Aktienindex und das Verhältnis von liquiden Mitteln zu den gesamten Nichtbankeneinlagen dem Rentenkurs gegenübergestellt. Mit Hilfe der dort gewonnenen Ergebnisse sollen die Bedingungen diskutiert werden, die für ein günstiges Kapitalmarktklima im Jahre 1969 erfüllt sein müssen.

Bevor die für die folgenden Überlegungen notwendigen Annahmen geklärt werden, soll kurz der Anteil der Kreditinstitute am gesamten Wertpapierabsatz und Wertpapiererwerb im Vergleich zu den anderen Marktteilnehmer aufgezeigt werden. Von 1960 bis 1968 waren die Banken am Rentenmarkt der wichtigste Marktteilnehmer. Sie erwarben in

¹ Hübl, L.: Bankenliquidität und Kapitalmarktzins, Berlin 1969.

dieser Zeit 42 % der festverzinslichen Titel. Die Emission eigener Schuldverschreibungen machte sogar 68 % des Gesamtabsatzes an festverzinslichen Wertpapieren aus. Die Anteile der übrigen Marktteilnehmer lagen weit darunter. Am Aktienmarkt waren die Absatz- und Erwerbsverhältnisse davon verschieden. Dort dominierten Unternehmen und Private. Am Gesamtabsatz hatten die Banken einen Anteil von 5 % und am Erwerb waren sie mit 10 % beteiligt.

1960—1968*	Anteil am Nettoerwerb		Anteil am Nettoabsatz	
	in v. H.			
	Festverzinsliche Wertpapiere	Aktien	Festverzinsliche Wertpapiere	Aktien
Banken	42	10	68	5
Unternehmen (ohne Banken)	17	30	11	76
Öffentliche Haushalte ..	9	9	—	—
Private Haushalte	27	31	—	—
Ausland	4	21	5	19

* 1968 1. Halbjahr; Quellen: Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, 19. Jg. Nr. 9, Sept. 1967, S. 32 ff. und 20. Jg., Nr. 9, Sept. 1968, S. 35 f.

Die Bestimmungsfaktoren der Bankenliquidität

Für die vorliegende Untersuchung wird die Liquiditätsdefinition von Köhler verwendet. Er definiert die liquiden Mittel des gesamten Bankensystems² aus der konsolidierten Bilanz der Kreditinstitute. „Mangel oder Überfluß an Zentralbankgeld äußert sich bei den Banken in einem Zurückbleiben oder Vorseilen der von Nichtbanken zufließenden Mittel gegenüber den an Nichtbanken bereitgestellten Geldern. Die dabei entstehende Differenz wird . . . als Liquiditätssaldo, und die zu ihrer Beseitigung vorgenommenen Transaktionen werden als Liquiditätsausgleich bezeichnet³.“ Aus der konsolidierten Bilanz aller Kreditinstitute läßt sich

² Darunter werden alle Kreditinstitute außer der Zentralbank verstanden.

³ Köhler, Claus: Der Geldkreislauf, Geldtheoretische Thesen im Spiegel der Empirie, Berlin 1962, S. 13.

der Liquiditätssaldo stets ablesen. Er ist die Differenz zwischen den gesamten Einlagen der Nichtbanken bei den Banken, also dem Mittelaufkommen der Banken, und den gesamten Krediten an Nichtbanken, also der Mittelbereitstellung der Banken. Da im gesamten Bankensystem Bank-zu-Bankaktiva gleich den Bank-zu-Bankpassiva sind, läßt sich folgende Bilanzgleichung aufstellen: $LS + K = E$. Dabei bedeutet LS = Liquiditätssaldo, K = Kredite an Nichtbanken, E = Einlagen von Nichtbanken.

In der deutschen Bankenstatistik wird keine konsolidierte Bilanz aller Kreditinstitute ohne Bundesbank erstellt. Deshalb muß diese aus der „Zwischenbilanz der Kreditinstitute“, wie sie laufend von der Deutschen Bundesbank in ihren Monatsberichten ausgewiesen wird, errechnet werden. Bei der veröffentlichten Bilanz handelt es sich um eine zusammengefaßte Bilanz, da in ihr die Interbankenbeziehungen enthalten sind. Diese Positionen sind bei der Ermittlung der Liquidität abzusetzen.

Zum Liquiditätssaldo bleibt noch zu erwähnen, daß sein Umfang sich nur ändert, wenn die Zentralbank mit Nichtbanken Geschäfte betreibt⁴. Das ist der Fall:

1. beim Auslandsgeschäft der Bundesbank
2. bei Kassentransaktionen der öffentlichen Hand mit der Bundesbank
3. bei der Versorgung der Nichtbanken mit Bargeld
4. bei Offenmarkttransaktionen der Bundesbank mit Nichtbanken
5. bei Direkteinlagen der privaten Wirtschaft bei der Bundesbank.

Da die Zentralbank nur die Offenmarktpolitik mit Nichtbanken von sich aus gestalten kann, werden die restlichen Ursachen des Liquiditätssaldos als Marktfaktoren bezeichnet. Allerdings kann sie zusammen mit der öffentlichen Hand deren Kassentransaktionen beeinflussen und außerdem kann sie administrativ auf die liquiden Mittel der Banken durch die Rediskont- und Lombardkontingentpolitik einwirken. Bei der ersten Möglichkeit, die Einlagen/Schuldenpolitik genannt wird, ist die Zentralbank auf die Mitarbeit der Öffentlichen Hand angewiesen. Nach § 17.2 BBK-Gesetz ist eine Manipulierung der öffentlichen Guthaben zwischen der Zentralbank und den Kreditinstituten möglich. Werden öffentliche Einlagen von der Zentralbank zu den Kreditinstituten transferiert, dann

⁴ Vgl. Köhler, Claus: Orientierungshilfen für die Kreditpolitik, Berlin 1968, S. 26 ff.

steigen deren liquide Mittel und umgekehrt. Bei der Rediskont- und Lombardkontingentspolitik⁵ setzt die Zentralbank den Betrag fest, bis zu welchem sie bereit ist, bestimmte Wechsel bzw. Wertpapiere den Kreditinstituten in Zentralbankgeld umzutauschen. Unausgenutzte Kontingente stellen deshalb für die Kreditinstitute Liquidität dar.

Den gegebenen Liquiditätssaldo können die Kreditinstitute in unterschiedlicher Form halten:

1. als Kasse und Guthaben bei der Zentralbank
2. als Offenmarktanlagen
3. als offene Rediskontkontingente
4. als Anlage bei ausländischen Kreditinstituten.

Alle diese Transaktionen sind Geschäfte mit der Zentralbank. Eine andere Verwendung des Liquiditätssaldos ist für die Gesamtheit der Kreditinstitute nicht möglich. Zwar kann eine einzelne Bank überschüssige liquide Mittel durch Kreditvergabe binden. Wenn der Kreditnehmer kein Geschäft mit der Zentralbank betreibt, gehen diese Mittel dem Bankensystem aber nicht verloren. Der Umfang der liquiden Mittel bei den Kreditinstituten als Gesamtheit bleibt somit gleich. Der Liquiditätssaldo läßt sich also statistisch auf drei Arten ermitteln:

1. aus den Einlagen der Nichtbanken bei den Banken, abzüglich der Kredite der Banken an Nichtbanken,
2. aus seinen Ursachen,
3. aus seiner Verwendung.

Für empirische Untersuchungen sind diese drei Ermittlungsarten von erheblichem Vorteil, da man, ohne im Besitz allen Zahlenmaterials zu sein, evtl. schon den Liquiditätssaldo auf eine Art errechnen kann. Bezieht man noch den Liquiditätssaldo auf die gesamten Nichtbankeneinlagen, so hat man eine Kennziffer für die relative Bankenliquidität, die Liquiditätsquote genannt werden soll.

Abhängigkeit der Wertpapiernachfrage einer Einzelbank von ihrer Liquidität

Für die vorliegende Untersuchung ist es wichtig, in welchem Umfang das Kapitalmarktgeschehen von der Bankenliquidität abhängt. Fließen

⁵ Lombardkontingente werden von der Deutschen Bundesbank ad hoc eingeräumt.

einem einzelnen Kreditinstitut liquide Mittel zu, so kann es damit jedes beliebige Aktivgeschäft vornehmen: die Kassenhaltung ausweiten, die Guthaben bei der Zentralbank erhöhen, das Refinanzierungsobligo bei der Zentralbank abbauen, Offenmarktpapiere erwerben, Geldexport betreiben, Kredite in der unterschiedlichsten Form gewähren, z. B. Kontokorrentkredite, langfristige Kredite, Anlage bei anderen Banken, Wertpapiererwerb und sonstige Aktivgeschäfte. Fließen von einem Kreditinstitut liquide Mittel ab, so muß irgendein Aktivgeschäft eingeschränkt oder früher vorgenommene Geschäfte rückgängig gemacht werden.

Bei einem Zufluß von Zentralbankgeld wird ein einzelnes Kreditinstitut zuerst darauf achten, daß es die gesetzlichen Liquiditätsvorschriften sowie ihre eigene Liquiditätsvorstellung erfüllt. Danach wird es sich dem Geschäft zuwenden, das ihm größte Rentabilität verspricht, wobei allerdings auch die Liquiditätssicherung beachtet wird. Das ist in der Regel die Kreditvergabe. Da es die erklärte Aufgabe der Banken ist, Kredite bereitzustellen und die Bankkunden Kreditaufnahmemöglichkeiten erwarten, kann die Situation eintreten, daß es eine Bank vorzieht, einen Kredit zu gewähren, obwohl sich ihr günstigere Anlagemöglichkeiten bieten. Außerdem darf nicht außer acht gelassen werden, daß die Kreditvergabe vor allem von der Bereitschaft der Bankkunden zur Kreditaufnahme abhängt. Werden keine Kredite nachgefragt, dann können das die Banken kaum beeinflussen. Sind die Nichtbanken liquide und benötigen sie daher keine neuen Kredite, dann müssen sich die Banken nach anderen Anlageformen umsehen.

Als weitere Anlagemöglichkeiten bieten sich die Geschäfte mit der Notenbank und die Geldmarktanlage an. Dabei dürfte die elastischste Anlageart bei einem Liquiditätszufluß der Abbau der Refinanzierung bei der Zentralbank sein. Durch die Rediskontierung und Lombardierung entstehen den Kreditinstituten Kosten, die eingespart werden können. Außerdem spielt hier der Liquiditätsgesichtspunkt eine besondere Rolle. Offene Rediskont- und Lombardkontingente stellen Liquidität dar, auf die im Notfall zurückgegriffen werden kann. Daneben bietet sich die Anlage der überschüssigen Mittel auf dem Geldmarkt an, sowie der Kauf von Offenmarktpapieren und der Geldexport. Während bei dem Abbau der Refinanzierung Kosten gespart werden, erhalten die Banken durch die anderen Anlagearten eine Verzinsung. Da bei der Offenmarktanlage und beim Geldexport stets Risiken — Änderung der Rücknahmesätze, Schwankungen des Wechselkurses — bestehen, dürften diese Anlagen weniger elastisch als die Geldmarktanlage sein. Die ge-

ringste Elastizität hat die Reservehaltung bei der Zentralbank, da diese die Mindestreserve vorschreibt und sie nicht verzinst. Eine freiwillige Erhöhung der Reservehaltung eines Kreditinstituts über die Mindestreserve hinaus wird nur bei wachsendem Geschäftsumfang der Fall sein.

Bevor eine Bank überschüssige Mittel zinslos als Reserve hält, wird sie Kapitalmarktanlagen vornehmen, weil bei diesen grundsätzlich mit einer Verzinsung gerechnet werden kann. Da die Kreditinstitute für die Einlagen Zinsen zahlen, müssen sie diese Zinsen im Aktivgeschäft wieder verdienen. Das Rentabilitätsstreben zwingt somit zur Anlage der Restmittel am Kapitalmarkt. Daneben erwerben die Banken Wertpapiere auch noch aus anderen Motiven. Dabei sind das Spekulationsmotiv, das Halten von Handelsbeständen, das Eingehen von Beteiligungen und das vorübergehende Engagement bei Konsortialbeteiligungen zu nennen. Außerdem werden in der Literatur⁶ als weitere Erwerbsmotive Kurspflege und Bildung von Reserven aufgeführt. Von all diesen Motiven ist aber das Restmotiv entscheidend. Ist ein Kreditinstitut liquide und hat es keine Möglichkeit mehr, Kredite zu vergeben, dann bleibt ihm als Residualgeschäft nur noch der Wertpapiererwerb. Von den Kapitalmarktstiteln ziehen die Kreditinstitute festverzinsliche Werte⁷ den Dividendenwerten vor, da bei den Rentenpapieren die Kursrisiken weitaus geringer sind und auch die Verzinsung sicherer ist als die Dividendenaus-schüttung bei Aktien. Innerhalb der Obligationen werden vornehmlich Titel von öffentlichen Emittenten und Bankschuldverschreibungen erworben. Dieses Verhalten zeigt sich ganz deutlich am großen Anteil der Kreditinstitute am Erwerb von festverzinslichen Papieren, im Gegensatz zum Anteil am Aktienerwerb.

Anders ist die Reaktion auf einen Verlust von Liquidität. Einen anhaltenden Abfluß von Liquidität kann ein Kreditinstitut auf die Dauer nicht aus seinen Kassenbeständen oder Guthaben bei der Zentralbank bereitstellen, da die Banken ein bestimmtes Verhältnis von Zentralbankgeld zu den Einlagen nicht unterschreiten. Aus diesem Grunde sind Einschränkungen im Aktivgeschäft notwendig. Bei einem anhaltenden Abfluß von Zentralbankgeld wird das einzelne Kreditinstitut zuerst überhöhte Kassenhaltung und Zentralbankguthaben abbauen. Danach dürften Anlagen bei anderen Kreditinstituten zurückgerufen werden, gefolgt von

⁶ Vgl. *Mauersberger*, Eckhardt: Die Wertpapieranlage der westdeutschen Kreditinstitute, Diss. Köln 1963, S. 124 ff.

⁷ Sparkassen dürfen nach ihren Satzungen nur festverzinsliche Werte erwerben.

der Aufnahme von Geldmarktkrediten. Die nächst niedrigere Elastizität hat die Refinanzierung bei der Zentralbank. Die Elastizität der Offenmarktverkäufe und des Rückrufes von Geldmarktanlagen aus dem Ausland wird ähnlich hoch sein wie die der Refinanzierung. Kann sich ein Kreditinstitut durch diese Möglichkeiten nicht ausreichend liquide Mittel beschaffen, um einen Abfluß zu ermöglichen, dann wird es gezwungen, weitere Aktiva in Zentralbankgeld umzuwandeln oder die Kreditgewährung abzubauen. Die Kreditgewährung ist jedoch für die Banken von überragender Bedeutung, da die Bankkunden sich darauf eingestellt haben. Außerdem stehen einem Abbau die langfristigen Kreditvereinbarungen entgegen. Deshalb wird diese Einschränkung so lange wie möglich hinausgeschoben. Auch Wertpapierverkäufe sind ausgesprochen unelastisch. Bei ungünstiger Kursentwicklung kann sogar die Situation eintreten, daß eine Verlangsamung der Kreditvergabe dem Wertpapierverkauf vorgezogen wird, falls zu große Kursverluste eintreten würden. Bemerkenswert ist, daß in der BRD seit 1954 auch bei anhaltenden Liquiditätsabflüssen von den Kreditinstituten kaum Wertpapiere abgestoßen wurden. Dieses Verhalten der Banken bewirkt bei Liquiditätsanspannungen keinen zusätzlichen Druck auf die Kurse.

Eine klare Trennung der Aktivgeschäfte nach den Elastizitäten bei einem Liquiditätszu- und -abfluß ist nur schematisch möglich. Weitgehende Überschneidungen sind denkbar.

Das Wertpapiergeschäft ist bei einem Liquiditätsabfluß ziemlich unelastisch, bei einem Liquiditätszufluß dagegen elastischer. Wichtig ist, daß es ein Geschäft darstellt, über das die Banken völlig selbständig entscheiden können, da es von keinen Kundenwünschen abhängt. Sind die Banken liquide, dann werden sie Wertpapiere erwerben. Bei einem hohen Liquiditätssaldo wird *ceteris paribus* die Wertpapiernachfrage der Banken hoch sein, was tendenziell Kurssteigerungen nach sich zieht.

Abhängigkeit der Wertpapiernachfrage des gesamten Bankensystems vom Liquiditätssaldo

Erwirbt man Wertpapiere, gleichgültig ob Aktien oder Obligationen, dann erhält der Wertpapieremittent vom Wertpapierkäufer einen Kredit. Das gilt natürlich auch beim Ankauf von Wertpapieren durch die Kreditinstitute. Wird ein Titel auf dem Zirkulationsmarkt erworben, so tritt der Käufer nur an die Stelle des Verkäufers. Für den Emittenten ändert sich dadurch an der reinen Kreditbeziehung nichts. Bei festverzinslichen Titeln sind die Konditionen bekannt, da die Verzinsung und die Lauf-

zeit feststehen. Bei Aktienkäufen ist die Kreditvergabe auf den ersten Blick nicht so eindeutig. Auch hier werden liquide Mittel hingegeben. Die Verzinsung ist nicht festgelegt, sondern hängt von den Gewinnen der Gesellschaften ab. Die Laufzeit ist ebenfalls unbekannt. Bei einer eventuellen Liquidierung der Gesellschaft haben die Aktionäre jedoch einen Anspruch auf den Liquidationserlös, entsprechend ihres Anteils. Für jeden Wertpapiererwerb können daher die gleichen Überlegungen angestellt werden wie bei der herkömmlichen Kreditvergabe.

Für das gesamte Bankensystem folgt daraus, daß dessen Wertpapiererwerb in die Kreditschöpfungstheorie einbezogen werden muß. Das bedeutet, daß die Kreditinstitute als Gesamtheit mit den vorhandenen liquiden Mitteln ein Vielfaches an Wertpapieren erwerben können wie eine Einzelbank. Veränderungen des Liquiditätssaldos wirken sich somit multiplikativ auf die möglichen Wertpapiergeschäfte des gesamten Bankensystems aus. Außerdem bleibt zu erwähnen, daß die Überschussreserve, die der Kreditschöpfungstheorie zugrunde gelegt wird, keine isolierte Größe ist, sondern von den Kreditinstituten beeinflusst werden kann. Die Reservehaltung ist eine der Ausgleichsmöglichkeiten des Liquiditätssaldos und kann durch die anderen Ausgleichsmöglichkeiten manipuliert werden.

Durch Kreditvergabe bzw. Wertpapiererwerb ändert sich die Differenz zwischen den Einlagen von Nichtbanken und den Krediten an Nichtbanken, d. h. der Liquiditätssaldo, nicht. Da durch alle Aktivgeschäfte, außer denen mit der Zentralbank, die gesamten Einlagen und Kredite in gleicher Höhe berührt werden, verändert sich jedoch das Verhältnis vom Liquiditätssaldo zu Einlagen und Krediten, d. h. die Liquiditätsquote.

Liquiditätssaldo und Wertpapiernachfrage der anderen Marktteilnehmer

Der Liquiditätssaldo als Differenz zwischen Nichtbankeneinlagen und Nichtbankenkrediten drückt mehr aus als nur die Liquiditätslage des Bankensektors. Da die Einlagen Forderungen der Nichtbanken sind und die Kredite Verbindlichkeiten darstellen, wird durch den Liquiditätssaldo die Nettoposition der Nichtbanken gegenüber dem Bankensektor abgebildet. Die Nichtbanken orientieren aber ihre Wertpapiergeschäfte an ihrer Nettoposition. Ist diese günstig, verfügen sie z. B. über hohe Nettoguthaben, dann werden sie eher bereit sein, Titel nachzufragen als bei einem ungünstigen Verhältnis. Höhe und Veränderung des Liquidi-

tätssaldos wirken sich also auf die Wertpapiernachfrage der Banken und der Nichtbanken aus.

Da die Banken nur liquide sind, wenn die Differenz zwischen Einlagen und Krediten groß ist, sind es gleichzeitig auch die Nichtbanken, denen ja die Einlagen gehören, bzw. die die Kredite aufgenommen haben. In einer solchen Lage werden beide Sektoren verstärkt am Kapitalmarkt nachfragen. Sind die Nichtbanken weniger liquide, dann müssen es zwangsläufig auch die Banken sein. Bei geringer Liquidität werden die Nichtbanken u. U. versuchen, Wertpapierkäufe durch Kredite zu finanzieren. Da aber gleichzeitig die Banken nur über geringe liquide Mittel verfügen, ist das nur beschränkt möglich. Die Wertpapiernachfrage wird unter einer solchen Situation leiden. Sind dagegen die Nichtbanken liquide, so sind es auch die Banken. Die Nichtbanken werden in dieser Lage eher bereit sein, Wertpapiere zu erwerben. Da sie gleichzeitig wegen der guten Liquiditätssituation auf Kredite weniger angewiesen sind, ergibt sich für die Banken ein besonderer Anreiz zum Wertpapiererwerb. Liquiditätsschwemme und Liquiditätsmangel wirken sich somit stimulierend bzw. hemmend auf die Wertpapiernachfrage der Banken und Nichtbanken aus.

Empirische Untersuchung der Liquiditäts- und Kursentwicklung für die BRD

Vergleicht man den Verlauf des Liquiditätssaldos seit 1958 mit dem Verlauf des Aktienindex (1953 = 100), so erkennt man eine beachtliche Parallelität (vgl. Abb. 1). Der Kurs der 6%igen Pfandbriefe, der die Rentenmarktentwicklung repräsentiert, ist nicht so gleichläufig. Bildet man dagegen aus dem Liquiditätssaldo und den gesamten Nichtbankeneinlagen eine Liquiditätsquote und stellt man deren Verlauf dem Pfandbriefkurs gegenüber (vgl. Abb. 2), dann bewegen sich diese beiden Kurven stark parallel. Der Aktienindex dagegen verläuft nicht so ausgeprägt gleichgerichtet. Da die Kreditinstitute ihr Aktivgeschäft an dem Verhältnis ihrer liquiden Mittel zu den Gesamtverbindlichkeiten ausrichten und sie auf dem Rentenmarkt der überwiegende Marktteilnehmer sind, bestätigt die Gleichläufigkeit der Liquiditätsquote und des Rentenkurses die These, daß die Bankenliquidität für die Kapitalmarktentwicklung von besonderer Bedeutung ist. Die Parallelität von Liquiditätssaldo und Aktienindex ist darauf zurückzuführen, daß der Liquiditätssaldo nicht nur die Bankenliquidität, sondern auch Teile der Liquidität der Nichtbanken widerspiegelt. Da deren Anteil am Aktienmarkt

besonders hoch ist, ist ebenfalls ein beachtlicher Einfluß der Bankenliquidität auf die Aktiennachfrage gegeben.

Unterzieht man die Liquiditätsgrößen und die Kurse einer linearen Korrelationsanalyse, so erhält man für die Zeit von 1958 bis 1967 zwischen Liquiditätssaldo und Aktienindex einen Korrelationskoeffizienten von 0,61; die Liquiditätsquote und der Pfandbriefkurs sind sogar mit dem Koeffizienten 0,75 korreliert. Mathematisch bedeutet das, daß 61 % bzw. 75 % der Kursbewegung als abhängige Variable durch die Bewegung der Liquiditätsgrößen als unabhängige Variable erklärt werden können. Errechnet man daraus den sich ergebenden wahrscheinlichkeitstheoretischen Zusammenhag, dann erhält man folgende Regressionsfunktionen:

$$AI = 29,53 + 0,02723 (LS)$$

AI = Aktienindex 1953 = 100; LS = Liquiditätssaldo in Mill. DM

$$R = 78,68 + 202,27 (LQ)$$

R = Pfandbriefkurs; LQ = Liquiditätsquote

Das bedeutet, daß sowohl der Aktienindex als auch der Pfandbriefkurs mit steigenden Liquiditätsgrößen ansteigen.

Bedingungen für ein günstiges Kapitalmarktklima bis Ende 1969

Aufgrund dieser engen Zusammenhänge zwischen Bankenliquidität und Kursen sollen die Voraussetzungen für ein günstiges Kapitalmarktklima für das Jahr 1969 diskutiert werden. Als Hilfsmittel werden die Ergebnisse der Korrelationsrechnung mitverwendet. Dabei muß man im Auge behalten, daß bei der Korrelationsanalyse die Kursentwicklung praktisch nur von der Nachfrageseite her betrachtet wurde und das Angebot unberücksichtigt blieb. Das schien erlaubt, da sich in den letzten 15 Jahren zeigte, daß jedes Angebot von Wertpapieren vom Markt aufgenommen wurde, wenn nur die Liquidität groß genug war. Will man mit Hilfe der ermittelten Regressionsfunktionen das Kapitalmarktklima für 1969 abtasten, so müssen der Liquiditätssaldo und die Liquiditätsquote geschätzt werden. Daraus ergeben sich Fehlermöglichkeiten. Außerdem sind die Korrelationskoeffizienten für die Regressionsgeraden nur 0,61 bzw. 0,75. Dennoch ist ein solches Abwägen nicht sinnlos, da man sich unter Würdigung der anderen Einflußfaktoren ein besseres Zukunftsbild machen kann als ohne quantitative Erfassung des Liquiditätseinflusses.

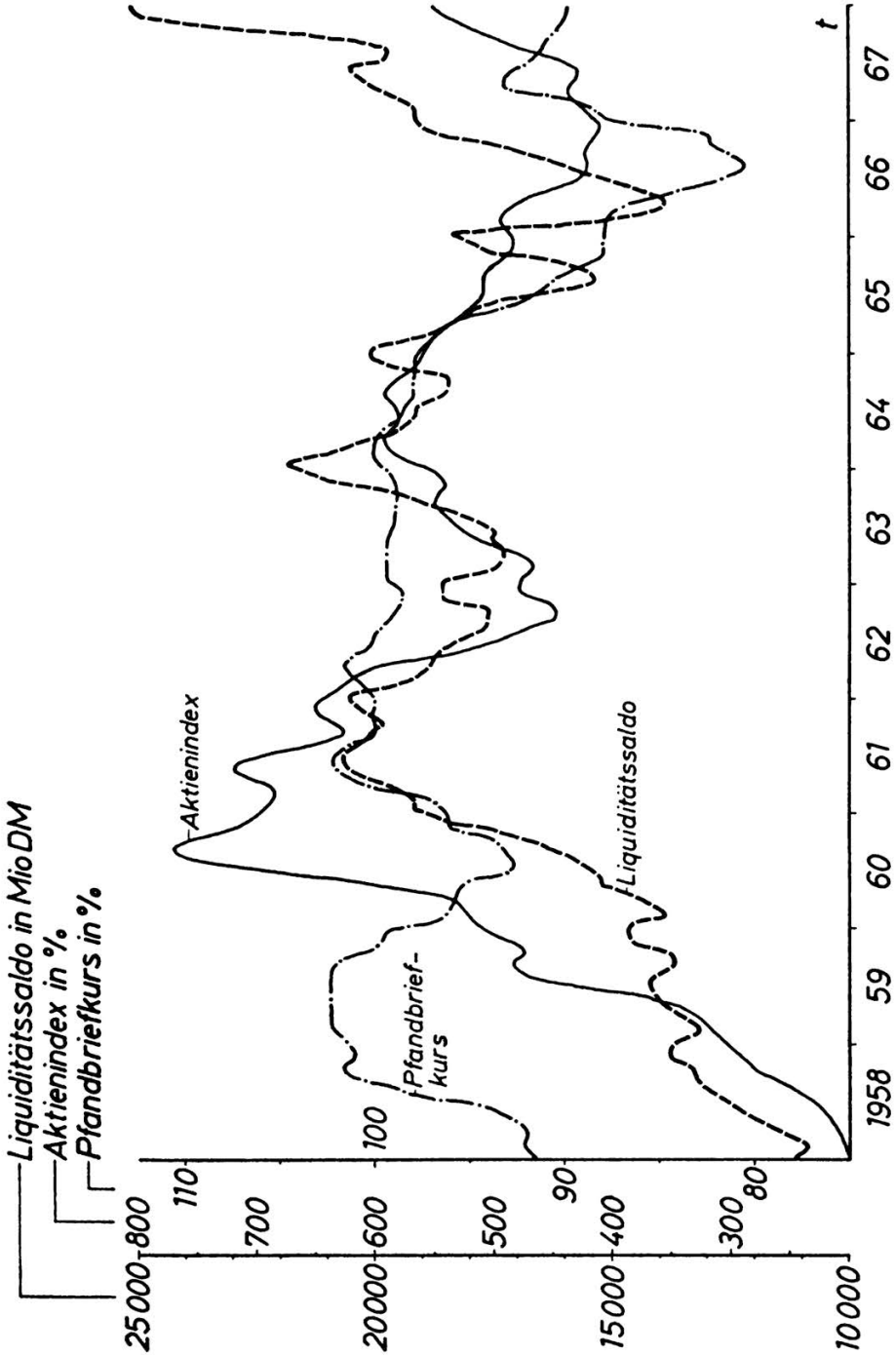


Abb. 1: Liquiditätssaldo, Aktienindex (1953 = 100; gleitender 3-Monatsdurchschnitt) und Pfandbriefkurs

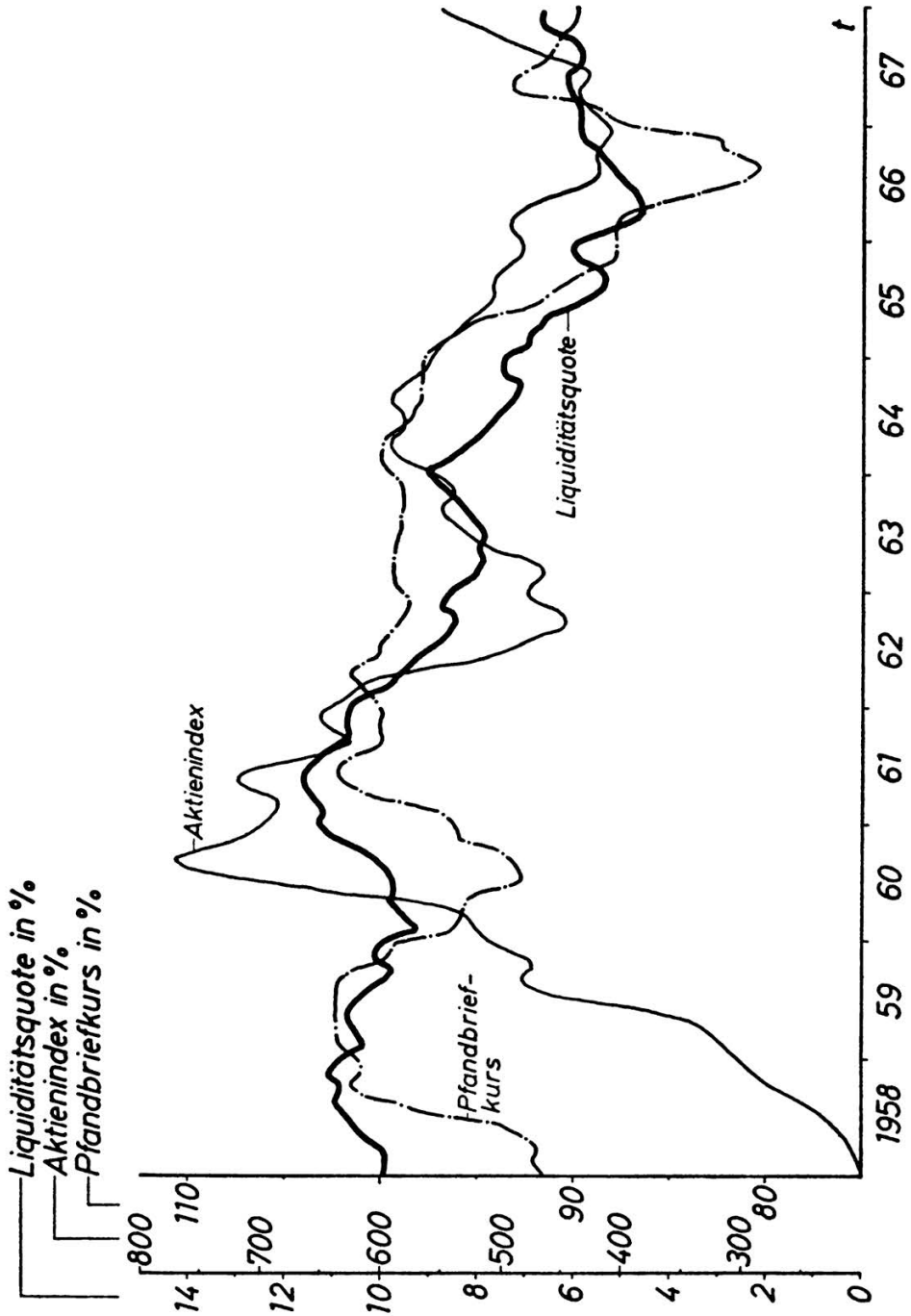


Abb. 2: Liquiditätsquote, Pfandbriefkurs und Aktienindex (1953 = 100; gleitender 3-Monatsdurchschnitt)

Der Liquiditätssaldo wird dadurch geschätzt, daß er in seine Ursachen aufgespalten wird. Über die Entwicklung dieser Einzelaggregate sind eher Annahmen möglich als über die Globalgröße. Die Ursachen des Liquiditätssaldos setzen sich zusammen aus dem Auslandsgeschäft der Bundesbank, den Kassentransaktionen der Öffentlichen Hand mit der Bundesbank, dem Zentralbankgeldumlauf bei Nichtbanken, den Direktinlagen der Wirtschaft und sonstigen Transaktionen. Bei den Schätzwerten werden die Vorausschätzungen des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung⁸ mit berücksichtigt. Das DIW schätzt für 1969, daß den Banken durch das Auslandsgeschäft der Bundesbank 2 bis 3 Mrd. DM zugeführt werden, durch die Zunahme des Bargeldumlaufs 1,5 Mrd. DM entzogen werden und durch Kassentransaktionen der Öffentlichen Hand mit der Bundesbank zwischen 0 und 1 Mrd. DM an Liquidität zufließen. Die Offenmarktoperationen der Zentralbank mit Nichtbanken schätzt der DIW nicht. Sonstige Vorgänge werden mit 0 angenommen. Damit ergibt sich eine geschätzte Liquiditätszunahme zwischen 0,5 und 2,5 Mrd. DM. Am Jahresende 1968 betrug der Liquiditätssaldo 30,8 Mrd. DM⁹. Folglich errechnet sich für das Jahresende 1969 ein Liquiditätssaldo zwischen 31,3 und 33,3 Mrd. DM. Da im I. Quartal 1969 ungewöhnlich viel Liquidität von den Banken abfloß, vor allem hervorgerufen durch Kassentransaktionen der Öffentlichen Hand, soll der untere Schätzwert angenommen werden. Die Zunahme des Liquiditätssaldos dürfte 1969 geringer als 1967 und 1968 sein.

Setzt man den unteren Schätzwert von 31,3 Mrd. DM in die Regressionsfunktion für den Aktienindex ein, so erhält man:

$$AI = 29,53 + 0,02723 \cdot 31\,300 = 882 \quad (AI\ 1953 = 100)$$

$$AI = 185 \quad (1965 = 100)$$

Bildet man aus der Regressionsfunktion eine Veränderungsgleichung, so fällt das konstante Glied weg und es ergibt sich:

⁸ Vgl.: Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung: Grundlinien der Wirtschaftsentwicklung 1969, in: Wochenbericht 46/47, 35. Jg., Berlin, 14. Nov. 1968. Zu beachten ist dabei, daß das DIW die Bankenliquidität anders abgrenzt, als es hier geschieht. Die Veränderung der Zentralbankguthaben beeinflussen dort den Umfang der Bankenliquidität, wogegen sie in Köhlers System Liquiditätsverwendung sind. Vgl. zu der Schätzung auch: Köhler, Claus: Aufschwung ohne monetäres Konzept, Geldstromanalyse für das 4. Vierteljahr 1968 und Perspektiven für 1969, in: WWI-Mitteilungen Nr. 3, März 1969, S. 71.

⁹ Berechnet unter Zugrundelegung der Bankenstatistik der Deutschen Bundesbank.

$$\Delta AI = 0,02723 \Delta (LS)$$

$$\Delta AI = 0,02723 \cdot 500 = 14 \quad (1953 = 100)$$

$$\Delta AI = 3 \quad (1965 = 100)$$

Mit einer solchen Veränderungsgleichung erfaßt man nur die Abweichung gegenüber dem Referenzzeitpunkt, die Niveauhöhe bleibt unberücksichtigt. Dem Betrag des geschätzten Liquiditätssaldos entspräche Ende 1969 ein Aktienindex von 185. Der Aktienindex läge damit um 50 Punkte über dem des Jahresendes 1968. Schließt man dagegen von der geschätzten Veränderung des Liquiditätssaldos auf die Veränderung des Aktienindex für Ende 1969, so erhält man nur eine Erhöhung um 3 Punkte. Das liegt daran, daß das Liquiditätsniveau weiterhin recht hoch ist und das Kursniveau Ende 1968 entsprechend den früheren Liquiditätsverhältnissen zu niedrig war. Dieses Ergebnis läßt auf ein positives Marktklima schließen.

Mit Hilfe der Regressionsgeraden zwischen Liquiditätsquote und Pfandbriefkurs soll auch das Kursniveau am Rentenmarkt abgetastet werden. Um die Liquiditätsquote zu ermitteln, ist noch die Einlagenentwicklung zu schätzen. Da die Einlagen in den letzten 15 Jahren nahezu gleichmäßig stiegen, kann man annehmen, daß diese Tendenz auch 1969 anhält. Am Jahresende 1968 betrug der Bestand an Nichtbankeneinlagen bei den Banken 426 Mrd. DM¹⁰. Für 1969 kann mit einer ähnlichen Zunahme wie 1968 gerechnet werden; das wären 60 Mrd. DM. Der Einlagenbestand dürfte sich somit während des Jahres 1969 auf ca. 486 Mrd. DM erhöhen. Als Liquiditätsquote ergibt sich daraus folgende Schätzung:

$$LQ = \frac{LS}{E} = \frac{31,3}{486} = 0,065$$

Damit ist die Liquiditätsquote etwas niedriger als zu den Jahresenden 1967 und 1968, an denen sie 0,071 betrug. Im Jahre 1969 werden, wenn die Schätzung zutrifft, die Einlagen schneller steigen als der Liquiditätssaldo. Setzt man diese Quote in die Regressionsgerade

$$R = 78,68 + 202,27 (LQ) \text{ ein, so erhält man:}$$

$$R = 78,68 + 202,27 \cdot 0,065 = 91,9$$

¹⁰ Berechnet unter Zugrundelegung der Bankenstatistik der Deutschen Bundesbank.

Bildet man auch hier die Veränderungsgleichung

$$\Delta R = 202,27 (\Delta LQ)$$

und setzt die Veränderung der Quote von 1968 zu 1969 mit $-0,006$ ein, so errechnet sich die Veränderung des Kurses zu:

$$\Delta R = 202,27 (-0,006) = -1,2$$

Auf dem Rentenmarkt ist somit — anders als auf dem Aktienmarkt — von der Liquiditätsentwicklung her mit einem niedrigeren Kursniveau für 1969 zu rechnen als am Jahresende 1968. Aus der Regressionsbetrachtung ergibt sich ein 6 %iger Pfandbriefkurs von 91,9 % bzw. aus der Veränderungsgleichung eine Senkung gegenüber dem Jahresende 1968 von 1,2 Punkten. Die Banken, die der wichtigste Nachfrager nach Rententiteln sind, werden bei einer Verschlechterung des Verhältnisses von Liquiditätssaldo zu den gesamten Einlagen vorsichtiger disponieren und nicht mehr in dem Maße Titel erwerben wie in der 2. Jahreshälfte 1967 und während des Jahres 1968. Damit besteht auf dem Rentenmarkt eine Kursenkungstendenz.

Soll das Kursniveau ähnlich hoch wie zum Jahresende 1968 gehalten werden, dann muß die Nachfrage angeregt werden. Seit Herbst 1967 hat die Bundesbank dazu ein sehr wirksames Mittel eingesetzt, nämlich die Offenmarktpolitik mit Nichtbanken. Dabei kauft oder verkauft die Bundesbank auf eigene Rechnung Titel öffentlicher Emittenten an der Börse. Diese Transaktionen haben einen doppelten Effekt. Zum einen beeinflussen sie das Kursniveau direkt, zum anderen wird dadurch *ceteris paribus* der Liquiditätssaldo bei den Banken beeinflusst. Kauft die Bundesbank, so entsteht eine Kurssteigerungstendenz. Gleichzeitig erhalten die Verkäufer liquide Mittel, die wiederum angelegt werden können. Sind keine Markteinflüsse vorhanden, dann fließen diese Mittel schließlich den Banken als Einlagen zu. Jetzt müssen diese über die Anlage der Mittel entscheiden. Ein Teil von ihnen wird, wenn auch mit zeitlicher Verzögerung, wieder am Kapitalmarkt erscheinen. Zum anderen hätte die Zentralbank noch über die Rediskont- und Lombardkontingentpolitik und die Einlagen/Schuldenpolitik die Möglichkeit, den Umfang des Liquiditätssaldos zu beeinflussen. Sollte die Liquidität der Banken angehoben werden, dann müßten die Kontingente erhöht werden. Außerdem wäre eine Verlagerung von Guthaben der Öffentlichen Hand bei der Zentralbank zu den Kreditinstituten möglich, bzw. sollten Guthaben der Öffentlichen Hand, die bei den Kreditinstituten anlaufen, bei diesen verbleiben. Dadurch würde die Liquiditätslage der Banken positiv be-

einflußt. Sollten die Liquiditätsbedingungen für den Rentenmarkt denen zum Jahresende 1968 entsprechen, dann müßte im Jahre 1969 der Liquiditätssaldo um ca. 3,4 Mrd. DM steigen.

Zusammenfassung

Da 1969 die Bankenliquidität, dargestellt durch den Liquiditätssaldo, in etwa gleich bleiben dürfte, ist mit einem ähnlichen Aktienmarktklima wie zum Jahresende 1968 zu rechnen. Die relative Bankenliquidität, das Verhältnis von Liquiditätssaldo zu den gesamten Einlagen dagegen hat eine abnehmende Tendenz. Die Käufe von festverzinslichen Wertpapieren durch die Banken werden davon sicherlich beeinflußt werden. Deshalb dürften sich auf dem Rentenmarkt Kurssenkungstendenzen, d. h. Zinssteigerungen, ergeben. Soll das verhindert werden, wird die Bundesbank versuchen müssen, die Liquidität der Banken zu erhöhen und mit der Offenmarktpolitik mit Nichtbanken gleichzeitig das Kursniveau noch direkt zu beeinflussen.