Die fiskalische Komponente einer Politik des Debt Management*

Von Karl-Heinrich Hansmeyer und Klaus Mackscheidt, Köln

I.

Der heute vielfach benutzte Begriff des debt management umschreibt mehrere Tatbestände. In einer weiten Fassung kann jede Politik darunter gefaßt werden, „that have the effect of changing the size or the composition of a government debt"[1], d. h. hier sind die Übergänge zu einer gesamtwirtschaftlich ausgerichteten Stabilitätspolitik fließend, die mit einer Veränderung des Schuldenvolumens operiert. In einer engeren Fassung versteht Warren L. Smith lediglich diejenige Politik als debt management, „which affect the composition of the publicly held debt"[2].

Ohne bereits am Anfang die eine oder die andere Fassung bevorzugen zu wollen, zeigen sie jedoch, wie groß das Zielbündel sein kann, unter dem eine moderne Schuldenpolitik steht. Zur Verdeutlichung der hierbei auftretenden Realisierungsschwierigkeiten sei eine vergleichsweise einfache Schuldenpolitik beschrieben, die mit dem Begriff „fiskalisch" gekennzeichnet ist und die ein schuldenpolitisches Vorgehen umschließt, das als „Politik der Zinsminimierung" bezeichnet werden kann. Erst die Kenntnis der diesem Ziel dienenden Strategien erlaubt es, die Zielkonflikte herauszuarbeiten, die dann entstehen, wenn in zunehmendem Maße nichtfiskalische Ziele verfolgt werden, die sich z. B. auf eine Veränderung des Liquiditätsstatus der Gesamtwirtschaft unter konjunkturpolitischen Zielen erstrecken. Zu diesem Zweck sollen zunächst die Komponenten eines fiskalisch orientierten debt management herausgearbeitet werden (II). Es wird sich zeigen, daß diese vornehmlich in einer Politik der Marktanpassung be-

* Wir danken Herrn Dipl.-Kfm. Dietrich Dickertmann für ergänzende Hinweise, insbesondere bei der Analyse der Investorinteressen.

[1] *E. R. Rolph,* Debt Management: Some Theoretical Aspects, Public Finance 1961, S. 105.

[2] *W. L. Smith,* Debt Management in the United States, Study Paper Nr. 19 for the Joint Economic Committee, 86th Congress, second session, Washington 1960, S. 2.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.3.3.241 | Generated on 2025-07-22 00:29:09
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

stehen (III), die allerdings bis zu einer Politik der Marktteilung fortschreiten kann. Dabei gehen die Überlegungen nach der zuletzt genannten Version der Politik des debt management davon aus, daß die Kategorie „size" ausgeklammert bleibt, daß also fiskalisch orientierte Schuldenpolitik unter der gedanklichen Annahme eines gleichbleibenden Schuldenstandes erfolgt. — Im Schlußteil (IV) werden dann einige Erweiterungen vorgenommen; zunächst werden einige Beziehungen zwischen fiskalischem Ziel und nichtfiskalischen Zielen herausgearbeitet. Einige Bemerkungen zur engeren oder weiteren Fassung des Begriffs debt management schließen sich an.

II.

Eine fiskalische Schuldenpolitik wurde in erster Annäherung als eine Politik der Zinslasten-Minimierung umschrieben. Eine diesem Ziel entsprechende optimale Schuldenstruktur könnte sich gewissermaßen automatisch dadurch ergeben, daß gerade auslaufende Kredite — die nicht aus Steuermitteln zurückgezahlt werden sollen — durch Begebung neuer Schuldtitel so ersetzt werden, daß diese die niedrigsten effektiven Zinslasten beanspruchen. Ein derartiges Vorgehen wäre jedoch allzu zufallsbedingt, um ohne Mängel zu sein. So könnte eine zwangsweise Refinanzierung auslaufender Schulden gerade dann erfolgen müssen, wenn das Kreditangebot z. B. wegen eines Steuertermins Engpässe zeigt. Auch kann die jeweilige konjunkturelle Lage derartige Operationen verbieten oder andere nahelegen. Geht man z. B. davon aus, daß in der Hochkonjunktur das Zinsniveau relativ hoch ist, so lautet die Empfehlung für eine fiskalische Schuldenpolitik, gerade in dieser Phase langfristige Verschuldungstransaktionen zu vermeiden. Umgekehrt ist eine langfristige Verschuldung der kurzfristigen dann vorzuziehen, wenn das Zinsniveau vornehmlich infolge fehlender privater Nachfrage relativ niedrig ist. In dieser Situation könnte es überdies günstig sein, sämtliche kurzfristigen Schulden zurückzukaufen und durch langfristige zu ersetzen (Postulat der einfachen Schuldenstruktur)[3].

Diese Ausgangsposition kann jedoch nur solange gehalten werden, wie die vom technischen Ablauf der Schuldentransaktionen ausgehenden Wirkungen unberücksichtigt bleiben. Bezieht man diese Einflüsse in die Analyse ein, so wird der Abstand zur automatischen Politik der Zinsminimierung zunehmend vergrößert. Zunächst wird nämlich beim Ankauf kurz-

[3] Vgl. *K.-D. Henke,* Savings Bonds als Instrument der Finanzpolitik, Diss. Köln 1970, S. 145 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.3.3.241 | Generated on 2025-07-22 00:29:09
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

fristiger Schulden in merklichen Mengen der Kurs dieser Werte steigen; ein gleichzeitig betriebener Verkauf langfristiger Titel läßt umgekehrt deren Kurs fallen, so daß durch diese schuldenpolitische Operation das ursprünglich am Markt bestehende Zinsgefälle zwischen kurz- und langfristigen Titeln verändert wird, im Extremfall soweit, daß keine zusätzlichen Zinsvorteile mehr entstehen und damit weitere Umtauschaktionen sinnlos werden. Daraus ergibt sich dann die gegenüber dem Postulat der einfachen Schuldenstruktur verfeinerte Schlußfolgerungen, eine Mischung von kurz- und langfristigen Schulden zu halten, anstatt sich für das eine oder andere Extrem zu entscheiden. Darüber hinaus zeigt das Beispiel deutlich die Erweiterung der Fragestellung: Offenbar ergibt sich aus dem Problem der Zinsminimierung automatisch die Frage nach der optimalen Kombination der Laufzeiten. Es wird nämlich jeweils eine bestimmte Substitution kurzfristiger in langfristige Titel verlangt. Wo liegen die Grenzen dieser Substitution?

Veranschaulichen wir das Problem wiederum zunächst am Beispiel der Rezession. Hier verlangt eine zinsorientierte Schuldenpolitik bei niedrigem Zinsniveau die Substitution von kurz- in langfristige Titel. Mit steigender Umschuldung werden nun aber die Zinsen für langfristige Schulden zunehmen, d. h. die Kurve des Zinsgefälles dreht sich, wie Abb. 1 zeigt. Ob diese Kurve eine konkrete Zinsstruktur in der BRD widerspiegelt, mag dahin gestellt bleiben. Unabhängig davon ist jedoch der Grundgedanke gültig, daß die Substitution Zug um Zug unvorteilhafter wird. Eine Grenze wäre erreicht, wenn der Zins für langfristige Titel den von konjunkturellen Schwankungen bereinigten Durchschnittszins zu überschreiten beginnt. Dieser Verlauf wird mit größerer Marktenge für langfristige Titel immer wahrscheinlicher. Das Tempo des Anpassungspro-

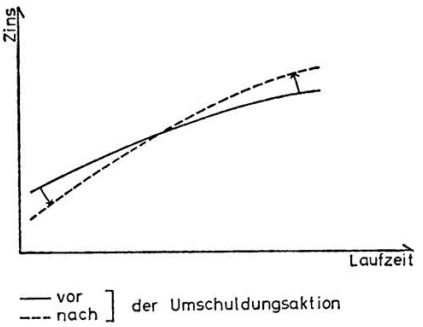

Abbildung 1

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.3.3.241 | Generated on 2025-07-22 00:29:09
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

zesses wird von zwei Komponenten bestimmt: der absoluten Größe des Wertpapiermarktes und des relativen Anteils der Staatsschuld an diesem Markt. Zudem ergibt sich bei einer Planung auf langfristige Distanz ein weiteres Problem. Die Schuldenpolitik muß nämlich in Rechnung stellen, daß bei derartigen Umtauschoperationen die Gefahr eines harten und überdurchschnittlich großen Kursverfalls droht, so daß auch ein Minimum an Kurspflege um so teurer wird, je höher der absolute und relative Anteil langfristiger öffentlicher Titel ist. Die Abhängigkeit von der absoluten Höhe bedarf keiner näheren Begründung; die Bedeutung des relativen Anteils ergibt sich aus der folgenden Überlegung: Je höher der Anteil öffentlicher Schulden am gesamten Kreditmarkt ist, desto deutlicher sind die Reaktionen der Anleger in öffentlichen Papieren spürbar, desto teurer wird die Kurspflege im Falle eines plötzlichen Kursverfalls. Unter Berücksichtigung dieses „Vorsichtsmotivs"[4] ist es angezeigt, die Substitution langfristiger gegen kurzfristige Titel bereits an der Schwelle abzubrechen, an der der Anteil langfristiger Titel zunehmend höhere Aufwendungen für die Kurspflege erwarten läßt. Dabei wird als selbstverständlich unterstellt, daß der Staat zur Kurspflege entschlossen ist und daß ihn das Kostenkalkül berührt. Das bedeutet, daß er derartige Transaktionen aus Haushaltsmitteln durchführt, mit denen immer opportunity costs in Höhe anderer dann unterbleibender öffentlicher Ausgaben verbunden sind. Überläßt er hingegen Kursstützungsmaßnahmen der Notenbank, so treten derartige Kosten im Haushaltsplan infolge der Finanzierung aus Geldschöpfung zunächst nicht auf. Es fragt sich freilich unabhängig von den institutionellen Regelungen, ob eine solche Maßnahme in die konjunkturpolitische Landschaft paßt, d. h. ob die mit der Kursstützung verbundenen Liquiditätswirkungen währungspolitisch erwünscht sind und gegebenenfalls von der Notenbank auch tatsächlich vorgenommen werden.

Verfolgen wir den konjunkturellen Aspekt weiter, so sind von dem bisher behandelten Fall einer induzierten, d. h. durch die staatlichen Umtauschoperationen bewirkten Kurspflege, diejenigen Anlässe von Kurspflege zu unterscheiden, die als Reaktion auf konjunkturell bedingte Kursschwankungen zu verstehen sind (autonome Kurspflege). Eine solche

[4] Siehe hierzu auch die Bemerkung bei *R. A. Musgrave*, Theorie der öffentlichen Schuld, in: Handbuch der Finanzwissenschaft, III. Band, Tübingen 1958, S. 129 und dort angegebene Literatur, insbesondere *A. G. Hart* u. a.; Money, Debt and Economic Activity, Fourth Ed., Englewood Cliffs, 1969, S. 207 f., der auf ein Vorsichtsmotiv hinweist, es allerdings aus der Sicht des Anlegers interpretiert.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.3.3.241 | Generated on 2025-07-22 00:29:09
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Politik kann freilich nicht zum Ziel haben, die gesamten konjunkturellen Kursschwankungen auszugleichen; sie muß jedoch dann eingreifen, wenn der Kursverfall die bereits beschriebene Schwelle zu überschreiten droht. Diese Gefahr wächst, wenn eine restriktive Notenbankpolitik überdurchschnittlich stark auf den Wertpapiermarkt einwirkt[5].

Lassen wir diese Überlegungen beiseite, so hängen die Kosten der Kurspflege, wie bereits betont, von der gesamten Höhe der öffentlichen Schuld und vom relativen Anteil der langfristigen Titel an der öffentlichen Schuld ab. Abb. 2 möge dies verdeutlichen. Dabei ist die Kurve AA die Interessenkurve der Anleger. Ihr Verlauf soll für den von uns wiederum betrachteten Fall der Rezession zum Ausdruck bringen, daß mit der in dieser Situation verbreiteten Abneigung gegen das Investieren auch das Halten langfristiger Titel als „teuer" empfunden wird; die Bereitschaft der Anleger, langfristige Titel zu zeichnen, ist gering. Gleichzeitig sind sie aber geneigt, langfristige gegen kurzfristige Titel einzutauschen. Die Kurve hat einen, gegen den Ursprung gesehen, konvexen Verlauf, weil die unterschiedliche Präferenz für beide Fristigkeiten bei fortgesetzter Substitution von langfristigen gegen kurzfristige Titel in zunehmendem Maße beseitigt

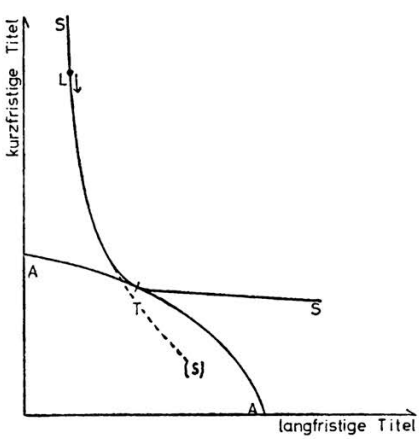

Abbildung 2

wird. Damit nimmt für die Anleger auch das reale Austauschverhältnis von kurz- zu langfristigen Titeln ständig zu.

---

[5] Diese Überlegungen gelten gerade unter dem Postulat einer einfachen Schuldenstruktur.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.3.3.241 | Generated on 2025-07-22 00:29:09
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Das Interesse des Staates drückt die S-Kurve aus. Sein Interesse ist das umgekehrte, d. h. er soll nach den Empfehlungen einer zinsorientierten Schuldenpolitik eine Substitution von kurz- gegen langfristige Titel vornehmen. Je höher der Anteil kurzfristiger Titel innerhalb der gesamten Schuldenmasse, desto reibungsloser beginnt zunächst dieser Vorgang. Gehen wir beispielsweise von einem Bestand an kurz- und langfristigen Titeln aus, wie er dem Punkte L auf der S-Kurve entspricht, so ist zunächst jede Substitution in Richtung auf T vorteilhaft. Mit weiter fortschreitender Substitution nimmt aber dieser Vorteil mehr und mehr ab, weil, wie in Abb. 1 gezeigt wurde, sich das Zinsgefälle ändert. Die Ausgabe langfristiger Titel wird in zunehmendem Maße teurer, dies vornehmlich auch deshalb, weil wachsende Nachfrage des Staates aus Substitutionsgründen mit konjunkturell bedingt geringem Anlegerinteresse zusammentreffen. Im Gegensatz zur Interessenkurve der Anleger nimmt daher für den Staat das reale Austauschverhältnis von kurz- zu langfristiger Verschuldung, weil gegen den Markt gerichtet, ständig zu; der konkave Kurvenverlauf bringt dies zum Ausdruck. Diese Entwicklung verläuft jedoch nicht kontinuierlich. Es darf vielmehr vermutet werden, daß die S-Kurve an einer bestimmten Stelle einen verhältnismäßig scharfen Knick aufweist. Berücksichtigen wir nämlich die Erörterungen über die vermutlichen Kurssicherungskosten, so nimmt das Risiko der Unterbringung weiterer langfristiger Titel überproportional zu; die Operationen werden zu gefährlich. — Abbildung 2 bringt diesen Sachverhalt zum Ausdruck. Der Tangentialpunkt der beiden Interessenkurven (T in Abb. 2) drückt dann die optimale Laufzeitenstruktur des Staates bei gegebenem Anlegerinteresse aus. Er liegt in der Zeichnung kurz vor dem Knick der S-Kurve, da für die Phase der Rezession angenommen werden darf, daß der Staat bei der auch langfristig erwünschten Umtauschoperation von kurz- in langfristige Titel bis an die Grenze des Marktes vorstößt[6]. Es kommt hinzu, daß die mit einer solchen Politik verbundenen Zinssteigerungstendenzen konjunkturpolitisch durchaus erwünscht sein können, wenn sie als Indiz für den beginnenden Umschwung gelten. —

In der Hochkonjunktur ergibt sich ein etwas anderes Bild. Hier herrscht ein hohes durchschnittliches Zinsniveau, die Zinssteigerungserwartungen werden zunehmend negativ. Der Kurvenverlauf der A-Kurve hat sich zwar insgesamt nicht verändert, sie verläuft jedoch steiler, da nunmehr

---

[6] Bei ungeknicktem Verlauf der S-Kurve würde der zugehörige Tangentialpunkt unterhalb des jetzigen Punktes T liegen, wie man bei entsprechender Parallelverschiebung der Kurve S nach rechts erkennen kann.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.3.3.241 | Generated on 2025-07-22 00:29:09
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

langfristigen Titeln eine stärkere Präferenz entgegengebracht wird als in der Rezession.

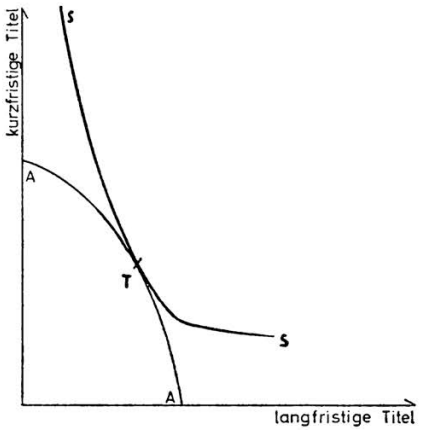

Abbildung 3

Die staatliche Interessenkurve ist hingegen nahezu gleich geblieben, da der nunmehr erwünschte Tausch von langfristigen in kurzfristige Titel zunehmend an Nutzen verliert. Aufgrund der veränderten A-Kurve ist es nun nicht mehr so sicher, wo der neue Tangentialpunkt T liegt; er ist längst nicht so eindeutig bestimmt wie im Falle der Rezession. Ist die optimale Schuldenstruktur erreicht, bevor alle langfristigen Titel abgestoßen sind, z. B. weil die Notenbank den Geldmarkt ‚ausgetrocknet' hat, so liegt T jedenfalls näher zum Knick der S-Kurve als bei einer Politik des „bills only", wo er weiter oberhalb anzusetzen ist. Jedenfalls gibt es keine eindeutigen Motive für einen vorzeitigen Substitutionsverzicht, wenn man dies aus der Sicht einer kurzfristigen Politik der Zinsminimierung betrachtet. So könnte man unter Vernachlässigung langfristiger Aspekte annehmen, daß der Optimalpunkt weit oben auf der S-Kurve liegen müßte. Bedenken wir jedoch, daß in einer anderen konjunkturellen Situation die kurzfristigen Titel wieder gegen langfristige zu tauschen sind und daß eine Rückeroberung des Marktes für langfristige Titel später mit unverhältnismäßig hohen Kosten verbunden sein kann, so ist es angezeigt, auf die vollständige Substitution von lang- in kurzfristige Titel zu verzichten, weil die jetzt gewonnenen Zinsvorteile geringer sind als die bei der Rückeroberung später anfallenden zusätzlichen Kosten. Für

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.3.3.241 | Generated on 2025-07-22 00:29:09
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

den Optimalpunkt gibt es also unter langfristigem Aspekt durchaus eine obere Grenze.

Damit ist in das Kalkül einer auf Zinsminimierung gerichteten Politik ein neues Element getreten, die ständige Rücksichtnahme auf die zukünftige Belastung des Geld- und Kapitalmarktes. Dadurch wird in langfristiger Betrachtung der Begriff der Zinskosten erweitert. Nunmehr zählen zur Politik der Zinsminimierung alle Maßnahmen, die geeignet sind, Geld- und Kapitalmarkt für eine öffentliche Schuldaufnahme ergiebiger zu machen, nicht zuletzt durch das Schaffen von Präferenzen. Unter diesem langfristigen Aspekt muß die öffentliche Hand als Kreditnehmer versuchen, ihr „akquisitorisches Potential" zu erweitern. Damit werden Verhaltensänderungen der Anleger nun insoweit ein Ziel dieser Politik, als durch sie in der Zukunft Kostenersparnisse zu erwarten sind. Ziele hingegen, deren Realisierung diesen Vorteil nicht einschließen, bleiben nach wie vor ausgeklammert. Da eine solche Politik im wesentlichen darauf gerichtet ist, erkennbaren Anlegerwünschen entgegen zu kommen, kann sie auch als Strategie der Marktanpassung bezeichnet werden.

III.

Eine Politik der Marktanpassung muß sich zunächst eine Übersicht über die Anlegerinteressen verschaffen. Sie hat sodann die beste Marktstrategie zu erproben, sei es, daß sie nach wie vor auf einem ungeteilten Markt operiert, sei es, daß sie das schärfere Instrument der Marktteilung anwenden muß. — Unter den verschiedenen Anlegergruppen mit unterschiedlichen Anlegermotiven soll zunächst das Anlegerinteresse der Zentralbank, da vollständig politisch ausgerichtet, unberücksichtigt bleiben. Auch die Anlagemotive des Auslandes bleiben außerhalb der Betrachtung; sie sind in der Regel „exogenen" Faktoren, wie der Ausnutzung eines bestehenden Zinsgefälles einschließlich steuerlicher Unterschiede, der Kapitalflucht sowie allgemeiner Währungsspekulation, in einem Maße unterworfen, daß die normale Emissionspolitik einer Regierung dem kaum nachgehen kann. Als langfristig interessante Anlegergruppen bleiben dann neben den Kreditinstituten die Sozialversicherungen und die sonstigen Nichtbanken, wie Bausparkassen, Individualversicherungen, Investmentfonds, Unternehmen und Haushalte.

Alle diese Gruppen und Institutionen werden ihre Anlage — so sei unterstellt — nach den Gesichtspunkten der Rentabilität, Liquidität und Sicherheit vornehmen, wobei sich je nach Anlegergruppe, Anlegerziel

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.3.3.241 | Generated on 2025-07-22 00:29:09
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

sowie u. U. gegebenen Anlagevorschriften eine höchst unterschiedliche Mischung dieser Anlagemotive ergibt. Will die Emittentin diesen verschiedenen Anlegerwünschen durch eine Variation der Ausstattungselemente entgegenkommen, so ergeben sich zunächst Informationsprobleme. Diese werden in der Bundesrepublik institutionell gelöst; Koordinierungsgremien (z. B. der Zentrale Kapitalmarktausschuß) bemühen sich um Markttransparenz. Dabei sind freilich Fehleinschätzungen wie auch Verstöße gegen das fiskalische Ziel nicht ausgeschlossen, zumal Informand und Anlageinteressent oftmals identisch sein werden. Die Notenbank ist dann immer noch der neutralste Anwalt des Staates, obwohl auch sie auf die Informationen des Bankensystems angewiesen bleibt. Es sollte untersucht werden, ob hier eine verfeinerte Marktforschung weiterhilft, die allerdings in ihrer herkömmlichen Anwendung modifiziert werden müßte, da sie sich für die Verhältnisse der Bundesrepublik vorwiegend an institutionelle Anleger zu wenden hat.

Versuchen wir eine freilich vorläufige Gruppierung der Anlegerinteressen nach den drei Hauptmotiven, so ergibt sich unter dem Aspekt der Rentabilität das folgende Bild. Kleinanleger pflegen traditionell bei ihren Anlageüberlegungen auf einen hohen und glatten Nominalzins zu achten[7]. Der verstärkte Wettbewerb der verschiedenen Sparformen untereinander sowie die zunehmende Information im Bereich der Wertpapieranlage führen jedoch mit Sicherheit dazu, daß auch hier die Effektivverzinsung an Bedeutung gewinnt. Steuerliche Überlegungen treten hinzu, etwa wenn Agio und Kursgewinne bei Privaten im Gegensatz zu den institutionellen Anlegern steuerfrei sind. — Institutionelle Anleger orientieren sich generell an der Effektivverzinsung. Die Interpretation des Rentabilitätsziels wird dabei sicherlich vom Primärgeschäft beeinflußt: Bei Individualversicherungen ist Rentabilität zur Prämienrückgewähr und für die Gewinnbeteiligung der Versicherten erforderlich, beides wesentliche Gesichtspunkte im Konkurrenzkampf nicht zuletzt mit den Kreditinstituten. Die von diesen Anlegern bevorzugten Schuldscheindarlehen sind gerade durch die recht einseitige Hinwendung zum Rentabilitätskonzept gekennzeichnet.

Demgegenüber erscheint bei den Sozialversicherungsträgern das Rentabilitätsdenken in „verdünnter" Form, wenn die anzulegenden Mittel zwar „erfolgreich", jedoch unter Beachtung sozialer Gesichtspunkte und unter Berücksichtigung der volkswirtschaftlichen Richtigkeit angelegt werden

[7] Vgl. *W. Reiter*, Das Bundesanleihekonsortium, Wiesbaden 1967, S. 253 f. Diese Beobachtung ist während der jüngsten Baisse am Rentenmarkt wieder eindrucksvoll bestätigt worden.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.3.3.241 | Generated on 2025-07-22 00:29:09
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

sollen. Nimmt man für die Bundesrepublik die Abgeltung der Staatszuschüsse durch Staatstitel hinzu, so ist hier der unternehmerische Spielraum gering. Bei den Investmentgesellschaften hängt die Einstellung zu festverzinslichen (Staats-) Papieren vom grundsätzlichen Anlagegeschäft ab; Rentenfonds verfolgen im Gegensatz zu Aktienfonds gerade das Ziel, rentable Rentenwerte ins Portefeuille zu nehmen. Für die eigentlichen Kreditinstitute steht als Primärgeschäft das Kreditgeschäft im Vordergrund; die Anlage in Staatstiteln erfüllt von daher zunächst nur subsidiäre Funktionen, d. h. es handelt sich bei der kurz- und langfristigen Anlage flüssiger Mittel um ein Zusatz- oder Ergänzungsgeschäft, das freilich unter sehr exakten Rentabilitätsgesichtspunkten betrieben wird. Mag für einzelne Gruppen der Kreditinstitute (z. B. Sparkassen) der öffentliche Sektor größere Bedeutung für die Anlage besitzen, das Rentabilitätsargument dürfte dabei nicht an Bedeutung verlieren.

Die bei diesen Rentabilitätsüberlegungen im Vordergrund stehende Effektivverzinsung ist das Ergebnis unterschiedlicher Faktoren. Ihre richtige Gewichtung ist oft für die Ergiebigkeit des Marktes entscheidend, so daß sie eine eigenständige emissionspolitische Bedeutung besitzen. Neben dem Nominalzinssatz und der Laufzeit ist hier insbesondere der Emissionskurs wichtig — mit dem Rückzahlungskurs wird allzu selten gearbeitet. Auch die Laufzeiten spielen eine Rolle, wenn z. B. bei Tilgungsanleihen im Gegensatz zu Fälligkeitsanleihen mit der mittleren Laufzeit gerechnet werden muß. Bereits aus diesen Überlegungen ergibt sich, daß eine klare Trennung von Rentabilitäts-, Liquiditäts- und Sicherheitsmotiven nur im Extremfall möglich ist. In der Regel überlappen sich wesentliche Komponenten. So ist z. B. das Tilgungsverfahren für Rentabilität und Liquidität der Titel von Bedeutung, die hier speziell nicht im einzelnen behandelte Kurspflege sorgt gleichermaßen für Liquidität und Sicherheit, während die sog. Konversionsgarantie für Rentabilität und Sicherheit von Belang ist.

Die Aspekte der Liquidität stehen für den Kleinanleger in der Regel nicht im Vordergrund. Entschließt er sich zum Kauf eines Rentenpapiers, so ist dieser Liquiditätsverzicht meist von Dauer[8]. Für den institutionellen Anleger mag der Kauf von Staatspapieren rentabilitätspolitisch notwendig sein, gleichzeitig verbindet sich damit aber auch das Bedürfnis, die Titel

[8] Dies zeigt sich besonders deutlich bei den US-Savings Bonds, die, obwohl mit Gläubigerkündigungsrecht ausgestattet, wegen des konservativen Anlegerverhaltens eine hohe Restlaufzeit aufweisen. Siehe hierzu ausführlich *K.-D. Henke*, Savings Bonds als Instrument der Finanzpolitik, a.a.O., S. 92 f.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.3.3.241 | Generated on 2025-07-22 00:29:09
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

möglichst jederzeit mit minimalem Kursverlust (Sicherheitsmotiv!) in liquide Mittel transformieren zu können. Je nach der Art des Primärgeschäftes dürften dabei unterschiedliche Liquiditätsschwerpunkte auftreten. Langfristige Anlagemöglichkeiten haben Sozial- und Individualversicherungen, zumal bei ersteren im Falle von Liquiditätsschwierigkeiten der Bund eingreifen wird. Bei letzteren wird die langfristige Liquiditätsplanung durch eine gute Vorhersehbarkeit der Liquiditätsbedürfnisse und durch die verzögerte Auswirkung konjunktureller Schwankungen auf die Geschäfte begünstigt.

Vorwiegend langfristige, aber auch kurzfristige Anlagemöglichkeiten haben Investmentgesellschaften und Sparkassen; bei Investmentgesellschaften muß die Möglichkeit des schnellen Positionswechsels gesichert sein, daher ist eine gewisse Tendenz zur mittel- bis kurzfristigen Anlage unverkennbar. Bei den Sparkassen gelten ähnliche Überlegungen. Einerseits haben die Sparkassen durch ein hohes Sparaufkommen langfristige Anlagemöglichkeiten. Andererseits müssen sie mit kurzfristigen Liquiditätsabzügen rechnen, so daß liquiditätspolitische Maßnahmen eingeplant werden müssen. Allerdings wird der größte Teil dieser Vorsorgemaßnahmen von den Girozentralen übernommen. — Überwiegend kurzfristige, aber auch langfristige Anlagemöglichkeiten haben die Kreditbanken und die Girozentralen. Sie bevorzugen die kurz- und mittelfristige Anlage, um jederzeit eine Refinanzierung verwirklichen zu können. Langfristige Anlagen sind bei ihnen für ein systematisch aufgebautes Fälligkeitsprogramm von Bedeutung, damit jeweils fällig gewordene Teilbeträge in liquiditätspolitisch schwierigen Situationen (Ultimo) eingesetzt werden können. Demgegenüber haben Hypothekenbanken, Bausparkassen und sonstige Unternehmen zumeist nur kurzfristige Anlagemöglichkeiten. Sie sind daher für schuldenpolitische Zwecke des Staates kaum von Bedeutung, will der Staat nicht in das primär anderen Zwecken dienende langfristige Geschäft eindringen.

Diese Überlegungen zeigen zunächst, daß der Staat bei einer zinspolitisch gebotenen Veränderung des Fälligkeitsfächers mit der Variation der Fristen auch eine Variation der Zeichnergruppe vornimmt; auch aus dieser Überlegung ergibt sich eine neuerliche Grenze für zinsminimierende Umtauschoperationen. Übertragen wir diese Erkenntnis auf die Überlegungen des zweiten Teils, so ergeben sich wahrscheinlich zusätzliche Unstetigkeiten im Verlauf der S-Kurve, und zwar dann, wenn das Zeichnungspotential einer Anlegergruppe plötzlich erschöpft ist. — Darüber hinaus ist das Merkmal „Liquidität" wiederum auf mehrere technische Komponenten der Staatstitel zurückzuführen. Diese beginnen bei Emis-

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.3.3.241 | Generated on 2025-07-22 00:29:09
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

sionszeitpunkt und Emissionsbetrag bei Einmalemissionen. Die Emittentin hat zu prüfen, ob bei den gewünschten Anlegergruppen ausreichende Mittel zum geplanten Emissionstermin zur Verfügung stehen oder ob der vorgesehene Betrag mit konkurrierenden Emissionen kollidiert. Die Laufzeit als zweiter Faktor wurde verschiedentlich erwähnt; institutionelle Anleger sind eher an kurz- bis mittelfristigen Laufzeiten interessiert, da so deren Finanzplanung erleichtert wird. Sogenannte Staffelanleihen, bei denen sich der Anleger bei unterschiedlicher Verzinsung für zwei oder drei verschiedene Laufzeiten entscheiden kann, dürften hier Anklang finden. — Die ökonomisch entscheidende effektive Laufzeit hängt jedoch von den Tilgungsbedingungen ab. So bevorzugen institutionelle Anleger Titel mit einmaliger Rückzahlung (Fälligkeitsanleihen, z. B. Schatzanweisungen). Das Recht verstärkter, d. h. vorzeitiger Kündigung wird nicht gern akzeptiert, weil auf diese Weise die Finanzplanung erschwert wird. Das gleiche gilt für Anleihen mit Gruppenauslosung (Tilgungsanleihen). Positiver ist dann schon der Rückkauf durch die Emittentin zu beurteilen, da die Mittel nicht gegen den Willen des Gläubigers fällig werden und gleichzeitig Kurspflege betrieben wird. Eine einseitige Kündigungsmöglichkeit des Schuldners wirkt sich immer negativ aus, da sowohl Rentabilität wie Liquiditätsplanung des Gläubigers leiden. Die Anleihestückelung schließlich steht indirekt mit der Anleihetilgung in Verbindung; private Anleger bevorzugen abgesehen von den geringeren Anlagebeträgen kleine Stücke, um evtl. auch Teilbeträge verkaufen zu können. Demgegenüber ziehen institutionelle Anleger schon aus Kostengründen größere Stücke vor, die aber bei einer Tilgungsanleihe aus verschiedenen Gruppen stammen sollten, damit das Risiko einer vorzeitigen Auslosung begrenzt wird. Nicht zuletzt wird der Liquiditätsgrad der Titel durch eine regelmäßige Kurspflege erhöht. Auch Börsenfähigkeit, Lombardfähigkeit und Gläubigerkündigungsrecht sind liquiditätspolitisch bedeutsame Ausstattungselemente.

Das Sicherheitsmotiv im privatwirtschaftlichen Sinne ist bei Staatstiteln im Grunde ein unerhebliches Anlagemotiv. Gleichwohl appelliert die Emittentin gerade mit Argumenten wie „Mündelsicherheit" und „Dekkungsstockfähigkeit" an diese Furcht vor Konkursverlusten. Ein Schutz vor volkswirtschaftlichen Verlusten, der durch Inflation und/oder eine zinssteigernde Politik der Notenbank entstehen kann, könnte demgegenüber durch Kurspflege, Tilgungsfonds sowie Kurs- und Einlösungsgarantie einschließlich Gläubigerkündigungsrecht erreicht werden. Die beste Befriedigung des Sicherheitsmotivs ist freilich immer noch eine stetige, Inflation und Depression vermeidende Wirtschafts- und Finanzpolitik.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.3.3.241 | Generated on 2025-07-22 00:29:09
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Nach der Katalogisierung der Investorinteressen kann nunmehr die fiskalisch orientierte Schuldenpolitik darauf gerichtet sein, die Präferenzen bestimmter Anlegergruppen herauszugreifen und diese zum Gegenstand der Emmissionsbedingungen zu machen. Dabei muß jedoch scharf unterschieden werden zwischen solchen Konditions-Variationen, die allein der Marktpflege dienen und jenen, die politische Gruppeninteressen befriedigen möchten, d. h. bei denen sich in den Anleihemodalitäten marktfremde und marktstörende Subventionselemente verbergen. Letztere sind aus nichtfiskalischen Zielen abgeleitet; sie bleiben daher außerhalb der Betrachtung, obwohl unter fiskalischem Aspekt jede Differenzierung die Zinskosten erhöht. Verfolgen wir den Gedanken der Marktanpassung weiter, so hängt der Erfolg einer solchen Politik freilich davon ab, ob es gelingt, die Gruppen isoliert anzusprechen. Es ist zu prüfen, ob dieses Vorgehen bei einem ungeteilten Markt zu verwirklichen ist; da es sich um ein empirisches Problem handelt, sei vom deutschen Geld- und Kapitalmarkt ausgegangen, bei dem als Kriterium eines ungeteilten Marktes die Interdependenz aller Marktvorgänge gegeben ist, da der Zusammenhang zwischen den wichtigsten Anlegergruppen groß ist. Gekennzeichnet ist der deutsche Markt durch das Übergewicht institutioneller Anleger, die in einem ständigen Kommunikationsprozeß miteinander stehen. Das Wachstum der Kreditmärkte ist unter diesem Aspekt vornehmlich eine Resultante der Bankenliquidität und damit letztlich der Notenbankpolitik. Das bedeutet aber auch, daß die Hauptanlegergruppen immer demselben, gleichgerichteten Einfluß ausgesetzt sind, d. h. eine gleichgerichtete Anlage- oder Liquiditätspolitik betreiben und entweder kaufen, nicht kaufen oder bei Liquiditätsverknappung verkaufen.

Damit sind die Möglichkeiten einer Marktanpassungspolitik zweifellos erschwert, sofern man die Absicht hatte, die Ergiebigkeit von isoliert bestehenden Teilmärkten auszuschöpfen. Man darf jedoch nicht übersehen, daß auch oder gerade der Gesamtmarkt eine Zinsstruktur aufweist, die eine Anpassungspolitik erfordert. Auf den ersten Blick wäre einer solchen Politik dann Genüge getan, wenn neue Schuldtitel in den Marktlücken angeboten werden, die gerade die geringsten Zinskosten versprechen. Eine sorgfältige Beobachtung des Marktes würde so jede weitere theoretische Erörterung ersetzen. Gegen diese Argumentation sprechen jedoch zwei Überlegungen. Zum einen existieren derartige Marktlücken, d. h. Berge und Täler im Zinsniveau, nicht, weil die Wertpapierarbitrage normalerweise eine exakte Ausgleichsfunktion ausübt. Zum anderen kann sich die für die Gegenwart günstige Zinssituation in der Zukunft durchaus als ungünstig erweisen; Erwartungen über die zukünftige Entwicklung der

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.3.3.241 | Generated on 2025-07-22 00:29:09
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Zinsstruktur müssen daher berücksichtigt werden. Welche Auswirkungen Zinserwartungen unter Unsicherheit auf die Zinsstruktur haben, ist durch mehrere recht gut bestätigte Hypothesen zu klären versucht worden. Das wichtigste Ergebnis dürfte sein, daß die Kreditgeber für langfristige Kredithergabe wegen ihrer grundsätzlichen Risikoabneigung höhere Zinsen fordern als für kurzfristige Kreditgewährung. Erwarten sie keine Änderung des Zinsniveaus, so wird der Zins für langfristige Schulden entsprechend der Risikoabneigung über dem Zins für kurzfristige Schulden liegen; rechnen die Kreditgeber jedoch z. B. im Zuge konjunktureller Schwankungen mit einem sinkenden oder steigenden Zinsniveau, so verändern sie durch die ihren Erwartungen entsprechenden Dispositionen die Zinsstruktur, wie es zu Beginn (Abb. 1) gezeigt wurde. Zusätzlich zu diesen Überlegungen hinsichtlich der Zinserwartungen hat die Emittentin die Strukturwandlungen des Kreditangebots selbst zu berücksichtigen. Dieses hat sich im Laufe der letzten zwanzig Jahre erheblich verändert, was am Rückgang des langfristigen Kreditangebots mit einer Laufzeit über 20 Jahren sowie am Vordringen des mittelfristigen Kredits beobachtet werden kann. Werden derartige Tendenzen übersehen, so entstehen in der Tat Marktlücken, die einer Politik der Zinsminimierung entgegenstehen. Hier stellt sich eine Aufgabe für die Marktprognose, die soweit gehen kann, neue Präferenzen zu entdecken und das entstehende Kreditangebot für die öffentliche Hand nutzbar zu machen. Eine solche Politik, die eine Präferenz für öffentliche Anleihen entwickeln will, geht freilich über eine Strategie der Marktanpassung auf einem ungeteilten Markt hinaus; es handelt sich dann recht schnell um Versuche, Marktanpassung mit gleichzeitiger Marktbeeinflussung vorzunehmen, die auf eine Marktteilung abzielt.

Verfolgen wir die verschiedenen Ansätze einer derartigen Politik der Marktteilung, so ist die institutionell-organisatorische Form wohl am weitesten fortgeschritten. Beispiele hierfür sind Kreditoperationen auf dem Geldmarkt, mit Hilfe von Schuldscheindarlehen sowie der mittels Tenderverfahren emittierten Kassenobligationen. Auf dem Geldmarkt sind Möglichkeiten privaten Engagements nahezu ausgeschlossen; auch die Auswahl der Titel ist institutionell begrenzt: gehandelt werden Notenbankguthaben und notenbankfähige Titel zwischen der Notenbank als „fiscal agent" des Bundes und den Kreditinstituten. Ein erfolgreiches Wirken in diesem Markt hängt daher weitgehend von kurzfristigen Entwicklungen ab; Schuldenpolitik und Notenbankpolitik sind je nach dem Umfang der Staatsschuld voneinander abhängige Größen. — Schuldscheindarlehen bieten hingegen die Möglichkeit, sich von dieser Abhängigkeit zu lösen

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.3.3.241 | Generated on 2025-07-22 00:29:09
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

und bestimmte Gläubigergruppen gezielt anzusprechen (Sozialversicherungen, Individualversicherungen, Kreditinstitute). Es ist vorteilhaft für den Darlehensgeber, daß auf seine Wünsche stärker eingegangen werden kann als bei Schuldverschreibungen; auf Grund geringerer Emissionskosten sind höhere Zinsen möglich. Trotzdem ergeben sich auch für die Emittentin wegen der individuellen Ausgestaltung der Emissionsbedingungen, der einfachen Verfahrensweise und der raschen Abwicklung Vorteile[9].

Ein weiteres Beispiel institutionell geteilter Märkte ist der neuerdings unternommene Versuch einer Marktteilung unter Berücksichtigung unterschiedlicher Risikobedürfnisse: der Bundesschatzbrief als Daueremission, ausgestattet mit einer Kursgarantie und entsprechend geringerer Effektivverzinsung. Er zielt auf eine Zeichnergruppe, die infolge der Instabilität des Rentenmarktes bisher ein Engagement weitgehend gescheut hat. Bemerkenswert ist allerdings, daß eine derartige Marktteilung gesetzliche Maßnahmen erforderte. So sind Ersterwerb und vorzeitige Rückgabe der Titel auf natürliche Personen beschränkt. Auch die fehlende Marktfähigkeit sorgt dafür, daß der Kreis der Destinatare geschlossen bleibt. Noch ist es zu früh, ein Urteil über den Erfolg dieser Politik abzugeben. Immerhin ist es aber voreilig, aus zunächst hohen Emissionskosten auf ein Fehlschlagen der Politik der Zinsminimierung zu schließen. Die Frage lautet vielmehr, ob auf diese Weise ein dauerhaft ergiebiger Markt erschlossen werden kann. Gelingt das, so ist das Ziel der langfristigen Zinsminimierungspolitik erfüllt.

IV.

Die Politik der Zinsminimierung ist verlassen, wenn nichtfiskalische Ziele der Schuldenpolitik auferlegen, auch langfristig gegen die Tendenzen des Marktes zu handeln; am deutlichsten wird dies bei einer liquiditätspolitischen Ausrichtung der Schuldenpolitik, die darauf abzielt, den Liquiditätsgrad der Volkswirtschaft nach stabilisierungspolitischen Vorstellungen zu verändern[10]. Einige der möglichen Zielkonflikte zwischen beiden schuldenpolitischen Richtungen seien kurz skizziert. Wir können dabei daran anknüpfen, daß bei Beachtung des fiskalischen Ziels die zunächst einfache Strategie der Wahl der jeweils zinsgünstigsten Titel unter

[9] Vgl. *K. Ullmann*, „Debt management" und Schuldenpolitik des Bundes, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, H. 22/1968, S. 1058.

[10] Siehe hierzu auch *M. Willms*, Der Einsatz der Staatsschuld als geldpolitisches Instrument, in: Kredit und Kapital, Jg. 1/1968, S. 405 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.3.3.241 | Generated on 2025-07-22 00:29:09
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Berücksichtigung der dadurch verursachten Veränderungen des Zinsgefälles zu dem Rat führt, eine Mischung von kurz- und langfristigen Papieren zu halten. Erhalten bleibt jedoch die Richtung der fiskalisch motivierten Transaktionen: In der Hochkonjunktur bei relativ hohem Zinsniveau empfiehlt es sich, langfristige Verschuldungsakte zu vermeiden, in der Rezessionsphase ist es tunlich, umgekehrt zu verfahren. Die fiskalische Politik fordert damit eine ganz bestimmte Laufzeitenstruktur. Auch eine liquiditätspolitisch ausgerichtete Schuldenpolitik führt zu einer bestimmten Laufzeitenstruktur; die Empfehlung zum Verkauf lang- oder kurzfristiger Schuldtitel ist nun jedoch nicht am Zinsniveau orientiert, sondern an der jeweiligen Liquiditätssituation. Drohen z. B. bei vollbeschäftigter Wirtschaft Preissteigerungen, so soll durch den Verkauf langfristiger Schuldtitel und die entsprechende Rücknahme kurzfristiger Titel eine Liquiditätsverknappung herbeigeführt werden. Da nun normalerweise in Phasen hoher wirtschaftlicher Aktivität das Zinsniveau hoch ist, bedeutet der Wechsel von kurz- zu langfristiger Verschuldung eine Zunahme der effektiven Zinsbelastung, die um so höher sein wird, je geringer die Zeichnungswilligkeit gerade in dieser konjunkturellen Situation ist. Zumindest in dieser Phase ist eine zinsorientierte Schuldenpolitik der direkte Feind liquiditätsorientierter schuldenpolitischer Maßnahmen; der zinsorientierte Politiker verhält sich konjunkturpolitisch aneutral, da seine Empfehlungen zu einer Erhöhung des volkswirtschaftlichen Liquiditätsgrades führen, die liquiditätsorientierte Schuldenpolitik empfiehlt die fiskalisch teuerste Operation.

Auch in den Phasen sinkender ökonomischer Aktivitäten sind beide Zielvorstellungen weitgehend antinomisch. In einer Rezession mit niedrigem Zinsniveau liegt das Interesse zinsorientierter Schuldenpolitik auf der Seite langfristiger Schuldtitel; Liquiditäts- und Konjunkturpolitik bevorzugen hingegen kurzfristige Papiere. In einer solchen Situation verhindert freilich der Markt selbst eine direkte Konfrontation beider Strategien. Die Unterbringung langfristiger Titel ist nämlich bei sinkendem Zinsniveau erschwert, zumal in der Rezession ein langfristiges Anlagebedürfnis fehlt. Auch wenn während des Aufschwungs eine Tendenz steigender Zinsen zu beobachten ist, halten sich die Anleger in der Erwartung weiterhin steigender Zinsen zurück. Der Verkauf langfristiger Titel stagniert wiederum. Ähnliche Friktionen des Marktes lassen sich auch bei kurzfristigen Titeln beobachten. Das bedeutet: Eine zinsorientierte Schuldenpolitik wird nur zu bestimmten günstigen Situationen auf dem Geld- oder Kapitalmarkt operieren. Derartige Schwierigkeiten haben Vertreter einer liquiditätspolitisch orientierten Schuldenpolitik nicht; da sie primär nicht

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.3.3.241 | Generated on 2025-07-22 00:29:09
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

nach der Zinsbelastung fragen, können sie durch entsprechend gute Konditionen jederzeit ihre Politik der Liquiditätszuführung oder -verknappung durchführen.

Damit ist die Frage nach den Erfolgsmaßstäben der beiden konkurrierenden schuldenpolitischen Ziele kompliziert geworden. Während die Erfolgsbedingungen der Zinsminimierung diskutiert sind, geht es nun um den Erfolg der Liquiditätspolitik. Dabei ist zu prüfen, wie nachhaltig die Liquiditätswirkungen sind, d. h. ob nicht nur andere Anbieter entsprechender Schuldtitel vom Markte verdrängt werden, ob die abgezogene Liquidität aus anderen Kanälen wieder aufgefüllt wird, ob zusätzliche Sekundäreffekte eintreten, mit welchem time-lag die gewollten Liquiditätseffekte wirksam werden und anderes mehr. Bedenken wir das Übergewicht der institutionellen Anleger in der Bundesrepublik, so werden diese Wirkungen wesentlich von den Portefeuille-Entscheidungen der Kreditinstitute, aber auch von den geldpolitischen Entscheidungen der Notenbank abhängen. Von hier drängt sich dann sehr rasch die Frage auf, ob nicht eine derartige liquiditätspolitische Schuldenpolitik des Staates besser durch notenbankpolitische Maßnahmen ersetzt werden sollte. Dabei geht es nicht um eine Einsparung der fiskalischen Kosten i. e. S.; diese fallen nämlich auch bei der Notenbank an, die den Fiskus dann über eine geringere Gewinnabführung beteiligt. Entscheidend ist vielmehr, daß eine derartig liquiditätspolitisch orientierte Schuldenpolitik in Form der Offenmarktpolitik als „normales" Verhalten der Notenbank gilt, d. h. wahrscheinlich keine Einwirkungen auf die Bonitätsüberlegungen der Anleger hat. Manipulationen des Staates hingegen, die dem gleichen Ziel dienen, geben zu Reflektionen über das Verhalten des Schuldners Anlaß; sie berühren unter Umständen direkt die Einschätzungen der Bonität. Da aber eine derartige Häufung von Zielkonflikten mit dem fiskalischen Ziel wahrscheinlich nur auf bestimmte Konjunkturphasen beschränkt ist, bietet sich für eine weitere Diskussion eine Kombination beider Ziele an, wie sie für die amerikanischen Verhältnisse von E. Rolph, R. Musgrave, W. L. Smith und B. U. Ratchford[11] diskutiert worden ist. Auch in dieser Betrachtung bleibt freilich ein liquiditätspolitisches Optimum der Schuldenpolitik in das fiskalpolitische eingebettet, umfaßt es doch aus dem großen Katalog der Anbieter- und Nachfragerpräferenzen allein das Laufzeitenproblem. —

---

[11] Some Aspects of Debt Management in the United States, in: Public Finance 1955, S. 133 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.3.3.241 | Generated on 2025-07-22 00:29:09
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Kehren wir zum Schluß noch einmal zur Definition des debt management zurück, die wir in ihrer engeren und in ihrer weiteren Fassung kennengelernt haben. Auf den ersten Blick hat die von W. L. Smith gegebene engere Definition viele Vorteile, da sie den klaren Bereich der „Struktur" aus der gesamten Schuldenpolitik herausgreift und damit einen Aufgabenkatalog umreißt, der, wie wir gesehen haben, bereits groß genug ist. Trotzdem sollte der Begriff weiter gefaßt werden, ohne ihn damit freilich der fiscal policy im Sinne von Rolph gleichzusetzen. Diese weitere Fassung empfiehlt sich aus mehreren Gründen: Zunächst berührt jede Neuverschuldung und jede Schuldentilgung die Schuldenstruktur; daher ist jede Niveauänderung mit einer Aufgabe für das debt management verbunden. Zum zweiten ist ein fiskalisch oder nichtfiskalisch motivierter Tausch zwischen kurz- und langfristiger Verschuldung in ökonomisch sinnvoller Weise kaum in einer Form durchführbar, die die Gesamthöhe der öffentlichen Schuld in jedem Augenblick konstant hält. Die Schuldenpolitik wird effizienter, wenn zwischen Tilgung und Neuverschuldung kurzfristige Terminverlagerungen erlaubt sind. Damit entwickelt schließlich ein effizientes debt management selbst gewisse Vorstellungen über die Höhe der öffentlichen Schuld. Je geringer nämlich die Manövriermasse ist, desto geringer ist die Möglichkeit, mit ihrer Hilfe nichtfiskalische Ziele zu verfolgen. Eine zu umfangreiche öffentliche Schuld schließlich erlaubt kaum noch eine fiskalische Schuldenpolitik im beschriebenen Sinne; debt management verarmt zur Schuldenverwaltung. Zwischen diesen Extremen könnte sich der Zugang zu einem optimalen Schuldenniveau eröffnen, das allerdings einer wachsenden Wirtschaft adäquat sein muß.

Summary

The Fiscal Component of a Policy of Debt Management

A modern debt policy should serve the attainment of several objectives, the aim of minimizing interest being confronted with a bundle of objectives embracing, among other things, liquidity-policy, wealth policy and growth policy objectives. To elucidate the difficulties involved in their realization, a policy is described which satisfies the objective of minimizing interest and substantially extends and refines the older fiscal approach. That approach interpreted the objective from the short-term standpoint, i. e. substitution of government securities to attain the currently lowest interest costs. Long-term analysis, on the other hand, must include market processes and market forecasts. It is shown that a phased strategy of adaption to and division of the market must be the consequence of such a policy. Only knowledge of the strategies serving to attain

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.3.3.241 | Generated on 2025-07-22 00:29:09
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

the objective of interest minimization reveals the conflicts of objectives which occur when conflicting, non-fiscal objectives are pursued to an increasing extent.

Résumé

Les composantes fiscales d'une politique de debt management

Une politique moderne de la dette publique doit réaliser plusieurs objectifs: face à l'objectif qui consiste à lutter contre la hausse des taux d'intérêt, l'on trouve une poignée d'autres buts, qui englobent des actions de politique de liquidité, de revenu et d'expansion. Afin de clarifier les difficultés de réalisation, l'article décrit une politique qui se borne à viser l'abaissement maximal des taux d'intérêt ainsi qu'à élargir et à affiner les anciennes conceptions fiscales. Celles-ci s'en tiennent à une interprétation à courte vue de l'objectif c.à.d. une substitution des emprunts d'Etat aux coûts les moins élevés. Une analyse à long terme par contre doit être complétée d'études du processus et de prévisions du marché. Il semble avéré qu'une stratégie d'adaptation progressive au marché et de répartition graduelle du marché doive constituer la résultante de pareille politique. Mais la connaissance de la stratégie servant l'objectif d'une compression maximale des taux d'intérêt interprétée à long terme démontre les conflits d'objectifs que provoque la poursuite grandissante de fins non fiscales et concurrentes.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.3.3.241 | Generated on 2025-07-22 00:29:09
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/