

# **Wäre die Einbeziehung der Versicherungswirtschaft in die Mindestreservpolitik kredittheoretisch gerechtfertigt?**

Von Gerhard Schanz, Frankfurt a. M.

## **I. Politische Absichten**

Auf dem SPD-Parteitag im November 1977 in Hamburg ist die Mindestreserve auf den Zuwachs der Aktiva von Kreditinstituten als kreditpolitisches Instrument wieder in die Diskussion gekommen. Die Absicht ist allerdings nicht mehr dieselbe wie in den Jahren 1972 und 1973. Damals wollten die Befürworter das stabilitätspolitische Instrumentarium der Bundesbank und der Bundesregierung ausbauen. Diesmal sind die Gedanken aus dem Bundesfinanzministerium, die sich im Referentenentwurf eines Gesetzes zur Änderung des Gesetzes über die Deutsche Bundesbank aus den Jahren 1972/73 niederschlugen, in der Absicht wiederbelebt worden, die Möglichkeiten der Strukturpolitik zu erweitern. Die Aktivzuwachsmindestreserve soll ein Instrument der Investitionslenkung durch die Lenkung der Kapitalströme werden.

### *1. Der stabilitätspolitische Ansatz*

Zentrale Aufgabe der Deutschen Bundesbank ist die Stabilisierung des Preisniveaus. Es kann daher nicht verwundern, daß angesichts der Schwierigkeiten zur Absicherung der „außenwirtschaftlichen Flanke“<sup>1</sup> im Rahmen der stabilitätspolitischen Diskussion zu Beginn der 70er Jahre auch Pläne erörtert wurden, das Instrumentarium der Bundesbankpolitik zu erweitern. Der 1972/73 vorgelegte Referentenentwurf wollte insbesondere eine bessere Beeinflussung der Kreditschöpfung ermöglichen.

---

<sup>1</sup> Vgl. Hagen Graf von *Schwerin*, Die Verfeinerung des währungs- und konjunkturpolitischen Instrumentarismus, in: *Der Langfristige Kredit*, 1977, S. 453 ff.

Er sah vor:

- a) Einführung von Mindestreserven auf den Zuwachs der Aktiva der Kreditinstitute oder direkte Begrenzung der Kreditgewährung (Plafondierung) und
- b) Anwendung dieser Instrumente auf alle von § 1 Abs. 1 des Kreditwesengesetzes erfaßten Institute, zu denen (neben Bausparkassen, Realkreditinstituten, Sozialversicherungsträgern, Wohnungsunternehmen und anderen) auch Versicherungsunternehmen gehören.

Die Absicht des Referentenentwurfes war klar: Es sollte ein Instrument der Konjunkturpolitik geschaffen werden, und zwar vor allem zur Dämpfung. „Sofern es zur Vermeidung einer unangemessenen Ausweitung der Kreditgewährung . . . erforderlich ist, kann die Deutsche Bundesbank verlangen, daß die Kreditinstitute in Höhe eines einheitlichen Vom-Hundert-Satzes bis zu hundert des Zuwachses ihrer Forderungen und Wechselkredite aus dem Bankgeschäft, ihrer Wertpapiere und ihrer Beteiligungen Guthaben auf Girokonto bei ihr unterhalten (Aktivzuwachsreserve)“, heißt es in § 16 a Abs. 1 des Entwurfes. Dieselbe Voraussetzung, also Vermeidung einer unangemessenen Ausweitung der Kreditgewährung, sollte auch für die Kreditplafondierung gelten. Die Wirkung sollte global sein, und zwar im Fall der Aktivzuwachsreserve durch einen einheitlichen Prozentsatz, im Fall der Kreditplafondierung durch die Festsetzung einer Höchstgrenze für den Zuwachs aller erfaßbaren Aktiva.

Der Entwurf ist aus einer Reihe von Gründen nicht Gesetz geworden: Vor allem hätte die vorgesehene Regelung der Kompetenzen (Beteiligung der Bundesregierung an der Anwendung der neuen Instrumente) die Autonomie der Notenbank angetastet. Schließlich wurde der Plan uninteressant; denn nach dem Übergang zum Floating, das eine Versteigerung des Geldmengenwachstums erlaubte, erwiesen sich die herkömmlichen Instrumente der Notenbank als durchaus wirksam.

## *2. Der strukturpolitische Ansatz*

Die neuen Anhänger der Aktivzuwachsreserve wollen die globale Anwendung aufgeben, um das Instrument der Strukturpolitik dienlich zu machen. Die Differenzierung soll nach Kreditarten, Kreditnehmern und Kreditverwendungszwecken möglich sein. Die Aktivmindestreserve wäre auf Antrag der Bundesregierung einzuführen oder zu verändern. So ent-

stünde ein zwar mittelbarer, aber doch recht enger Zusammenhang zwischen politischen Absichten und der Lenkung von Finanzierungsmitteln und damit von Investitionen.

Ordnungs- und stabilitätspolitische Gefahren der Aktivzuwachsreserve<sup>2</sup>, besonders einer selektiv angewendeten, und strukturpolitische Bedenken<sup>3</sup> sind nicht Gegenstand dieser Untersuchung. Das gleiche gilt für Gesichtspunkte des Versicherten- und Verbraucherschutzes<sup>4</sup>. Vielmehr geht es hier um die Frage, ob die Einbeziehung der Versicherungswirtschaft in die Mindestreservpolitik von deren systematischem Ansatz her gerechtfertigt wäre. Primär stellt sich also die Frage, ob die Versicherungswirtschaft am Prozeß multipler Kreditschöpfung teilnimmt, und sekundär, ob sie in Restriktionsphasen zu einer Erhöhung der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes beiträgt. Beide Fragen sind, wie gezeigt werden wird, zu verneinen. Dabei ist es von untergeordneter Bedeutung, ob die Mindestreserven von den Aktiva oder — sofern Vergleichbarkeit mit Kreditinstituten besteht — von bestimmten Passiva berechnet werden. Deshalb wird im folgenden meist nur von „Mindestreserven“ gesprochen.

## II. Die wissenschaftliche Diskussion

### 1. Die Frage nach den „paramonetären Institutionen“

Bis in die Mitte der fünfziger Jahre hatte sich die geldtheoretische Diskussion auf die Tätigkeit der Notenbanken und der Institute konzentriert, die typische Bankgeschäfte betreiben. Erst zu dieser Zeit wurden Finanzinstitute in die Betrachtung einbezogen, die im Vergleich zu den bis dahin untersuchten im wesentlichen negativ definiert werden. Kennzeichnend ist der Charakter ihres Passivgeschäfts: Ihre Verbindlichkeiten sind keine Zahlungsmittel; die Annahme von Sichteinlagen gehört nicht typischerweise zu ihrem Passivgeschäft.

Die Diskussion begann in den Vereinigten Staaten mit den Untersuchungen von Gurley und Shaw<sup>5</sup>. Einige Jahre später griff sie auf die

<sup>2</sup> Vgl. Werner Ehrlicher, Kredit und Kapital 1973, S. 112 ff. bes. S. 127 f.

<sup>3</sup> Gegen konzentrationsfördernde und mittelstandsfeindliche Wirkungen; vgl. Klaus Wilkens, Wirtschaftsdienst 1978, S. 199 ff.

<sup>4</sup> Vgl. O.-Ernst Starke, Bundesbankpolitik und Versicherungswirtschaft, in: Festschrift für Reimer Schmidt, Karlsruhe 1976, S. 481 ff.

<sup>5</sup> John G. Gurley, Eduard S. Shaw, Financial Aspects of Economic Development, in: The American Economic Review, Vol. 45 (1955), S. 515 ff.; ebenso:



Bundesrepublik über. Die Bezeichnungen für die untersuchten Institute wechselten, ebenso ist auch die Zurechnung nicht ganz einheitlich. Es ist die Rede von „intermediären Finanzierungsinstitutionen“<sup>6</sup>, „Kreditvermittlern“<sup>7</sup>, „sekundären Finanzierungsinstituten“<sup>8</sup>, „paramonetären Institutionen“<sup>9</sup> und auch die Bezeichnung „Kapitalsammelstellen“ deckt diesen Bereich zum großen Teil. In allen Abgrenzungen sind die Versicherungsunternehmen enthalten, übrigens auch die Träger der Sozialversicherung, die Bausparkassen und die Realkreditinstitute.

Im Wachstumsprozeß der Industrieländer während der Jahrzehnte seit dem Zweiten Weltkrieg haben sich die paramonetären Institutionen schneller entwickelt als die Kreditinstitute. Die Gründe liegen in strukturellen Änderungen, die mit diesem Wachstumsprozeß verbunden waren. Als Beispiele aus der Versicherungswirtschaft seien genannt:

- a) Der wachsende Lebensstandard ließ mehr und mehr Raum für langfristige Dispositionen. Die Sparquote stieg und der Vorsorgeaufwand nahm zu<sup>10</sup>.
- b) Die fortschreitende Motorisierung schlug sich in der Ausweitung der Kraftfahrtversicherung nieder.
- c) Das wachsende Produktionspotential und die steigende Kapitalintensität der Wirtschaft und der immer größere Anteil der Gebrauchsgüter am Konsum erweiterten den Markt der Sachversicherer.

In den Vereinigten Staaten ist zuerst erörtert worden, ob das gegenüber den ebenfalls wachsenden Geschäftsbanken zunehmende Gewicht der paramonetären Institutionen die Wirksamkeit der Kreditpolitik

---

Financial Intermediaries and the Saving-Investment Process, in: *The Journal of Finance*, Vol. 11 (1956), S. 257 ff.; ebenso: *Money in a Theory of Finance*, 3. Auflage, Washington 1964.

<sup>6</sup> Werner Neubauer, *Strategien, Techniken und Wirkungen der Geld- und Kreditpolitik*, Göttingen 1972.

<sup>7</sup> Ernst Dürr, *Gelungene Durchkreuzung der restriktiven Geldpolitik — Die Kontrolle der Kreditinstitute und Finanzintermediäre* — in: *Dieter Duwendag* (Hrsg.), *Recht und Ohnmacht der Bundesbank*, Frankfurt 1973.

<sup>8</sup> Axel Glöggler, *Die Liquiditätstheorie des Geldes. Ein empirischer Test für die Bundesrepublik Deutschland*, Freiburg 1972.

<sup>9</sup> Ulrich Schirmer, *Der Einfluß paramonetärer Institutionen auf die Vermögensbildung, das Kreditangebot und die Geldpolitik*. Berlin 1971.

<sup>10</sup> Von 1960 bis 1977 vervierfachte sich das Bruttosozialprodukt, während die Beitragseinnahmen der Lebensversicherer sich versiebenfachten.

Geschäftsberichte des Gesamtverbandes der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V., Köln; Jahrbücher des Verbandes der Lebensversicherungsunternehmen e. V., Bonn.

schwäche. Die Bedeutung dieser Institute für die Finanzierung der Wirtschaft scheint es eo ipso zu rechtfertigen, die Instrumente der Notenbankpolitik auch auf sie anzuwenden. Diese Ansicht lag auch der öffentlichen Diskussion in der Bundesrepublik Deutschland Anfang der 70er Jahre zugrunde. Die beträchtlichen Kapitalanlagen der Versicherer mögen solche Gedanken nahelegen. Sie sind von 25,7 Mrd. DM Ende 1960 über 86,8 Mrd. DM Ende 1970 auf rund 200 Mrd. DM Ende 1977 gestiegen<sup>11</sup>. Drei Viertel der Anlagen entfallen auf die Lebensversicherungsunternehmen und die wesensverwandten Pensionskassen.

In Zeiten monetärer Anspannung werden die Versicherungsunternehmen in höherem Maße unmittelbar von Kreditnehmern angesprochen. Gerade wenn der Kapitalmarkt restriktionsbedingt unergiebig ist, leihen sie etwa mehr Hypothekendarlehen aus, scheinen also Kredite zu geben, zu denen die Kreditinstitute nicht mehr in der Lage sind. Daraus entsteht der Eindruck, Versicherungsunternehmen seien in ihrer Kreditgewährung dann besonders aktiv, wenn Geschäftsbanken oder auch Hypothekenbanken bereits die Restriktionen spüren. Offensichtlich, so wird daraus gefolgert, könne die Versicherungswirtschaft durch Kreditschöpfung oder durch Umschichtung bei den Neuanlagen den Absichten der Bundesbank zuwiderhandeln. Tatsächlich mag ein solcher Eindruck schon dann entstehen, wenn die Versicherer nicht mehr mittelbar über die Kreditinstitute, sondern direkt den Kreditnehmern Kapital zur Verfügung stellen. Über das Volumen der Kredite ist damit aber ebenso wenig gesagt wie über den Mechanismus einer Beteiligung an multipler Kreditschöpfung oder über eine Beeinflussung der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes.

Aus der angelsächsischen Diskussion stammt die Behauptung, daß sich die paramonetären Institutionen durch Überbietung der Geschäftsbanken bei den Habenzinsen verstärkt Mittel für die Kreditgewährung verschaffen<sup>12</sup>. Dadurch wachse die Umlaufgeschwindigkeit. Für deutsche Verhältnisse ist das Argument — abgesehen vom fehlenden empirischen Nachweis — zumindest für die Versicherungswirtschaft ohne Bedeutung, da Versicherer keine Habenzinspolitik betreiben. Es wird noch auf die Frage zurückzukommen sein, ob sie überhaupt „Einlagen“ annehmen.

---

<sup>11</sup> Geschäftsberichte des Gesamtverb. d. dt. Versicherungswirtschaft.

<sup>12</sup> Vgl. *Ulrich Schürmer*, a.a.O., S. 203.

## 2. Teilnahme an der multiplen Kreditschöpfung?

Zur Theorie des Kreditangebotes (Kreditschöpfung) gab es seit den 20er Jahren immer wieder Ansätze, die praxisgerechte Prämissen in die Modelle einzubauen suchten<sup>13</sup>. Die erste und in der Methode grundlegende Ableitung geht auf *Ch. A. Phillips* zurück. *Phillips* untersuchte die multiple Kreditschöpfung am Modell eines einstufigen Mischbankensystems. Er argumentierte auf der Basis einer vorhandenen Überschussreserve einer Bank in Form von Zentralbankgeld und eines von den Banken zu haltenden Reservesatzes.

Der Mechanismus: Die Bank fühlt sich unnötig liquide und leiht ihre Überschussreserve aus; der ausgeliehene Betrag wird im Zahlungsverkehr auf ein anderes Institut übertragen; dort wird er wieder Einlage, die das zweite Institut — vermindert entsprechend dem Reservesatz — zu einer Ausleihung befähigt; dieser Prozeß setzt sich fort, bis keine Bank mehr liquider ist, als sie sein möchte<sup>14</sup>.

Bestimmt wird das Ausmaß der Kreditschöpfung in diesem Modell durch den Reservesatz. Ist dieser hoch, so ist die Fähigkeit zur Kreditschöpfung eng begrenzt (bei einem Reservesatz von 100 Prozent besteht sie überhaupt nicht). Ist der Satz niedrig, so hat die multiple Kreditschöpfung beträchtlichen Spielraum (bei einem Reservesatz von 0 Prozent kann sie unendlich weitergehen). Das Verhältnis zwischen der gesamten multiplen Kreditschöpfung und der ursprünglich vorhandenen Überschussreserve wird „Multiplikator“ genannt. Diesen Ansatz haben andere Autoren durch Annahmen über charakteristische Verhaltensweisen der Wirtschaftssubjekte erweitert.

Später versuchte man, *Gurley* und *Shaw* folgend, auch die paramonetären Institutionen in die Überlegungen über einen Kreditschöpfungsmultiplikator einzubeziehen. *Gurley* und *Shaw* gaben allerdings noch keine exakte Analyse, sie vertraten nur die Meinung, daß die paramonetären Institutionen als Gruppe zur multiplen Kreditschöpfung fähig seien.

Versuche zur Analyse unternahmen andere Autoren, und zwar teils auf der Basis der traditionellen Überlegungen, die auf *Phillips* zurück-

<sup>13</sup> Vgl. zum Folgenden Darstellung und Literaturangaben bei *Ulrich Schirmer*, a.a.O., S. 162 ff.

<sup>14</sup> Vgl. *Horst Bockelmann*, Die Rolle der Banken in der Geldpolitik, in: *Kredit und Kapital*, Heft 2/1974, Berlin, S. 146.



gehen<sup>15</sup>, teils bezogen sie das Anlageverhalten des Publikums ein. Solche Versuche beschränkten sich aber zunächst darauf, einen Kreditschöpfungsmultiplikator für die paramonetären Institutionen in isolierter Betrachtung abzuleiten. Schließlich folgten Modelle, die alle finanziellen Intermediäre im Zusammenwirken zu erfassen suchten.

*Schirmer*<sup>16</sup> berücksichtigt dabei den besonderen Charakter paramonetärer Institutionen und macht außerdem Annahmen über das Anlageverhalten des Publikums. Er unterstellt, daß paramonetäre Institutionen und monetäre Intermediäre (also Kreditinstitute) jeweils bestimmte Prozentsätze ihrer Aktiva liquide halten. Außerdem macht er relativ differenzierte Annahmen über das Verhalten des Publikums, wenn diesem aus Kreditschöpfung zusätzliche Mittel zufließen (Barabhebung oder Haltung von Sichteinlagen, Termineinlagen und Forderungen gegen paramonetäre Institutionen). Das Ergebnis seiner Ableitung: Die Grenzen der multiplen Kreditschöpfung sind in einem System, in dem monetäre Intermediäre und paramonetäre Institutionen zusammenwirken, enger gezogen als in einem System, das nur aus monetären Intermediären besteht.

Die deutschen Autoren sind sich einig, daß die paramonetären Institutionen unter den realen Verhältnissen in der Bundesrepublik nicht zur multiplen Kreditschöpfung fähig seien<sup>17</sup>. Das gelte selbst für solche Gruppen von Instituten, die Sichteinlagen annehmen können; denn dieser Teil des Geschäfts spiele eine so geringe Rolle, daß man ihn vernach-

<sup>15</sup> Ein einfaches Beispiel: *Richard S. Thorn* (Nonbank Financial Intermediaries, Credit Expansion, and Monetary Policy, in: Staff Papers, International Monetary Fund, Vol. 4 [1957 - 58], S. 369 - 383) unterstellt erstens, daß die paramonetären Institutionen freiwillig einen Reservesatz ( $r$ ) halten, und zweitens, daß aus jeder Kreditgewährung durch eine paramonetäre Institution ein Teil ( $k$ ) (in Form von Zentralbankgeld oder Sichtguthaben bei Banken) wieder an die paramonetären Institutionen zurückfließt (Rückstromeffekt). Damit kann er ein Schema für multiple Kreditschöpfung analog dem ableiten, das *Ch. A. Phillips* für die Kreditinstitute gegeben hat, weil er den fehlenden Zahlungsverkehr zwischen paramonetären Institutionen durch den Umweg über die Banken ersetzt. Der Kreditschöpfungsmultiplikator ( $m$ ) errechnet sich danach als

$$m = \frac{1 - r}{1 - (1 - r)k}$$

Dieser Ausdruck muß größer sein als 1, wenn die paramonetären Institutionen zur multiplen Kreditschöpfung fähig sein sollen. Auf reale Werte ist noch zurückzukommen.

<sup>16</sup> *Ulrich Schirmer*, a.a.O., S. 182 ff.

<sup>17</sup> *Axel Glöggler*, a.a.O., S. 188.

lässigen könne. Für Versicherer entfällt diese Einschränkung ohnedies, weil es keine Sichteinlagen bei Versicherern gibt. Auch die Fähigkeit zur Geldschöpfung wird den paramonetären Institutionen bestritten.

### 3. Einflüsse auf die Umlaufgeschwindigkeit

Differenzierter ist die Haltung dagegen in der Frage, ob die paramonetären Institutionen, darunter auch die Versicherungsunternehmen, die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes prozyklisch beeinflussen können, also entgegen den Zielen der Notenbankpolitik<sup>18</sup>.

Theoretisch mögliche Einflüsse auf die Umlaufgeschwindigkeit werden in der Umschichtung von Vermögenswerten gesehen, die durch die paramonetären Institutionen veranlaßt oder vorgenommen werden. Dabei ist zunächst an die Mobilisierung von Geldreserven im Publikum gedacht, die vor allem in Hochzinszeiten vor sich gehen. Zum Teil sollen die paramonetären Institutionen in ihrer Habenzinspolitik die monetären Intermediäre überbieten und dadurch zusätzliche Mittel an sich ziehen, zum Teil wird die Mobilisierung von Geldhorten unterstellt. Gelegentlich werden prozyklische Schwankungen der Geldanlagen vermutet, aus denen Einflüsse auf die Umlaufgeschwindigkeit abzuleiten wären.

Soweit sich diese Argumente auf vermutete Zinswirkungen stützen, entsteht der Eindruck, daß den Zinsen generell zu großer Einfluß auf die Sparentscheidungen zugemessen wird. Das mag daran liegen, daß solche Prämissen als plausibel erscheinen und relativ leicht die Konstruktion von Modellen erlauben. Die letzten Jahre haben indessen gezeigt, daß die Entscheidungen des Publikums über Verbrauchen oder Sparen und über die Form des Sparens viel weniger von Zinsüberlegungen abzuhängen scheinen als von Erwartungen über die Preisentwicklung und vor allem über die Sicherheit der Einkommen und Arbeitsplätze. So gab es Phasen wachsender Konsumquote bei steigenden Zinsen (nämlich bei zunehmender Inflationsfurcht), und es gab Zeiten, in denen die Sparquote bei fallenden Zinsen auf bisher unbekannte Höhen kletterte (Angst um Arbeitsplätze). Ein solcher Wechsel von Motiven, also auch von Kausalzusammenhängen, ist allerdings kaum in der Form von Prämissen in Modelle einzubauen.

<sup>18</sup> Ulrich Schirmer, a.a.O., S. 186 ff.; ebenso Axel Glögler, a.a.O., S. 152 ff. und die dort zitierten Äußerungen, ebenso S. 200.



Trägt man den geschilderten Erfahrungen Rechnung, so ist es wahrscheinlicher, daß private Horte oder auch ruhende Einlagen nicht so sehr zinsabhängig sind, sondern sich eher parallel zum Sparverhalten entwickeln, das sich in der Sparquote ausdrückt. Dann spricht aber wenig für die behauptete zyklusverstärkende Mobilisierung solcher Horte durch paramonetäre Institutionen. Auch hieraus dürfte sich erklären, daß solche Behauptungen bisher statistisch nicht zu untermauern waren. Speziell die Versicherungswirtschaft kennt im übrigen keine Habenzinspolitik.

Richtig ist, daß die Wirtschaft weniger liquide Mittel braucht, wenn sie Forderungen gegen paramonetäre Institutionen als Geldsubstitute hält. Wer einen Pfandbrief besitzt, den er bei Geldbedarf verkaufen kann, braucht weniger Sichteinlagen oder Kasse. Man darf aber dieses strukturelle Phänomen nicht als konjunkturellen Zusammenhang mißdeuten.

### **III. Die Stellung der Versicherungswirtschaft**

#### **1. Multiple Kreditschöpfung durch Versicherer?**

##### **a) Kein Giralverkehr, keine Refinanzierung**

Die Versicherer, denen eine Sonderstellung unter den paramonetären Institutionen zukommt, betreiben kein Einlagengeschäft, das mit einem Giralverkehr zusammenhinge. Sie kennen auch keine andere Refinanzierung. Sie geben keine Wechsel in Rediskont, sie gehen auch nicht in den Lombard, sie nehmen überhaupt keine Kredite auf. Ihre Mittel stammen allein aus den Geldern der Versicherten, die ihnen auf vertraglicher Basis zufließen, und — in weit geringerem Maße — aus Kapitalerträgen. Alle Überlegungen zur multiplen Kreditschöpfung durch Gruppen von Instituten setzen aber wie alle Ableitungen eines Multiplikators die Teilnahme an einem Giralverkehr voraus. Ohne diese ist multiple Kreditschöpfung nicht zu erklären.

##### **b) Rückstromeffekte**

Das in der Fußnote 15 dargestellte einfache Modell berücksichtigt (ebenso wie andere) diesen Sachverhalt und ersetzt die nicht vorhandenen Giralbeziehungen paramonetärer Institutionen untereinander durch den Rückstromeffekt. Es konstruiert also die theoretische Möglichkeit einer multiplen Kreditschöpfung ohne wechselseitige Kreditbeziehungen der paramonetären Institutionen. Doch bedarf es auch bei äußerst

niedrigen Reservesätzen sehr hoher Rückstromfaktoren, soll der Multiplikator merklich den Wert 1,0 übersteigen. Erst dann wäre multiple Kreditschöpfung gegeben. Setzt man in die Formel in Fußnote 15 einen Reservesatz von nur einem Prozent ein, so ergäbe sich selbst bei einem angenommenen Rückstromfaktor von 10 Prozent erst ein kaum von eins verschiedener Multiplikatorwert von 1,099.

Doch in welcher Höhe sind Rückstromeffekte in der Assekuranz überhaupt denkbar? Konkret muß es sich um folgenden Zusammenhang handeln: Die Kreditgewährung eines Versicherers muß neues Versicherungsgeschäft hervorbringen, das wiederum die Finanzierung neuer Kredite erlaubt.

Ein direkter Zusammenhang zwischen Kreditgewährung und Versicherungsgeschäft ist nicht typisch. Die Kreditnehmer sind meistens andere Personen (natürliche und juristische) als die Versicherten. Beispiele: Versicherer kaufen Pfandbriefe oder geben Darlehen an Hypothekenbanken; erst die Kreditkunden dieser Institute haben dann wesentlich später vielleicht einen Versicherungsbedarf. Ein engerer Zusammenhang von Versicherungsgeschäft und Darlehensgewährung kann bei einem direkt gewährten Hypotheken- oder Schuldscheindarlehen bestehen. Aber wie sehen die Größenordnungen aus? Wenn ein Versicherer durch ein Darlehen eine industrielle Investition finanziert, die er zugleich versichert, erhält er aus den verschiedenen Sparten der Sachversicherung (Bauwesen-, Maschinen-, Feuer-, Betriebsunterbrechungs-Versicherung) Beiträge, die zusammen jährlich die Größenordnung von zwei oder drei Prozent der Investitionssumme erreichen können. Bei Wohnbauten ist das Beitragsvolumen bescheidener. Von den Beiträgen dient vielleicht ein Viertel oder ein Drittel über die Bildung versicherungstechnischer Rückstellungen wieder der Kapitalanlage. Der Rückstromfaktor hätte unter diesen Annahmen eine Größenordnung von ungefähr einem Prozent innerhalb des ersten Jahres. Setzt man diesen Wert und einen Reservesatz von nur 1,0 Prozent in die oben wiedergegebene Formel ein, ist der Multiplikator etwas kleiner als 1,0. Multiple Kreditschöpfung findet also nicht statt.

Auch für die Lebensversicherung erweisen sich Vermutungen, es gebe in konjunkturpolitisch interessierenden Zeitspannen namhafte und für den Konjunkturverlauf bedeutsame Rückstromwirkungen, als nicht haltbar. Zwar stehen hier langfristig höhere Anteile der Beiträge als in der Schadenversicherung für die Kapitalanlage zur Verfügung, aber eben

erst nach Jahren, und zwar entsprechend dem Zuwachs des Deckungskapitals, das im ersten und zweiten Jahr zunächst nur von einem Bruchteil der Beiträge, später progressiv nach versicherungsmathematischen Grundsätzen gebildet wird.

### c) Der Zeitfaktor

Neben den rechnerischen Zusammenhängen ist der zeitliche Verlauf zu berücksichtigen, will man Aussagen über die konjunkturelle Wirkung eines Rückstromeffektes machen. Der progressive Aufbau des Deckungskapitals verteilt sich im Durchschnitt über Laufzeiten von mehr als 25 Jahren. Selbst wenn rechnerisch in der Lebensversicherung ein Rückstromeffekt zu ermitteln wäre, würde er doch so spät auftreten und sich auf so viele Jahre verteilen, daß sich die Konjunkturlage während dieser Wirkung mehrfach geändert hätte. Mit anderen Worten: Ein Rückstromeffekt könnte sich in der Lebensversicherung nur in so langen Zeitspannen bemerkbar machen, daß keine Aussagen mehr darüber möglich sind, ob er konjunkturell schädlich oder nützlich wäre. Er wäre ein Teil des langfristigen Wirtschaftswachstums und ginge in der außerordentlich stetigen Kapitalbildung der Lebensversicherer unter.

## 2. *Beeinflussen die Versicherer die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes?*

Die Einflüsse der paramonetären Institutionen auf die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes werden als gering eingeschätzt. Für die Versicherungswirtschaft ist die Annahme solcher Einflüsse kaum zu begründen. Dies gilt sowohl für die Mobilisierung von Geldreserven im Publikum als auch für die Umschichtung von Kapitalanlagen, um deren Rendite zu steigern.

### a) Mobilisierung von Horten

Zum ersten Punkt sei zunächst auf die Bemerkungen über die Nichtteilnahme an der multiplen Kreditschöpfung verwiesen. Mittel, die aus dem Publikum zu den Versicherern wandern, dienen nie direkt der Kapitalanlage. Diese ist vielmehr eine Restgröße, die sich aus Beitragseinnahmen und Vermögenserträgen einerseits und gezahlten Versicherungsleistungen und Kosten andererseits ergibt. In der Schadensversicherung ist sie der Gegenposten vor allem zu Schadenrückstellungen. In der Lebensversicherung wird sie durch die Deckungsrückstellung und durch die Rückstellung für Beitragsrückerstattung finanziert, die erst mit der geschilderten Verzögerung gebildet werden.



Die hohen Verbindlichkeiten vor allem der Lebensversicherer gegenüber ihren Versicherten mögen vielleicht als etwas Ähnliches wie Sparanlagen bei Banken erscheinen. Aber es fehlt in der Versicherungswirtschaft völlig an einer Einlagenpolitik. Den Lebensversicherern fließen die Gelder der Versicherten nämlich aufgrund langfristiger Verträge zu. Ihre Höhe unterliegt keiner Disposition nach konjunkturellen Gesichtspunkten und variiert auch nicht mit den Schwankungen des Zinses. Ein Teil dient der Deckung des versicherten Risikos, ein weiterer Teil wird für die Kosten des Versicherungsbetriebs verbraucht, das übrige führt zur Kapitalanlage, die einmal durch die nach rein versicherungsmathematischen Kriterien wachsende Deckungsrückstellung, zum anderen durch die aus dem Überschuß gespeiste Rückstellung für Beitragsrück-erstattung finanziert wird.

Vor allem fehlt das wichtigste Kriterium jeder Einlagenpolitik, nämlich eine kurzfristige Variation des Zinssatzes. Dieser beträgt kalkulatorisch während der gesamten Vertragsdauer drei Prozent und wird in dieser Höhe von der Aufsichtsbehörde auch für neue Tarife vorgeschrieben. Die Aufstockung in Form der Gewinnbeteiligung ergibt sich aus dem Risikoverlauf (zum Beispiel der Sterblichkeit), den Rationalisierungserfolgen der Versicherungsunternehmen und vor allem aus der Differenz des Rechnungszinses von drei Prozent zum erwirtschafteten Anlageertrag. Im Zeitablauf richtet sich die Gewinnbeteiligung nach den Gewinnbeteiligungssystemen der Unternehmen. Ihre Höhe ist auf einige Jahre im voraus bestimmt, bietet also keine Gelegenheit für konjunkturell motivierte geschäftspolitische Entscheidungen, die der Notenbankpolitik einen Ansatzpunkt böten.

Weiter oben wurde darauf hingewiesen, daß die Versicherer in Zeiten monetärer Anspannung ihren Konkurrenten dadurch als aktiver erscheinen, daß sie in stärkerem Maße den direkten Kontakt zu Kreditnehmern zurückgewinnen, der ihnen bei reichlicher Versorgung der Wirtschaft mit Krediten in gewissem Umfang verlorenggeht. Tatsächlich erreichen die Anlage suchenden Mittel der Versicherer die Kreditnehmer nur auf anderen Wegen, ändern sich aber nicht der Höhe nach.

Das Anlageverhalten der Versicherer, besonders der Lebensversicherer, ist aus allen diesen Gründen sehr stetig. *Böhme*<sup>19</sup> sagt hierzu: „Wäh-

---

<sup>19</sup> *Peter W. Böhme*, Der Beitrag ausgewählter Sparformen zur Geldwertstabilität, (Diss.) Tübingen 1976, S. 59/60. Vgl. hierzu auch Monatsberichte der

rend ansonsten die anderen Sparformen in ihrer Entwicklung stark schwankten und durch Änderungen in der Sparförderung beeinflussbar waren, zeigte das Lebensversicherungssparen kurzfristig kaum, und sonst nur positive dauerhafte Reaktionen.“ Und weiter: „Diese Sparform weist demnach die beständigste und stetigste Aufwärtsentwicklung auf, wobei der von 1966 bis 1973 zwischen 15 und 19 % schwankende Anteil an der längerfristigen Geldvermögensbildung nur relativ und auf die un stetige Spartätigkeit allgemein und in anderen Anlageformen zurückzuführen ist.“

Auch von unterschiedlichen Entwicklungen des Neugeschäfts ist keine konjunkturpolitisch bedeutsame Veränderung im Volumen des anzulegenden Kapitals zu erwarten. In Restriktionszeiten ziehen die Banken über höhere Habenzinsen möglichst viel Geld an sich, während gleichzeitig die Inflationsfurcht die Akquisition von Lebensversicherungen erschwert. Das war besonders 1973/74 gut zu beobachten. In der Restriktionsphase nach dem Übergang zum Floating und nach der Ölpreiskrise, als die Preissteigerungsrate noch hoch war und das Publikum mit einer weiteren Steigerung rechnete, hielten sich potentielle Versicherungsnehmer zurück. Als es gelang, die Preisentwicklung wieder zu beruhigen, wurden dagegen mehr Lebensversicherungen abgeschlossen. Das Neugeschäft der Lebensversicherung entwickelt sich also, soweit konjunkturelle Einflüsse eine Rolle spielen, eher antizyklisch.

Es wird darüber hinaus immer wieder durch Sondereinflüsse geprägt, die keine konjunkturellen Ursachen haben: So wurden bei den verschiedenen Erhöhungen und schließlich beim Wegfall der Pflichtversicherungsgrenze in der gesetzlichen Rentenversicherung viele private Befreiungsversicherungen abgeschlossen. Auch die Einbeziehung der Lebensversicherung in das 624-DM-Gesetz hat durch die Erschließung neuer Kundenkreise eine starke Erhöhung des Neugeschäfts über den Wachstumstrend hinaus verursacht. Derartige Änderungen wirken sich aber erst nach einigen Jahren als Schwankungen um den aufwärtsgerichteten Trend der Vermögensanlagen aus, weil erst dann aus den neuen Verträgen überhaupt Kapital in nennenswertem Umfang gebildet wird. Ein kurzfristiger, also konjunkturell interessanter Zusammenhang zwischen dem Neugeschäft und der Fähigkeit zur Kreditgewährung besteht also nicht. Das zeigen auch die Zahlen. Während das Neugeschäft

---

Deutschen Bundesbank, Kapitalbildung und Anlagenpolitik der Versicherungsunternehmen seit 1971, August 1976, S. 18 ff.

der deutschen Lebensversicherer von 1973 auf 1974 von 65,8 auf 63,9 Mrd. DM ausnahmsweise einmal sank, wuchsen die Kapitalanlagen in beiden Jahren um 8,4 und 8,7 Mrd. DM<sup>20</sup>.

Außerhalb der Lebensversicherung entwickelt sich das Neugeschäft eher prozyklisch. So expandiert die Kraftfahrtversicherung in Zeiten des Konjunkturaufschwungs durch den erhöhten Absatz neuer Fahrzeuge. Die Sachversicherungen des Industriegeschäfts folgen den fertiggestellten Investitionen. Aber die prozyklischen Bewegungen des Neugeschäfts bedeuten nicht, daß sich auch die für Kapitalanlagen verfügbaren Mittel prozyklisch entwickeln. In beiden genannten Branchen, aber auch sonst in der Schadenversicherung, gibt es nämlich starke konjunkturelle Ausschläge des Schadenverlaufs: Die Schadenbelastung wächst bei lebhafterer Konjunktur und läßt in dem Maße, in dem mehr für Schäden gezahlt wird, weniger für die Kapitalanlage übrig.

Die Gründe solcher konjunkturell bedingten Schwankungen des Schadenverlaufs sind leicht einzusehen. In der industriellen Sachversicherung häufen sich die Schäden, wenn die Kapazitäten voll ausgelastet oder gar überlastet sind und die Unternehmen auch minder qualifizierte Kräfte an die Maschinen stellen müssen. In der Kraftfahrtversicherung hängt die Schadenhäufigkeit stark von der Kilometerleistung der Fahrzeuge ab, die im Konjunkturaufschwung zunimmt (das Geld sitzt locker), während im Konjunkturrückschlag weniger gefahren wird. Die durchschnittliche Höhe vor allem der Haftpflichtschäden wächst im Aufschwung bei stärker steigenden Preisen und Einkommen schneller als in der Rezession; denn die Ersatzleistung ist im wesentlichen direkt oder indirekt einkommensbezogen.

So erlitten die Schadenversicherer in der Hochkonjunkturphase der Jahre 1970 und 1971 so hohe Verluste, daß viele Unternehmen sogar Rücklagen auflösen mußten. Die Kapitalbildung erholte sich erst wieder nach der Sanierung durch Beitragserhöhungen und dem Rückgang des Schadenbedarfs im Gefolge von Ölkrise und Rezession. In den Jahren 1973 und besonders 1974 ging die Schadenhäufigkeit in den genannten Sparten so stark zurück, daß es in der Kraftfahrtversicherung zu einer Prämiensenkung und zu Beitragsrückerstattungen an die Versicherten kam, während in der Industrie-Versicherung, besonders in der Feuersparte, durch drastische Prämienunterbietungen ein scharfer Kampf um Marktanteile geführt wurde.

<sup>20</sup> Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, August 1976, S. 22.



Es fehlt also bei der Kapitalbildung in der Versicherungswirtschaft an faßbaren Zusammenhängen und an der zeitlichen Zuordnung zum Konjunkturverlauf, die die Bezeichnung „prozyklisch“ rechtfertigen könnte. Wenn die beobachteten Abläufe überhaupt Aussagen über Zusammenhänge von Konjunktur und Kapitalanlagen der Versicherer erlauben, dann weisen sie eher auf antizyklische Bewegungen hin.

#### b) Umschichtung von Vermögenswerten

Einen beschleunigenden Einfluß auf den Geldumlauf in Restriktionsphasen (Hochzinsperioden) sollen auch Umschichtungen innerhalb der Kapitalanlagen paramonetärer Institutionen haben. Gedacht wird hier zum Beispiel daran, daß die Institute aus Zinsüberlegungen Papiere abstoßen und aus dem Erlös höher verzinsliche Darlehen gewähren<sup>21</sup>.

Dieses Verhalten ist recht unwahrscheinlich. Denn alle Vermögensanlagen, die jederzeit veräußerlich sind, unterliegen Kursschwankungen. Man kann nicht nach einer Zinssteigerung einen zu 100 Prozent erworbenen Sechsprozentner verkaufen, um das Geld zu sieben Prozent anzulegen, ohne einen Kapitalverlust zu realisieren. Deshalb unterbleiben solche Operationen. Umschichtungsmöglichkeiten sind auf die Wiederanlage von Kapital beschränkt, das durch Tilgung zurückfließt. Auch die Tabelle zeigt, daß sich die Zusammensetzung der Vermögensanlagen in der Versicherungswirtschaft nur ganz allmählich und über lange Zeitspannen hinweg ändert.

Es gibt indessen eine Möglichkeit, wie man sich einen beschleunigenden Einfluß der Versicherungsunternehmen auf den Geldumlauf oder eine Schwächung von Bremseffekten vorstellen kann: durch die feste Zusage von Darlehen auf spätere Zeitpunkte. Solche Zusagen könnten Investoren in scharf restriktiven Phasen die Unsicherheit über die Anschlußfinanzierung oder Konsolidierung nehmen. Die Versicherer, besonders Lebensversicherungsunternehmen, können die Zahlungsströme recht exakt vorausschätzen, eben weil der Fluß anzulegender Gelder nicht konjunkturabhängig, sondern sehr regelmäßig ist, und disponieren entsprechend voraus. Es ist also nicht auszuschließen, daß etwa Bauherren dank der Gewißheit über ihre Finanzierungsmöglichkeiten Bauleistungen nachfragen, während sie ohne diese Gewißheit auch über ihre eigenen Mittel erst später disponieren würden.

---

<sup>21</sup> Ulrich Schirmer, a.a.O., S. 186.

Tatsächlich dürfte dieser Effekt aber dadurch ausgeglichen werden, daß die Versicherer nur noch zurückhaltend vorausdisponieren, wenn sie mit steigenden Zinsen rechnen (die in der Regel den Restriktionsmaßnahmen folgen). Die Neigung, langfristig Kapital zu Zinssätzen von heute auszuleihen, ist gering, wenn es erst in einem halben Jahr bei dann voraussichtlich höheren Marktzinsen abgerufen wird. Umgekehrt werden die Vorausdispositionen verstärkt, wenn die Versicherer mit fallenden Zinsen rechnen. Im Ergebnis dürfte dieses Verhalten der Versicherungswirtschaft also doch eher einen konjunkturpolitisch erwünschten Effekt als einen nachteiligen haben.

### 3. Irrtümer

Gelegentlich wird angenommen, die Versicherungswirtschaft schöpfe zusätzlich Kredit, indem sie neue Lebensversicherungsverträge sofort wieder beleihe. Hier liegen falsche Vorstellungen über die Möglichkeiten eines solchen Verfahrens vor. Die Grenze der Beleihung einer Lebensversicherung ist immer der jeweils erreichte Rückkaufswert. Eine sofortige Beleihung ist demnach nur bei Versicherungsverträgen gegen Einmal-Beitrag möglich. Auch in diesem Fall liegt die Darlehenssumme jedoch niedriger als der eingezahlte Betrag.

Auch die Gewährung eines Hypothekendarlehens bei gleichzeitigem Abschluß eines Lebensversicherungsvertrages wird „Beleihung“ genannt, obgleich hier nicht der Versicherungsvertrag beliehen wird, sondern ein Grundstück. Entsprechend der unscharfen Wortwahl wird das Geschäft mitunter als ein Vorgang gedeutet, bei dem eine Kreditschöpfung (Hypothekendarlehen) durch etwas Ähnliches wie Einlagen refinanziert wird. Doch eine solche Refinanzierung ist, wie weiter oben ausgeführt wurde, nicht möglich: Der jährliche Beitrag für die Lebensversicherung, aus der das Darlehen später einmal getilgt wird, macht nur wenige Prozente der Darlehenssumme aus, führt also erst ganz allmählich zum Aufbau eines Kapitals. Das Darlehen wird nicht etwa durch den Lebensversicherungsvertrag refinanziert, sondern es wird aus Mitteln gegeben, die aus früher abgeschlossenen Verträgen anderer Versicherungsnehmer stammen. Es gehört also zu den üblichen Kapitalanlagen.

Wie wenig hier von „Refinanzierung“ die Rede sein kann, zeigt sich auch daran, daß der Versicherte die Beitragszahlung einstellen kann. Der Lebensversicherungsvertrag stellt lediglich sicher, daß das Hypo-

thekendarlehen am Ende der Laufzeit oder bei vorzeitigem Tod aus der Versicherungssumme getilgt wird. Solange der Beitrag zur Lebensversicherung gezahlt wird, kann auf die sonst übliche Tilgung verzichtet werden.

Mißverstanden wird bisweilen auch die Rolle der Rückversicherer. Vermutet wird die Fähigkeit zur multiplen Kreditschöpfung durch das Zusammenwirken von Rückversicherern und Erstversicherern. Offensichtlich stellt man sich dabei vor, die Weiterleitung von Beitragsteilen an die Rückversicherer und deren Leistungen an die Erstversicherer für Schäden seien eine Art Giroverkehr. Der entscheidende Unterschied liegt darin, daß diesen Zahlungen keine Kreditbeziehungen zugrunde liegen, ohne die es keine Kreditschöpfung geben kann. Der Rückversicherer übernimmt genau definierte Risiken gegen Überlassung eines Teils der Versicherungsbeiträge. Soweit man hier von einer Finanzierungsfunktion sprechen kann, betrifft sie das Eigenkapital: das der Erstversicherer wird entlastet, das der Rückversicherer entsprechend belastet.

Eine Störung der Kreditpolitik wird gelegentlich vermutet, wenn Versicherungsunternehmen in Hochzinsperioden ihre Mittel verstärkt in Termineinlagen anlegen. Voraussetzung für eine solche Störung wäre aber, daß die Versicherer den Kreditinstituten zusätzlich Zentralbankgeld zur Verfügung stellen, das bisher als Kasse gehalten wurde. Nur in diesem Fall würde die Umlaufgeschwindigkeit erhöht<sup>22</sup>. In der Praxis halten die Versicherer jedoch ihre Kasse immer so klein wie möglich. Bilden sie mehr Termineinlagen, so können sie weniger langfristige Anlagen tätigen. Ohne Bildung der Termineinlagen ginge das Geld in Hypothekendarlehen, Schuldscheindarlehen, Wertpapiere oder Grundbesitz. Die Annahme, daß solche Anlagemöglichkeiten nicht bestünden und deshalb Termineinlagen gebildet würden, wäre nicht realistisch. Die Umlaufgeschwindigkeit wird also durch die Bildung von Termineinlagen nicht beeinflußt.

Gewiß werden durch die Umbuchung von Girokonten, die allerdings unabhängig von der Konjunktur so knapp wie möglich gehalten werden, auf Terminkonten Mindestreserven frei. Insofern wird also eine Möglichkeit zur Kreditschöpfung durch die Banken geschaffen. Doch diese kann nicht im Widerspruch zur Politik der Notenbank stehen; denn möglich ist sie nur durch die notenbankpolitische Entscheidung, Termin-

---

<sup>22</sup> *Ulrich Schirmer*, a.a.O., S. 195 f. und *Peter W. Böhlme*, a.a.O., S. 65.



einlagen mit niedrigeren Reservesätzen zu belegen als Sichteinlagen. Ebenso dürfte es im Sinn der Notenbank sein, wenn auf Girokonten angesammelte Mittel langfristig an Kreditinstitute ausgeliehen werden. Solche Darlehen dienen in aller Regel der fristenkongruenten Refinanzierung langfristiger Ausleihungen, welche die Versicherungsunternehmen auch unmittelbar den Enddarlehensnehmern hätten zur Verfügung stellen können. Verschiebungen zwischen den Anteilen der direkt gegebenen und der über Kreditinstitute geleiteten Kredite sind deshalb für die Notenbankpolitik ohne Bedeutung.

Schließlich wird noch vermutet, daß Sachwertanlagen, denen sich die Versicherer zeitweilig stärker zugewandt hatten, zu einer Selbstbeschleunigung des Preisauftriebes führen<sup>23</sup>. Das Argument kann nicht für Aktienkurse gelten, sondern höchstens für Immobilienpreise und Mieten. Auf diesem Markt sind die Versicherer de facto aber nur Mittler für die eigentlich preistreibende Nachfrage der Käufer oder Mieter gewesen. Das folgt aus der Tatsache, daß nach Erhebungen des Verbandes der Lebensversicherungsunternehmen in den Jahren 1975/76 bei den Versicherungsunternehmen keine „Wohnungshalden“ entstanden sind.

#### IV. Ergebnis

Es ist also festzuhalten: Die Versicherungswirtschaft nimmt weder am Prozeß der multiplen Kreditschöpfung teil, noch übt sie einen prozyklischen Einfluß auf die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes aus. Weil die Notenbankpolitik, besonders die Mindestreservpolitik, an der Fähigkeit zur multiplen Kreditschöpfung ansetzt und diese nach konjunkturellen Bedürfnissen zu steuern versucht, wäre die Einbeziehung der Versicherungswirtschaft systemwidrig. Hierfür ist es gleichgültig, ob Mindestreserven von den Aktiva oder von deren Zuwachs berechnet würden oder von irgendwelchen Passiva, die man als einlagenähnlich ansähe. Dasselbe Argument gilt gegenüber einer Kreditplafondierung. Natürlich könnten solche Instrumente, auf die Versicherungswirtschaft angewendet, etwas bewirken. Aber der systematische und damit auch ordnungspolitische Rahmen der Notenbankpolitik würde gesprengt.

Kapitalbildung und Kapitalanlage der Versicherungswirtschaft haben sich im übrigen als außerordentlich stetiger und zyklusunabhängiger

<sup>23</sup> Peter W. Böhme, a.a.O, S 64, der sich auf den Monatsbericht der Deutschen Bundesbank vom Januar 1972 bezieht.

Struktur des Vermögensbestandes der deutschen Versicherungsunternehmen

Jahr	Grund- stücke %	Hypo- theken-, Grund- schulden- und Renten- schuldfor- derungen %	Schuld- schein- forderun- gen und Darlehen %	Wert- papiere %	Darlehen und Vor- auszahlun- gen auf Vers.- Scheine %	Betelli- gungen %	Schuld- buch- forde- rungen %	Ver- mögens- anlagen insgesamt %
1955	9,8	15,2	22,5	13,6	1,6	0,9	36,5	100,0
1956	10,5	16,0	24,9	14,5	1,6	1,2	31,2	100,0
1957	10,4	16,8	26,6	16,0	1,6	1,7	26,9	100,0
1958	10,4	16,7	26,4	19,3	1,4	1,7	24,2	100,0
1959	10,1	15,6	28,3	22,8	1,3	1,6	20,2	100,0
1960	10,1	15,9	29,7	24,1	1,2	1,6	17,3	100,0
1961	10,7	16,6	30,4	24,6	1,2	1,7	14,8	100,0
1962	11,1	16,8	31,0	25,2	1,3	1,8	12,8	100,0
1963	11,5	17,2	30,9	25,2	1,3	1,8	12,1	100,0
1964	11,8	17,8	30,7	26,1	1,2	1,8	10,6	100,0
1965	12,6	18,9	30,8	25,1	1,2	1,8	9,6	100,0
1966	12,9	20,2	31,3	24,4	1,2	1,8	8,2	100,0
1967	13,1	20,5	31,3	25,0	1,3	1,7	7,1	100,0
1968	12,9	20,4	30,4	27,1	1,2	1,9	6,1	100,0
1969	13,0	20,2	30,6	27,8	1,3	1,8	5,3	100,0
1970	13,2	20,6	32,3	25,4	1,5	2,2	4,8	100,0
1971	13,3	20,8	32,1	25,8	1,7	2,2	4,1	100,0
1972	13,2	20,4	33,1	25,8	1,8	2,2	3,5	100,0
1973	13,5	20,7	34,5	24,0	2,1	2,1	3,1	100,0
1974	12,9	20,7	36,8	22,5	2,1	2,1	2,9	100,0
1975	12,8	19,4	37,7	24,0	1,7	2,0	2,4	100,0
1976	12,3	18,0	38,5	25,6	1,4	2,1	2,1	100,0

Quellen: Geschäftsberichte des Bundesaufsichtsamtes für das Versicherungswesen; Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft.

Seit 1971/72 klaffen die Entwicklungen der Positionen „Schuldscheinforderungen und Darlehen“ und „Wertpapiere“ auseinander. Hierin drückt sich keine grundsätzliche Änderung der Anlagepolitik aus. Vielmehr werden unter den festverzinslichen Anlagen verstärkt solche gewählt, die nicht durch Kursrückgänge berührt werden, also keinen Abschreibungsbedarf auslösen können.

Prozeß erwiesen. Die langfristigen Anlagen der Versicherer sind ein wertvoller Stabilisator des Kapitalmarktes. Konjunkturpolitisch motivierte Eingriffe in diesen stetigen Kapitalbildungsprozeß würden den zyklusabhängigen Bereich nur noch vergrößern. Sicher gehören zu einer erfolgreichen Notenbankpolitik auch spürbare Ausschläge des Kapitalzinses, nicht nur des Zinses für kürzerfristige Mittel. Aber das Ausmaß, in dem der Kapitalzins in Restriktionsphasen erfahrungsgemäß steigt, sprengt nicht selten den Rahmen des konjunkturpolitisch Erforderlichen. Solche unbeabsichtigten, aber unvermeidlichen Störungen des Kapitalmarktes wären noch unangenehmer, wenn die stabilisierende Wirkung der stetigen Anlagen aus der Versicherungswirtschaft wegfielen.

Grundsätzlich wäre die Einbeziehung der Versicherungswirtschaft in die Offenmarktpolitik nicht anders zu beurteilen als die Belegung mit Mindestreserven. Allerdings braucht auf die Systemwidrigkeit hier (rein pragmatisch gedacht) nicht mit demselben Nachdruck hingewiesen zu werden, falls die Offenmarktpapiere eine marktkonforme Verzinsung bieten und den Anlagevorschriften und -grundsätzen der Versicherungswirtschaft<sup>24</sup> entsprechen.

### **Zusammenfassung**

#### **Wäre die Einbeziehung der Versicherungswirtschaft in die Mindestreservepolitik kredittheoretisch gerechtfertigt?**

Zu Beginn der 70er Jahre wurde darüber diskutiert, die Instrumente der Deutschen Bundesbank durch Mindestreserven auf Aktiva der Kreditinstitute zu ergänzen. Ein Referentenentwurf sah vor, eine solche Mindestreservepflicht auf alle in § 1 KWG erfaßten Institute auszudehnen, also auch auf Versicherungsunternehmen. Diesem stabilitätspolitisch motivierten Ansatz folgte im Herbst 1977 ein strukturpolitischer (Investitionslenkung) auf dem Parteitag der SPD in Hamburg.

Der vorliegende Aufsatz beschäftigt sich mit der Frage, ob die Einbeziehung der Versicherungswirtschaft in die Mindestreservepolitik nach deren systematischem Ansatz gerechtfertigt wäre. Zu fragen ist, ob die Versicherer an multipler Kreditschöpfung teilnehmen, und ob sie in Restriktionsphasen zu einer Erhöhung der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes beitragen.

Der Aufsatz kommt zu dem Ergebnis, daß es einen von null merklich verschiedenen Kreditschöpfungsmultiplikator für die Versicherungswirtschaft nicht gibt, daß diese also nicht an multipler Kreditschöpfung teilnimmt und

<sup>24</sup> Zu den in §§ 54 VAG formulierten Anlagevorschriften und der Vermögensanlagepraxis vgl. *Robert Schwebler*, Vermögensanlagepraxis in der Versicherungswirtschaft, Karlsruhe 1977.



daß es bei der Kapitalbildung und Kreditgewährung der Versicherer an faßbaren Zusammenhängen mit konjunkturellen Einflüssen fehlt, folglich auch an einem prozyklischen Einfluß auf die Umlaufgeschwindigkeit. Die Einbeziehung der Versicherungswirtschaft in die Mindestreservepolitik wäre also systemwidrig.

## Summary

### **Can Credit Theory Justify the Inclusion of the Insurance Business in Minimum Reserves Policy?**

At the beginning of the nineteen-seventies, there was some discussion on supplementing the instruments of the German Bundesbank with minimum reserves on assets of the banking institutions. A departmental draft envisaged extension of such a minimum reserves requirement to all institutions covered by Sect. 1, Banking Act, that is, also insurance firms. This approach, which was motivated by stabilization policy considerations, was followed in autumn 1977 by one of a structural policy nature (investment control) at the party congress of the SPD in Hamburg.

This article deals with the question of whether inclusion of the insurance business in minimum reserves policy would be justified in the light of its systematic make-up. The issue is whether the insurers take part in multiple credit formation and whether they contribute in restrictive phases towards increasing the circulation velocity of money.

The article reaches the conclusion that the credit multiplier is not perceptibly greater than zero in the case of the insurance business, that the latter therefore does not participate in multiple credit formation, and that with respect to capital formation and credit-granting by insurers tangible relationships with cyclical influences are lacking and hence also any procyclical influence on the velocity of circulation. The inclusion of the insurance business in minimum reserves policy would thus be inimical to the system.

## Résumé

### **Serait-il justifiable en théorie du crédit d'inclure le secteur des assurances dans la politique des réserves minimales?**

Au début des années soixante-dix, l'on avait débattu de la possibilité de compléter les instruments de la Banque Fédérale Allemande (Bundesbank) de réserves minimales sur les actifs des établissements de crédit. Un document de travail prévoyait d'étendre l'obligation de détenir de telles réserves minimales à tous les établissements couverts par le paragraphe 1 de la loi bancaire (KWG), donc également aux entreprises d'assurances. Cette hypothèse à motivation de politique de stabilisation fut suivie à l'automne 1977 d'une autre de politique structurelle (orientation des investissements) au congrès annuel du parti socialiste (SPD) à Hambourg.

Le présent article se préoccupe de savoir si l'inclusion du secteur des assurances dans la politique de réserves minimales pourrait se justifier d'après une base systématique. L'on doit se demander si les assureurs participent à la création multiple du crédit et si dans les phases de restriction ils contribuent à hausser la vitesse de circulation de la monnaie.

L'article aboutit à la conclusion suivante: il n'existe pas pour le secteur des assurances de multiplicateur de création de crédit sensiblement différent de zéro, donc ce secteur ne participe pas à la création multiple du crédit; et en ce qui concerne la formation de capital et l'octroi de crédit, les assureurs n'ont pas des liens tangibles avec les influences conjoncturelles, donc ils n'exercent pas d'influence sur la vitesse de circulation. L'inclusion du secteur des assurances dans la politique de réserves minimales serait donc contradictoire au système.