

Berichte

Erfahrungen mit dem Bundesschatzbrief Eine fiskalische Analyse

I. Enorme Absatzerfolge

Die Emission des sogenannten Bundesschatzbriefes wurde vor zwölf Jahren im Jahreswirtschaftsbericht der Bundesregierung 1968 unter der Zielsetzung der Förderung einer weitgestreuten Vermögensbildung angekündigt: „Die Bundesregierung bereitet die Ausgabe eines nicht mit einem Kursrisiko behafteten ‚Sparbriefes der öffentlichen Hand‘ vor. Wie diese Papiere für die Bezieher niedriger Einkommen attraktiv gemacht werden können, wird noch geprüft.“¹ Verwirklicht wurde dann diese Idee nach vielerlei Rücksprachen mit der Bundesbank und dem privaten Bankgewerbe, bei denen es vor allem auch um die dann aus haushaltsmäßigen, verwaltungstechnischen und kapitalmarktpolitischen Gründen abgelehnte Gewährung eines Sozialbonus für den kleinen Anleger ging², zu Beginn des Jahres 1969 mit der Emission der ersten Tranche des Bundesschatzbriefes³.

Die in dem vorstehenden Zitat zum Ausdruck kommende nichtfiskalische Zielvorstellung, mit diesem Schuldtitel die Vermögensbildung in breiten Bevölkerungskreisen, insbesondere bei Beziehern niedriger Einkommen zu fördern⁴, wurde von dem damaligen Finanzminister *F. J. Strauß* betont, wenn er am 24. April 1969 vor dem Deutschen Spar-

¹ Jahreswirtschaftsbericht der Bundesregierung 1968, BTag-Drucksache V/2511, S. 17; siehe dazu auch *V. Muthesius*: Neues Attentat auf dem Kapitalmarkt, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, H. 4/1969, S. 148 f. — Die Idee zu einer sog. „Volksobligation“ (in Anlehnung an die „Volksaktie“) wurde bereits im Jahre 1961 im damaligen Wirtschafts- und Finanzministerium entwickelt; vgl. Verhandlungen des Deutschen Bundestages, 5. Wahlperiode, Bd. 64, Bonn 1967, S. 6042 C; *W. Reimann*: Fragwürdige Volksobligationen, in: Handelsblatt, Nr. 176/12. 9. 1967, S. 29.

² Vgl. *K. Ullmann*: BSB-Wertpapier für den kleinen Mann oder Spekulationspapier?, in: Wertpapiermitteilungen, Jg. 22/1968, S. 1339.

³ Siehe Bundesanzeiger, Nr. 224/30. 11. 1968, S. 1 f.

⁴ Siehe ergänzend Presse- und Informationsamt der Bundesregierung (Hg.): Bundesschatzbrief und Vermögensbildung, in: Aktuelle Beiträge zur Wirtschafts- und Finanzpolitik, Nr. 1/1969, S. 1 ff.; dass.: Was soll der Bun-

kassentag in Karlsruhe ausführte: „Der Bundesschatzbrief war nie (Sperrung vom Verf.) als fiskalisches Instrument geplant . . . , das dem Staat zusätzliche Geldquellen erschließt. Haushaltswirtschaftlich erforderliche Kreditaufnahmen des Bundes werden sich durch (den) Bundesschatzbrief weder erhöhen noch vermindern.“⁵

Diese Aussage konnte schon damals nicht ernst genommen werden⁶, waren doch derartige Neuüberlegungen zur Erweiterung der Angebotspalette staatlicher Schuldtitel unter dem Eindruck des Konsolidierungsbedarfs der öffentlichen Finanzen nach der Finanzierung von zwei Konjunkturprogrammen zur Bekämpfung der Rezession 1966/1967 vorangetrieben worden⁷. Vollkommen widerlegt wurde der Finanzminister dann jedoch durch die beispiellose „Karriere einer Geldanlage“⁸ in den seitdem vergangenen elf Jahren. Der Bruttoabsatz des Bundesschatzbriefes beläuft sich auf rd. 36 Mrd. DM (siehe Tabelle 1); der Anteil der umlaufenden Bundesschatzbriefe am gesamten Schuldvolumen des Bundes beträgt nach 14,6 v. H. im Jahre 1977 immerhin 13,1 v. H. Ende 1979 (siehe Tabelle 2).

Die Verkaufsergebnisse bzw. die überaus beachtliche Entwicklung der prozentualen Anteile des Bundesschatzbriefes an der Gesamtverschuldung des Bundes sind Anlaß genug, den Gründen des Absatzerfolges einmal nachzugehen und einer fiskalischen Wertung zu unterziehen, die weiter geht als eine Beurteilung, die sich allein am jährlichen Bruttoabsatz orientiert⁹. Die Überlegungen dazu werden in folgenden Schrit-

desschatzbrief?, ebenda, Nr. 12/1969, S. 1 ff.; dass.: Bundesschätzchen — ein echter Knüller, ebenda, Nr. 11/1971, S. 1 ff. Auch der Wissenschaftliche Beirat beim Bundesministerium der Finanzen: Gutachten zur Schuldenstrukturpolitik des Staates, Schriftenreihe des Bundesministeriums der Finanzen, H. 27, Bonn 1979, S. 96, spricht beim Bundesschatzbrief von einer „vorwiegend verteilungspolitisch begründeten Art der Kreditaufnahme“.

⁵ F. J. Strauß: Der öffentliche Kredit als Mittel der Haushaltspolitik — Notwendigkeiten und Grenzen —, in: BMF-Finanznachrichten, Nr. 95/29. 4. 1969, (Anhang 1, S. 15).

⁶ Ein kurz nach dem vorstehenden Zitat formulierter Satz lautete dagegen: „Jede DM, die über den Bundesschatzbrief hereinkommt, entlastet natürlich (die) Kreditaufnahme über Anleihen, Darlehen oder kurzfristige Schuldtitel.“

⁷ Der situationsbedingte Fremdmittelbedarf für die Jahre 1967/1968 belief sich auf den für damalige Zeiten hohen Betrag von rd. 16 Mrd. DM (für Bund, Länder und Gemeinden); siehe ergänzend D. Dickertmann: Die Finanzierung von Eventualhaushalten durch Notenbankkredit, Berlin 1972, S. 77, 147 ff.

⁸ So ein Werbetext für den Bundesschatzbrief zum zehnjährigen Bestehen.

⁹ Damit wird eine frühere Analyse fortgeführt und ergänzt; siehe D. Dickertmann, R. v. Möllendorff: Der Bundesschatzbrief aus fiskalischer

Tabelle 1

Brutto-Absatz und Anteile der Bundesschatzbrief-Typen am gesamten Brutto-Absatz

Jahr	Brutto-Absatz insgesamt in Mio. DM	Typ A		Typ B	
		in Mio. DM	in v.H.	in Mio. DM	in v.H.
1969	283,3	199,9	70,6	83,4	29,4
1970	381,7	200,2	52,5	181,4	47,5
1971	1 098,9	627,4	57,1	471,5	42,9
1972	2 690,7	1 565,1	58,2	1 125,6	41,8
1973	934,5	489,2	52,3	445,3	47,7
1974	3 192,3	1 874,6	58,7	1 317,7	41,3
1975	5 287,9	3 464,5	65,5	1 823,4	34,5
1976	4 976,7	3 090,4	62,1	1 886,3	37,9
1977	7 617,4	4 322,7	56,7	3 294,7	43,3
1978	3 161,0	1 744,6	55,2	1 416,4	44,8
1979	6 350,9	2 816,6	44,3	3 534,3	55,7
Summe	35 975,3	20 395,3	56,7	15 580,0	43,3

Quelle: Zusammengestellt nach den Geschäftsberichten der Deutschen Bundesbank 1969 bis 1979 (Teil B: Erläuterungen zum Jahresabschluß). Anzumerken ist, daß die Angaben der Deutschen Bundesbank zum Brutto-Absatz in den Geschäftsberichten mit denen in den Statistischen Beiheften zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank, Reihe 2: Wertpapierstatistik, selten ganz übereinstimmen.

ten vorgetragen: Nach einer Vorstellung der schuldentechischen Besonderheiten des Bundesschatzbriefes unter Hinzuziehung entsprechender Ausstattungsmerkmale einer „normalen“ Anleihe (II.) wird der Bundesschatzbrief einer Beurteilung aus der Sicht des Bundes und ergänzend aus der Sicht des Anlegers unterworfen (III.). Es folgt eine Darstellung und Beurteilung der bisherigen Absatzergebnisse des Bundesschatzbriefes (IV.). Aus den erzielten Untersuchungsergebnissen werden abschließend dann einige fiskalische und schuldenpolitische Schlußfolgerungen abgeleitet (V.).

II. Die Ausstattungsmerkmale

In der Ausstattung des Bundesschatzbriefes sind seit der Emission der ersten Tranche verschiedene Änderungen vorgenommen worden.

Sicht I - III, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, H. 21/1971, S. 994 ff., H. 22/1971, S. 1039 ff., H. 23/1971, S. 1071 ff.

Tabelle 2
Schulden des Bundes

Jahr	Schulden insgesamt in Mrd. DM	darunter: Anleihen		Bundesschatzbriefe	
		in Mrd. DM	in v.H.	in Mrd. DM	in v.H.
1968	47,2	7,9	16,7	—	—
1969	45,4	8,0	17,6	0,3	0,7
1970	47,3	8,7	18,4	0,6	1,3
1971	48,8	9,2	18,9	1,6	3,3
1972*	55,3	9,4	17,0	4,2	7,6
1973	61,4	13,5	22,0	3,0	4,9
1974	72,1	15,4	21,4	4,7	6,5
1975	108,5	18,2	16,8	9,8	9,0
1976	128,4	23,3	18,1	14,5	11,3
1977	150,2	27,4	18,2	22,0	14,6
1978	177,5	31,1	17,5	24,7	13,9
1979	202,6	40,6	20,0	26,6	13,1

*) Nach Einbeziehung der „Auftragsfinanzierung OFFA“ und der „Krankenhausfinanzierung“; ohne diese Sonderfinanzierung belief sich der Schuldenstand auf 51,6 Mrd. DM.

Quelle: Zusammengestellt nach Monatsberichten der Deutschen Bundesbank.

War anfangs nur eine Form des Bundesschatzbriefes im Angebot, wurden zwischenzeitlich drei verschiedene Typen offeriert¹⁰. Derartige Veränderungen haben die Anleger in der Anfangsphase der Emission sicherlich verwirrt. Für die weiterführenden Überlegungen zur Beurteilung des Absatzergebnisses bleiben diese Vorgänge unbeachtet, zumal die heute im Angebot befindlichen beiden Typen des Bundesschatzbriefes seit dem 15. April 1971 unverändert sind:

1. Der Bundesschatzbrief vom Typ A

- hat eine Laufzeit von sechs Jahren,
- die Zinsen werden dem Gläubiger jährlich nachträglich gutgeschrieben,

¹⁰ Im Jahr 1970 und zu Beginn des Jahres 1971 wurde vorübergehend noch der Typ R angeboten, um bei einer Laufzeit von sieben Jahren, mit einer Stückelung von 50 DM und bei Zinsansammlung den besonderen Bedingungen des Ratensparvertrages (deswegen die Bezeichnung „R“) gerecht zu werden. Der Typ R ging dann im Typ B unter Verlängerung der Laufzeit auf. Bei einer Anlage des Typ B in Ratensparverträgen muß die Vertragsabwicklung über die Bundesschuldenverwaltung erfolgen (zusätzliche Kosten für die öffentliche Verwaltung).

- die terminlich gut überschaubare Tilgung erfolgt am Ende der Laufzeit in einem Betrag,
- die Titel haben eine Stückelung ab 100 DM.

2. Der Bundesschatzbrief vom Typ B

- hat eine Laufzeit von sieben Jahren,
- die Zinsen nebst Zinseszinsen erhalten die Gläubiger erst am Ende der Laufzeit,
- zusammen mit dem Tilgungsbetrag (Rückzahlungswert)¹¹,
- die Titel haben eine Stückelung ab 50 DM.

3. Gemeinsame Ausstattungsmerkmale

Neben diesen schuldentechnischen Unterschieden haben beide Typen folgende Ausstattungsmerkmale gemeinsam:

- Ein erstes Merkmal des Bundesschatzbriefes ist es, daß er mit einer gestaffelten Verzinsung ausgestattet ist (sog. Staffelanleihe). Für die seit dem 20. Juni 1980 verkauften Ausgaben 1980/9 und 1980/10 gelten folgende Zinskonditionen:

Tabelle 3
Verzinsung des Bundesschatzbriefes (in v. H.)

Verzinsung für nach dem	Typ A		Typ B	
	nominal	Rendite	nominal	Rendite ^{b)}
1. Jahr	6,75	6,75	6,75	6,75
2. Jahr	8,00	7,35	8,00	7,37
3. Jahr	8,00	7,55	8,00	7,58
4. Jahr	8,25	7,71	8,25	7,75
5. Jahr	8,25	7,80	8,25	7,85
6. Jahr	8,75	7,93 ^{a)}	8,75	8,00
7. Jahr	—	—	8,75	8,11 ^{a)}

a) Sog. Endrendite.

b) Einschließlich Zinseszins.

Quelle: BMF-Finanznachrichten, Nr. 27/80, S. 6 (ohne Renditenangabe).

¹¹ Derartige Titel werden auch als „Aufzinsungspapier“ oder als „Wachstumsanleihe“ bezeichnet.

Diese Zinsstaffel macht zunächst einmal deutlich, daß der Anleger genauer noch als bei anderen Anlagen unterscheiden muß zwischen der abgestuft steigenden Nominalverzinsung und der (zunächst) niedrigeren Rendite während der Laufzeit der Titel einerseits und dem hohen Nominalzins mit einer relativ hohen Rendite am Ende der Laufzeit (sog. Endrendite) andererseits, um seine Anlagedispositionen sinnvoll treffen zu können. Diese Schwierigkeiten vergrößern sich noch, wenn die jeweiligen Rückzahlungswerte beim Typ B unter Beachtung der längeren Laufzeit und der Verzinsung der „gestundeten“ Zinsen¹² in das Kalkül eingehen¹³. Insofern ist der Bundesschatzbrief von der technischen Ausgestaltung her gesehen kaum als ein anlegerfreundlicher, sondern eher als ein komplizierter Schultitel zu bezeichnen, der dem Sparer den Weg zu dieser Anlageform nicht gerade leicht macht^{14, 14a}.

- Ein zweites Merkmal des Bundesschatzbriefes ist es, daß er mit einem *Gläubigerkündigungsrecht* ausgestattet ist. Das heißt, der Bund garantiert die Rücknahme der Titel zum Nennwert nebst Stückzinsen (beim Typ A) oder zum jeweiligen Rückzahlungswert (beim Typ B).

Der vorzeitige Rückzahlungsanspruch kann vom Gläubiger nach einer Frist von einem Jahr bis zum Höchstbetrag von insgesamt nominal 10 000 DM innerhalb von 30 Zinstagen jederzeit geltend gemacht werden. Abgesehen von diesen Beschränkungen entfällt also für den Anleger jedwedes Kursrisiko, was im Vergleich zu

¹² Für den Zinseszins gilt die Zinsstaffel analog.

¹³ Diese Unterschiede werden in der Werbung für den Bundesschatzbrief leider nicht hinreichend deutlich gemacht.

¹⁴ Die Renditeermittlung wird von der Deutschen Bundesbank vorgenommen; zum Verfahren siehe Informationsdienst für Bundeswertpapiere (Hg.): Informationen für den Effektenberater, Ausgabe April 1979/1.

^{14a} Diesem Tatbestand will der Bundesfinanzminister offenbar seit kurzem entgegenwirken. Es ist festzustellen, daß bei den jüngsten offiziellen Bekanntmachungen neuer Bundesschatzbrief-Konditionen (siehe BMF-Finanznachrichten Nr. 22/80, S. 6, und Nr. 27/80, S. 6) — abweichend vom bisherigen Verfahren — die Renditen für die einzelnen Jahre der Laufzeit nicht mehr veröffentlicht werden. Nur die Endrendite wird noch angegeben. Es ist abzu sehen, daß den Anlegern dadurch ein Renditevergleich erschwert wird. Das kann die aktuellen Entscheidungen der Anleger beeinflussen, gegebenenfalls aber auch das zukünftige Ausmaß vorzeitiger Rückgaben auf Grund des bestehenden Gläubigerkündigungsrechtes verändern. Wie die Anleger und auch die Schuldnerkonkurrenz des Bundes auf eine derartige Informationspolitik, die kaum als vorbildlich zu bewerten ist, reagieren werden, bleibt abzuwarten.

anderen Schuldtiteln ein bisher einmaliger Vorzug ist¹⁵. Demgegenüber ist eine vorzeitige Kündigung der Titel durch den Bund ausgeschlossen¹⁶.

- Ein drittes Merkmal des Bundesschatzbriefes ist es, daß der Bundesschatzbrief als eine obligatorische Buchschuld, also nicht als Wertpapier vertrieben wird; der Käufer erwirbt „nur“ ein sog. *Wertrecht*¹⁷. Ein Handel der Titel an der Börse ist ausgeschlossen, jedoch ist ein Verkauf der Titel an Dritte, die zum Ersterwerb berechtigt sind, jederzeit möglich. Letztlich also ersetzt der Bund mit seiner Rücknahmegarantie den Markt. Als Käufer des Bundesschatzbriefes zugelassen sind im übrigen nur natürliche Personen und Personengemeinschaften¹⁸ sowie Einrichtungen, die gemeinnützigen, mildtätigen oder kirchlichen Zwecken dienen¹⁹.
- Ein viertes Merkmal des Bundesschatzbriefes ist es, daß er laufend als sog. *Daueremission* angeboten wird. Die Titel können folglich jederzeit — wenn von einer vorübergehenden Aussetzung des Verkaufs bei einer Neufestsetzung der Zinssätze abgesehen wird — bei Kreditinstituten oder bei der Bundesbank und ihren Zweigstellen erworben werden²⁰.

¹⁵ Die Sperrfrist beginnt mit dem Verzinsungstermin der gerade laufenden Tranche, so daß sich diese Frist bei einem späteren Kauf automatisch verkürzt und damit die minimale Liquiditätsbindung von einem Jahr für den Bund verkürzt.

¹⁶ Dieser Tatbestand ist nicht unbeachtlich, wenn bedacht wird, daß der Bund schon einmal hochverzinsliche Anleihen zur Einsparung von Zinsaufwendungen vorzeitig gekündigt hat; siehe Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 51/9. 3. 1978, S. 17 („Der Bund kündigt vorzeitig zwei Anleihen“).

¹⁷ Siehe ergänzend W. Wessely: Der Bundesschatzbrief als Sammelschuldbuchforderung und seine Emission, in: Wertpapier-Mitteilungen, Nr. 38/1969, S. 1094 ff.

¹⁸ Kreditinstitute dürfen Bundesschatzbriefe nur in Ausnahmefällen mit zeitlicher Befristung erwerben.

¹⁹ An Gebietsfremde dürfen Bundesschatzbriefe nur mit besonderer Genehmigung verkauft werden; Gebietsfremde nach § 54 Außenwirtschaftsverordnung sind von dem Verbot ausgenommen.

²⁰ Erwogen wurde bei der Konzeptionierung des Bundesschatzbriefes auch ein Verkauf über die Schalter der Bundespost. Dafür plädiert beispielsweise das Münchener Ifo-Institut, um den Wettbewerb um die Mittel der Sparer zwischen der öffentlichen Hand und dem Kreditgewerbe noch stärker zu betonen; siehe Handelsblatt, Nr. 180/19./20. 9. 1975, S. 3 („Bundesschatzbrief auch über die Post?“). Auch der Wissenschaftliche Beirat beim Bundesministerium der Finanzen: Gutachten zur Schuldenstrukturpolitik des Staates a.a.O., S. 93 f., meint, eine derartige Lösung sollte zur Erweiterung der Absatzwege und zur Verbesserung der Konkurrenzbedingungen einmal versucht werden.

Aufgrund der genannten Ausstattungsmerkmale ist der Bundesschatzbrief — ohne das hier im einzelnen nachweisen zu wollen — im Spektrum der Geldanlage-Alternativen zwischen dem Sparbuch und der öffentlichen Anleihe anzusiedeln.

III. Schuldenpolitische Beurteilung der Ausstattungsmerkmale

Wird von unterschiedlichen nicht-fiskalischen Zielen der öffentlichen Verschuldung abgesehen, so hat die fiskalische Zielsetzung der Schuldenpolitik „nur“ eine Aufgabe zu erfüllen: Beschaffung der notwendigen Einnahmen zu haushaltswirtschaftlich vertretbaren Bedingungen, d. h. mit minimalen Kosten und mit einem — liquiditätsmäßig — plangerechten Schuldendienst. Wird nun unter Schuldentechnik die Kunst verstanden, einen Verschuldungsgedanken in die Tat umzusetzen, d. h. alle organisatorischen, juristischen und administrativen Maßnahmen der Schuldenaufnahme, Verzinsung und Tilgung zielgerecht durchzuführen — ihnen kommt also durchaus ein wichtiger Rang bei der Realisierung der schuldentekhnischen Ziele zu —, so scheint der Bundesschatzbrief als ein Musterbeispiel schuldentekhnischer Raffinesse angesehen werden zu können.

Diese Feststellung läßt sich belegen, wenn die einzelnen Ausstattungsmerkmale des Bundesschatzbriefes aus der Sicht des Bundes beurteilt werden. Dazu sind ergänzend aber auch Beurteilungskriterien der Anleger zu berücksichtigen, denn Schuldentechnik kann nicht nur auf die Interessen der Schuldner abgestellt sein, sondern muß stets auch auf die Interessen der Gläubiger, die mit der Emission der Schuldtitel angesprochen werden sollen, abgestimmt sein.

1. Der Einnahmenerzielung gelten insbesondere folgende Ausstattungsmerkmale:

- Die durch die Begrenzung des Käuferpreises vollzogene *Marktspaltung* zielt darauf ab, stärker als zuvor das Sparaufkommen der privaten Haushalte für die öffentliche Verschuldung zu mobilisieren^{21, 22}. Dies war und ist, nicht zuletzt aufgrund des hohen

²¹ R. A. Musgrave: Theorie der öffentlichen Schuld, in: Handbuch der Finanzwissenschaft, 1. Bd., 2. Aufl., Tübingen 1952, S. 118, spricht in diesem Zusammenhang von „restringierten“ Schuldtiteln.

²² Im Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank 1978, S. 42 f., wird betont, daß im Sinne des sog. Debt-Management „eine Ausweitung der Direktbeziehung zwischen den privaten Gläubigern und den staatlichen Schuldner... zu unterstützen“ ist... „Daher sollte... kontinuierlich darauf hinge-

Fremdmittelbedarfs zwingend erforderlich²³. Unterstützt wurde deswegen dieses Bemühen durch die erhöhten Werbeanstrengungen des Bundes für seine Schuldtitel allgemein und für die Bundesschatzbriefe im besonderen.

Zugleich kann mit diesem Bemühen eine Verbreiterung und auch eine Veränderung der Gläubigerstruktur des Bundes eingeleitet werden, denn bisher waren die Verschuldungsmöglichkeiten des Staates vor allem durch das Anlegerverhalten der Banken als der größten Gläubigergruppe determiniert²⁴. Dementsprechend wird es auch verständlich, daß das Bankensystem den Bemühungen des Bundes, die Sparbeiträge des privaten Publikums in seine Kassen umzuleiten, nicht tatenlos zugesehen hat²⁵. Die zahl-

wirkt werden, mittel- und langfristige Papiere des Staates beim privaten Publikum zunehmend direkt zu placieren. Voraussetzung ist freilich, daß die Ausstattung dieser Papiere immer marktkonform ist. Unter solchen Bedingungen besteht durchaus der Raum für Versuche, mit neuen Typen von Staatspapieren den Direktkäufer anzusprechen.“ Auch der Wissenschaftliche Beirat beim Bundesminister der Finanzen: Gutachten zur Schuldenstrukturpolitik des Staates, a.a.O., S. 93, fragt mit Blick auf eine zukünftig stärker auf die privaten Haushalte ausgerichteten Gläubigerstruktur, „ob nicht außer Bundesschatzbriefen auch marktgängige, für das breite Publikum bestimmte Anleihen laufend abgesetzt werden können.“ Beide Stellungnahmen haben sicherlich dazu beigetragen, daß der Bund inländischen natürlichen Personen und bestimmten gemeinnützigen Einrichtungen seit Anfang 1979 die sog. *Bundesobligationen* verkauft. Diese verzinsliche Schuldverschreibung mit einer Laufzeit von fünf Jahren wird ebenfalls als Dauerremission angeboten. Die Titel werden — im Gegensatz zum Bundesschatzbrief — jedoch an der Börse gehandelt. Siehe „Bundesobligationen ab 3. Dezember 1979“, in *BMF-Finanznachrichten*, Nr. 55/1979, S. 1 f.; o.V. *Bundesobligationen vor der Tür*, in: *Börsen-Zeitung*, Nr. 219/13. 11. 1979, S. 1; o.V.: Weber: *Bundesobligation wird ‚sehr pfleglich‘ eingesetzt*, in: *Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln*, Nr. 88/1979, S. 1; o.V.: Bonn hält an der *Bundesobligation* fest, in: *Süddeutsche Zeitung*, Nr. 119/25. 5. 1979, S. 25.

²³ Die Zeichnungsprospekte beginnen mit den Worten „die Bundesregierung begibt... zur Finanzierung öffentlicher Investitionen und zur Förderung der Eigentums- und Vermögensbildung in allen Bevölkerungsschichten...“, d. h. der Finanzierungsaspekt steht nun eindeutig an erster Stelle der Verschuldungsbeziehung.

²⁴ Vgl. K.-H. *Hansmeyer*: *Der öffentliche Kredit*, 2. Aufl., Frankfurt 1970, S. 32. Über 70 Prozent aller Schuldtitel der öffentlichen Hand befinden sich Ende 1979 im Portefeuille des Bankensystems (ohne Bundesbank).

²⁵ Das Kreditgewerbe hat dem Bundesschatzbrief aus wettbewerbspolitischen Gründen von vornherein sehr skeptisch gegenübergestanden; vgl. H. Kolbeck: *Sparkassen vor neuen Aufgaben*, in: *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, H. 1/1968, S. 10 ff.; *Aktuelle Beiträge zur Wirtschafts- und Finanzpolitik*, Nr. 38/1969, S. 2. Von daher ist auch die anfänglich gezahlte hohe Verkaufsprovision in Höhe von 2,25 v.H. (heute 1,0 v.H.) zu erklären. Eine ähnliche „Zurückhaltung“ haben die Kreditinstitute im übrigen auch

reichen, wenn auch im Detail unterschiedlichen Konkurrenzprodukte in Form der sog. Sparkassenbriefe und Bankobligationen sind mit Blick auf den Konkurrenten „Bundesschatzbrief“ in starkem Maße verfeinert und weiterentwickelt worden²⁶. So bestätigt das Bundesfinanzministerium, daß bis heute nur ein relativ kleiner Teil der Zeichner des Bundesschatzbriefes aus dem Kundenkreis der Sparkassen kommt. Die Sparkassen — zur Refinanzierung ihrer Aktivgeschäfte auf Einlagen im besonderen Maße angewiesen — haben es bisher offensichtlich verstanden, ihre eigenen Titel — trotz einer liquiditätsmäßigen Schlechterstellung der Anleger²⁷ — bei ihren Kunden in den Vordergrund der Anlageentscheidung zu schieben. G. v. Scheven, Mitarbeiter im Bundesfinanzministerium, bedauert: „Leider muß der Absatzanteil des Sparkassensektors ... als unbefriedigend angesehen werden²⁸.“ Mittelbar ist aus diesem Tatbestand aber auch abzuleiten, daß die Zeichner des Bundesschatzbriefes sich auf einem relativ hohen Informationsstand befinden müssen, da sie den Bundesschatzbrief anderen vergleichbaren Anlagemöglichkeiten vorgezogen haben. Diese Feststellung wird nachfolgend noch von Bedeutung sein.

- Durch das Angebot einer *Daueremission* wird es dem Bund möglich, ständig auf dem Markt präsent zu sein. Potentielle Zeichner öffentlicher Titel brauchen nun nicht mehr auf die Emission einer Anleihe, die unter Umständen nur repartiert oder auch gar nicht

gegenüber dem Emissionsvorhaben „Bundesobligation“ an den Tag gelegt. Beide Vorgänge scheinen die Richtigkeit der schuldenpolitischen Strategie in Richtung auf eine veränderte Gläubigerstruktur zu bestätigen. Sie sind von allokatonspolitischer und im Anschluß daran auch von verteilungspolitischer Bedeutung.

²⁶ Siehe auch die Meldung im Handelsblatt, Nr. 38/22. 2. 1978, S. 7 („Kurz laufende Konkurrenz für das Bundesschätzchen“), wonach die Sparkassen Sparbriefe mit einer Laufzeit unter vier Jahren anbieten wollen, um dem Bundesschatzbrief paroli bieten zu können. Ein Mitarbeiter des Bundesfinanzministeriums, H. Raida: Bundesschatzbriefe und öffentliche Anleihen in Konkurrenz, in: Der langfristige Kredit, H. 21/22/1977, S. 700, sieht hierin den entscheidenden „kapitalmarkt- und verteilungspolitischen Erfolg“, den die Bundesregierung mit der Emission des Bundesschatzbriefes erzielt hat.

²⁷ Sparbriefe sind im allgemeinen nicht mit einem Gläubigerkündigungsrecht ausgestattet, sie können allerdings beliehen werden; vgl. Wirtschaftswoche Nr. 13/14/1978, S. 90, 97 („Fremdgehen lohnt nicht“).

²⁸ G. v. Scheven: Bundesschatzbriefe gewinnen an Bedeutung, in: Börsen-Zeitung, Nr. 88/7. 5. 1977, S. 6. Siehe ergänzend Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium der Finanzen: Gutachten zur Schuldenstrukturpolitik des Staates, a.a.O., S. 64 f.

zugeteilt wird, zu warten. Jetzt können zur Anlage bestimmte Mittel jederzeit in diesen öffentlichen Schuldtitel angelegt werden. Damit ist die Gefahr, daß disponible Mittel zwischen zwei Anleiheterminen ganz oder teilweise in andere Anlagen abwandern, weil kein adäquates Angebot der öffentlichen Hand auf dem Markt ist, gebannt. Die Finanzierungskapazität wird erhöht. Zugleich ist anzumerken, daß sich der Bund Vorteile gegenüber den Ländern verschafft, da sie Daueremissionen nicht anbieten. Für die Gemeinden gilt dies nicht in gleichem Maße, da sie auf indirektem Wege über die Emission entsprechender Schuldtitel (Kommunalobligationen) der Pfandbriefanstalten auf dem Markt präsent sind²⁹.

Unbestreitbar ist darüber hinaus, daß mit der Daueremission zwei weitere, wichtige und erwünschte, Nebeneffekte verbunden sind:

- Während von der Emission einer einzelnen Anleihe mit einem entsprechend hohen Emissionsvolumen (damit sich der Aufwand lohnt)³⁰ in der Regel besondere Signalwirkungen ausgehen, erfolgt die Finanzierung einer Daueremission weitgehend *lautlos*³¹. An eine einmal eingeführte Daueremission hat sich der Markt gewöhnt; die auf diese Weise verkauften Schuldtitel werden kaum als eine zusätzliche Belastung des Marktes empfunden. Zugleich wird damit die generelle Diskussion in der Öffentlichkeit über die vertretbare Höhe der staatlichen Verschuldung nicht noch ausgeweitet, sondern eher begrenzt.
- Ferner unterliegt diese Form der Verschuldung nicht der *Emissionsregulierung* durch die für die Abstimmung der öffentlichen Verschuldung von Bund, Ländern und Gemeinden

²⁹ Länder und/oder Gemeinden konnten sich zu einer Verschuldungsform nach Art des Bundesschatzbriefes (mit Gläubigerkündigungsrecht) bisher nicht durchringen. Erwogen wurde bisher die Emission sog. Hessen-Schätzchen ohne Gläubigerkündigungsrecht (siehe dazu: Der Spiegel, Nr. 25/1972, S. 52 — „Schwerste Bedenken“ —) und abgewickelt wurde die Emission der sog. *Volksobligation* der Hansestadt Hamburg mit effektiven Stücken und einem Gläubigerkündigungsrecht nach 10 Jahren (bei 15 Jahren Gesamtlaufzeit) im August 1977.

³⁰ Im Vergleich zur Anleihe entfällt beim Bundesschatzbrief die Konsortialgebühr.

³¹ So auch G. v. Scheven: Bundesschatzbriefe gewinnen an Bedeutung, a.a.O., S. 6; anderer Ansicht ist W. Hankel: Kreditschöpfung zum Schaden der Wirtschaft?, in: Manager Magazin Nr. 9/1972, S. 17.

beteiligten Instanzen³² Der Bund hat sich — wenn auch in Abstimmung mit der Deutschen Bundesbank — mit einer Dauerremission einen schuldenpolitischen Freiraum gegenüber den Konkurrenten im eigenen Lager — insbesondere den Ländern — geschaffen, um seinen Verschuldungsbedarf decken zu können.

- Durch die Einräumung des *Gläubigerkündigungsrechtes* kommt der Bund generell den vorsichtigen und weniger informierten Anlegern entgegen. Die während der Laufzeit einer Anleihe in der Regel auftretenden Kursschwankungen — insbesondere aber die Kursverluste — hindern zahlreiche Sparer am Erwerb öffentlicher Titel, weil sie befürchten, im Falle eines Liquiditätsbedarfs vor Fälligkeit der Titel gegebenenfalls Kursverluste hinnehmen zu müssen. Diejenigen Sparer aber, die — wenn sie einmal öffentliche Anleihen gezeichnet hatten — vor der Liquidisierungsnotwendigkeit stehen, sehen sich mit Inkaufnahme des Kursverlustes konfrontiert oder unterliegen dem sog. Anti-Realisierungs-Vorurteil³³, so daß sie die Verluste realisieren müssen oder aber die Liquiditätswünsche nicht erfüllen können. Diese Anleger sind dann an der Zeichnung neuer Emissionen aufgrund der negativen Erfahrungen häufig nicht mehr interessiert. Derartige Kaufhemmnisse werden nun durch das Gläubigerkündigungsrecht — die maximale Bindungsfrist von einem Jahr ist kaum von Bedeutung — beseitigt³⁴. Nach Ablauf des Sperrjahres verfügt der Anleger praktisch über „ein Sichtguthaben mit ansehnlicher Verzinsung“³⁵.

2. Der *Zinskostenminimierung* und *Liquiditätsdisposition* gelten insbesondere folgende Ausstattungsmerkmale:

- Der *gestaffelte Zins* hat den Zweck, den Anleger bei Möglichkeit bis zur Fälligkeit der Titel „bei der Stange“ zu halten, da die angestrebte Endrendite erst mit der Wahrnehmung der hohen Nominalzinssätze am Ende der Laufzeit erzielt werden kann. Das gilt insbesondere für den Typ B, bei dem die Verzinsung

³² Siehe ergänzend H. Schwedes: Der Bund am Kapitalmarkt, Berlin 1972, S. 31 ff.

³³ Vgl. R. A. Musgrave: Theorie der öffentlichen Schuld, a.a.O., S. 128.

³⁴ Siehe auch Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium der Finanzen: Gutachten zur Schuldenstrukturpolitik des Staates, a.a.O., S. 81.

³⁵ H. Raida: Bundesschatzbriefe und öffentliche Anleihen in Konkurrenz, a.a.O., S. 701.

der nicht ausgezahlten Zinsen zusätzlich ins Gewicht fällt. Insofern enthalten die relativ hohen Zinssätze am Ende der Laufzeit eine Art „Durchhalteprämie“³⁶. Anzumerken ist, daß der Bund diese Prämie zu Lasten des Kreditgewerbes und zu Gunsten des Anlegers dadurch erhöht, daß die Kreditinstitute für die Einlösung des Bundesschatzbriefes bei Endfälligkeit die sonst übliche Provision von 0,5 v. H. nicht berechnen (dürfen). Wenn es aber dennoch zu einer vorzeitigen Rückgabe der Titel kommt, hat der Bund die bis dahin gehaltenen Mittel zu relativ günstigen Zinssätzen erhalten, wie sich aus der Betrachtung der Nominalzinssätze und der Renditen für die einzelnen Jahre der Laufzeit unschwer ermitteln läßt.

- Der Bundesschatzbrief vom Typ B erleichtert dem Bund zusätzlich die Finanzierung des Schuldendienstes im Vergleich zum Typ A, da ja die Zinsaufwendungen erst am Ende der Laufzeit aufzubringen sind³⁷. Somit erhöht sich die Verschuldung der öffentlichen Hand gleichsam automatisch um die „gestundeten“ Zinsen, wobei „für diese zusätzliche automatische Kreditaufnahmen keine Bonifikationen (für die Kreditinstitute, der Verf.) entstehen“³⁸. Ergänzend ist — fiskalisch besonders interessant — darauf hinzuweisen, daß demgegenüber die Finanzverwaltung die Zinsen des Typ B nach Ablauf der einjährigen Sperrfrist als „jährlich zugeflossen“ ansieht und folglich auch der Besteuerung mit der Begründung unterwirft: Der Gläubiger habe die Möglichkeit, jederzeit wirtschaftlich über die Zinsen zu verfügen³⁹.

³⁶ Siehe dazu *E. Baehring*: Rechenkünste mit Bundesschatzbriefen, in: Handelsblatt, Nr. 56/20. 3. 1969, S. 40.

³⁷ Dementsprechend wird vor allem der Bundesschatzbrief vom Typ B in den Vordergrund der Werbung gerückt (siehe z. B. die Anzeige in: Der Spiegel, Nr. 40/1978, S. 218).

³⁸ *H. Raida*: Bundesschatzbriefe und öffentliche Anleihen in Konkurrenz, a.a.O., S. 699. Die Bonifikation war bei Einführung des Bundesschatzbriefes auf 2,25 v.H. festgesetzt, sie wurde später auf 1,4 v.H. und dann auf den gegenwärtigen Satz von 1 v. H. gesenkt. — Darüber hinaus gehen diese (Zins-)Schulden in keine Schuldenstatistik ein.

³⁹ Aus der Sicht des Steuerzahlers kann dieses Verfahren gegenüber einer einmaligen Besteuerung bei Fälligkeit vorteilhaft sein, weil er den Sparerefreibetrag besser nutzen und weil er gegebenenfalls der Progression der Einkommensteuer besser ausweichen kann. Hinsichtlich der Behandlung des Typ B bei der Vermögensteuer ist anzumerken, daß der Steuerkurswert immer auf den Termin des Verzinsungsbeginns berechnet wird, so daß i. d. R. nicht der wahre Wert zum Jahresende, sondern ein niedriger Wert der Besteuerung unterworfen wird. (Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 29/4. 2. 1978, S. 11 — „Steuerkurse Typ B“).

- Die nicht gegebene Börsenfähigkeit der Bundesschatzbriefe bedingt, daß ein Kurs für die Titel nicht festgestellt wird. Dementsprechend werden auch gegebenen- und andernfalls eintretende Kursveränderungen, beruhend auf Änderungen des Zinsniveaus, nicht erkennbar. Dieser Tatbestand ist weniger für den Fall eines Kursanstiegs, sondern in erster Linie für den Fall eines Kursverlustes von Bedeutung. Der Bund spart folglich Kurspflegekosten, die er bei der börsennotierten Anleihe unter Umständen aufzuwenden hätte. Allerdings kann diese Rechnung nur aufgehen, wenn eine mangelnde Informationsverarbeitung und eine mangelnde Flexibilität auf Seiten der Anleger unterstellt werden kann. Zwar wird die Kursänderung, hier vor allem der Kursverfall, nicht direkt erkennbar, aber der buchmäßige Kursverlust kann indirekt durch einen Vergleich der jeweiligen Markttrendite für neue Emissionen (auch für neue Bundesschatzbrief-Ausgaben) mit der jeweiligen Rendite der im Portefeuille befindlichen Bundesschatzbriefe ermittelt werden. Ein derartiger Vergleich kann dann entsprechende vorzeitige Rückgaben zur Folge haben⁴⁰, die den Liquiditäts-Aufwand für die Kurspflege bei einer Anleihe bei weitem übersteigen kann. Zu bedenken ist dabei, daß eine derartige liquiditätsmäßige Belastung für den Schuldner dann sogar größer ist als bei einer Anleihe, weil er vertraglich verpflichtet und fremdbestimmt ist, während entsprechende Kurspflegeoperationen freiwillig sind und auf eigenen Dispositionen beruhen. Das Gläubigerkündigungsrecht kann sich unter Umständen also wie eine institutionalisierte (automatische) Kursstützung auswirken — zu Lasten des Budgets⁴¹.
- Zu bedenken ist demgegenüber aber, daß sich neben der kürzeren Laufzeit im Vergleich zu einer Anleihe vor allem der Vorzug des *Gläubigerkündigungsrechtes* in den Zinskosten unmittel-

⁴⁰ Abgesehen von der einjährigen Sperrfrist für die Rückgabe, die in Abhängigkeit vom Kaufdatum effektiv auch kürzer sein kann, wirkt der vorzeitigen Rückgabe die Zinsstaffel entgegen. Dies dürfte insbesondere dann gelten, wenn die nominale Zinssatzdifferenz zwischen dem ersten und dem zweiten Jahr der Laufzeit relativ groß ist. Dieses Kalkül liegt offensichtlich den jüngsten Zinsstaffeln zugrunde; bei früheren Zinsstaffeln waren die Zinsstufen nach dem ersten Jahr wesentlich geringer.

⁴¹ Siehe ergänzend *H. Raida: Bundesschatzbriefe und öffentliche Anleihen in Konkurrenz*, a.a.O., S. 700. Der Wissenschaftliche Beirat beim Bundesministerium der Finanzen: Gutachten zur Schuldenstrukturpolitik des Staates, a.a.O., S. 96, spricht in diesem Zusammenhang von „einer ‚eingebauten‘ Kursgarantie“.

bar niederschlagen muß. Da in einem für einen Wertpapierkredit vereinbarten Zinssatz normalerweise auch Kursrisikobestandteile einkalkuliert werden, sind beim Bundesschatzbrief wegen des Fortfalls des Kursrisikos grundsätzlich niedrigere Zinsen zu vergüten als dies bei vergleichbaren Anlagen ohne Gläubigerkündigungsrecht der Fall ist. D. h. als Äquivalent für dieses Ausstattungsmerkmal können — und das ist für die nachfolgenden Ausführungen besonders bedeutsam — aus fiskalischer Sicht Zinsaufwendungen eingespart werden. Dabei ist es sicherlich streitig, wie hoch diese Zinssatz-Differenz unter Berücksichtigung der einjährigen Sperrfrist im Einzelfall anzusetzen ist.

Zu betonen ist ferner, daß auch die Abwicklung des Bundesschatzbriefes als *Dauerremission* Zinsvorteile mit sich bringen kann. Da die Anleger grundsätzlich mit dem Institut des Bundesschatzbriefes vertraut sind und ein umständliches und zeitraubendes Abstimmungsverfahren mit den Regulierungsinstanzen — wie bei einer Anleihenemission üblich — nicht erforderlich ist, können die Konditionen relativ schnell an veränderte Marktbedingungen angepaßt werden, so daß eine große Marktnähe bei der Festlegung der Zinssätze — ähnlich wie bei vergleichbaren Vorgehensweisen privater und öffentlich-rechtlicher Institute, die *Dauerremission* anbieten — möglich erscheint: Bei sinkenden Zinsen kann der Zinsentwicklung schnell gefolgt werden; das Ziel der Zinskostenminimierung wird somit erfüllt. Und bei steigendem Zins wird die Wettbewerbsfähigkeit erhalten, so daß der Finanzierungsbedarf gedeckt werden kann.

- Und schließlich ist anzumerken, daß der Bund durch die Umgestaltung des Bundesschatzbriefes als *Wertrecht* auch Emissionskosten in Form der sonst anfallenden Druckkosten für effektive Stücke spart. Zugleich wird dadurch eine mögliche Verführung der Gläubiger als Steuerzahler, effektiv ausgelieferte Stücke der Besteuerung durch die Einkommensteuer wie durch die Vermögensteuer zu entziehen, beseitigt und das Steueraufkommen demnach erhöht⁴².

⁴² Der Vorzug, die Titel im Gegensatz zu einer Verwaltung durch Kreditinstitute gebührenfrei von der Bundesschuldenverwaltung verwalten zu lassen, ist nicht allein auf den Bundesschatzbrief beschränkt, sondern gilt auch für andere Schuldformen des Bundes (einschließlich Bundesobligationen). Allerdings: Diesen Vorteil für den Anleger hat der Bund mit zusätzlichen Ausgaben zu bezahlen.

IV. Erklärung und Beurteilung des bisherigen Absatzerfolges

Ist nun zu prüfen, inwieweit die schuldenpolitischen Erwartungen des Bundes, die er aufgrund der schuldentechischen Ausgestaltung des Bundesschatzbriefes gehegt haben mag, in Erfüllung gegangen sind, so kann mit Blick auf die eingangs (siehe Tabelle 2) genannten wachsenden Anteile der Verschuldung über den Bundesschatzbrief an der Gesamtverschuldung — wenn von dem Einbruch in den Jahren 1974/75 abgesehen wird — die Ansicht „von dem Erfolg einer Idee“⁴³ durchaus vertreten werden. Mit der Betrachtung dieser absoluten und relativen Jahreszahlen sollte es aber nicht sein Bewenden haben.

Beziehen wir das schuldenpolitische Verhalten des Bundes in bezug auf den Bundesschatzbrief einerseits und das diesbezügliche Verhalten der Anleger während des Verlaufs der vergangenen elf Jahre andererseits in die Analyse mit ein, so kann der überaus bemerkenswerte Absatzerfolg nicht nur besser erklärt werden, er muß vor allem auch differenzierter beurteilt werden.

1. Uneinheitliche Absatzergebnisse

Bei einer Betrachtung der monatlichen Brutto-Absatzergebnisse (siehe Tabelle 4, S. 428 ff., und die Abbildung, S. 430) fällt auf, daß die Absatzentwicklung in den ersten Jahren bis 1972 einen ruhigen Verlauf nimmt, wenn von vorübergehenden hohen Verkäufen in den Monaten April/Mai 1971 und Januar/Februar 1972 abgesehen wird. Starken Veränderungen und großen Absatzschwankungen ist dann jedoch die Absatzentwicklung in den Jahren 1973 bis 1979 unterworfen. — Aufgrund dieses uneinheitlichen Erscheinungsbildes der Absatzergebnisse dürfte eine mögliche Erklärung für den Absatzerfolg in dem Umstand, daß der Bundesschatzbrief als Dauerremission mit regelmäßiger werbender Unterstützung angeboten wird, nicht zwingend sein. Denn bei dieser Begründung des Absatzerfolges müßte das Bild der Absatzentwicklung eher einen gleichmäßig verlaufenden Anstieg verzeichnen. Insgesamt gesehen dürften deswegen diese mehr institutionellen Umstände nicht ursächlich für den Absatzerfolg sein.

⁴³ E. Erlenbach: Zur Sache: Bundesschätzchen, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 299/24. 12. 1977, S. 9.

2. Vier Verkaufsabschnitte

Die vorgefundenen beträchtlichen Schwankungen bei den monatlichen Absatzergebnissen — insbesondere seit 1974 — müssen folglich auf andere Gründe zurückgeführt werden. Um diesen Gründen nachspüren zu können, ist es zweckmäßig, die Entwicklung des Zinsniveaus auf dem Markt für öffentliche Anleihen mit der Entwicklung der Verzinsung des Bundesschatzbriefes einer vergleichenden Betrachtung zu unterziehen. Zu diesem Zweck wird bezüglich der Zinsniveaumentwicklung des Marktes die Umlaufrendite für Anleihen des Bundes (und die Emissionsrendite für erstmalig abgesetzte festverzinsliche Wertpapiere) zugrunde gelegt — siehe Tabelle 4⁴⁴. Beim Bundesschatzbrief wird dagegen auf die Endrendite des Titels vom Typ A abgestellt, weil er mit seiner jährlichen Zinsauszahlung der Anleihe näher kommt als der Typ B, auch wenn er wegen der kürzeren Laufzeit einer Anleihe weniger entspricht als der Typ B. Anzumerken ist, daß sich der Brutto-Absatz im Durchschnitt im Verhältnis von etwa 6 zu 4 auf den Bundesschatzbrief Typ A und Typ B verteilt; siehe Tabelle 1, S. 413). Zudem ist erstmalig im Jahre 1979 der Anteil der verkauften Bundesschatzbriefe vom Typ B mit 55,7 v. H. größer als der des Typs A.

Unter Einbeziehung der Zinsentwicklung lassen sich dann die bisherigen elf Jahre, in denen der Bundesschatzbrief angeboten wurde, in folgende vier Verkaufsabschnitte (siehe die Abbildung) unterteilen:

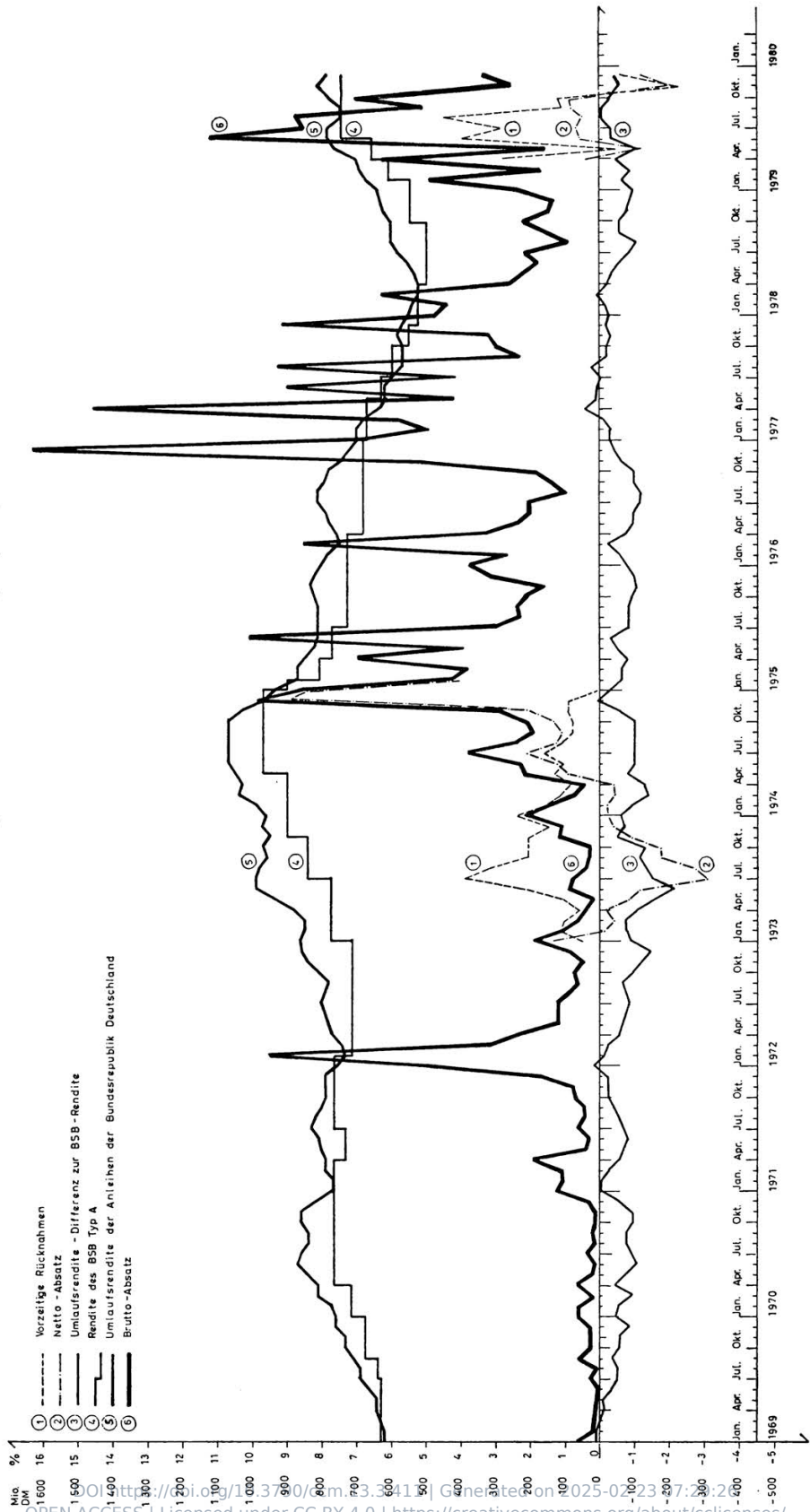
- (1) Die *Eingangsphase* der Jahre 1969 bis 1971, in der der Bundesschatzbrief auf dem Markt eingeführt und bekannt gemacht werden mußte, hatte mit erheblichen Schwierigkeiten — insbesondere mit dem Widerstand des Bankensektors — fertig zu werden.

Das Jahr 1971 und insbesondere das Jahr 1972 brachten jeweils zu Beginn einen einmaligen deutlicheren Absatzerfolg, weil bevorstehende Zinssenkungen die Anleger offensichtlich mobilisierte.

- (2) Die *Zwischenphase* der Jahre 1973 und 1974 verlief mit unterschiedlichem Erfolg. Das Jahr 1973 war bei steigenden Zinssätzen durch beachtliche Netto-Rückflüsse gekennzeichnet. Der Absatz neuer Bundesschatzbriefe konnte die Rückflüsse aus dem Publikum nicht einmal decken. Diese Entwicklung konnte erst im Mai 1974 gestoppt

⁴⁴ Ein Vergleich mit der Emissionsrendite des Bundes ist nicht möglich, weil nicht für alle Monate entsprechende Vergleichswerte zur Verfügung stehen.

Absatzentwicklung des Bundesschatzbriefes (BSB)



Quelle: Zusammengesellt nach den Tabellen 4 und 5

werden. Die Verkaufsergebnisse des Jahres 1974 sind durch zwei Spitzen im Januar und im Juli gezeichnet, vermutlich wurden hier vor allem Zinseinnahmen der großen Zinstermine Januar und Juli wieder angelegt.

- (3) Die dritte (*Expansions-*)Phase von 1975 bis Mitte 1979 ist dann durch stark schwankende Verkaufsergebnisse gekennzeichnet, sie fällt zusammen mit einem sinkenden Zinsniveau. Dabei fällt auf, daß die Absatzergebnisse vor einer Zinsänderung, genauer: vor einer weiteren Zinssatzsenkung, immer besonders hoch sind.
- (4) Die vierte Phase mit *wechselnden Ergebnissen* von Mitte 1978 bis Ende 1979 weist ähnlich wie die dritte Phase stark schwankende Verkaufsergebnisse auf — wenn auch auf einem niedrigeren Niveau. Der Absatzeinbruch Mitte 1978 wird durch ein steigendes Zinsniveau gestoppt. Dabei ist zum einen festzustellen, daß der Absatz von dem Zinsanstieg profitierte, genauer: das Absatzergebnis verbessert sich jeweils nach einer Zinssatzanhebung. Und zum zweiten ist darauf hinzuweisen, daß nach den Gläubigerkündigungen in den Jahren 1973/74 erstmalig wieder höhere Rückgaben zu verzeichnen sind. So liegen die Rückflüsse in den Monaten Mai, November und Dezember 1979 über dem Bruttoabsatz.

3. Die Analyse der Entwicklung

Aus diesen vier Phasen lassen sich drei unterschiedliche Ergebnisse, die für die Beurteilung der Absatzentwicklung des Bundesschatzbriefes von Bedeutung sind, ableiten (siehe Tabellen 4 und 5 sowie die Abbildung):

- (1) Zum einen ist die Aufmerksamkeit auf die *Entwicklung der Renditedifferenzen* zwischen dem Bundesschatzbrief und in etwa vergleichbaren Anlagen zu lenken. Es zeigt sich gerade in der ersten Phase — wenngleich diese Feststellung auch auf die nachfolgenden Perioden grundsätzlich zu übertragen ist — überaus deutlich, daß die monatlichen Verkaufsergebnisse dann besonders gut ausfallen, wenn die Renditedifferenz sehr klein ist bzw. gegen Null geht. Im einzelnen ist festzustellen:
 - Die Renditedifferenzen an den Terminen der Konditionenänderungen sind beim Bundesschatzbrief höchst unterschiedlich. Wenn von der hohen Rendite zu Beginn des Jahres 1969 abgesehen

Tabelle 4
Absatz und Umlauf des Bundesschatzbriefes

Jahr und Monat	Brutto-Absatz	Vorzeitige Rücknahmen		Netto-Absatz	Til-gungen	Umlauf
	in Mio. DM	in Mio. DM	in v.H. des Brutto-Absatzes	— in Mio. DM —		
1969						
Januar	62	—	—	62	—	62
Februar	14	—	—	14	—	76
März	10	—	—	10	—	86
April	9	—	—	9	—	95
Mai	6	—	—	6	—	101
Juni	6	—	—	6	—	107
Juli	24	—	—	24	—	130
August	5	—	—	5	—	135
September	60	—	—	60	—	196
Oktober	29	—	—	29	—	225
November	27	—	—	27	—	252
Dezember	29	—	—	29	—	280
Summe	280	—	—	280	—	
1970						
Januar	65	—	—	65	—	345
Februar	63	12	19	51	—	396
März	20	3	15	17	—	413
April	66	8	12	58	—	471
Mai	22	3	14	19	—	490
Juni	16	2	13	14	—	504
Juli	34	8	24	26	—	530
August	16	5	31	11	—	541
September	21	19	90	2	—	543
Oktober	16	12	75	4	—	547
November	13	7	54	6	—	553
Dezember	30	7	23	23	—	576
Summe	382	86	(ϕ 23)	296	—	
1971						
Januar	122	13	11	109	—	685
Februar	107	9	8	98	—	785
März	113	7	6	106	—	889
April	195	6	3	189	—	1 078
Mai	39	4	10	35	—	1 113
Juni	32	3	9	29	—	1 142
Juli	58	13	22	45	—	1 187
August	44	6	14	38	—	1 225
September	47	9	19	38	—	1 263
Oktober	69	6	9	63	—	1 326
November	75	6	8	69	—	1 395
Dezember	165	6	4	159	—	1 554
Summe	1 066	88	(ϕ 8)	978	—	

Tabelle 4 (Fortsetzung)

Jahr und Monat	Brutto- Absatz	Vorzeitige Rücknahmen		Netto- Absatz	Til- gungen	Umlauf
	in Mio. DM	in Mio. DM	in v.H. des Brutto- Ab- satzes	— in Mio. DM —		
1972						
Januar	493	5	1	488	—	2 042
Februar	955	4	0,4	951	—	2 993
März	317	3	1	314	—	3 307
April	229	5	2	224	—	3 531
Mai	116	5	4	111	—	3 642
Juni	121	4	3	117	—	3 759
Juli	123	11	9	112	—	3 871
August	87	8	9	79	—	3 950
September	63	6	10	57	—	4 007
Oktober	75	7	9	68	—	4 075
November	48	7	15	41	—	4 116
Dezember	85	11	13	74	—	4 190
Summe	2 712	76	(ϕ 3)	2 636	—	
1973						
Januar	193	48	25	145	—	4 335
Februar	105	117	111	— 12	—	4 323
März	64	101	158	— 37	—	4 286
April	48	66	137	— 18	—	4 268
Mai	18	102	567	— 84	—	4 184
Juni	96	212	221	— 116	—	4 068
Juli	80	389	486	— 309	—	3 759
August	43	319	742	— 276	—	3 483
September	30	207	690	— 177	—	3 306
Oktober	33	212	642	— 179	—	3 127
November	121	209	173	— 88	—	3 039
Dezember	107	144	135	— 37	—	3 002
Summe	938	2 126	(ϕ 227)	— 1188	—	
1974						
Januar	215	239	111	— 24	—	2 978
Februar	141	162	115	— 21	—	2 957
März	72	113	157	— 41	—	2 916
April	40	85	212	— 45	—	2 871
Mai	215	128	60	87	—	2 958
Juni	226	104	46	122	—	3 080
Juli	375	161	43	214	—	3 264
August	234	109	47	125	—	3 389
September	189	77	41	112	—	3 501
Oktober	209	76	36	133	—	3 634
November	296	92	31	204	—	3 838
Dezember	987	94	10	893	—	4 731
Summe	3 197	1 440	(ϕ 45)	1 747	—	

Tabelle 4 (Fortsetzung)

Jahr und Monat	Brutto-Absatz	Vorzeitige Rücknahmen		Netto-Absatz	Tilgungen	Umlauf
	in Mio. DM	in Mio. DM	in v.H. des Brutto-Absatzes	— in Mio. DM —		
1975						
Januar	855	7	0,8	848	38	5 523
Februar	419	11	3	408	—	5 931
März	377	7	2	370	—	6 301
April	695	5	0,7	690	—	6 991
Mai	395	4	1	391	—	7 382
Juni	1 050	4	0,4	1 046	—	8 428
Juli	298	17	6	281	—	8 709
August	229	2	0,9	227	—	8 936
September	239	11	5	228	48	9 134
Oktober	211	2	0,9	209	—	9 343
November	155	2	1,3	153	—	9 496
Dezember	310	4	1,3	306	—	9 802
Summe	5 233	76	(ϕ 1,5)	5 157	86	
1976						
Januar	370	1	0,3	369	49	10 122
Februar	264	3	1	261	—	10 383
März	855	3	0,4	852	—	11 235
April	326	4	1	322	48	11 509
Mai	236	3	1	233	—	11 742
Juni	203	2	1	201	—	11 943
Juli	195	7	4	188	199	11 932
August	101	6	6	95	—	12 027
September	134	6	4	128	—	12 155
Oktober	186	5	3	181	—	12 336
November	518	3	0,6	515	—	12 851
Dezember	1 634	1	0	1 623	—	14 484
Summe	5 022	44	(ϕ 0,9)	4 978	296	
1977						
Januar	687	3	0,4	684	1	15 167
Februar	488	2	0,4	486	—	15 653
März	573	3	0,5	570	—	16 223
April	1 460	4	0,3	1 456	16	17 663
Mai	416	3	0,7	413	—	18 076
Juni	898	1	0,1	897	—	18 973
Juli	415	1	0,2	414	97	19 290
August	926	1	0,1	925	—	20 215
September	231	1	0,4	230	—	20 445
Oktober	298	1	0,3	297	—	20 742
November	322	1	0,3	321	—	21 063
Dezember	917	21	2	896	—	21 959
Summe	7 631	42	(ϕ 0,6)	7 589	114	

Tabelle 4 (Fortsetzung)

Jahr und Monat	Brutto-Absatz	Vorzeitige Rücknahmen		Netto-Absatz	Til-gungen	Umlauf
	in Mio. DM	in Mio. DM	in v.H. des Brutto-Absatzes	— in Mio. DM —		
1978						
Januar	470	2	0,4	468	163	22 266
Februar	446	1	0,2	445	71	22 640
März	628	1	0,1	627	—	23 268
April	260	1	0,3	259	9	23 518
Mai	214	1	0,4	213	—	23 730
Juni	179	1	0,5	178	—	23 908
Juli	213	2	0,9	211	93	24 029
August	93	1	1,0	92	—	24 120
September	157	4	3	153	—	24 273
Oktober	214	3	1	211	—	24 485
November	146	3	2	143	—	24 628
Dezember	134	3	2	131	—	24 759
Summe	3 154	23	($\bar{\phi}$ 0,7	3 131	336	
1979						
Januar	235	9	4	226	197	24 791
Februar	491	20	4	471	53	25 212
März	168	44	26	124	—	25 339
April	625	252	40	373	—	25 720
Mai	208	249	120	— 41	—	25 684
Juni	1 121	627	56	494	—	26 187
Juli	851	569	67	282	85	26 380
August	869	423	49	446	—	26 820
September	507	287	79	107	—	26 927
Oktober	703	591	84	112	—	27 039
November	243	475	195	— 232	101	26 706
Dezember	337	397	118	— 60	—	26 646
Summe	6 358	4 067*	64	2 289 ^{a)}	436	

*) Einschließlich 11 Mio. DM nicht zurechenbare Rückgaben.

Quelle: Zusammengestellt nach Deutsche Bundesbank: Statistische Beihefte zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank, Reihe 2: Wertpapierstatistik; Angaben des Bundesministeriums der Finanzen, die dem Verfasser freundlicherweise zur Verfügung gestellt wurden. (Geringe Abweichungen zwischen den Angaben der Deutschen Bundesbank und denen des Bundesministeriums der Finanzen, zurückzuführen wohl auf Rundungen und Wertstellungen, bleiben unberücksichtigt.)

Tabelle 5

**Verzinsung des Bundesschatzbriefes im Vergleich
zu Umlaufs- und Emissionsrenditen des Marktes**

Jahr und Monat	Zins- staffel der Bundes- schatz- briefe	Endrendite der Bundes- schatzbriefe		Um- laufs- rendite der Anleihen der Bundes- republik Deutsch- land	Diffe- renz zur End- rendite des Typ A	Emis- sions- rendite erst- malig abge- setzter festver- zins- licher Wert- papiere	Diffe- renz zur End- rendite des Typ A
		TypA	TypB				
— in v.H. —							
1969							
Januar	4,0 - 8,0 (+ 3,0) ^{a)}	6,29	—	6,2	+ 0,09	6,2	+ 0,09
Februar				6,2	+ 0,09	6,2	+ 0,09
März				6,3	- 0,01	6,3	- 0,01
April				6,4	- 0,11	6,5	- 0,21
Mai				6,4	- 0,11	6,6	- 0,31
Juni				6,6	- 0,31	6,8	- 0,51
Juli	4,5 - 8,0	6,38	6,49	6,9	- 0,52	6,9	- 0,52
August				6,9	- 0,52	7,1	- 0,72
September	5,5 - 8,0	6,74	6,83	7,1	- 0,36	7,1	- 0,36
Oktober				7,3	- 0,56	7,3	- 0,56
November				7,3	- 0,56	7,2	- 0,46
Dezember				7,6	- 0,86	7,1	- 0,36
1970							
Januar	6,0 - 8,5	7,15	7,42 ^{b)}	7,6	- 0,45	7,4	- 0,25
Februar				7,7	- 0,55	7,8	- 0,65
März				8,1	- 0,95	8,2	- 1,05
April	6,5 - 9,0	7,64	7,92 ^{b)}	8,1	- 0,46	8,2	- 0,56
Mai				8,4	- 0,76	8,1	- 0,46
Juni				8,7	- 1,06	8,4	- 0,76
Juli	6,5 - 9,0	7,64	7,92 ^{b)}	8,6	- 0,96	8,6	- 0,96
August				8,4	- 0,76	8,5	- 0,86
September				8,4	- 0,76	8,5	- 0,86
Oktober				8,6	- 0,96	8,6	- 0,96
November				8,6	- 0,96	8,6	- 0,96
Dezember				8,2	- 0,56	8,3	- 0,66
1971							
Januar				7,7	- 0,06	7,9	- 0,26
Februar				7,7	- 0,06	7,7	- 0,06
März				7,9	- 0,26	7,7	- 0,06
April	6,0 - 9,0	7,31	7,64	7,9	- 0,59	7,8	- 0,49
Mai				8,0	- 0,69	7,9	- 0,59
Juni				8,1	- 0,79	8,1	- 0,79
Juli	6,5 - 9,0	7,64	7,92	8,3	- 0,66	8,3	- 0,66
August				8,2	- 0,56	8,3	- 0,66
September				8,0	- 0,36	8,2	- 0,56
Oktober				7,9	- 0,26	8,0	- 0,36
November				7,9	- 0,26	7,9	- 0,26
Dezember				7,9	- 0,26	7,8	- 0,16

Tabelle 5 (Fortsetzung)

Jahr und Monat	Zins- staffel der Bundes- schatz- briefe	Endrendite der Bundes- schatzbriefe		Um- lauf- rendite der Anleihen der Bundes- republik Deutsch- land	Diffe- renz zur End- rendite des Typ A	Emis- sions- rendite erst- malig abge- setzter festver- zins- licher Wert- papiere	Diffe- renz zur End- rendite des Typ A
		TypA	TypB				
— in v.H. —							
1972							
Januar	6,5 - 9,0	7,64	7,92	7,5	+ 0,14	7,8	- 0,16
Februar	6,0 - 8,5	7,15	7,42	7,3	- 0,15	7,6	- 0,45
März				7,4	- 0,25	7,4	- 0,25
April				7,7	- 0,55	7,6	- 0,45
Mai				7,8	- 0,65	8,0	- 0,85
Juni				7,9	- 0,75	8,1	- 0,95
Juli	6,0 - 8,5	7,15	7,42	8,0	- 0,85	8,2	- 1,05
August				7,9	- 0,75	8,1	- 0,95
September				7,8	- 0,65	8,1	- 0,95
Oktober				8,1	- 0,95	8,1	- 0,95
November				8,4	- 1,25	8,3	- 1,15
Dezember				8,6	- 1,45	8,5	- 1,35
1973							
Januar	6,5 - 9,0	7,73	7,99	8,6	- 0,87	8,6	- 0,87
Februar				8,5	- 0,77	8,5	- 0,77
März				8,5	- 0,77	8,5	- 0,77
April				8,8	- 1,07	8,6	- 0,87
Mai				9,3	- 1,57	9,2	- 1,47
Juni				9,9	- 2,17	9,8	- 2,07
Juli	7,0 - 10,0	8,41	8,71	9,9	- 1,49	9,8	- 1,39
August				9,8	- 1,39	9,9	- 1,49
September				9,6	- 1,19	9,6	- 1,19
Oktober	7,5 - 10,0	8,98	9,21	9,7	- 1,29	9,8	- 1,39
November				9,5	- 0,52	9,4	- 0,42
Dezember				9,7	- 0,72	9,5	- 0,52
1974							
Januar	7,5 - 10,0	8,98	9,21	9,6	- 0,62	9,5	- 0,52
Februar				9,9	- 0,92	9,6	- 0,62
März				10,4	- 1,42	10,3	- 1,32
April				10,3	- 1,32	10,6	- 1,62
Mai	8,5 - 11,0	9,71	9,99	10,5	- 0,79	10,6	- 0,89
Juni				10,7	- 0,99	10,5	- 0,79
Juli	8,5 - 11,0	9,71	9,99	10,7	- 0,99	10,6	- 0,89
August				10,7	- 0,99	10,6	- 0,89
September				10,7	- 0,99	10,3	- 0,59
Oktober				10,7	- 0,99	10,3	- 0,59
November				10,3	- 0,59	10,2	- 0,49
Dezember				9,7	+ 0,01	9,7	+ 0,01

Tabelle 5 (Fortsetzung)

Jahr und Monat	Zins- staffel der Bundes- schatz- briefe	Endrendite der Bundes- schatzbriefe		Um- laufs- rendite der Anleihen der Bundes- republik Deutsch- land	Diffe- renz zur End- rendite des Typ A	Emis- sions- rendite erst- malig abge- setzter festver- zins- licher Wert- papiere	Diffe- renz zur End- rendite des Typ A
		TypA	TypB				
— in v.H. —							
1975							
Januar	7,5-10,0	8,98	9,21	9,3	- 0,32	9,4	- 0,42
Februar	6,5 - 9,5	8,04	8,35	8,7	- 0,66	8,8	- 0,76
März				8,7	- 0,66	8,7	- 0,66
April	6,0 - 9,0	7,71	7,99	8,5	- 0,79	8,6	- 0,89
Mai				8,2	- 0,49	8,3	- 0,59
Juni				8,1	- 0,29	8,2	- 0,39
Juli	5,25 - 9,0	7,27	7,63	8,1	- 0,83	8,3	- 1,03
August				8,1	- 0,83	8,3	- 1,03
September				8,1	- 0,83	8,7	- 1,43
Oktober				8,2	- 0,93	8,7	- 1,43
November				8,3	- 1,03	8,5	- 1,23
Dezember				8,2	- 0,93	8,2	- 0,93
1976							
Januar	5,25 - 9,0	7,27	7,63	8,0	- 0,73	8,2	- 0,93
Februar				7,8	- 0,53	8,0	- 0,73
März				7,5	- 0,23	7,8	- 0,53
April	4,75 - 8,5	6,82	7,17	7,6	- 0,78	7,7	- 0,88
Mai				7,8	- 0,98	7,9	- 1,08
Juni				7,9	- 0,99	8,1	- 1,19
Juli				8,1	- 1,19	8,2	- 1,29
August				8,1	- 1,19	8,2	- 1,29
September				7,9	- 0,99	8,0	- 1,09
Oktober				7,8	- 0,98	7,9	- 1,09
November				7,4	- 0,58	7,5	- 0,68
Dezember				7,2	- 0,38	7,2	- 0,38
1977							
Januar	4,75 - 8,5	6,71	7,06	7,0	- 0,29	7,1	- 0,39
Februar				7,0	- 0,29	6,9	- 0,19
März				6,8	- 0,09	6,9	- 0,19
April				6,3	+ 0,41	6,6	+ 0,11
Mai	4,24 - 8,0	6,25	6,60	6,2	+ 0,05	6,3	- 0,05
Juni				6,2	+ 0,05	6,3	- 0,05
Juli	4,0 - 7,25	5,98	6,24	6,0	- 0,02	6,3	- 0,32
August				5,7	+ 0,28	6,0	- 0,02
September	4,0 - 6,75	5,50	5,75	5,7	- 0,20	6,0	- 0,50
Oktober				5,7	- 0,20	5,9	- 0,40
November				5,8	- 0,30	5,9	- 0,40
Dezember				5,7	- 0,20	5,9	- 0,40

Tabelle 5 (Fortsetzung)

Jahr und Monat	Zins- staffel der Bundes- schatz- briefe	Endrendite der Bundes- schatzbriefe		Um- laufs- rendite der Anleihen der Bundes- republik Deutsch- land	Diffe- renz zur End- rendite des Typ A	Emis- sions- rendite erst- malig abge- setzter festver- zins- licher Wert- papiere	Diffe- renz zur End- rendite des Typ A
		TypA	TypB				
— in v.H. —							
1978							
Januar	3,5 - 6,5	5,21	5,46	5,5	- 0,29	5,8	- 0,59
Februar				5,4	- 0,19	5,7	- 0,49
März				5,2	+ 0,01	5,5	- 0,29
April	3,25-6,25	4,96	5,21	5,2	- 0,24	5,4	- 0,44
Mai				5,3	- 0,34	5,8	- 0,84
Juni				5,5	- 0,54	6,0	- 1,04
Juli	3,25-6,75	5,44	5,71	5,8	- 0,84	6,2	- 1,24
August				6,0	- 1,04	6,5	- 1,54
September				6,0	- 0,56	6,3	- 0,86
Oktober				6,0	- 0,56	6,3	- 0,86
November				6,2	- 0,76	6,4	- 0,96
Dezember	6,3	- 0,86	6,5	- 1,06			
1979							
Januar	3,50-7,75	6,07	6,42	6,4	- 0,96	6,6	- 1,16
Februar				6,7	- 0,63	6,8	- 0,73
März				6,9	- 0,83	6,9	- 0,83
April	4,00-8,25	6,55	6,92	7,0	- 0,45	7,1	- 0,55
Mai				7,6	- 1,05	7,4	- 0,85
Juni				7,8	- 0,37	7,9	- 0,47
Juli	4,50-9,25	7,43	7,84	7,8	- 0,37	7,9	- 0,47
August				7,5	- 0,07	7,6	- 0,17
September				7,5	- 0,07	7,6	- 0,17
Oktober				7,7	- 0,27	7,7	- 0,27
November				8,1	- 0,67	8,1	- 0,67
Dezember	7,9	- 0,47	7,9	- 0,47			

a) Nachträgliche Anpassung der Rendite um knapp 0,5 v. H. durch die Zahlung eines Aufgeldes von 3 %, vgl. Bundesanzeiger, Nr. 235/18. 1. 1969, S. 1.

b) Einschließlich Typ R.

Quelle: Zusammengestellt nach Deutsche Bundesbank: Statistische Beihefte zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank, Reihe 2: Wertpapierstatistik; Bundesschatzbriefdienst (Hg.): Handmappe für den Effektenberater (Übersicht), Frankfurt (Loseblattsammlung).

wird — hier ist ein „Einführungsbonus“ für den Anleger verständlich —, bewegen sich die Renditedifferenzen bei der Umlaufrendite (Emissionsrendite) zwischen plus 0,14 (minus 0,05) Prozentpunkten (Januar 1972 bzw. Mai 1977) und minus 1,49 (minus 1,39) Prozentpunkten (Juli 1973) bei einem Renditedifferenzen-Durchschnitt (im Vergleich zur Umlaufrendite) von minus 0,52 Prozentpunkten bezogen auf die Monate, in denen eine Änderung in der Zinsstaffel vorgenommen wurde. Auffällig ist insbesondere, in welchem Maße die Renditedifferenz im Jahre 1977, einem Jahr mit hohem Kreditbedarf, geschrumpft ist. Daraus wird ersichtlich, daß der Bund keine klare Vorstellungen darüber hat oder, vielleicht besser, keine Vorstellung darüber haben will, wie der Zins-Abschlag für das Gläubigerkündigungsrecht zu kalkulieren ist⁴⁵. Konsequenter wäre eine in etwa gleichbleibende Renditedifferenz bei der Konditionenfestsetzung: Denn bei einem als konstant angenommenen Laufzeitengefälle zwischen den zum Vergleich herangezogenen Anleihen und dem Bundesschatzbrief müßte die Zinsdifferenz zwischen beiden Schuldformen aufgrund des eingeräumten Gläubigerkündigungsrechtes ebenfalls konstant sein, wenn die Einschätzung dieses besonderen Vorzuges seitens des Staates und der Anleger als gleichbleibend unterstellt wird. So aber wird es möglich, daß Bundesschatzbriefe zeitweilig bessere Renditen aufweisen als Bundesanleihen⁴⁶.

- Die Renditedifferenzen bei der Umlaufrendite zwischen den Konditionen-Änderungsterminen bewegen sich in einer beachtlichen Bandbreite.

Abgesehen von den Plus-Werten im Dezember 1974 (0,01 Prozentpunkte), April 1977 (0,41 Prozentpunkte), Juni 1977 (0,05 Prozentpunkte), August 1977 (0,28 Prozentpunkte) und im März

⁴⁵ Der Aussage von *H. Raida*: Bundesschatzbriefe und öffentliche Anleihen in Konkurrenz, a.a.O., S. 699, ist vorbehaltlos zuzustimmen, wenn er schreibt: „Wegen der Entlastung vom Kursrisiko kann der Durchschnittszins spürbar (Hervorhebungen v. Verf.) unter dem Anleihezins liegen; denn dem Anleger braucht keine ‚Angstprämie‘ gezahlt zu werden.“ Nur: Die Ergebnisse belegen, daß dieser Grundsatz noch nicht hinreichend befolgt wird. *H. Raida*, ebenda, S. 701, bestätigt, daß „die Prämie für den Ausschluß des Kursrisikos... (für den Anleger, d. Verf.) recht vorteilhaft (ist).“

⁴⁶ Vgl. *M. Lange*: Geldanlage in Zinspapieren, in: *Capital*, Nr. 10/1979, S. 383; *G. v. Scheven*: Bundesschatzbriefe gewinnen an Bedeutung, a.a.O., S. 6 betont: „Grundsätzlich bemüht sich der Bund, die Verzinsung unterhalb der Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere zu halten, wobei natürlich auch auf die Konkurrenzangebote geachtet werden muß.“

1978 (0,01 Prozentpunkte) schwanken die negativen Werte — wenn das Jahr 1969 als Einführungsjahr ausgeklammert wird — zwischen minus 0,06 Prozentpunkten (Januar/Februar 1971) und minus 2,17 Prozentpunkten (Juni 1973). — Der Durchschnitt der Renditedifferenz (im Vergleich zur Umlaufrendite) liegt, bezogen auf den gesamten Zeitraum, bei minus 0,62 Prozentpunkten. Diese Schwankungsbreiten sind nicht zu rechtfertigen, wenn bedacht wird, daß monatliche Konditionenanpassungen an die Marktentwicklung durchaus möglich und gelegentlich auch vorgenommen worden sind. Das Argument, daß dadurch die Anleger verwirrt werden und zusätzliche Verwaltungskosten entstehen, kann nur von zweitrangigem Gewicht sein; private Dauer-Emitenten reagieren in der Regel flexibler auf die Marktentwicklung als es der Bund mit dem Bundesschatzbrief tut. Gerade die größere Anpassungsgeschwindigkeit an veränderte Konditionen des Marktes war als ein Grund der Kosteneinsparung und somit zur Rechtfertigung des Bundesschatzbriefes als Dauermession seitens seiner Väter gern ins Feld geführt worden⁴⁷.

Ohne eine für das Gläubigerkündigungsrecht als notwendig erachteten Zins-Abschlag konkret angeben zu können und angeben zu wollen, kann aber aus diesen unterschiedlichen Werten der Schluß gezogen werden, daß den Anlegern durch einen in bestimmten Zeitabschnitten zu niedrig angesetzten Risikoabschlag eine „Super-Rendite“ eingeräumt wird⁴⁸. In diese Zeitabschnitte fallen die guten Verkaufsergebnisse. Von daher gilt für das Konzept der Konditionenanpassung: Der Bund „manipuliert“ die Rendite des Bundesschatzbriefes unbeachtlich des Gläubigerkündigungsrechtes vor allem mit Blick auf die Einnahmeerzielung, weit weniger mit Blick auf das Zinskostenminimierungsziel. D. h. die mögliche flexible Anpassung der Konditionen zum Zwecke von Einsparungen beim Zinsaufwand wird nicht hinreichend wahrgenommen⁴⁹.

⁴⁷ Vgl. Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium der Finanzen: Gutachten zur Schuldenstrukturpolitik des Staates, a.a.O., S. 85, 90.

⁴⁸ So bestätigt G. v. Scheven: Bundesschatzbriefe gewinnen an Bedeutung, a.a.O., S. 6, daß „(sich) als wirksamste Werbung für Bundesschatzbriefe... immer wieder eine vergleichsweise gute Verzinsung erwiesen (hat)“.

⁴⁹ Diesen Tatbestand kritisiert aus wettbewerbspolitischen Gründen vor allem das Kreditgewerbe, das eine derartige Konditionenpolitik nicht durchzuhalten vermag. Vgl. E. Erlenbach: Zur Sache: Bundesschatzchen, a.a.O., S. 9.

(2) Zum zweiten ist die Aufmerksamkeit zu lenken auf die Wahrnehmung des *Gläubigerkündigungsrechtes* durch die Anleger, wie es in der zweiten und in der vierten Phase deutlich wird. Die Anleger gewinnen mit dem Gläubigerkündigungsrecht zwei Aktionsparameter:

- Zum einen können sie im Falle eines echten Liquiditätsbedarfs — wie bei einem Sparkonto — risikolos auf die angelegten Mittel zurückgreifen. Von dieser Vorstellung ging der Bund bei der Konzeptionierung des Bundesschatzbriefes offensichtlich aus. Die Überlegung, daß ein großer Teil der Mittel bis zur Endfälligkeit durchgehalten wird — nicht zuletzt bewirkt durch die Zinsstafel — scheint auch grundsätzlich richtig zu sein. Der größte Rückfluß innerhalb eines Monats liegt bei 19 Mio. DM (September 1970), wenn von den markant hohen Rückflüssen in den Jahren 1973/1974 und 1979 abgesehen wird. Für diese Rückflüsse muß es eine andere Erklärung geben.
- Zum anderen ermöglicht das Gläubigerkündigungsrecht den Anlegern — und dieser Fall ist wohl wenig bedacht worden —, daß sie bei einem Anstieg des Zinsniveaus risikolos in eine höher verzinsliche Anlage umsteigen können: Der Bundesschatzbrief ist ein ideales Papier für eine hochliquide, aber dennoch gut verzinsliche Anlage. Der Anleger ist viel zinsbewußter als es nach dem Anlegerverhalten der privaten Haushalte bei Anleihen mit der Wirksamkeit des bereits erwähnten Anti-Realisierungs-Vorurteils zu erwarten war. Denn das Rendite-Motiv, durch den Wegfall des Anti-Realisierungs-Vorurteils nicht behindert, dürfte im Vordergrund des Anlegerverhaltens in den Jahren 1973/1974 und 1979 gestanden haben. Das hatte zur Folge, daß der Bund hohe Rückflüsse in Kauf nehmen, d. h. finanzieren mußte. Im Jahre 1973 hatte der Bund aufgrund vorzeitiger Rückflüsse in Höhe von rd. 2,1 Mrd. DM bei einem Absatz von nur rd. 900 Mio. DM eine unvorhergesehene und sicherlich unerwünschte liquiditätsmäßige Belastung in Höhe von rd. 1,2 Mrd. DM zu bewältigen. Auch im Jahre 1974 mußten noch rd. 45 v. H. der aus dem Verkauf der Bundesschatzbriefe erzielten Mittel dafür eingesetzt werden, vorzeitig zurückgegebene Titel einzulösen. Und im Jahre 1979 mußte sogar gut die Hälfte des Bruttoabsatzes (56 v. H.) zur Finanzierung der vorzeitigen Rückgaben verwandt werden. Abzusehen ist, daß auch im Jahre 1980 erhöhte Rückgaben zu finanzieren sein werden, wenn auch das Volumen der zur Disposition

stehenden Titel (bei einem unterstellten Anteil weniger flexibel reagierender Anleger) kleiner wird^{50, 50a}. Insofern bestätigt sich die Wunschvorstellung des Wissenschaftlichen Beirats nicht, wenn er zum Ausdruck bringt: „Das Recht zur vorzeitigen Rückgabe, mit dem die Staatsbürger für den Wertpapierenerwerb ‚erzogen‘ werden sollten, sollte sich nicht so auswirken, daß der Staat in Zeiten steigender Zinsen mit hohen Rückflüssen konfrontiert wird⁵¹.“

(3) Zum dritten ist die Aufmerksamkeit zu lenken auf die Laufzeit der einzelnen Ausgaben des Bundesschatzbriefes oder, genauer gesagt, auf die *Ankündigungspraxis* des Bundes bei der bevorstehenden Änderung der Konditionen mit den entsprechenden Signalwirkungen:

- Die Ankündigung einer vorzunehmenden Senkung der Zinssätze erfolgt gezielt so rechtzeitig, daß sich auch der „letzte“ Anleger, der die Entwicklung des Marktes nicht regelmäßig und aufmerksam verfolgt, früh genug darauf einstellen kann, noch Titel zu den alten, sprich höheren Konditionen zu erwerben. Zu verweisen sei auf entsprechende Ankündigungen der Umstellung in der Presse, die wie bei einem günstigen Sonderangebot beispielsweise lauten: „Noch zwei Tage alte ‚Bundesschätzchen‘“ und „Heute letzter Termin für ‚Bundesschätzchen‘ mit x-Prozent Rendite.“

⁵⁰ Diese Erwartung ist berechtigt, wenn dem Anleger die Vorteile von Umdispositionen vorgerechnet werden. Siehe z. B. *K. Wendt*: Jetzt lohnt es sich, alte Schatzbriefe umzutauschen, in: *Kölner Stadt-Anzeiger*, Nr. 40/16/17.2.1980, S. 8; o. V.: Bundesschatzbriefe im Hintertreffen, in: *Die Zeit*, Nr. 11/7.3.1980, S. 28; *K. Wendt*: Zins-Wechselbad stürzt Anleger in Verwirrung, in: *Kölner Stadt-Anzeiger*, Nr. 58/8./9.3.1980, S. 9; o. V.: Welche Bundesschatzbriefe Sie tauschen sollten, in: *Capital*, H. 5/1980, S. 35, sowie o. V.: Kündigungswelle für Staatspapiere, in: *Der Spiegel*, Nr. 25/16.6.1980, S. 103.

^{50a}) Offenbar auf Grund dieser Erfahrungen sieht § 6 Abs. 2 des Referentenentwurfs einer Bundesschuldenordnung (BSO) vom 25. März 1980 vor, dem Bundesfinanzminister eine dauergesetzliche Kredit-Ermächtigung *außerhalb* des Bundeshaushaltsgesetzes zu erteilen; danach soll er Kredite für eine Rückzahlung von Schulden aufnehmen dürfen, deren Tilgung im laufenden Haushaltsjahr nicht vorgesehen war. Der Referentenentwurf führt zur Begründung dieser Bestimmung an, daß der Ermächtigung insbesondere „für die Ersatzfinanzierung vorzeitig zurückgegebener Bundesschatzbriefe“ Bedeutung zukommt. Inwieweit diese Vorschrift noch mit Bestimmungen der Bundeshaushaltsordnung (BHO) vom 19. August 1969 (BGBl. I, S. 1284) vereinbar ist, soll hier nicht geprüft werden.

⁵¹ Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium der Finanzen: Gutachten zur Schuldenstrukturpolitik des Staates, a.a.O., S. 67.

Dieses besondere Verfahren der „verzögerten Anpassung“ wird erstmals im Januar 1972 erkennbar, bei den nachfolgenden Konditionenänderungen im Dezember 1974, im Januar und Juni 1975, im März und Dezember 1976 sowie im April, Juni, August und Dezember 1977⁵² wird es nahezu zum Verschuldungsprinzip. Insofern ist es kein Wunder, daß sich der Bundesschatzbrief zu einem Verkaufsschlager entwickeln konnte.

- Für die Ankündigung einer vorzunehmenden Erhöhung der Zinssätze ist ein entsprechendes Verhalten des Bundes nicht so eindeutig nachweisbar wie bei der Zinssenkung, wenngleich deutlich wird, daß die Absatzergebnisse in den Jahren 1969/70, 1973/74 und 1979 jeweils nach den vorgenommenen Zinsanhebungen einen erhöhten Anstieg zu verzeichnen haben. Der Schluß liegt nahe, daß sich die Anleger aufgrund der Ankündigung der Konditionenanpassung bei der Zeichnung neuer Titel verständlicherweise zunächst abwartend verhalten haben.

Abzuleiten ist daraus der Schluß, daß der Bund offensichtlich das Ende des Verkaufs einer alten Ausgabe und den Beginn des Verkaufs einer neuen Ausgabe so ankündigt und terminiert, daß die Anleger im Interesse der Einnahmeerzielung des Bundes reagieren können, auch wenn dadurch Zinsnachteile für den Bund entstehen. Insbesondere auf die Abschöpfung von anlagefähigen Mitteln durch eine verspätete Anpassung der Konditionen an ein gesunkenes Zinsniveau des Marktes muß hier aufgrund der bisherigen Erfahrungen hingewiesen werden⁵³. Es kann nach den obigen Ausführungen gleichsam von einem zweiten Tatbestand der Gewährung einer „Super-Rendite“ gesprochen werden.

V. Der Bundesschatzbrief: Ein teurer und unzuverlässiger Schuldtitel

Zusammenfassend lassen sich aus den vorhergehenden Überlegungen folgende Feststellungen ableiten:

⁵² Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank 1977, S. 97.

⁵³ Anderer Ansicht ist *G. v. Scheven*: Bundesschatzbriefe gewinnen an Bedeutung, a.a.O., S. 6. Er weist auf die ständige Konditionen-Abstimmung mit der Deutschen Bundesbank hin, führt aber auch an, daß für eine Konditionenanpassung ein aufwendiges Verfahren in Gang zu setzen ist. Siehe ergänzend *Chr.-M. Müller*: Bundesschatzbrief-Früchtchen, in *Handelsblatt*, Nr. 102/29. 5. 1979, S. 2; o. V.: Wahre Schätze, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, Nr. 125/31. 5. 1979, S. 11.

(1) Der Bund nutzt die größer gewordene Zinsempfindlichkeit der Anleger geschickt aus, indem er

- die Renditedifferenz zu vergleichbaren Anlagen „manipuliert“ und sich mit der Gewährung einer „Super-Rendite“ Markt Vorteile gegenüber der privaten Konkurrenz, aber auch gegenüber der Konkurrenz von Ländern und Gemeinden verschafft,
- die Konditionenänderungen so rechtzeitig bekannt gibt, daß sich die Anleger, auch wenn sie mit der Marktentwicklung nicht so gut vertraut sind wie beispielsweise institutionelle Anleger, noch gut auf die veränderte Marktlage einstellen können, indem sie entweder mit einer Kaufzurückhaltung im Fall steigender Zinsen oder mit einer erhöhten Kaufneigung im Fall sinkender Zinsen reagieren.

Auch mit diesem Verhalten wird die Gewährung einer „Super-Rendite“ initiiert, ohne daß eine breitere Öffentlichkeit wegen mangelnder Transparenz über das quantitative Ausmaß der gewährten Vorteile daran Anstoß nimmt⁵⁴.

(2) Der bisherige Absatzerfolg beruht infolgedessen in großem Maße

- auf relativ zu hohen Zinsaufwendungen. Der Bund verstößt mit dem Bundesschatzbrief wiederholt gegen das Zinsminimierungsziel; er macht von seiner sog. Zinsrobustheit Gebrauch, dies aber auf eine „elegante“, nahezu unmerkliche Weise⁵⁵. Der Finanzierungsanteil des Bundesschatzbriefes kann überwiegend nur auf diesem Wege gesichert werden⁵⁶. Statt des erwarteten kontinuierlichen Mittelzufflusses einer Dauerremission weist der Bundesschatzbrief wegen „seiner“ Anleger höchst sensiblen Reaktionen

⁵⁴ Die bei der Konzeptionierung des Bundesschatzbriefes abgelehnte Gewährung eines „Sozialbonus“ wird auf diese Weise praktiziert; nur ist die „Super-Rendite“ nicht auf die Bezieher kleiner Einkommen ausgerichtet, sondern wird von den besser informierten Anlegern wahrgenommen.

⁵⁵ Einer der Apologeten des Bundesschatzbriefes, *W. Hankel*, führt die außerhalb des Marktes liegende Verzinsung des Bundesschatzbriefes in erster Linie auf die „etwas schwerfällige, weil administrative Festsetzung der Zinsstaffel gegenüber der markmäßigen Zinsbildung an der Börse“ zurück (*W. Hankel: Kreditschöpfung zum Schaden der Wirtschaft?, a.a.O., S. 17*). Auch wenn die Feststellung im Jahre 1972 noch richtig gewesen sein mag, so muß heute zumindest gefragt werden, warum diese administrative Schwerfälligkeit bisher nicht behoben werden konnte.

⁵⁶ Siehe auch Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium der Finanzen: Gutachten zur Schuldenstrukturpolitik des Staates, a.a.O., S. 79.

der auf Zinssatzveränderungen und auf Renditeunterschiede stark wechselnde monatliche Brutto-Absatzergebnisse mit dementsprechend unterschiedlichen Finanzierungsbeiträgen auf.

- auf hohen Liquiditätsrisiken mit entsprechenden Liquiditätssicherungskosten, weil das Gläubigerkündigungsrecht vom Anleger in anderer Weise wahrgenommen wird als es sich der Bund wohl vorgestellt hat, nämlich zur vorübergehenden Anlage disponibler Mittel, um jederzeit Renditevorteile wahrnehmen zu können — eventuell auch Renditevorteile bei besser verzinslichen Ausgaben des Bundesschatzbriefes⁵⁷. Diese Risiken wachsen in dem Maße, in dem sich der Bund in Form des Bundesschatzbriefes verschuldet und in dem Maße, in dem die umlaufenden Bundesschatzbriefe mit einer relativ niedrigen Verzinsung ausgestattet sind. Es handelt sich insofern um zu hoch verzinsliche Schulden, da sie praktisch täglich fällig werden können. Sollte sich der gegenwärtig absehbare Zinsanstieg fortsetzen, so wird ein großer Teil der im Jahre 1977 besonders gut verkauften Bundesschatzbriefe mit niedriger Verzinsung zum Teil noch im Jahre 1980 virulent werden. Mit anderen Worten: In derartigen Fällen schlägt dann die angeblich billige Verschuldung für die ersten Jahre der Laufzeit der Bundesschatzbriefe in zusätzliche, nicht eingeplante Aufwendungen der Liquiditätssicherung um⁵⁸. Der Wissenschaftliche Beirat spricht von „einem nicht unbedenklichen Potential“, das „die Bundeskasse zu hohen Rückzahlungen gerade dann zwingt, wenn die Liquiditätsversorgung gedrosselt werden soll und die Kreditmittelbeschaffung für den Bund schwieriger wird“⁵⁹. Durch diese Effekte wird der maßgebliche Netto-Absatz entscheidend beeinflusst. Die Schuldenplanung des Bundes auf der Basis des Bundesschatzbriefes wird dadurch neben den bereits erwähnten stark wechselnden Brutto-Absatz-

⁵⁷ Auch hier ermuntern entsprechende Pressemeldungen den Anleger: „Wer jetzt zugreift, kann die Sperrfrist verkürzen.“ Für Titel, die beispielsweise erstmalig zum 1. Juli angeboten werden, aber erst Ende Dezember erworben werden, verkürzt sich die Sperrfrist auf ein halbes Jahr.

⁵⁸ Durch eine rechtzeitige Anhebung des Zinssatzes umlaufender Titel könnte die liquiditätsmäßige Belastung abgefangen werden. Sie würde in eine fiskalische Belastung transferiert. Vgl. Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium der Finanzen: Gutachten der Schuldenstrukturpolitik des Staates, a.a.O., S. 78, 82. Ein solches Verfahren würde aber — präjudizierend — einer Indexierung sehr nahe kommen.

⁵⁹ Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesminister der Finanzen: Gutachten zur Schuldenstrukturpolitik des Staates, a.a.O., S. 78.

ergebnissen zusätzlich erschwert und unsicher. Insofern ist der Bundesschatzbrief ein unzuverlässiger Schuldtitel.

(3) Unter diesen Umständen sind die hervorragenden Absatzergebnisse des Bundesschatzbriefes differenzierter zu bewerten als das gemeinhin mit dem Hinweis auf den bereits erreichten hohen Anteil an der Gesamtverschuldung oder an der Netto-Neuverschuldung der Fall ist. Verschuldung des Bundes mittels des Bundesschatzbriefes ist — vereinfacht gesagt — eine (zu) teure Verschuldung. Aus einer anderen Sicht kann das Ausmaß der eingeräumten „Super-Rendite“ als ein Kriterium für die Finanzierungsschwierigkeiten des Bundes gewertet werden. Wird die oben ermittelte durchschnittliche Renditedifferenz (bei der Umlaufrendite) von 0,62 Prozentpunkten als Maßstab verwendet, so ist diese Differenz in 65 von 132 Monaten (gleich 49 v. H.) zu niedrig. Die hier erwähnte, augenscheinlich kleine Zinssatzdifferenz gewinnt in Verbindung mit den bewegten Milliardenbeträgen eine fiskalisch durchaus beachtenswerte Dimension. Aus der Sicht der Väter des Bundesschatzbriefes wären die hier geschilderten fiskalischen Nachteile vielleicht noch hinzunehmen, wenn die mit dem Bundesschatzbrief vermittelten Vorteile dem kleinen Anleger zugute kommen. Ob das aber der Fall ist, muß einer gesonderten Untersuchung vorbehalten bleiben. Vermutlich ist auch hier der Befund eher negativ⁶⁰.

(4) Sollen nun aus diesen Überlegungen einige schuldenpolitische Konsequenzen gezogen werden, so müßten diese dahin gehen, daß

— die Gewährung der „Super-Renditen“ durch eine flexible, markt- nahe Renditenanpassung abzubauen wäre im Sinne einer Zins-

⁶⁰ Dies wird indirekt durch *G. v. Scheven*: Bundesschatzbriefe gewinnen an Bedeutung, a.a.O., S. 6, bestätigt, wenn er darauf hinweist, daß Einzelzeichnungen von 5.000 bis 10.000 DM keine Ausnahme mehr (sind), sondern... eher die dominierende Größenklasse.“ Siehe auch Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium der Finanzen: Gutachten zur Schuldenstrukturpolitik des Staates, a.a.O., S. 66 f. Insofern ist der Bundesschatzbrief bei der Diskussion verteilungspolitischer Wirkungen der öffentlichen Verschuldung (vgl. *O. Gandenberger*: Öffentlicher Kredit und Einkommensverteilung, in: Finanzarchiv, N. F. Bd. 29/1970, S. 1 ff.; *K.-D. Henke*: Die Gültigkeit des Transferansatzes in der Rezession, in: Finanzarchiv, N. F. Bd. 36/1978, S. 440 ff.) einer besonderen Wertung zu unterziehen. Auf alle Fälle ist aus dieser Sicht der Bundesfinanzminister nicht „Umverteiler wider Willen“ (Bericht der Frankfurter Allgemeinen Zeitung, Nr. 28/2. 2. 1980, S. 11), denn diese Verteilungswirkungen sind überwiegend „hausgemacht“. Insofern zumindest entsprechen die verteilungspolitischen Wirkungen nicht den ursprünglichen Zielen.

kostenminimierung, einer größeren Wettbewerbsneutralität und einer vermutlich höheren Verteilungsgerechtigkeit.

- der Bundesschatzbrief seine Funktion jedoch unter derartig veränderten Umständen behält im Sinne eines langfristig ergebigen Marktes und der begrenzten Lösung von der Abhängigkeit der großen Gläubigergruppe, den Banken. Sollte dies gelingen, so könnten sich die hohen „Anlaufkosten“ des Bundesschatzbriefes eines Tages vielleicht einmal amortisieren.

Dietrich Dickertmann, Trier

Zusammenfassung

Erfahrungen mit dem Bundesschatzbrief Eine fiskalische Analyse

Der seit Anfang 1969 privaten Anlegern zum Kauf angebotene Bundesschatzbrief mit seinen beiden Erscheinungsformen vom Typ A und Typ B wurde ursprünglich für die Realisierung vermögenspolitischer Ziele konzipiert. Beachtung verdient dieser Schuldtitel, der besondere schuldentechnische Merkmale aufweist (gestaffelte Verzinsung, Gläubigerkündigungsrecht und Daueremission) jedoch nicht wegen dieser Zielsetzung, sondern wegen seines wachsenden (Finanzierungs-) Beitrags zur Deckung steigender Budgetdefizite in den vergangenen Jahren. Die auf den ersten Blick außerordentlich erfolgreiche Karriere dieses Schuldtitels des Bundes hat aber ihre fiskalischen Schattenseiten. Dies ergibt eine Detailanalyse, bei welcher die monatlichen Absatzergebnisse unter Beachtung der schuldentechnischen Besonderheiten des Bundesschatzbriefes mit der Zinsentwicklung auf dem Kreditmarkt in Verbindung gebracht werden. Es zeigt sich, daß bei der Ausgabe des Bundesschatzbriefes das Ziel der Zinskostenminimierung nicht hinreichend berücksichtigt wird. Den Anlegern werden „Super-Renditen“ eingeräumt: Zum einen, weil ein Rendite-Abschlag für das auf Grund des Gläubigerkündigungsrechts entfallende Kursrisikos durchweg nicht angemessen kalkuliert wird, und zum zweiten, weil der Zinsentwicklung des Marktes durch eine entsprechende Ankündigungspraxis bei anstehenden Konditionenänderungen nicht zeitgleich gefolgt wird. Es zeigt sich außerdem, daß der Bundesschatzbrief ein liquiditätsmäßig unzuverlässiger Schuldtitel ist. Statt des mittels Daueremission erhofften kontinuierlichen Mittelzuflusses sind starke monatliche Absatzschwankungen sowohl bei den Brutto-Erlösen als auch bei den Netto-Erlösen auf Grund vorzeitiger Rückgaben zu verzeichnen. Der Grund: Die Anleger sind besser informiert und reagieren zinsempfindlicher als wohl erwartet. Dies zeigt sich insbesondere, wenn die Anleger bei steigendem Zinsniveau in höher verzinsliche Anlagen umsteigen, was auf Grund des eingeräumten Gläubigerkündigungsrechts risikolos möglich ist. Die vorzeitige Rücknahme der Schuldtitel wirkt sich wie eine automatische Kurspflege zu Lasten des Bundeshaushaltes aus — mit beachtlichen

unerwünschten Liquiditäts- und Finanzierungszwängen, die letztlich nur durch zusätzliche Kosten abgewendet werden können. Die positiven Absatzergebnisse und Finanzierungsbeiträge des Bundesschatzbriefes haben also „ihren Preis“.

Summary

Experience with the Federal Treasury Bond. A Fiscal Analysis

The federal treasury bond, of which two variants — Types A and B — have been offered to private investors since early 1969, was originally conceived as a means to achieve wealth-policy objectives. However, this bond with its special debt-management features (scaled interest rates, bondholder's right to call for redemption and continuous issue) is noteworthy, not for its objective, but for its growing (financing) contribution to the covering of rising budget deficits in past years. But the career of this federal bond, which at first sight appears extraordinarily successful, also has a seamy fiscal side. This is shown by a detailed analysis in which the monthly sales figures are related, with due allowance for the debt-management peculiarities of the federal treasury bond, to the interest rate trend on the loans market. It proves that the goal of interest-cost minimization was not given adequate consideration when issuing the federal treasury bond. Investors were conceded “super-yields”: On the one hand because a yield mark-down to offset the lack of any price risk, due to the bondholder's right to call for redemption, was invariably not properly calculated, and on the other because the market interest-rate trend is not followed continuously by corresponding announcements of impending amendments to conditions. It demonstrates further that from the standpoint of liquidity the federal treasury bond is an unreliable instrument of indebtedness. Instead of the continuous flow of funds hoped for from the continuous issue, marked monthly fluctuations were registered for both the gross receipts and the net receipts after premature redemption.

The reason: the investors are better informed and react more sensitively to interest rates than was probably expected. This is evident, in particular, when investors switch to investments that bring higher interest as the level of interest rates rises, which is possible without any risk on account of the bondholder's right to call for redemption. The premature redemption of the bonds has the effect of price sustainment at the expense of the federal household — with substantial, undesirable liquidity and financing pressures, which can be warded off only with additional expense. Hence the positive sales results and financing contributions of the federal treasury bond have their price.

Résumé**L'expérience du bon du trésor fédéral. — Une analyse fiscale**

Avec ses deux présentations de types A et B, le bon du trésor fédéral offert aux investisseurs privés depuis le début de 1969 avait été initialement conçu en vue de la concrétisation d'objectifs de politique de formation de patrimoines. Ce titre de créance, qui est nanti de caractéristiques techniques particulières (rémunération échelonnée, droit de résiliation du créancier, et émission permanente ou au robinet), mérite de retenir l'attention, non pas en raison des objectifs précités, mais du fait de sa contribution (financière) croissante à la couverture des déficits budgétaires progressifs des dernières années. Mais la carrière, extraordinairement réussie à première vue, de ce bon de caisse de l'État fédéral a toutefois son revers fiscal. C'est ce que démontre une analyse détaillée, qui, en tenant compte des particularités de la technique des obligations, met en parallèle les résultats mensuels de placement et l'évolution des taux d'intérêt sur le marché du crédit. Il apparaît que l'émission du bon du trésor fédéral n'a pas suffisamment considéré l'objectif de la minimisation du coût des intérêts. L'investisseur se voit offrir de « super-rendements »: primo parce que la réduction de la rémunération qui doit normalement découler de l'élimination du risque de cours que comporte le droit de résiliation du créancier n'est généralement pas calculée de manière appropriée et, secundo, parce que l'évolution des taux du marché n'est pas immédiatement suivie dans le temps d'une notification du changement des conditions. L'on constate par ailleurs qu'au plan de la liquidité, le bon du trésor fédéral est une reconnaissance de dette instable. Au lieu de l'apport continu de moyens que devait faire espérer une émission permanente, on observe d'amples fluctuations dans les ventes mensuelles, tant brutes que nettes en raison des rachats anticipés. Motif: l'investisseur est mieux informé et plus sensible aux variations des taux d'intérêt qu'on ne l'imagine. Ceci se vérifie surtout en période de hausse du niveau des taux d'intérêt lorsque l'investisseur se procure des placements à rendement élevé, ce qu'il peut se permettre sans risque puisqu'il dédient l'arme de la résiliation à tout moment. Le rachat anticipatif des titres agit comme un régulateur automatique des cours à charge du budget fédéral, avec de non négligeables contraintes indésirables de liquidité et de financement que l'on ne peut en fin de compte maîtriser qu'à force de coûts supplémentaires. Les résultats positifs de la vente du bon du trésor fédéral et sa contribution réjouissante à des financements comportent donc « leur prix ».