

# Inflationistische Entwicklung Kapitalmarktprobleme und Preisindexbindung\*

Von Dieter Leuschner, München

In der Diskussion über Preisindexbindungen im Kapitalverkehr stehen vor allem konjunktur-, verteilungs- und gesellschaftspolitische Aspekte im Vordergrund<sup>1</sup>. Durch die inflationistische Entwicklung sind nun jedoch auch erhebliche Kapitalmarktprobleme entstanden, die ebenfalls durch eine Preisindexbindung für langfristige Geldvermögen gelöst werden könnten.

## I. Inflationistische Entwicklung, Kapitalmarktzinsniveau und Bereitschaft zur langfristigen Geldanlage

Nach dem gegenwärtigen Stand der empirischen Forschung kann davon ausgegangen werden, daß sich ein beschleunigter Preisauftrieb relativ schnell in einem entsprechenden Anstieg des Kapitalmarktzinses niederschlägt<sup>2</sup>; die Erwartung weiterhin steigender Preise und Kapitalmarktzinsen führt zu einer Verkürzung der Laufzeiten der Kapitalmarktpapiere.

Dieser enge Zusammenhang zwischen inflationistischer Entwicklung, steigendem Zinsniveau und abnehmender Bereitschaft zur langfristigen Geldanlage zeigte sich in der Bundesrepublik Deutschland mit besonderer Deutlichkeit z. B. in den ersten drei Quartalen des Jahres 1974.

---

\* Prof. Dr. Werner *Ehrlicher* und Dr. N. *Euba* bin ich für Anmerkungen und Anregungen dankbar.

<sup>1</sup> S. Beihefte zu „Kredit und Kapital“, Heft 2, „Probleme der Indexbindung“, Berlin 1974 (z. B. Beiträge von *Giersch*, *Pfleiderer* und *Issing*) und Beihefte der Konjunkturpolitik, Heft 21, „Inflationsprobleme heute — Stabilisierung oder Anpassung“, Berlin 1974.

<sup>2</sup> S. z. B. J. *Siebek* und M. *Willms*, „Zinsniveau, Geldpolitik und Inflation“, in „Kredit und Kapital“, 1972, Heft 2, Berlin 1972, S. 182 f. und „Die Determinanten des Zinsniveaus in der Bundesrepublik Deutschland, Bemerkungen zu einem Kommentar“, in: „Kredit und Kapital“, 1973, Heft 2, Berlin 1973, S. 205 f.

Die Preissteigerungsrate lag deutlich über 7 %<sup>3</sup>, die Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere nur wenig unter 11 % (Juni, Juli, August, Oktober 1974 = 10,9 %<sup>4</sup>). Gleichzeitig ging die Bereitschaft zur längerfristigen Geldanlage am Kapitalmarkt spürbar zurück. Der Trend zu kürzeren Laufzeiten, der etwa seit Ende der sechziger Jahre zu beobachten war, setzte sich verstärkt fort. Während z. B. im 1. Quartal 1973 Emissionen mit Laufzeiten von 10 bis unter 15 Jahren noch etwa die Hälfte des gesamten Brutto-Absatzes inländischer festverzinslicher Wertpapiere ausmachten, verringerte sich ihr Anteil im 2. Quartal 1974 auf 13 %. Im gleichen Zeitraum nahm hingegen der Anteil der Emissionen mit Laufzeiten von nur 4 bis unter 7 Jahren von 11 % auf 42 % zu. Emissionen mit extrem kurzen Laufzeiten bis unter 2 Jahren, die im 1. Quartal 1973 nur 11 % des Brutto-Absatzes ausmachten, erreichten die 20 %-Grenze<sup>5</sup>.

Noch deutlicher sichtbar wurde diese Tendenz zur Verkürzung der Laufzeiten bei den Pfandbriefen. 1959 hatten 73 % der neu emittierten Pfandbriefe und Kommunalobligationen Laufzeiten von mehr als 35 Jahren; nur 12 % waren mit den „kurzen“ Endfälligkeiten bis zu 25 Jahren ausgestattet<sup>6</sup>. 1973 waren „lange“ Laufzeiten bereits auf nur noch 10 - 15 Jahre zusammengeschrumpft. Der Anteil dieser 10- bis 15jährigen Titel an den Pfandbriefemissionen lag im 1. Quartal 1973 bei 72 %. Bereits 15 Monate später gehörten auch diese „langen“ Laufzeiten der Vergangenheit an; im 2. Vierteljahr 1974 fiel der Anteil der Papiere mit 10 - 15jährigen Laufzeiten auf 27 %. Gleichzeitig erhöhte sich der Anteil der 4- bis unter 7jährigen Emissionen von 7,5 % auf 65 %. Öffentliche Anleihen hatten zumeist Laufzeiten von nur 5 - 6 Jahren<sup>7</sup>.

Als dann im Herbst 1974 die Bundesbank bereits bei ersten Anzeichen für eine „Tendenzwende“ in der Preisentwicklung vor allem aus be-

---

<sup>3</sup> Preisindex der Lebenshaltungskosten aller privaten Haushalte im Februar 1974: + 7,6 %. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 27. Jg. Nr. 2, Februar 1975, S. 68\*.

<sup>4</sup> Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 26. Jg., Nr. 12, Dezember 1974, S. 53\*.

<sup>5</sup> Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 26. Jg., Nr. 9, September 1974, S. 16 f.

<sup>6</sup> Pfandbrief-Dienst, Hrsg. Gemeinschaftsdienst der Boden- und Kommunalcreditinstitute, Frankfurt, November 1974, S. 2.

<sup>7</sup> Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 26. Jg., Nr. 9, September 1974, S. 17.

schäftigungspolitischen Gründen ihre restriktive Hochzinspolitik spürbar lockerte, sank der Kapitalmarktzins wieder deutlich unter 10 %, und die Laufzeiten festverzinslicher Wertpapiere wurden wieder etwas länger (Bundesanleihen im Frühjahr 1976: 7,5 % Couponzins, Laufzeit 8 Jahre). Die Kapitalmarktprobleme der vergangenen Monate wurden vielfach vergessen, verhaltene Euphorie verdrängte die bisherige Skepsis.

Mittel- und langfristig erscheint allerdings durchaus eine skeptische Beurteilung der Kapitalmarktentwicklung angebracht. Eine Beschleunigung der inflationistischen Entwicklung ist nicht auszuschließen. So werden z. B. beschäftigungspolitische Probleme mit Etatdefiziten, „Konjunkturspritzen“ und einer Politik des „leichten Geldes“ bekämpft, die den Preisauftrieb zumindest nicht dämpfen.

Bei einer erneuten, stärkeren Beschleunigung des Preisanstiegs sind daher erneuter Zinsanstieg, weitere Abnahme der Bereitschaft zur längerfristigen Geldanlage und weitere Verkürzung der Laufzeiten festverzinslicher Wertpapiere zu erwarten. Ausgehend von den gegenwärtigen, gegenüber früheren Jahrzehnten ohnehin bereits erheblich verkürzten „langen“ Laufzeiten von nur 8 Jahren wäre dann der Weg zu Roll-over-Krediten mit Geldmarktfristen nicht mehr weit. Die damit verbundenen Auswirkungen eines vollständigen Zusammenbruchs des Kapitalmarkts für die Kreditinstitute, die Finanzierung öffentlicher und privater Investitionen und die Konjunkturpolitik sind in ihrem Ausmaß nicht zu unterschätzen<sup>8</sup>.

## II. Möglichkeiten zur Lösung der Kapitalmarktprobleme

Die beste Lösung der dargestellten Kapitalmarktprobleme wäre die Rückkehr zur Geldwertstabilität durch eine wirksame Stabilitätspolitik von Bundesregierung und Bundesbank. Da jedoch die Chancen für eine nachhaltig wirksame Stabilitätspolitik nicht zuletzt wegen der relativ engen beschäftigungspolitischen Grenzen der Maßnahmen von Bundesregierung und Bundesbank eher skeptisch als optimistisch einzuschätzen sind, muß eine „zweitbeste“ Lösung gefunden werden.

Ein Weg, die längerfristige Anlagebereitschaft und dementsprechend längere Laufzeiten am Kapitalmarkt auch trotz zunehmenden Geldwertchwundes zu erhalten, wäre z. B. die „Hochkonvertierung“ festverzins-

---

<sup>8</sup> S. z. B. R. Vaubel und A. Abnefeld, „Indexbindung auf dem Index?“, Kieler Diskussionsbeiträge, Heft 34, Kiel 1974, S. 4 und S. 6 f.

licher Wertpapiere, wie sie in Österreich 1974 praktiziert wurde<sup>9</sup>. Die „Hochkonvertierung“ ist jedoch nur für Kapitalmärkte mit relativ kleinem Volumen (Österreich 1974: rd. 13,5 Mrd. DM) eine durchaus elegante und vor allem auch finanzierbare Lösung<sup>10</sup>. Der zweckmäßigste „zweitbeste“ Weg zur Wiederbelebung des Kapitalmarkts dürfte für die Bundesrepublik deshalb eine Preisindexbindung für langfristige Geldvermögen sein.

Eine Realwertsicherung für langfristige Einlagen durch Preisindexbindung wäre auf folgendem Wege möglich:

- Der Anleger erhält einen „Real-Basiszins“ in Höhe eines im langfristigen Durchschnitt erzielbaren Realzinses langfristiger Anlagen — im Jahre 1974 z. B. in Höhe von etwa 3 0/0<sup>11</sup> — und einen Inflationsausgleich in Höhe der Geldentwertungsrate.
- Der Inflationsausgleich in Höhe der Geldentwertungsrate wird als steuerfreier Kapitalzuschlag bei Aufzinsungspapieren gewährt.

Durch die Auszahlung des Kapitalzuschlags am Ende der Laufzeit würden die sofortige konsumtive Verwendung der Inflationszuschläge, die Überwälzung der Kosten der Preisindexbindung und insätzliche, preisindexbedingte Nachfrage. Ohne zusätzliche, preisindexzuschläge werden längerfristig eingefroren; es entsteht keine zusätzliche, preisindexbedingte Nachfrage. Ohne zusätzliche, preisindexbedingte Nachfrage sind jedoch auch keine preisindexbedingten Überwälzungsvorgänge und „Ölfleck-Effekte“ zu befürchten<sup>12</sup>.

- Indizierungsfaktor könnte — in Ermangelung eines praktikableren, allgemein anerkannten Maßstabes für die Geldentwertung — ein Preisindex der Lebenshaltungskosten sein, z. B. der Preisindex der Lebenshaltungskosten aller privaten Haushalte<sup>13</sup>.

---

<sup>9</sup> S. z. B. F. *Diwok*, „Die Wiener Bonifizierung“, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 27. Jg. 1974, Heft 20, S. 932 ff.

<sup>10</sup> S. F. *Diwok*, a.a.O., S. 933.

<sup>11</sup> S. D. *Leuschner*, „Inflationistische Entwicklung und Realwertsicherung von Geldvermögen durch Preisindexbindung“, in: Beihefte zu Kredit und Kapital, Heft 2, S. 142. Der „Real-Basiszins“ spiegelt als Durchschnittswert der Realzinssätze z. B. der jeweils vergangenen zehn Jahre, die Veränderungen von Geldkapitalangebot und -nachfrage wider.

<sup>12</sup> S. D. *Leuschner*, a.a.O., S. 139.

<sup>13</sup> Ebenda, S. 144.

### III. Kosten der Preisindexbindung

Eine eingehendere Berechnung der Kosten einer Preisindexbindung im Kapitalverkehr wurde bisher vor allem von *Euba* vorgelegt<sup>14</sup>. In dieser Kostenschätzung zieht *Euba* von den Nominalzinsen des Jahres 1974 den Realzins der „inflationfreien Jahre nach 1950“ ab, um dadurch „den im Nominalzins des Jahres 1974 bereits enthaltenen Ausgleich der Inflation“ abschätzen zu können<sup>15</sup>. Die Differenz zwischen diesem „bereits im Nominalzins enthaltenen Inflationsausgleich“ und der Inflationsrate des Jahres 1974 ist nach *Euba* der noch „fehlende Inflationsausgleich“ (in Prozentpunkten). Dieser „fehlende Inflationsausgleich“ multipliziert mit dem jeweiligen Anlagevolumen, das realwertgesichert werden soll, würde die Kosten eines Inflationsausgleichs durch Preisindexbindung ergeben.

Da *Euba* von einer Finanzierung der Preisindexkosten über eine Erhöhung der Kreditzinsen ausgeht und deshalb die Prozentpunkte des „fehlenden Inflationsausgleichs“ lediglich auf die Kreditzinsen umlegt, enthalten seine Berechnungen keine Aussage über die absolute Höhe der Kosten einer Preisindexbindung. Dieser Mangel wäre hinzunehmen, wenn davon ausgegangen wird, daß die Kosten des Inflationsausgleichs allein durch eine entsprechende Erhöhung der Kreditzinsen finanziert werden könnten. Da jedoch auch die Finanzierung der Preisindexbindung aus Steuermitteln denkbar ist — und z. B. in Israel praktiziert wird —, erscheint auch eine Schätzung der absoluten Kostenbeträge durchaus zweckmäßig.

Ausgangspunkt der folgenden Überlegungen zur Finanzierung der Kosten einer Preisindexbindung soll deshalb der Versuch einer überschlüssigen Schätzung der absoluten Kostenbeträge eines Inflationsausgleichs für langfristige Geldvermögen sein. Dieser Schätzung liegen allerdings andere Annahmen als den Berechnungen von *Euba* zugrunde:

- Die Realzinshypothese von *Euba* geht davon aus, daß der Realzins der inflationfreien Jahre nach 1950 als Grundlage für die Schätzung des im Nominalzins enthaltenen Inflationsausgleichs auch für das Jahr 1974 geeignet sei. Diese Annahme ist nicht unproblematisch — wie *Euba* auch selbst einräumt — und kann zu erheblichen Verzer-

---

<sup>14</sup> N. *Euba*, Konsequenzen einer teilweisen Indexbindung des Geldvermögens für die Fortdauer des Inflationsprozesses, in: Beihefte zu Kredit und Kapital, Heft 2, S. 149 ff.

<sup>15</sup> Ebenda, S. 158 ff.

rungen der Kostenschätzung führen. Abgesehen von den Bedenken von *Euba*<sup>16</sup> können diese Verzerrungen vor allem auch dadurch entstehen, daß die Zinsentwicklung — und damit indirekt auch die Höhe des Realzinses — in den inflationsfreien Jahren durch die Zinsverordnung staatlich reglementiert war und deshalb eher Aussagen über die Höhe des Realzinses bei Zinsreglementierung zuläßt als Aussagen über die Höhe des Realzinses bei Geldwertstabilität.

Im Gegensatz zu *Euba* — und übereinstimmend mit der allgemein gebräuchlichen Definition des Realzinses — wird deshalb davon ausgegangen, daß im Nominalzins eines bestimmten Jahres lediglich ein Inflationsausgleich in Höhe des Realzinses dieses jeweiligen Jahres — und nicht irgendwelcher früherer Jahre — enthalten ist: Realzins 1974 = Nominalzins 1974 — Preissteigerungsrate 1974 (s. Tabelle 1, Spalte 3)<sup>17</sup>.

— Der „Real-Basiszins“ wird für 1974 mit 3 % angesetzt.

Unter diesen Annahmen ergibt sich folgendes Verfahren für die Berechnung der Kosten der Preisindexbindung:

1. Nominalzins 1974 — Preissteigerungsrate 1974 = Realzins 1974 (s. Tabelle 1, Spalte 3).
2. angestrebter „Real-Basiszins“ der vorgeschlagenen Preisindexbindung (3 %) — in den bisherigen Anlageformen erzielter Realzins 1974 = bei Umschichtung aus den bisherigen in indexgebundene Anlageformen notwendiger „Inflations-Ausgleichsbedarf“ in Prozentpunkten (s. Tabelle 1, Spalte 4).
3. „Inflations-Ausgleichsbedarf“ multipliziert mit dem Anlagevolumen, das realwertgesichert werden soll = Kosten der Preisindexbindung (s. Tabelle 1, Spalten 9-12).

Außerdem wird davon ausgegangen, daß im Jahre 1974 für neu emittierte festverzinsliche Wertpapiere kein Inflationszuschlag erforderlich

<sup>16</sup> S. N. *Euba*, a.a.O., S. 158: „Diese Vorstellung ist sicherlich angreifbar, weil implizit unterstellt wird, daß der Zinssatz bei Preisniveaustabilität nur aufgrund realwirtschaftlicher Determinanten zustande kam, die Geldpolitik zu jenem Zeitpunkt keinen Einfluß auf das Zinsniveau hatte.“

<sup>17</sup> Diese Realzinshypothese geht davon aus, daß z. B. im Nominalzins der neu emittierten Kapitalmarktpapiere des „Inflationsjahres“ 1974 die Preissteigerungsrate weitgehend enthalten war. Für 1974 wären deshalb bei diesen Kapitalmarktanlagen durch eine Preisindexbindung keine zusätzlichen „Preisindexkosten“ angefallen.

gewesen wäre. Der Kapitalmarktzins erbrachte abzüglich Preissteigerungsrate den angestrebten Realzins von 3 0/0 (s. Tabelle 1, Spalten 1, 3 und 4). Die Realkreditinstitute als Emittenten festverzinslicher Wertpapiere werden deshalb auch bei den folgenden Kostenberechnungen nicht berücksichtigt.

Nach diesen überschlägigen Schätzungen der maximal möglichen Kosten wäre bei einer Preisindexbindung von Einlagen im Umfang der Spareinlagen mit Kündigungsfristen von 4 Jahren und mehr sowie der Sparbriefe und -obligationen für das Jahr 1974 mit einem Finanzierungsbedarf von 738 Mio. DM zu rechnen gewesen. Werden mögliche Umschichtungen dadurch berücksichtigt, daß auch die Spareinlagen mit vereinbarten Kündigungsfristen unter 4 Jahren in die Berechnung einbezogen werden, ergäben sich Kosten der Indexbindung in Höhe von rd. 2,5 Mrd. DM<sup>18</sup>.

Die Spareinlagen mit gesetzlicher Kündigungsfrist sind nach bisherigen Erfahrungen weitgehend zinsunempfindliche Liquiditätsanlagen. Wird für eine Schätzung der fiktiv möglichen Maximalkosten trotzdem unterstellt, daß auch sämtliche Spareinlagen mit gesetzlicher Kündigungsfrist in preisindexgebundene längerfristige Anlagen umgewandelt werden, würden die fiktiv möglichen Maximalkosten einer Preisindexbindung rd. 10,3 Mrd. DM betragen<sup>19</sup>.

Die Höhe der tatsächlich zu erwartenden Maximalkosten läßt sich nur sehr schwer schätzen. Geht man davon aus, daß wahrscheinlich „nur“ die Sparbriefe und -obligationen und die Spareinlagen mit vereinbarten längeren Kündigungsfristen in vollem Umfang in indexgebundene Anlagen umgeschichtet werden (Kosten: 2,5 Mrd. DM), von den Spareinlagen mit gesetzlicher Kündigungsfrist hingegen lediglich etwa die Hälfte (Kosten: rd. 3,9 Mrd. DM), dürfte die realistische Obergrenze der Maximalkosten einer Preisindexbindung bei etwa 6,4 Mrd. DM liegen<sup>20</sup>.

### *1. Finanzierung aus Steuermitteln*

Naheliegender erscheint die Forderung, die Kosten eines Inflationsausgleichs für langfristige Geldvermögen aus Steuermitteln zu finanzieren. Denkbar wären dabei zwei Wege: entweder Finanzierung aus dem all-

---

<sup>18</sup> S. Tabelle 1, Spalte 12.

<sup>19</sup> Ebenda.

<sup>20</sup> Ebenda.

gemeinen Steueraufkommen — wie z. B. in Israel — oder aber Finanzierung durch eine besondere, gezielte und zweckgebundene Besteuerung z. B. der kreditfinanzierten Investitionen.

Bei der Finanzierung der Kosten der Preisindexbindung aus dem allgemeinen Steueraufkommen wäre nicht auszuschließen, daß die preisindexbegünstigten Sparer die Kosten der Preisindexbindung ihrer Einlagen in ihrer Eigenschaft als Steuerzahler zumindest teilweise selbst finanzieren. Die Finanzierung durch eine entsprechende Besteuerung z. B. der kreditfinanzierten Investitionen würde diesen unerwünschten „Umverteilungseffekt“ weitgehend vermeiden: Die vielfach von der inflationistischen Entwicklung begünstigten Investitions-Kreditschuldner würden den Inflationsausgleich für die bisher benachteiligten Geldvermögensgläubiger finanzieren. Versuche, die steuerliche Belastung der Investitionskredite auf die Sparer in ihrer Eigenschaft als Konsumenten zu überwälzen, könnten durch die Ausstattung der realwertgesicherten Anlagen als Aufzinsungspapiere in Grenzen gehalten werden<sup>21</sup>. Die Einführung einer zweckgebundenen Investitionssteuer zur Finanzierung der Preisindexbindung wäre allerdings nur in einer Konjunkturphase des gefestigten Aufschwungs wirtschaftspolitisch — d. h. vor allem beschäftigungspolitisch — vertretbar und politisch durchsetzbar.

## 2. Finanzierung durch Erhöhung der Kreditzinsen

Die Kosten einer Preisindexbindung können entweder auf alle oder nur auf die langfristigen Kredite umgelegt werden. Die Umlage auf alle Kredite wurde z. B. in Finnland und wird in Brasilien praktiziert. Für diese Finanzierungsvariante spricht vor allem, daß mögliche Abgrenzungs- und Begrenzungsprobleme vermieden werden, die bei einer Umlage nur auf langfristige Kredite auftreten könnten.

Das Ausmaß der Erhöhung des Kreditzinsniveaus bei einer Umlage der Preisindexkosten auf alle Kredite hängt vom Volumen der realwertgesicherten Einlagen ab. Werden z. B. Spareinlagen mit Kündigungsfristen von 4 Jahren und darüber, Sparbriefe und -obligationen preisindexgebunden und wird außerdem angenommen, daß diese Preisindexbindung zur Umschichtung sämtlicher Spareinlagen mit vereinbarten Kündigungsfristen unter 4 Jahren und etwa der Hälfte der Spareinlagen mit gesetzlicher Kündigungsfrist in preisindexgesicherte Anlagen führt, wären 1974 Preisindexkosten in Höhe von rd. 6,4 Mrd. DM ent-

---

<sup>21</sup> S. 242.



standen<sup>22</sup>. Werden diese Preisindexkosten auf alle Kredite umgelegt, wäre eine Erhöhung des Kreditzinsniveaus um 0,81 %-Punkte notwendig<sup>23</sup>. Aufgrund ihrer unterschiedlichen Einlagen- und Kreditstruktur ergäben sich für die verschiedenen Kreditinstitutsgruppen allerdings unterschiedliche Auswirkungen. Die Sparkassen z. B. haben ein im Vergleich zu den Kreditbanken erheblich größeres Einlagenvolumen und entsprechend höhere Preisindexkosten, aber nur ein geringfügig größeres Kreditvolumen<sup>24</sup>. Werden nun die Preisindexkosten auf das gesamte Kreditvolumen umgelegt, müssten die Sparkassen ihr Kreditzinsniveau um 1,99 %-Punkte anheben, die Kreditbanken aber lediglich um 0,62 %-Punkte<sup>25</sup>. Bei einer Umlage auf die langfristigen Kredite ergäben sich für die Sparkassen Kreditzinserhöhungen von 2,87 %-Punkten, für die Kreditbanken von nur 1,89 %-Punkten<sup>26</sup>. Die Folge: strukturbedingte Belastungsunterschiede würden zu erheblichen Wettbewerbsverzerrungen führen.

Ein Abbau dieser Wettbewerbsverzerrungen wäre möglich, wenn die Preisindexbindung z. B. auf das Volumen der langfristigen Spareinlagen (4 Jahre und darüber, Sparbriefe und -obligationen) beschränkt wird und die Preisindexkosten nur auf die langfristigen Kredite umgelegt werden. Diese Regelung wäre auch deshalb sinnvoll, weil durch die Preisindexbindung die langfristigen Geldvermögensgläubiger geschützt und die langfristigen Geldvermögensschuldner — vielfach die bisherigen „Inflationsgewinner“ — belastet werden sollen. Bei dieser Finanzierungsalternative müssten die Sparkassen die Zinssätze ihrer langfristigen Kredite um 0,33 %-Punkte, die Kreditbanken um 0,20 %-Punkte erhöhen. Der Wettbewerbsnachteil der Sparkassen würde sich von 0,98 %-Punkte auf 0,13-Punkte verringern<sup>27</sup>. Ähnliche Überlegungen gelten für einen Vergleich zwischen Kreditgenossenschaften und Kreditbanken.

Die Beschränkung der Preisindexbindung auf das Volumen der Spareinlagen mit Kündigungsfristen von 4 Jahren und darüber, Sparbriefe und -obligationen und die Umlage der Preisindexkosten nur auf langfristige Kredite würde die Wettbewerbsverzerrungen zwar spürbar verringern, aber noch nicht ganz beseitigen. Das Argument, diese Wett-

---

<sup>22</sup> Tabelle 1, Spalte 12 und Berechnungen auf S. 4.

<sup>23</sup> Tabelle 2, Spalte 5.

<sup>24</sup> Tabelle 2, Spalten 3 und 4.

<sup>25</sup> Tabelle 2, Spalte 5.

<sup>26</sup> Tabelle 2, Spalte 6.

<sup>27</sup> Tabelle 2, Spalten 6 und 8.

Tabelle 1: Kosten der Preisindexbindung

	(1)	(2)	(3)	(4)	Einlagenvolumen in Mio. DM (31. 12. 1974c)				Kosten einer Preisindexbindung in Mio. DM			
					Spar- kassen	Kredit- banken	Kredit- genos- senssch.	Kredit- institut inges.	Spar- kassen	Kredit- banken	Kredit- genos- senssch.	Kredit- institut inges.
Spareinlagen					(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
— gesetzl. K. ....	5,5 0/0	} 7 0/0	- 1,5 0/0	+ 4,5 0/0	99 142	27 497	32 251	173 723	4 461	1 237	1 451	7 818
— unter 4 J. ....	7,5 0/0(e)		+ 0,5 0/0	+ 2,5 0/0	36 513	14 064	17 324	71 544	913	352	433	1 789
— 4 J. und darüberd) ....	8 0/0		+ 1 0/0	+ 2 0/0	12 064	5 082	7 907	26 304	241	102	158	526
Sparbriefe und -obligat. ....	9 0/0		+ 2 0/0	+ 1 0/0	17 046	1 500	153	21 246	170	15	2	212
festverzinsliche Wertpapiere .....	ü. 10 0/0(f)		+ 3 0/0	—	—	—	—	—	—	—	—	—

a) s. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 27. Jg., Februar 1975, S. 48\*. — b) Differenz zwischen „Real-Basiszins“ indexgesicherter Anlagen (3 0/0) und 1974 erreichter Realverzinsung der verschiedenen Anlageformen (Spalte 3). — c) s. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Februar 1975, S. 32\*. — d) Ohne prämienebegünstigte Einlagen. — e) Spareinlagen mit jährlicher Kündigungsfrist 7 0/0, mit 2 1/2-jähriger Kündigungsfrist 8 0/0. — f) Emissionsrendite 10,2 0/0, Umlaufrendite 10,6 0/0. s. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 27. Jg., Februar 1975, S. 53\*.

Tabelle 2: Auswirkungen einer Preisindexbindung auf die Kreditzinsen

Kreditinstitutsgruppen	Kosten einer Preisindexbindung in Mio. DM		Kreditvolumen <sup>c)</sup> in Mio. DM		Erhöhung der Kreditzinsen in %/o-Punkten			
	Maximalkosten <sup>a)</sup>	bei Begrenzung auf längerfristige Einlagen <sup>b)</sup>	Kredite insgesamt	langfristige Kredite	bei Umlage der Maximalkosten (Spalte 1) auf Kredite:		bei Umlage der Kosten einer begrenzten Indexbindung (Spalte 2) auf Kredite:	
					insgesamt (3)	langfristige (4)	insgesamt (3)	langfristige (4)
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	
Kreditinstitute insgesamt .....	6 436	738	794 990	521 474	0,81	1,23	0,09	0,14
Sparkassen .....	3 555	411	178 877	123 917	1,99 } 1,37 <sup>d)</sup>	2,87 } 0,98 <sup>d)</sup>	0,23 } 0,16 <sup>d)</sup>	0,33 } 0,13 <sup>d)</sup>
Kreditbanken .....	1 088	177	176 413	57 526	0,62	1,89	0,07	0,20
Kreditgenossenschaften .....	1 319	160	74 316	37 291	1,77	3,54	0,22	0,43

a) Preisindexbindung für langfristige Einlagen im Umfang der Bestände der Sparbriefe und -obligationen, Spareinlagen mit vereinbarten längeren Kündigungsfristen und 50% der Spareinlagen mit gesetzlicher Kündigungsfrist. — b) Spareinlagen mit vereinbarten Kündigungsfristen von 4 Jahren und darüber, Sparbriefe und -obligationen; berechnet auf der Grundlage der Tabelle 1. — c) s. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 27. Jg., Februar 1975, S. 30\*. — d) Wettbewerbsverzerrung in %/o-Punkten.

bewerbsnachteile z. B. der Sparkassen würden nur bei der Einführung der Preisindexbindung bestehen und durch Strukturverschiebungen bald ausgeglichen sein<sup>28</sup>, mag zwar richtig sein, tröstet jedoch die betroffenen Kreditinstitute über die geschäftspolitischen Nachteile dieser „Durststrecke“ nicht hinweg. Ein weitergehender Abbau der Wettbewerbsverzerrungen wäre deshalb sinnvoll und z. B. dadurch zu erreichen, daß die Preisindexbindung auf Einlagen mit noch längeren Laufzeiten — z. B. 10 Jahre und darüber — beschränkt wird<sup>29</sup>. Abgesehen von diesen wettbewerbpolitischen Überlegungen würden vor allem auch die notwendige Belegung und Absicherung langfristiger Dispositionen am Kapitalmarkt sowie vermögenspolitische Aspekte für diesen Vorschlag sprechen.

Eine andere Möglichkeit, die Wettbewerbsverzerrungen zwischen den Kreditinstitutsgruppen zu vermindern bzw. zu beseitigen, wäre ein Ausgleich der Wettbewerbsvor- und -nachteile durch eine Clearingstelle, — z. B. durch die Deutsche Bundesbank. Dieser Weg wäre zwar perfektionistischer, jedoch nicht ohne verwaltungstechnische Schwierigkeiten.

### **Zusammenfassung**

#### **Inflationistische Entwicklung Kapitalmarktprobleme und Preisindexbindung**

In der Diskussion über Preisindexbindungen im Kapitalverkehr standen bisher vor allem konjunktur-, verteilungs- und gesellschaftspolitische Aspekte im Vordergrund. Durch die inflationistische Entwicklung sind jedoch auch erhebliche Kapitalmarktprobleme entstanden, die ebenfalls durch Preisindexbindungen gelöst werden könnten.

Bei einer erneuten, stärkeren Beschleunigung des Preisanstiegs sind ein erneuter Zinsanstieg, eine weitere Abnahme der Bereitschaft zur längerfristigen Geldanlage und eine weitere Verkürzung der Laufzeiten am Kapitalmarkt zu erwarten. Diese Tendenzen zur Auflösung des Kapitalmarkts im Geldmarkt und die damit verbundenen wirtschaftspolitischen Probleme könnten durch mehr Geldwertstabilität verhindert werden. Da jedoch die Chancen für eine nachhaltig wirksame Stabilitätspolitik nicht zuletzt wegen der relativ engen beschäftigungspolitischen Grenzen der Maßnahmen von Bundesregierung und Bundesbank eher skeptisch als optimistisch einzuschätzen sind, muß eine „zweitbeste“ Lösung gefunden werden. Als zweckmäßigster „zweitbesten“ Weg zur Lösung auch der Kapitalmarktprobleme bieten sich Indexbindungen an.

<sup>28</sup> S. N. Euba, a.a.O., S. 158.

<sup>29</sup> Exakte Berechnungen sind nicht möglich, da die Bundesbankstatistik Einlagen und Kredite mit Laufzeiten von 10 Jahren und darüber nicht getrennt ausweist.

Ausgehend von diesen Überlegungen werden die Kosten verschiedener Varianten der Preisindexbindung geschätzt und Finanzierungsvorschläge unterbreitet. Dabei wird vor allem untersucht, welche Auswirkungen von einer Finanzierung der Preisindexbindung über eine entsprechende Erhöhung der Kreditzinsen auf die Wettbewerbssituation der verschiedenen Kreditinstitutionsgruppen zu erwarten wären.

Ein weitgehender Abbau möglicher Wettbewerbsverzerrungen wäre dadurch zu erreichen, daß Preisindexbindungen auf Anlagen mit Laufzeiten von zehn Jahren und darüber beschränkt werden. Abgesehen von wettbewerbspolitischen Überlegungen würden auch die notwendige Belebung und Absicherung langfristiger Dispositionen am Kapitalmarkt sowie vermögenspolitische Aspekte für diesen Vorschlag sprechen.

## Summary

### Inflationary Trend Capital Market Problems and Price-Index Linking

In the debate on price-index links in capital transactions, pride of place has so far been given chiefly to aspects of trade-cycle, distribution and social policy. On account of the inflationary trend, however, substantial capital market problems have also arisen, which could likewise be solved by way of price-index links.

A renewed increase in interest rates, a further decrease in willingness to engage in long-term investment of money and a further shortening of maturities on the capital market must be expected in the event of a renewed, steeper rise in prices. These tendencies towards dissolution of the capital market in the money market and the related economic policy problems could be prevented by greater stability of the value of money. But since the chances of a stabilization policy having lasting effect have to be assessed more sceptically than optimistically, not the least of the reasons being the relatively narrow limits to the employment policy measures of the Federal government and the Bundesbank, a "second-best" solution must be found. Index links suggest themselves as the most expedient "second-best" way to find a solution also to the capital market problems.

Setting out from these considerations, the costs of various variants of price-index linking are estimated and financing suggestions offered. Above all, the author examines what effects on the competitive situation of the various groups of banks can be expected, if price-index linking is financed via a corresponding increase in interest rates for credits.

A far-reaching reduction of possible distortions of competition could be attained by limiting price-index links to investments for terms of 10 years

and more. Apart from considerations of competition policy, the necessary stimulation and safeguarding of long-term dispositions on the capital market and wealth policy aspects would also speak in favour of this proposal.

## Résumé

### Evolution inflationniste problèmes du marché des capitaux et indexation des prix

Dans les réflexions et débats relatifs à la liaison à l'indice des prix à appliquer aux mouvements de capitaux, les arguments les plus fréquemment avancés jusqu'à présent relevaient des politiques conjoncturelles, sociales et distributives. L'évolution inflationniste a toutefois dégagé en outre de graves problèmes de marché financier, qui pourraient également trouver une solution dans la liaison à l'indice des prix.

Une accélération nouvelle et plus puissante de la hausse des prix exigerait de s'attendre à une nouvelle hausse des taux d'intérêt, à une méfiance accentuée à l'égard des placements monétaires à long terme et à un raccourcissement plus drastique encore des termes sur le marché des capitaux. Ces tendances d'absorption du marché des capitaux par le marché monétaire et les problèmes économiques que pose ce phénomène pourraient disparaître grâce à une stabilité monétaire plus rigoureuse. Mais comme il faut considérer avec un certain scepticisme les chances d'une politique de stabilité efficace et durable en raison des limites relativement étroites qu'imposent les mesures de l'Etat Fédéral et de la Banque Fédérale dans le domaine de l'emploi, il faut se résigner à trouver une autre solution. Or, cette autre solution, à classer en deuxième rang, de règlement des problèmes du marché des capitaux est à rechercher dans le système de l'indexation.

Au départ des considérations qui précèdent, l'auteur évalue les coûts de diverses variantes de liaison à l'index et présente des propositions de financement. L'étude a surtout cherché à ce propos à établir les conséquences éventuelles d'un financement de l'indexation par l'augmentation des taux débiteurs sur la situation de compétitivité des divers réseaux d'établissements financiers.

L'on éviterait la plupart des distorsions de concurrence en limitant l'indexation aux placements d'une durée minimale de dix ans. Sans même mentionner des considérations de politique de concurrence, la solution proposée ouvrirait des horizons nouveaux à la réactivation et à la sécurité des dispositions à long terme sur le marché des capitaux ainsi qu'à la politique d'encouragement à la formation de patrimoines.