

# Bestimmungsgründe der Schwankungen des langfristigen Zinses\*

Von  
Claus Köhler - Berlin

Die starken Schwankungen der Zinssätze von Industrieobligationen, Pfandbriefen, Kommunalschuldverschreibungen und öffentlichen Anleihen am deutschen Kapitalmarkt, wie sie in den letzten Jahren zu beobachten waren, haben die Wahl des Themas „Bestimmungsgründe der Schwankungen des langfristigen Zinses“ angeregt. Ein Rückgang des Zinsniveaus am Kapitalmarkt in Deutschland z. B. 1958, innerhalb gut eines Jahres, von 8 % auf 5 %, aber auch die Zinsschwankungen danach — der Anstieg bis zum Frühherbst 1960 und der wiederum relativ rasche Rückgang bis Mitte 1961 — rückt die Frage nach den Bestimmungsgründen für solche Zinsschwankungen wieder in den Vordergrund der wissenschaftlichen Diskussion.

Zur Erklärung der Schwankungen der langfristigen Zinsen darf man wohl erst einmal ganz allgemein die triviale Feststellung treffen, daß Zinssenkungen und Zinssteigerungen auf Veränderungen von Angebot und Nachfrage nach langfristigen Mitteln zurückzuführen sind. Das Problem ist dabei, was man unter diesen beiden Größen — dem Angebot und der Nachfrage — zu verstehen hat.

## Die Nachfrage nach langfristigen Mitteln

Ein Bedarf an langfristigen Mitteln besteht im allgemeinen bei zwei Gruppen in der Wirtschaft: Einmal bei den privaten und öffentlichen Unternehmungen zur Finanzierung von Investitionen und zum anderen bei der Öffentlichen Hand (Bund, Länder und Gemeinden) zur Deckung der Ausgaben, vornehmlich im außerordentlichen Haushalt. Es wäre jedoch ein voreiliger Schluß, behaupten zu wollen, daß der Wunsch nach Realisierung von Investitionsplänen der Unternehmungen und/oder der Bedarf an langfristigen Mitteln des Staates gleichzusetzen ist mit der Nachfrage nach langfristigen Geldern. Ein solcher Zusammenhang besteht z. B. dann nicht, wenn die geplanten Investitionen der Unternehmen aus eigengebildeten Mitteln finanziert

---

\* Antrittsvorlesung, gehalten am 6. November 1961 an der wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Technischen Universität Berlin.

werden können. Entscheidend für die Nachfrage nach langfristigen Mitteln ist also dreierlei:

- (1) Die Verwirklichung von Investitionsplänen,
- (2) die Höhe oder genauer die Veränderungen der eigenen flüssigen Mittel der Unternehmungen (Kasse plus Forderungen minus Verbindlichkeiten, also das Geldvermögen),
- (3) der Bedarf der Öffentlichen Hand an langfristigen Mitteln.

**Zu (1):** Nur wenn im Verlaufe des Wachstumsprozesses die Geldvermögen der Unternehmungen unverändert bleiben und ein Geldkapitalbedarf der Öffentlichen Hand nicht besteht, werden die langfristigen Zinsen von der Nachfrageseite her allein durch die Investitionstätigkeit bestimmt. Zwar braucht eine Zunahme der Investitionsausgaben nicht notwendigerweise zu einem erhöhten Bankkreditbedarf zu führen, solange die Wirtschaft oder private Haushalte selbst genügend langfristige Mittel bereitstellen, der Finanzierungsprozeß sich also außerhalb der Banken vollzieht. Aber selbst dann, wenn ein solcher Fall gegeben ist, werden sich mit zunehmender Inanspruchnahme dieser Mittel beim langfristigen Angebot außerhalb der Bauken bald Knappheitserscheinungen zeigen, die zu einer Erhöhung der langfristigen Zinssätze tendieren. Die Unternehmungen werden dann gezwungen sein, die Nominalzinssätze ihrer Schuldverschreibungen zu erhöhen.

**Zu (2):** Die Nachfrage nach langfristigen Mitteln der Unternehmungen wird aber neben dem Umfange der Investitionsausgaben auch noch von der Höhe bzw. den Veränderungen der Geldvermögen der Wirtschaft bestimmt. Die durch höhere oder niedrigere Investitionsausgaben auf die langfristigen Zinssätze ausgeübten Einflüsse können also von einer Veränderung der Geldvermögen verstärkt oder gemildert werden. Verbessert sich z. B. das Verhältnis von Kasse plus Forderungen gegenüber den Verbindlichkeiten in der Wirtschaft, d. h. strömen den Unternehmungen flüssige Mittel zu, so werden wahrscheinlich zur Durchführung von Investitionsausgaben erst einmal diese eigenen Mittel eingesetzt, sofern diejenigen, denen das zusätzliche Geld zufließt, mit den Investoren identisch sind. Ist das nicht der Fall, so wird der zusätzliche Geldstrom im Bankensystem festgelegt und erhöht dort im allgemeinen das Angebot an längerfristigen Mitteln. In beiden Fällen wird aber die Verflüssigung der Wirtschaft die langfristigen Zinssätze nach unten drücken. Dagegen wirkt eine Verschlechterung des Verhältnisses von Kasse plus Forderungen gegenüber den Verbindlichkeiten in umgekehrter Richtung. Eine solche Verringerung der Geldvermögen der privaten Unternehmen führt nämlich relativ zu einer Verringerung des Angebots an langfristigem

### Geld und damit tendenziell zu einer Steigerung der langfristigen Zinsen.

**Zu (3):** Neben diesen Einflüssen, die von der privaten Wirtschaft auf den Kapitalmarkt ausgehen, wirkt auch noch die Nachfrage der Öffentlichen Hand nach langfristigen Mitteln auf die Entwicklung der Zinssätze ein. Wenn hier vom Geldkapitalbedarf der Öffentlichen Hand die Rede ist, so soll dabei die effektive Nachfrage verstanden werden, die am Kapitalmarkt fühlbar wird, nicht dagegen auch jener Bedarf, der aus Steuereingängen oder aus vorhandenem Geldvermögen gedeckt werden kann. Im Gegensatz zum Kapitalbedarf der privaten Unternehmungen tritt die Nachfrage der Öffentlichen Hand nach langfristigen Mitteln meist stößweise auf und beansprucht oft erhebliche Mittel. Dadurch wird nicht selten Unruhe in den Markt getragen.

Die Wirkung einer Kapitalaufnahme der Öffentlichen Hand auf die Zinsentwicklung ist im allgemeinen weder größer noch kleiner als eine quantitativ gleich große Nachfrage der privaten Wirtschaft für Investitionen. Allerdings gilt dies nur, wenn die von der Öffentlichen Hand am Kapitalmarkt aufgenommenen Mittel auch sofort wieder für die vorgesehenen Zwecke verausgabt werden. Ist dies nicht der Fall und werden die langfristigen Mittel im Zentralbanksystem festgelegt — wie das z. B. mit der deutschen Bundesanleihe im Jahre 1950 geschah —, so ist diese Nachfrage der Öffentlichen Hand in ihrem Einfluß auf die Zinsentwicklung bedeutend nachhaltiger. Denn die Neutralisierung dieser Gelder im Banksystem bedeutet eine Verringerung der Geldvermögen der Wirtschaft, die eine Erhöhung der Zinssätze begünstigt. Ein derartiges Verhalten der Öffentlichen Hand kann aber unter Umständen aus allgemeinen wirtschaftspolitischen Gründen — z. B. zur Verhinderung einer zu starken Expansion — zweckmäßig sein.

Berücksichtigt man, daß es drei Bestimmungsgründe für die Nachfrage nach langfristigen Mitteln gibt — Investitionsausgaben, Geldvermögensänderungen und öffentlicher Geldkapitalbedarf — und die im Wirtschaftsverlauf von ihnen ausgehenden Wirkungen unverändert bleiben oder stärker bzw. geringer werden können, so sind insgesamt 27 Einflußmöglichkeiten auf die Zinssätze für langfristige Mittel denkbar.

Mit den drei Faktoren — Investitionsausgaben, Geldvermögensänderungen und öffentlicher Geldkapitalbedarf — dürfte die Nachfrage nach längerfristigen Mitteln zur Erklärung von Schwankungen der langfristigen Zinsen hinreichend umrissen sein. Das weitere Forschen nach den Bestimmungsgründen der Bestimmungsgründe, also den Ursachen höherer oder niedrigerer Investitionsausgaben, steigen

der oder sinkender Geldvermögen oder veränderten öffentlichen Kapitalbedarfs würde den Rahmen dieser einen Vorlesung sprengen. Für das bessere Verständnis der folgenden Ausführungen über die Angebotsseite erscheint es jedoch zweckmäßig, sich die Ursachen von Geldvermögensänderungen bei den Wirtschaftsunternehmungen in das Gedächtnis zu rufen: Das Verhältnis von Kasse plus Forderungen gegenüber den Verbindlichkeiten verbessert oder verschlechtert sich bei den Wirtschaftsunternehmungen entweder, wenn im Auslandsgeschäft ein Devisensaldo entsteht oder wenn die Kassentransaktionen der Öffentlichen Hand mit Defiziten oder Überschüssen abschließen. In diesen beiden Fällen strömen den Wirtschaftsunternehmen flüssige Mittel zu oder werden ihnen entzogen. Während diese Net togeldstromveränderungen auf der einen Seite die Nachfrage der Investoren beeinflussen, berührt ihre Verwendung bei Nichtinvestoren das Verhältnis von verfügbarem Geld (Geldvolumen) und dem Geldkapital und bestimmt damit auch das Angebot an langfristigen Mitteln.

### **Das Angebot an langfristigen Mitteln**

Wie entsteht nun aber überhaupt dieses Angebot an langfristigen Mitteln? Um das deutlich zu machen, soll vorerst angenommen werden, daß die Wirtschaft über keinerlei langfristige Mittel verfügt. Diese Annahme wäre erfüllt, wenn bei gegebenen Geldvermögen der Wirtschaftsunternehmen (Kasse plus Forderungen minus Verbindlichkeiten) die Bestände der Wirtschaft an Kasse plus Bankforderungen nur dazu dienen, die Umsatztätigkeit zu finanzieren, also kurzfristig gehalten werden. Die Verbindlichkeiten der Wirtschaftsunternehmen gegenüber Banken werden dann aus kurzfristigen Krediten bestehen, die zur Abwicklung des laufenden Geschäftsverkehrs aufgenommen wurden. Ein langfristiges Mittelaufkommen, d. h. für die Investitionsfinanzierung ausleihbare Fonds (loanable funds) gibt es nicht.

Beabsichtigen in einer solchen Situation die Wirtschaftsunternehmen Investitionen durchzuführen, so steht ihrer Nachfrage nach langfristigen Mitteln kein Angebot an längerfristigen Fonds gegenüber. Eine Zinsbildung kommt überhaupt nicht zustande. Da ein Unternehmer, wenn er aus der Realisierung seiner Investitionspläne Gewinne erwartet, diese Finanzierungsschwierigkeiten zu meistern sucht, wird er den Umweg über die kurzfristige Finanzierung mit Bankkrediten wählen. Die auf diesem Wege finanzierten Investitionsausgaben schlagen sich im Bankensystem wieder als Einlagen nieder. Den neu geschaffenen kurzfristigen Krediten stehen somit in gleicher Höhe Guthaben der Wirtschaft gegenüber. (Die Geldvermögen werden hiervon also nicht berührt.) Es ist nun kaum anzunehmen, daß der

Bedarf an verfügbarem Geld in gleichem Umfang zunimmt, wie die Einlagen steigen, so daß ein Teil der der Wirtschaft auf dem Wege der Investitionsausgaben zugeflossenen Mittel „festgelegt“ wird. Es entstehen Termineinlagen, Spareinlagen oder die Banken können Bankschuldverschreibungen absetzen. Teilbeträge der für die Investitionen gewährten kurzfristigen Kredite haben sich damit als Geldkapital niedergeschlagen — loanable funds haben sich gebildet und stehen jetzt für die Konsolidierung der Investitionen oder bei anhaltender Investitionstätigkeit für langfristige Neuausleihungen zur Verfügung. Der Verzicht auf sofortige Verfügbarkeit zugeflossener Gelder in der Wirtschaft schafft also jenes Angebot, das der Nachfrage gegenübertritt. Je nachdem, ob der Verzicht groß oder gering ist, d. h. je nach der Liquiditätsneigung der Bankengläubiger, wird das Angebot an längerfristigen Mitteln langsam oder schnell wachsen.

Viel stärker wird die Angebotsseite jedoch berührt, wenn durch Transaktionen mit dem Auslande und/oder durch die Kassengebarung der Öffentlichen Hand sich die Geldvermögen verändern, denn ein solcher Geldzu- oder Geldabstrom beruht ja nicht auf einer Verschuldung oder Entschuldung der Wirtschaft. Ein Mittelzufluß aus Defiziten öffentlicher Kassentransaktionen z. B. führt zu einem echten „Überhang“ der Bankguthaben der privaten Wirtschaft über die Bankschulden der privaten Wirtschaft, bedeutet also eine Verbesserung des Verhältnisses von Kasse plus Forderungen gegenüber den Verbindlichkeiten bei Wirtschaftsunternehmungen, und bedeutet gleichzeitig eine starke Zunahme der liquiden Mittel bei den Kreditinstituten. Anhaltende Zuflüsse aus den beiden Quellen öffentliche Kassendefizite und Devisenankauf übersteigen im allgemeinen sehr rasch den laufenden Bedarf an verfügbarem Geld. Bei gleichzeitig abnehmender Verschuldung der Wirtschaftsunternehmungen gegenüber den Kreditinstituten führen diese Geldzuflüsse zu einer Erhöhung der Geldkapitalbildung bei den Banken und damit tendenziell zu sinkenden langfristigen Zinsen. Ein Geldabfluß wirkt in entgegengesetzter Richtung.

Da auch die von den beiden Bestimmungsgründen für das Angebot — der Liquiditätsneigung und dem Geldvermögen — ausgehenden Wirkungen auf den Wirtschaftsablauf entweder unverändert oder stärker bzw. geringer sein können, sind insgesamt neun Einflußmöglichkeiten seitens des Angebots auf die Zinssätze für längerfristige Mittel denkbar.

Faßt man die Bestimmungsgründe für die Veränderung der Nachfrage nach langfristigen Mitteln und die für das Angebot zusammen, dann ergeben sich alle jene Einflüsse, die auf die langfristigen Zins-

sätze einwirken. Dabei ist es bemerkenswert, daß von den drei Einflußfaktoren auf der Nachfrageseite und den zwei auf der Angebotsseite je ein Bestimmungsgrund — nämlich die Geldvermögensänderungen — auf jeder Seite wirksam ist. Erhöhen sich z. B. die Geldvermögen bei den Investoren, so verringert dieser Vorgang — zumindest relativ — die Nachfrage nach langfristigen Mitteln. Wenn dagegen bei Nichtinvestoren die Geldvermögen zunehmen, so führt das im allgemeinen zur Geldkapitalbildung und damit zur Erhöhung des Angebots an langfristigen Mitteln. Außerdem wird die Liquidität der Kreditinstitute durch diese Geldvermögensänderungen nachhaltig beeinflußt. Angesichts dieser Doppelwirkung der Geldvermögensveränderungen bei Wirtschaftsunternehmen und privaten Haushalten sowie Banken kommt diesem Faktor für die Entwicklung der langfristigen Zinsen eine überragende Bedeutung zu. Der Einfluß einer Änderung der anderen drei Faktoren — der Investitionsausgaben, der öffentlichen Nachfrage nach langfristigen Mitteln und der Liquiditätsneigung — ist daher auch nicht so groß wie der einer quantitativ gleichgroßen Geldvermögensänderung.

### **Liquiditätstheorie und Loanable-Funds-Theorie**

Die hier gegebenen Erklärungen für die Schwankungen der langfristigen Zinsen fügen sich organisch in die bestehenden Theorien ein und stellen in einem gewissen Grade die Verbindung zwischen den herrschenden Lehrmeinungen dar: Auf der Angebotsseite wurde die im Wirtschaftskreislauf entstehende Geldkapitalbildung als ein entscheidender Bestimmungsgrund für Zinsveränderungen angesehen. Dabei ist festzustellen, daß die Geldkapitalbildung die meisten der von den loanable-funds-Theoretikern genannten Beträge umfaßt. Unterschiede in der Abgrenzung zwischen den loanable funds und der Geldkapitalbildung sind in erster Linie eine Frage der empirischen Zweckmäßigkeit.

Wenn zwischen der Geldkapitalbildung als Bestimmungsgrund für das Angebot am Kapitalmarkt und den loanable funds keine wesentlichen Unterschiede bestehen, so muß für die loanable funds das Gleiche gelten wie für die Geldkapitalbildung: Sie sind das Ergebnis von Geldvermögensänderungen einerseits und der Liquiditätsneigung andererseits, also jener Größe, die in der Keynesschen Zinsanalyse eine Hauptrolle spielt. Die beiden auf den ersten Blick unterschiedlichen Theorien der loanable funds theory und der Liquiditätstheorie gehören also eng zusammen. Es besteht mithin kein Grund, die teilweise mit Erbitterung geführten Auseinandersetzungen zwischen den Liquiditätstheoretikern und den loanable-funds-Theoretikern fortzu-

führen. Diese Kontroversen waren jedoch, wie *Don Patinkin* es formulierte, ein notwendiger Schritt, um neue Ideen hervorzu bringen<sup>1</sup>.

### Obere Bremslinie steigender Zinsen

Veränderungen im Angebot und/oder in der Nachfrage nach langfristigen Mitteln bewirken also die Schwankungen des langfristigen Zinses. Je nachdem, welche der Einflüsse überwiegen — Zunahme oder Abnahme der Investitionsausgaben, erhöhter oder verminderter öffentlicher Kapitalbedarf, Veränderungen der Liquiditätsneigung oder Geldvermögensänderungen — wird der langfristige Zins sinken oder steigen. Zu klären ist noch die Frage, ob bei einer länger anhaltenden Differenz zwischen Angebot und Nachfrage der Zins laufend weiter sinken oder steigen wird oder ob es Grenzen gibt, an denen eine solche Entwicklung zum Stillstand kommt. Zuerst soll der Fall steigender langfristiger Zinsen betrachtet werden. Dabei zeigt sich, daß die Aufwärtsentwicklung des Marktzinses für langfristige Mittel von einem bestimmten Niveau ab gebremst wird.

Dieses Niveau wird vom Zinssatz bzw. den Kosten für kurzfristige Bankkredite bestimmt. Zwar wird dieser Zinssatz die weitere Aufwärtsentwicklung langfristiger Zinsen nicht verhindern können, jedoch wirkt er als Bremse der Aufwärtsentwicklung. Denn es wird, sobald die langfristigen Sätze den kurzfristigen Zins für Bankkredite übersteigen, viele Nachfragende geben, die ihren Geldbedarf dann lieber mit niedriger verzinslichen, kurzfristigen Mitteln decken wollen. Außerdem werden neue Kreditgeber für langfristiges Geld in Erscheinung treten, die sich kurzfristig zu refinanzieren gedenken. Zu diesen beiden Kreisen gehören zahlreiche Investoren (a), die Wertpapierspekulation (b) und die Geschäftsbanken (c). Allen diesen Gruppen ist gemeinsam, daß sie, sobald die Zinssätze für langfristige Mittel die Sätze für kurzfristige Kredite überschreiten, entweder ihre Nachfrage von langfristigen Mitteln auf kurzfristige verlagern oder als Anbieter zusätzlicher langfristiger Mittel in Erscheinung treten, wobei sie sich im allgemeinen kurzfristig refinanzieren.

**Zu (a):** Die Investoren, die für ihre zu errichtenden Anlagen kurzfristige Kredite anstelle langfristiger Mittel aufnehmen, obwohl langfristige Mittel, wenn auch zu höheren Zinsen, noch angeboten werden, dürften allerdings kein großes Gewicht haben.

**Zu (b):** Die Wertpapierspekulation hat von den drei „bremsenden“ Gruppen den stärksten Einfluß darauf, daß die Aufwärtsentwicklung der langfristigen Zinsen gehemmt wird, sobald das Niveau der kurz-

<sup>1</sup> *Patinkin*, D., Liquidity Preference and Loanable Funds: Stock and Flow Analysis, in ‚Economica‘, November 1958, S. 317.

fristigen Zinssätze für Bankkredite überschritten wird. *Keynes* hat diesen Gedanken im Zusammenhang mit der Darstellung von Wirkungen des billigen Geldes auf die Wertpapierkurse bereits in seinem Traktat „Vom Gelde“ formuliert<sup>2</sup>: Wenn die laufende Realverzinsung der Bonds höher ist als der für kurzfristige Kredite zahlbare Zins, so wird ein Gewinn erzielt, wenn man kurzfristig borgt, um langfristige Effekte durchzuhalten, und zwar so lange, wie ihr tatsächlicher Wert nicht während der Laufzeit des Kredites zurückgeht.“ Übersteigt der langfristige Zins den Satz für kurzfristige Bankkredite, wäre eine wilde Spekulation die Folge. Diese wird jedoch dadurch verhindert, daß in fast allen Ländern die Aufnahme von Wertpapierkrediten beschränkt ist. Der Kreditnehmer muß nämlich stets einen Teil der zu kaufenden Wertpapiere in bar bezahlen. Die Höhe dieser sogenannten Einschußpflicht wird in einigen Ländern, wie z. B. in den USA, je nach der gesamtwirtschaftlichen Situation von der Zentralbank verändert. In Deutschland besteht eine gesetzliche Regelung dieser Barleistungen nicht; die de-facto-Einschußpflicht beträgt hier im allgemeinen 50 vH. Der Kreditnehmer kann also höchstens Wertpapiere bis zum doppelten Betrag seines eigenen Einschusses erwerben. Diese Einschußpflicht ist der Grund dafür, daß die Wertpapierspekulation die Zinssätze für langfristige Mittel nicht auf dem Niveau der Sätze für kurzfristige Bankkredite stabilisieren kann und nur als Bremse der Aufwärtsentwicklung wirkt.

Zu (c): Ähnliche Überlegungen wie die Wertpapierspekulation stellen auch die Geschäftsbanken an. Jedoch ist der Einfluß der von diesen Instituten ausgeht, lange nicht so nachhaltig. Bei den Kreditinstituten spielt nämlich die Frage der Sicherheit eine viel größere Rolle als bei der Wertpapierspekulation. Übersteigen die Zinssätze am Kapitalmarkt die Sätze, die die Banken vom Publikum für ihre kurzfristigen Ausleihungen erhalten, so werden die Kreditinstitute nicht sofort über den Wertpapiererwerb auf langfristige Ausleihungen ausweichen, da ihnen im allgemeinen die Liquidität der kurzfristigen Anlage und die damit besser gewährte Zahlungsbereitschaft wichtiger sind als der etwas höhere Zinsertrag. Hält die Steigerung des langfristigen Zinssatzes allerdings weiter an, dann kommt auch bei den Banken der Punkt, an dem sie ihre Anlagepolitik überprüfen werden, weil nämlich Rentabilitätsgesichtspunkte stärker in den Vordergrund treten. *Keynes* sagt dazu<sup>3</sup>: „Wenn die kurzfristigen Zinssätze hoch sind, läßt die Sicherheit und Liquidität kurzfristiger Effekte diese als höchst anziehend erscheinen. Wenn jedoch die kurzfristigen Zinssätze sehr niedrig sind, so schwindet nicht nur dieser Anreiz, sondern es

<sup>2</sup> *Keynes*, J. M., *Vom Gelde*, unveränd. Nachdruck, Berlin 1955, S. 585 f.

<sup>3</sup> *Keynes*, J. M., *Vom Gelde*, unveränd. Nachdruck, Berlin 1955, S. 586.

tritt zudem ein anderes Motiv hervor, nämlich die Befürchtung, daß das Institut außerstande sein möchte, seinen hergebrachten Einkommensstand aufrechtzuerhalten; jede ernstliche Minderung des Einkommens würde jedoch seinem Rufe schädlich sein. Es kommt deshalb ein Punkt, wo man es für dringlich hält, langfristige Anlagen zu kaufen.“ Die Bremswirkung des kurzfristigen Zinses wird hier also erst mit einer gewissen Spätzündung spürbar und hemmt die Steigerung der langfristigen Zinsen erst, nachdem der kurzfristige Satz bereits ein Stück überschritten worden ist. Aber auch dann wird die Entwicklung nur gebremst und nicht aufgehalten, da die Kreditinstitute dem Wertpapierbestand im Rahmen ihrer gesamten Anlagen nur einen begrenzten Raum gewähren, und zwar aus Liquiditäts- und Sicherheitsgründen (lange Laufzeit und Gefahr von Kursverlusten). Selbst dann, wenn die langfristigen Zinsen die kurzfristigen stärker übersteigen, werden die Banken keinesfalls ad infinitum Wertpapiere erwerben.

### Obergrenze steigender Zinsen

Während also ein Teil der Investoren, die Wertpapierspekulation und die Geschäftsbanken, die Aufwärtsbewegung der langfristigen Zinssätze durch ihr Verhalten abbremsen, sobald diese Sätze über den Zinssatz für kurzfristige Bankkredite hinausgehen, wird jedoch bei relativ voranelender Nachfrage nicht verhindert, daß die langfristigen Zinsen weiter steigen. Aber auch in diesem Fall stellt sich ein neues Hindernis in den Weg: Die Höhe der Gewinne der Unternehmer. Dieses Hindernis kann nun allerdings vom langfristigen Marktzins nicht übersprungen werden. Der Grund hierfür liegt in der Überlegung des Unternehmers, nicht mehr Mittel für die Bezahlung von Zinsen aufzuwenden als er an Gewinnen aus der Verwendung der aufgenommenen Mittel erwartet. Die Tatsache, daß die Zinsaufwendungen für langfristige Mittel nicht über die Gewinne hinausgehen können, gilt allerdings nur für die Gesamtwirtschaft. Der einzelne Betrieb oder Investor ist dagegen gegenüber dem Zins für langfristige Mittel in der Regel Mengenanpasser, d. h. hat auf die Höhe der Zinssätze keinen Einfluß. Nehmen in einem Betriebe die Gewinne ab und bleiben sie hinter den Zinsaufwendungen zurück, so werden die Zinssätze dadurch nur dann nach unten gedrückt, wenn der Marktzins bisher schon an seiner Obergrenze, den gesamten Unternehmergegewinnen gelegen hat und wenn somit die Gewinnschmälerung in diesem einen Betriebe auch zu einer Gewinnschmälerung in der Gesamtwirtschaft führt. Stehen dagegen der Gewinneinbuße in dem einen Betriebe Gewinnerhöhungen in anderen Unternehmungen gegenüber, so können die Zinssätze für langfristige Mittel unverändert bleiben oder bei anhaltender Nachfrage nach langfristigen Mitteln sogar steigen. Wo der

Zinsaufwand die Gewinne aber übersteigt, wirkt der Marktzins stark restriktiv, d. h. er lässt in diesem Bereich praktisch keine Neuinvestitionen mehr zu.

Um diese obere Grenze der Zinsentwicklung ebenfalls in Form eines Prozentsatzes darzustellen, kann man die Gewinne am Kapitaleinsatz in der Gesamtwirtschaft messen. Der so errechnete Prozentsatz spiegelt dann den Ertrag des Kapitals wieder.

Aus der Definition des Kapitalertrages als Unternehmergegewinn bezogen auf den gesamten Bestand an Anlagevermögen, ergeben sich eine Reihe von interessanten Konsequenzen:

1. Die Höhe des Kapitalertrages wird vom Umfang der Investitionsausgaben und dem Sparen der Nichtunternehmer bestimmt, da sich ja die Unternehmergegewinne aus der Differenz zwischen den Investitionen und den Nichtunternehmersparnissen ergeben. Der Kapitalertrag ist um so höher, je mehr investiert und je weniger von den Nichtunternehmern gespart wird und umgekehrt.
2. Investitionsausgaben und Sparung der Nichtunternehmer bestimmen aber, wie bereits gezeigt wurde, auch das Angebot und die Nachfrage an langfristigen Mitteln und damit den Marktzins. Sind die Investitionsausgaben hoch, so tendiert der Marktzins dazu, anzusteigen. Das Gleiche geschieht, wenn die Geldkapitalbildung gering ist, also bei hoher Liquiditätsneigung.
3. Daraus folgt, daß die Obergrenze bei der Steigerung des langfristigen Zinses, der Ertrag des Kapitals, vom Marktzins vor sich her geschoben wird. Die Obergrenze ist also keineswegs starr, sondern elastisch. Würde z. B. bei hohen Investitionsausgaben das Sparen der Nichtunternehmer gleich Null sein, so müßte der Marktzins stark ansteigen, gleichzeitig aber auch seine Obergrenze, die Unternehmergegewinne.

In einer solchen Situation kommt der Kassengebarung des Staates besondere Bedeutung zu. Sie hat nämlich auf die Unternehmergegewinne dadurch Einfluß, daß sie das Sparen der Nichtunternehmer mitbestimmt. Dieses Sparen umfaßt ja nicht nur das freiwillige Sparen der privaten Haushalte, sondern auch das „Zwangssparen“ über die Steuer durch die Öffentliche Hand. Bei hohen Investitionsausgaben und geringer freiwilliger Ersparnisbildung der privaten Haushalte können grundsätzlich die Unternehmergegewinne dadurch tendenziell herabgedrückt werden, daß durch Einkommensumschichtungen über die Steuer die öffentliche Ersparnisbildung erhöht wird. Der Kapitalertrag geht dann zurück.

Der Marktzins wird dagegen durch eine derartige Überschußpolitik der Öffentlichen Hand nach oben getrieben, denn eine Erhöhung der

öffentlichen Ersparnisbildung führt zu einer entsprechenden Verringerung der Geldvermögen der Privaten, verschlechtert also das Verhältnis von Kasse plus Forderungen gegenüber den Verbindlichkeiten. Marktzins und Kapitalertrag bewegen sich damit nicht mehr parallel, wie es die Marktfaktoren ohne die öffentlichen Interventionen bewirkt hätten, sondern aufeinander zu. Sobald der Marktzins in einigen Wirtschaftszweigen oder in der Gesamtwirtschaft den Kapitalertrag übersteigt, hört dort die Investitionstätigkeit auf und die durch die öffentlichen Kassentransaktionen ausgelöste Restriktion wird wirksam.

Der umgekehrte Effekt, eine Anregung der Investitionsausgaben und damit des Wirtschaftsaufschwungs, lässt sich durch ein Kassendefizit der Öffentlichen Hand erzielen: In einem solchen Fall nimmt das Sparen der Öffentlichen Hand ab, was bei konstanter Sparneigung der privaten Haushalte tendenziell zu einer Erhöhung der Unternehmergevinne führt. Der Ertrag des Kapitals steigt dadurch also an. Gleichzeitig bedeutet dieses Kassendefizit der Öffentlichen Hand eine Zunahme der Geldvermögen der Wirtschaftsunternehmen, wodurch die Marktzinsen tendenziell nach unten gedrückt werden. Die Spanne zwischen dem niedrigeren Marktzins und dem höheren Kapitalertrag erweitert sich. Damit wird es wieder interessanter, Investitionen mit Fremdkapital durchzuführen. Die Obergrenze der Entwicklung des langfristigen Zinses kann primär also mit Hilfe der Fiskalpolitik, weniger dagegen mit Hilfe der Geld- und Kreditpolitik, beeinflusst werden, die nur die obere Bremslinie, die Zinsen für kurzfristige Kredite, direkt variieren kann.

### Untere Bremslinie sinkender Zinsen

Bei sinkenden Zinssätzen für langfristige Mittel ergeben sich ganz ähnliche Probleme wie bei steigenden, denn auch hier stehen der Bewegung Hindernisse im Wege. Fallen die langfristigen Marktzinsen infolge wachsender Geldvermögen, abnehmender Investitionsausgaben, niedrigeren öffentlichen Kapitalbedarfs und/oder geringerer Liquiditätsneigung, so stoßen sie zuerst auf ein Niveau, von dem ab das weitere Absinken gebremst wird. Dieses Niveau wird von den Habenzinsen der Kreditinstitute gebildet. Unter Habenzinsen versteht man allerdings sämtliche Zinsen, die Kreditinstitute auf die bei ihnen angelegten Gelder zahlen, also sowohl für Sicht-, Termin- und Spareinlagen. Als Bremse für die sinkenden langfristigen Marktsätze wirken dabei aber nur die Habenzinsen für jene Einlagenarten, die mit der Anlage in Wertpapieren konkurrieren. Das sind die Spareinlagen und die Termineinlagen, insbesondere mit einer Kündigungsfrist von einem halben Jahr und darüber. Nähern sich die langfristigen Zins-

sätze dem Niveau der Habenzinsen für Termingelder mit einer Laufzeit von über einem halben Jahr, so werden in zunehmendem Umfange die Anbieter von loanable funds, die bisher ihre Mittel am Kapitalmarkt in Wertpapieren angelegt haben, es vorziehen, ihre Mittel bei Banken festzulegen. Sie erzielen dann eine fast ebenso hohe Verzinsung ihrer Gelder wie bei einer Anlage an der Börse und haben außerdem den Vorteil, vor Kursverlusten geschützt zu sein, die bei Wertpapieren immer möglich sind. Von seiten der privaten Kundenschaft hört die Anlage in Wertpapieren praktisch auf, wenn die Markt-zinsen für langfristige Mittel die Habenzinsen für Termineinlagen mit einer Laufzeit von über einem halben Jahre erreichen. Diese Haben-zinssätze liegen in der Regel in der Nähe des Diskontsatzes, teilweise übersteigen sie ihn.

Da ein Teil der Anbieter von loanable funds am Kapitalmarkt vorerst ausfällt, wird der Zinssenkungstrend etwas abgeschwächt. Eine endgültige Grenze bilden diese Habenzinsen jedoch nicht. Denn mit der Einlage längerfristiger Mittel bei Banken haben die Nichtbanken das Anlageproblem nur den Kreditinstituten weitergereicht, die nun ihrerseits für die Anlage sorgen müssen. Da die Kreditinstitute aber mehrere Möglichkeiten haben, das Geld auch außerhalb des Kapitalmarktes zu verwenden, fließt ein Teil des langfristigen Mittelangebots in andere Kanäle, so daß auch dadurch die Senkung der Zinssätze für langfristige Mittel etwas abgebremst wird.

Die Kreditinstitute werden nämlich

1. sofern sie gegenüber der Zentralbank verschuldet sind, zuerst einmal die zufließenden Gelder dazu benutzen, ihr Obligo bei der Zentralbank, für das sie in Höhe des Diskontsatzes und/oder des Lombardsatzes Zinsen zahlen müssen, zu verringern,
2. aus Liquiditätsgründen bei der Zentralbank Geldmarktpapiere erwerben bzw. das Geld an ausländischen Geldmärkten unterzubringen,
3. eventuell die zufließenden längerfristigen Mittel im Inlande kurzfristig ausleihen. Davon wird zwar bei allen Kreditinsti-tuten zusammen der Liquiditätsstrom nicht verringert, jedoch entstehen auf dem Wege dieser Kreditschöpfung Einlagen, die die Banken zwingen, einen Teil der zugeflossenen Gelder bei der Notenbank als Mindestreserve zu halten.

Erst nachdem diese drei Möglichkeiten der Verwendung zufließender Gelder von den Kreditinstituten ausgeschöpft sind, werden sie sich verstärkt dem Wertpapierkauf zuwenden. Der Druck auf die langfristigen Zinssätze nach unten hält also an, wenn auch nicht mehr in dem bisherigen Umfang, und die Zinssätze für langfristige Mittel sinken weiter.

### Untergrenze sinkender Zinsen

Aber auch diese Entwicklung kann nicht endlos weitergehen, sondern erreicht auf einem niedrigeren Niveau die absolute Untergrenze der langfristigen Zinsentwicklung: Die Geldmarktsätze, die im Geldverkehr zwischen den Banken genannt werden. Diese Sätze wiederum können ebenfalls schwanken, je nachdem ob der Geldmarkt flüssig oder fest ist. Aber auch hier gibt es Ober- und Untergrenzen, und zwar bildet die Obergrenze bei festem Geldmarkt der Diskontsatz, die Untergrenze bei flüssigem Markt die Abgabesätze der Notenbank für Schatzwechsel. Nur zwischen diesen beiden Grenzen können sich die Tagesgeldsätze am Geldmarkt bewegen<sup>4</sup>.

Die Zinssätze für langfristige Mittel werden das Niveau der Geldmarktsätze nie unterschreiten, weil die Banken dann lieber die langfristigen Mittel zu den Geldmarktsätzen anderen Kreditinstituten weitergeben. Im allgemeinen wird die Untergrenze der langfristigen Zinssätze bereits mit dem Abgabesatz der Zentralbank für unverzinsliche Schatzanweisungen mit einer Laufzeit von zwei Jahren erreicht, der meist etwas über, gegenwärtig unterhalb des Diskontsatzes liegt. Sinken die langfristigen Marktzinsen auf dieses Niveau ab, so werden die Banken die längerfristigen Geldmarktpapiere den Wertpapieren schon aus Liquiditätsgründen vorziehen und die ihnen zufließenden längerfristigen Mittel der Zentralbank und nicht dem Kapitalmarkt zuleiten.

Während die Obergrenze der langfristigen Zinsentwicklung mit Hilfe der Fiskalpolitik verändert werden kann, liegt die Beeinflussung der Untergrenze allein im Belieben der Notenbank. Alle Zinssätze, die die Untergrenze bilden, Diskontsatz, Abgabesätze und auch die Geldmarktsätze können nämlich ohne weiteres von der Notenbank auf ein höheres Niveau angehoben oder auf einen niedrigeren Stand gesenkt werden. Aus allgemeinen wirtschaftspolitischen Gründen, sei es zur Beeinflussung der Binnenkonjunktur oder zur Veränderung des Zinsgefälles gegenüber dritten Staaten, kann also die Notenbank durch Anheben oder Senken der Geldmarktsätze auch die Untergrenze der Kapitalmarktzinsen bestimmen.

Mit dieser Beeinflussung der Untergrenze der Zinsentwicklung am Kapitalmarkt, mit der die Notenbank gleichzeitig auch die obere und untere Bremslinie verändert, erschöpft sich weitgehend die zinspolitische Leistungsfähigkeit einer Zentralbank. Die Notenbank kann die Schwankungen der Zinssätze für langfristige Mittel — verbunden mit einer sinnvollen Fiskalpolitik — auf einen gewissen Raum be-

<sup>4</sup> Hierzu siehe den Aufsatz des Verfassers über „Geldmarktsätze unter dem Einfluß der Zinspolitik der Notenbank“, in „Konjunkturpolitik“, Heft 1, 1957, S. 31 ff.

schränken. Die Richtung der Zinsentwicklung kann sie dagegen nur bestimmen, wenn es ihr durch den Einsatz zusätzlicher kreditpolitischer Instrumente gelingt, die von den Marktfaktoren, insbesondere den Geldvermögensänderungen, ausgehenden Einflüsse auf die Liquidität der Banken und die Geldkapitalbildung der Nichtbanken zu regulieren.

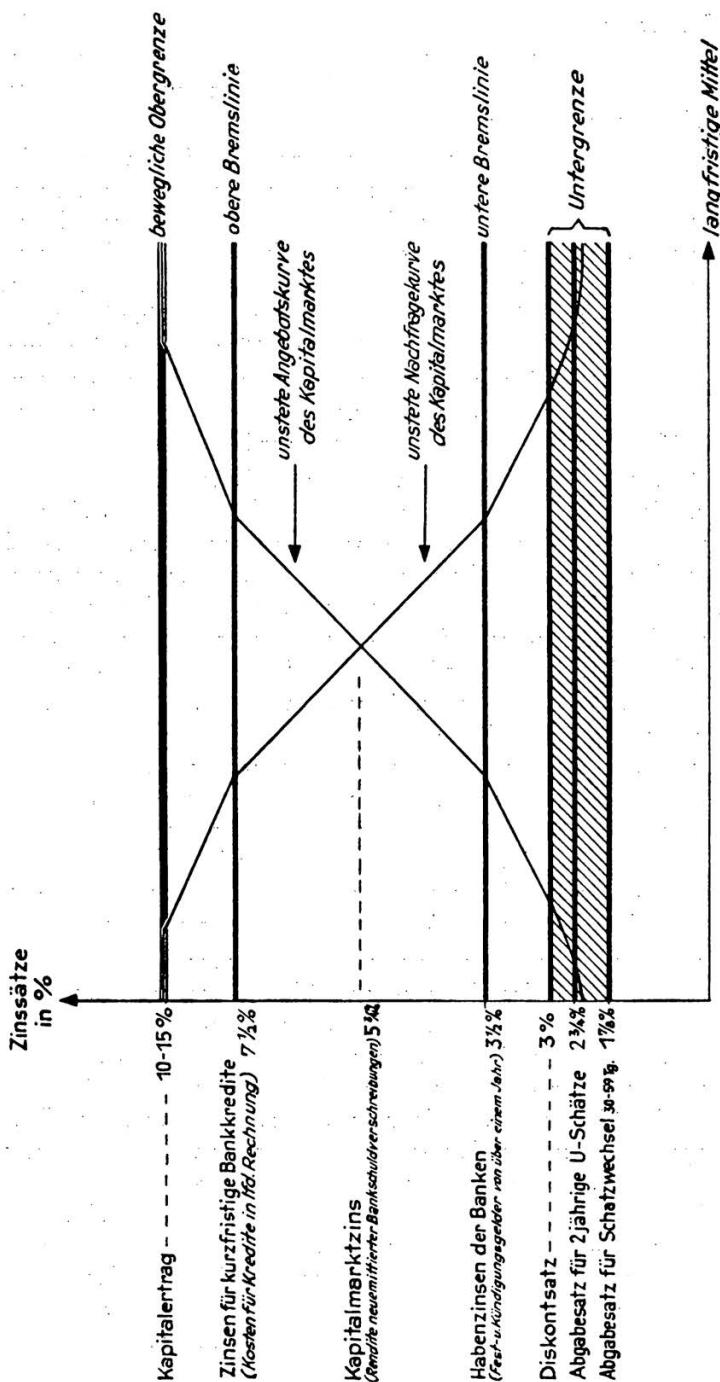
### Das Marktbild in Westdeutschland

Die Ergebnisse dieser Analyse sollen nun noch einmal kurz zusammengefaßt werden, und zwar am Beispiel der gegenwärtigen Situation in der Bundesrepublik. Die Höhe des Kapitalmarktzinses, gemessen an der Rendite neuemittierter Bankschuldverschreibungen, kann man augenblicklich mit  $5\frac{3}{4}\%$  beziffern. Damit hat sich bereits, hauptsächlich infolge der umfangreichen Geldvermögensbildung und der relativ geringen Liquiditätsneigung, der Kapitalmarktzins beachtlich von seiner oberen Begrenzung nach unten gelöst.

Die obere Bremslinie, gemessen an den Kosten für Kredite in laufender Rechnung, liegt nämlich gegenwärtig bei  $7\frac{1}{2}\%$ . Die Obergrenze für Kapitalmarktzinsen ist dagegen schwieriger in einer Ziffer anzugeben. Unter Zugrundelegung der Ergebnisse der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung dürfte diese laufend schwankende Grenze zwischen 10 und 15 % liegen.

Der Kapitalmarktzins, der mit  $5\frac{3}{4}\%$  angegeben wurde, ist jedoch noch recht weit selbst von der unteren Bremslinie entfernt. Es besteht noch genügend freier Raum für ein weiteres Absinken. Denn die Habenzinsen der Kreditinstitute, und zwar der Satz für Fest- und Kündigungsgelder von über einem Jahr, liegen z. Z. bei  $3\frac{1}{2}\%$ . Dieses Herunterdrücken der unteren Begrenzung der Kapitalzinsentwicklung ist allein der Zinspolitik der Bundesbank zu danken. Um von dieser Seite her die Voraussetzung für eine weitere Senkung des Kapitalmarktzinses zu schaffen, hat sie z. B. die Abgabesätze für unverzinsliche Schatzanweisungen mit einer Laufzeit von zwei Jahren, die die Untergrenze der Kapitalzinsentwicklung bilden, auf  $2\frac{3}{4}\%$  herabgesetzt. Sie liegt damit um  $\frac{1}{4}\%$  unterhalb des Diskontsatzes, was eine Ausnahme von der bisherigen Praxis der Zinspolitik bedeutet. Sollte die Bundesbank zur weiteren Zinssenkung die Abgabe dieser längerfristigen unverzinslichen Schatzanweisungen einstellen, wie das schon mehrmals geschehen ist, so liegt dann die Untergrenze bei  $1\frac{7}{8}\%$ , das ist das Niveau der Abgabesätze für kurzfristige Schatzwechsel.

Die kreditpolitischen Möglichkeiten, die der Bundesbank für die Beeinflussung der Entwicklung der Kapitalmarktzinsen bleiben, sollten in zwei Richtungen intensiviert werden:



1. Die Bundesbank sollte versuchen, vor allem die durch die Haben-zinsen markierte untere Bremslinie stärker selbst zu bestimmen und auch die obere Bremslinie, die Kosten für kurzfristige Kredite in laufender Rechnung elastischer zu gestalten.

Die Habenzinsen sind bisher — entsprechend dem alten KWG — durch Mehrheitsbeschlüsse der Spitzenverbände der Kreditinstitute bestimmt worden. Diese Handhabung hat leider nicht dazu beigetragen, die Zinspolitik der Bundesbank, zumindest zeitlich, immer voll zu unterstützen. Das neue KWG gestattet, die Haben-zinssätze auf dem Wege der Rechtsverordnung durch das BWM zur Unterstützung der kreditpolitischen Maßnahmen der Bundesbank festzusetzen. Schon im Interesse einer schnellen Wirksamkeit der kreditpolitischen Interventionen wäre zu wünschen, daß von dieser Möglichkeit Gebrauch gemacht wird.

Die Forderung nach einer elastischeren Handhabung der Kosten für kurzfristige Kredite in laufender Rechnung zielt auf eine Revision der nicht sehr glücklich gewählten Formel ab, mit der diese Kosten für diese kurzfristigen Kredite an den Diskontsatz gekoppelt sind. Ein Beispiel mag das verdeutlichen. Unterstellt man, die Bundesbank würde den Diskontsatz, was unrealistisch ist, auf 0 % und den Lombardsatz auf 1 % senken, so würden entsprechend der jetzt gültigen Formel die Kosten für einen kurzfristigen Kredit in laufender Rechnung bei deutschen Banken noch immer 4½ % betragen. Das ist ein Satz, wie wir ihn schon gegenwärtig in den USA haben; in der Schweiz liegen die Sätze sogar noch darunter. Schon um zu einer gewissen Angleichung dieser administrativ festgelegten Zinssätze von Land zu Land zu kommen, wäre eine Revision der bisher angewendeten Formel notwendig, wozu ebenfalls das neue KWG eine Rechtsgrundlage gibt.

2. Die Bundesbank muß ferner versuchen, stärkeren Einfluß auf die Richtung der sich frei bewegenden Marktsätze am Kapitalmarkt zu nehmen. Gegenwärtig ist sie auf die jeweilige Konstellation der Geldvermögensbildung über die Zahlungsbilanz oder auf eine Absprache mit der Öffentlichen Hand angewiesen. Völlig ungenutzt ist z. Z. die Möglichkeit, Offenmarktoperationen auch mit Kapitalmarktpapieren durchzuführen, wie das in anderen Staaten, z. B. seit Anfang 1961 wieder in den USA, geschieht. Die Offenmarktpolitik der Bundesbank beschränkt sich gegenwärtig auf den Geldmarkt, und zwar auf die Beeinflussung des Geldhandels zwischen den Banken. Durch eine Offenmarktpolitik mit Kapitalmarktpapieren könnte die Notenbank selbst direkt die Zinsschwankungen am Kapitalmarkt beeinflussen und nicht nur ihre Grenzen abstecken.