

Leis, Josef

**Article — Digitized Version**

## Zinsen auf der Rutschbahn?

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Leis, Josef (1971) : Zinsen auf der Rutschbahn?, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 51, Iss. 2, pp. 84-85

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/134225>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

# Zinsen auf der Rutschbahn?

Josef Leis, Düsseldorf

**W**er heute die Frage stellt, ob die Zinsen in der Bundesrepublik nun endgültig ins Rutschen gekommen sind, bringt damit schon seine Zweifel zum Ausdruck. In der Tat ist diese Frage zu verneinen. „Endgültig ins Rutschen“ suggeriert das Bild einer Rutschbahn, auf der es stetig ohne Halt abwärts geht. Dieses Bild wird für den Markt der festverzinslichen Wertpapiere 1971 in der Bundesrepublik nicht typisch sein.

### Unterschiedliche Interessen

Allein der vielberufene Attentismus wird dafür sorgen, daß es kein stetiges Abwärtsgleiten geben wird. Denn das Verhalten der Kapitalanbieter und Kapitalnachfrager wird von ganz unterschiedlichen Interessenlagen beeinflusst: Wer Kapital anzubieten hat, möchte einen möglichst hohen Zinssatz erzielen und wartet deshalb mit seinem Angebot, wenn er mit einem Ansteigen des Kapitalzinses rechnet („Gläubiger-Attentismus“). Je geringer die Chance eines weiteren Zinsanstiegs für ihn wird, desto eher entschließt er sich zur langfristigen Anlage. Das gilt besonders dann, wenn am Markt für kürzerfristiges Geld niedrigere Zinsen gezahlt werden. Denn in diesem Fall steht der unsicheren Gewinnchance für die langfristige Anlage ein mit Sicherheit entgehender Gewinn durch vorübergehende kurzfristige Anlage gegenüber. Bei einem Abwärtstrend des Zinssatzes ist der Kapitalgeber dagegen bemüht, sich eine höherverzinsliche Anlage möglichst schnell langfristig zu sichern. Genau in dieser Phase aber neigt der potentielle Kapitalnachfrager zur Zurückhaltung („Schuldner-Attentismus“). Er möchte sich zu möglichst niedrigen Zinsen verschulden, wartet also, bis die Kosten so weit gesunken sind, daß er mit einer wesentlichen weiteren Zinsverbilligung nicht mehr rechnen kann.

*Bankdirektor Josef Leis, 41, Dipl.-Volkswirt, ist Leiter der Abteilung Kommunikation der Westdeutschen Landesbank Girozentrale, Düsseldorf.*

Die Zinsentwicklung am Kapitalmarkt gestaltet sich sehr unterschiedlich, je nachdem, ob eine Veränderung mit hinreichender Sicherheit erwartet wird oder ob die Marktpartner ihre Entscheidungen in starker Unsicherheit treffen. Die sicheren Schritte bringt der Kapitalmarkt sehr schnell hinter sich – dafür sorgt der beschriebene Attentismus: Wenn eine Kapitalzinssenkung eindeutig erwartet wird, überspringt der Markt die Zinsstufen im Fluge. So ging z. B. der Kapitalzins in der Bundesrepublik ruckartig von 8,7% im Dezember 1970 auf 7,6% im Januar 1971 zurück. Zu diesem Satz wuchs dann die Zahl der Nachfrager und traf sich nach dem hektischen Zinsprung mit den Anbietern zu einem (labilen) Gleichgewicht. Dabei ist es durchaus als normal anzusehen, daß einem Kurssprung zumindest eine Phase der Stagnation oder gar eines kleinen Rückschlags folgt, wie es zur Zeit der Fall ist. Der Kapitalmarkt bekommt „Angst vor der eigenen Courage“ und wird von Zweifeln befallen.

### Viele Unsicherheiten

Für Zweifel gibt es Gründe genug, auch wenn heute sicher ist, daß die Konjunkturwende längst eingetreten ist: Da ist einmal – angesichts der hohen Inflationsraten – die Unsicherheit, wann und in welchem Ausmaß die Notenbank ihre Restriktionspolitik schließlich lockern wird. Da ist die Unsicherheit, wann und in welchem Ausmaß die Unternehmungen ihren Konsolidierungsbedarf geltend machen werden, der aus der kurzfristigen Anfinanzierung langfristiger Anlagen (in der Zeit extrem hohen Kapitalzinses) resultiert. Da ist außerdem die grundsätzliche Unsicherheit, ob das Kapitalangebot mit der hohen Kapitalnachfrage von Unternehmen und öffentlicher Hand beim gegebenen Kapitalzins wird Schritt halten können.

Der Konsolidierungsbedarf der Wirtschaft und der Kapitalbedarf von Bund, Ländern und Gemeinden dürften sich auf einen Betrag zwischen 25 und 30 Mrd. DM summieren, wobei allerdings noch sehr zweifelhaft ist, ob der auf 10 Mrd. DM geschätzte Konsolidierungsbedarf voll in diesem

Jahr an den Markt kommen wird. Außerdem ist die daraus resultierende Kapitalnachfrage für den Markt nicht so belastend wie eine Neufinanzierung, weil bei der langfristigen Umfinanzierung — soweit nicht eine Umschuldung vom Ausland ins Inland ansteht — in gleichem Maße kurzfristige Mittel frei werden.

### **Beachtliche Leistungskraft**

Obgleich eine beachtliche Kapitalnachfrage auf den Markt zukommen wird, sollte man also nicht allzu pessimistisch sein. Der deutsche Kapitalmarkt hat zudem in den letzten Jahren eine ganz beachtliche Leistungskraft entwickelt. So stieg die längerfristige Kreditaufnahme inländischer Sektoren von 41 Mrd. DM 1967 auf 46 Mrd. DM 1968 und 65,1 Mrd. DM 1969. In welchem Maße eine Veränderung des internationalen Zinsgefälles die Höhe der im Inland verfügbaren Mittel beeinflussen kann, dafür sind die folgenden Kapitalexportziffern ein besonders deutliches Beispiel: Im Jahre 1967 wurde für 3,2 Mrd. DM langfristiges Kapital ausländischen Schuldern zur Verfügung gestellt, 1968 waren es 11,5 Mrd. DM und 1969 gar 22,5 Mrd. DM. Bei dem derzeitigen Zinsgefälle wird der Strom eher in die entgegengesetzte Richtung fließen, so daß das im Inland gebildete Kapital nicht nur nicht ins Ausland abfließt (also der inländischen Nachfrage zur Verfügung steht), sondern eher noch durch Kapitalimporte aufgestockt wird, bis ein Zinsausgleich eingetreten ist.

Hoffnungen auf die Ergiebigkeit unseres Kapitalmarktes werden auch von dem wieder steigenden Sparaufkommen in allen Anlageformen genährt. Wahrscheinlich steht dem Konsolidierungsbedarf auf der Schuldnerseite auch noch ein gewisser Konsolidierungsbedarf auf der Gläubigerseite gegenüber, da durch die hohen Zinsen für Terminanlagen Mittel im kurzfristigen Finanzierungsbereich festgehalten werden, die eigentlich langfristig zur Verfügung gestellt werden könnten.

### **Neue Masche der US-Behörden**

Die sichersten Anhaltspunkte dafür, daß der Trend des deutschen Zinsniveaus in diesem Jahr — wenn auch mit vorübergehenden Bremsperioden — nur abwärts gerichtet sein kann, sind das internationale Zinsgefälle (Euromarkt) und die zu erwartende Notenbankpolitik.

Das Zinsniveau am Eurogeldmarkt wird von der Entwicklung in den USA, wo bereits im Frühjahr 1970 eine Periode expansiver Kreditpolitik eingeleitet wurde, wesentlich beeinflußt. Trotz der Zinssenkungen in den USA ist allerdings die Abwärtsbewegung am Euromarkt Ende Januar zum Stillstand gekommen. Die Eurozinsen sind sogar gestiegen. Diese Tendenzwende ist auf eine neue

„Masche“ der amerikanischen Behörden zurückzuführen. Sie boten den Überseefilialen amerikanischer Banken Schuldverschreibungen im Betrag von 1 Mrd. \$ zur Anlage an. Als Effekt dieses Vorhabens wirkte sich wieder einmal der Schuldner-Attentismus aus: Wer bisher mit der Geldaufnahme am Euromarkt gezögert hatte, bemühte sich nun, zu möglichst günstigen Konditionen noch zum Zuge zu kommen, und vergrößerte damit die Nachfrage.

Der amerikanische Versuch der Placierung von Schuldverschreibungen scheint gelungen zu sein. Er entspricht der zahlungsbilanzpolitischen Notwendigkeit, den Abfluß großer Dollarbeträge aus den USA zu verhindern. Am besten wäre dies durch den Anreiz hoher Zinsen möglich, die ausländisches Geld in die USA ziehen würden. Die Konjunkturpolitik erfordert jedoch ein niedriges Zinsniveau. Es erscheint aber sehr fraglich, ob sich dieser Konflikt durch das Angebot von Schuldverschreibungen lösen läßt. Wahrscheinlich kann er auf diese Weise in seinen Auswirkungen auf die Zahlungsbilanz nur vermindert werden. Sehr unwahrscheinlich aber ist, daß die Eurozinsen als Folge dieser Maßnahme eine der Entwicklung in den USA entgegengesetzte Richtung einschlagen. Das dürfte höchstens vorübergehend möglich sein.

### **Siebenprozenter als untere Grenze?**

Angesichts dieser Überlegungen und der auch in anderen wichtigen Industrieländern vorherrschenden Bestrebungen zur Zinssenkung und Kreditverbilligung ist für die Bundesrepublik mit einer internationalen Unterstützung des rückläufigen Zinstrends zu rechnen. Im nationalen Bereich ist in absehbarer Zeit mit einer Lockerung der Kreditzügel zu rechnen; denn der Abbau der Hochkonjunktur ist im Gange, wenn er auch nur sehr langsam voranschreitet.

Aus der internationalen Verflechtung der Finanzmärkte und der zu erwartenden Notenbankpolitik ergibt sich also der Trend für das Zinsniveau in der Bundesrepublik. Bremsperioden werden sich dabei um so eher vermeiden lassen, je besser die Kapitalnachfrage zeitlich dosiert werden kann.

Die große Frage bleibt, wie weit die Zinssenkung in diesem Jahr gehen könnte. Zweifel werden geäußert, ob wir einen Sechszprozenter am Rentenmarkt so schnell einmal wiedersehen werden. Gemeint ist damit, daß sich das Zinsniveau infolge des hohen Kapitalbedarfs in der Welt künftig zwischen anderen Grenzen bewegen könnte, als dies in den vergangenen beiden Jahrzehnten der Fall war. In den 50er Jahren war der Fünfprozenter die untere Grenze, in den 60er Jahren der Sechszprozenter und in den 70er Jahren . . . ? Zu- mindest für dieses Jahr mag das ein Anhaltspunkt sein.