

Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv (HWWA) (Ed.)

Article — Digitized Version

Wie sind die gegenwärtigen Phänomene auf dem Kapitalmarkt zu beurteilen? Ein Gespräch zwischen Bankleuten und Wirtschaftlern

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv (HWWA) (Ed.) (1955) : Wie sind die gegenwärtigen Phänomene auf dem Kapitalmarkt zu beurteilen? Ein Gespräch zwischen Bankleuten und Wirtschaftlern, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 35, Iss. 8, pp. 429-436

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/132127>

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.

Wie sind die gegenwärtigen Phänomene auf dem Kapitalmarkt zu beurteilen?

Ein Gespräch zwischen Bankleuten und Wirtschaftlern

Kollektives Sparen charakterisiert die Kapitalbildung

Auf dem Kapitalmarkt — oder genauer: dem Wertpapiermarkt — hat sich im Laufe des letzten Jahres ein grundlegender und von manchen nicht für möglich gehaltener Wandel vollzogen. Waren im Frühjahr 1954 noch Maßnahmen nötig gewesen, um den damaligen „grauen“ Markt für ertragsteuerfreie Pfandbriefe mit 5 % Nominalzins durch Herabsetzung des Emissionskurses von ursprünglich 98 % auf 93 % zu beseitigen, so finden im Sommer des Jahres 1955 6 % vollsteuerpflichtige Pfandbriefe mit jetzt 99 % und 5 1/2 % ebenfalls vollsteuerpflichtige Pfandbriefe mit 95–96 % glatten Absatz. Die 5 % steuerfreie Bundesanleihe von 1952, die mit 98 % emittiert wurde, wird heute zwischen 103 % und 104 % gehandelt, und die 6 % steuerfreie Reichsbahnanleihe von 1949 wird zum Kurse von 104 1/2 % gesucht. Die Umsätze beschränken sich auf kleinere Beträge, während größere Posten — auch an Pfandbriefen und Kommunalobligationen — nur schwer erhältlich sind. Der schnelle Wandel der Lage läßt begreiflicherweise die Frage entstehen, welche Ursachen dazu geführt haben und ob die neue Entwicklung von Dauer sein wird.

Tendenz zur Zinssenkung

Grundsätzlich ist zunächst zu sagen, daß eine Zinssenkung am deutschen Kapitalmarkt schon seit längerem zu erwarten war. Die Effektivzinssätze für langfristige Schuldverschreibungen in vergleichbaren Ländern des Auslandes

liegen niedriger als in Deutschland. Schon im Hinblick auf die internationale Zinsstruktur ist es nach meiner Ansicht nicht anzunehmen, daß die Zinssenkung in Deutschland nur eine vorübergehende Erscheinung sein wird.

Hinzu kommt aber die deutsche wirtschaftliche Situation. Sie ist gekennzeichnet durch die allmähliche Überwindung der Kriegsfolgen, durch eine relativ hohe Investitionsrate und neuerdings auch durch stark zunehmende freiwillige Spartätigkeit. Bei vergleichsweise noch mäßigem Kostenniveau und einer eher zurückhaltenden, auf Neutralisierung der Verflüssigungstendenzen gerichteten Kredit- und Finanzpolitik ergaben sich bisher hohe Ausfuhrüberschüsse. Nach den Feststellungen der Bank deutscher Länder sind im Jahre 1954 etwa 8,1 Mrd. DM längerfristige Finanzierungsmittel über den Kapitalmarkt bereitgestellt worden, während rd. 9,0 Mrd. DM solcher Mittel aus öffentlichen Haushalten und Sonderprogrammen stammten. Noch im Jahre 1950 beispielsweise war der Beitrag des Kapitalmarktes, im wesentlichen also der der freiwilligen privaten Ersparnisse, sehr viel niedriger gewesen, nämlich nur 2,3 Mrd. DM; er hatte damals nur 29 % der gesamten Bereitstellung längerfristiger Finanzierungsmittel erbracht, im Jahre 1954 dagegen bereits fast die Hälfte, nämlich 47 %. Wenn also nach Abdeckung des dringlichsten Nachholbedarfs die frei-

willige Spartätigkeit wieder zugenommen hat, so wird hierdurch auf der einen Seite zwar — bei sonst gleichbleibenden Umständen — die Gewinnspanne der Industrie verkürzt und insofern die Nachfrage nach Kapital am Markt verstärkt. Auf der anderen Seite aber werden dem Markt eben nicht nur Ersparnisse zugeführt, sondern — praktisch sehr wichtig — die Investitionsvorhaben werden besser nach ihrer wahrscheinlichen Rentabilität gesiebt, und das Investitionsvolumen (das nach Abdeckung des dringendsten Nachholbedarfs ohnehin tendenziell etwas kleiner werden dürfte) wird auf das bei vernünftigen, d. h. rentabilitätsmäßig noch zu verantwortendem Zinsfuß mögliche Maß begrenzt. Es ist bezeichnend, daß die Investoren — sei es in der Industrie, der Landwirtschaft oder dem Wohnungsbau — heute vielfach sogar ein noch weiteres Absinken der Zinssätze erwarten und daß sie sich demzufolge keineswegs mehr um jeden Preis und zu jedem Zinssatz verschulden.

Wenn nicht ganz ungewöhnliche Umstände eintreten, so liegt kein Grund zu der Annahme vor, daß die Dinge am Kapitalmarkt sich plötzlich wieder umkehren und die Nachfrage nach Kapital schneller wachsen sollte als das Angebot. Aber andererseits sollte man auch nicht in den Fehler verfallen zu glauben, daß die Bäume der Zinssenkung in den Himmel wachsen. Die Zinssenkung wird sich mit wieder zunehmender Kapitalnachfrage im Herbst zumindest erheb-

Alle in der Abteilung „Zeitgespräch“ veröffentlichten Beiträge sind freie Meinungsäußerungen von Persönlichkeiten aus Wirtschaft und Politik und von in- und ausländischen Mitarbeitern. Sie enthalten keine Stellungnahme der Redaktion und sind keine offiziellen Äußerungen der herausgebenden Institutionen.

lich verlangsamen, wenn nicht zeitweise, je nach Marktlage, vielleicht sogar auch unterbrochen werden. Daß aber der Zins für langfristige Wertpapiere in Deutschland sich letztlich dem Zins in vergleichbaren anderen Industrieländern angleichen wird, steht m. E. außer Zweifel.

Wer nimmt die Emissionen auf?

Wenn die im Laufe der letzten Jahre emittierten Wertpapiere, vor allem die Pfandbriefe und Kommunalobligationen, in erster Linie von Banken und Versicherungen aller Art aufgenommen worden sind, während der Anteil der rein privaten Käufer verhältnismäßig gering war, so liegt auch hierin nach meiner Meinung kein Grund zur Beunruhigung. Erstens ist — nicht nur in Deutschland — an die Stelle der früher weitgehend privaten Altersvorsorge mehr und mehr die kollektive Altersvorsorge getreten mit der Folge, daß Sozialversicherungsträger und andere Versicherungen heute die großen Sammelbecken sind, bei denen sich ein erheblicher Teil der Ersparnisbildung sammelt und die daher u. a. auch Wertpapiere in größeren Posten zu Anlagezwecken kaufen müssen. Zweitens aber ist bei den Banken die früher sehr strenge Funktionstrennung zwischen reinen Geschäftsbanken einerseits und reinen Sparinstituten andererseits mit der Zeit etwas verwischt worden. Die Sparkassen haben sich teilweise zu Kreditbanken entwickelt, und die Kreditbanken andererseits verwalten beträchtliche Spareinlagen und außerdem natürlich auch Termineinlagen. Auch die Kreditbanken verfügen daher über beträchtliche zur Anlage in Wertpapieren berufene Mittel. Statistisch ist zu bemerken, daß zuverlässige Angaben über den Anteil der privaten Käufer von neu emittierten Wertpapieren gar nicht möglich sind. Die einschlägige Statistik der Bank deutscher Länder und der Landeszentralbanken erfaßt nur die Käufe der Ersterwerber, aber sie sagt nichts darüber aus, was diese Ersterwerber, unter denen eben die Banken eine große Rolle spielen, mit den erworbenen Wertpapieren machen. Es liegen Gründe für die Annahme

vor, daß letzten Endes bedeutend mehr Wertpapiere in private Hände gehen, als die reine Ersterwerberstatistik ausweist.

Termineinlagen sind nicht überhöht

Ein besonderes Kapitel bilden die Termineinlagen. Normalerweise werden auf Terminkonto bei den Banken Mittel angelegt, die entweder Rückstellungscharakter haben — beispielsweise für Steuerzahlungen bestimmt sind — oder die für Investitionen aller Art bereitgestellt, einstweilen aber noch nicht benötigt werden. Natürlich kann bei einem gut funktionierenden Wertpapiermarkt ein — wegen des Kursrisikos vermutlich ohnehin nicht großer — Teil solcher Mittel vorübergehend auch in Wertpapieren angelegt werden. Vergleicht man aber die heutige Höhe der Termineinlagen mit anderen Größen des Geldsystems, wie etwa der Höhe der Sichteinlagen oder des Bargeldumschlages, so erscheinen die Termineinlagen gegenüber den als normal betrachteten Jahren von 1926 bis 1936 gegenwärtig keineswegs überhöht. Die Wiederherstellung eines funktionsfähigen Wertpapiermarktes, wie sie durch das zu Unrecht viel geschmähte, von vornherein nur für eine Übergangsfrist gedachte und praktisch durchaus wirkungsvolle Kapitalmarktförderungsgesetz eingeleitet worden ist, dürfte wohl gewisse Beträge von den Terminkonten wieder in die Wertpapieranlage überführt haben. Dieser Prozeß

wird aber im wesentlichen abgeschlossen sein, auch wenn die Emissionspause der Realkreditinstitute den Wertpapiermarkt wirklich etwas „ausgetrocknet“ haben sollte.

Private Käufer erwünscht

Daß eine stärkere Wiedereinschaltung privater Käufer auf dem Wertpapiermarkt an sich wünschenswert wäre, steht außer Zweifel. Es ist indes die Frage, ob dieser Wunsch, wenn er die Wiederherstellung der Verhältnisse um 1914 oder auch nur der Zwischenkriegszeit zum Ziele hat, realistisch ist. Es wurde bereits bemerkt, daß das Vordringen des Kollektivsparens im Zuge der Zeit liegt. Insoweit aber, wie kollektiv gespart wird, ist kein Raum und vielleicht auch kein Bedürfnis mehr für privates Sparen, also auch nicht mehr für private Wertpapierkäufe. Freilich hat sich dadurch die Marktform des Wertpapiermarktes geändert. An die Stelle der früher fast unendlichen Vielzahl einzelner Wertpapierkäufer tritt heute eine verhältnismäßig geringe Zahl von Großkäufern, die viel eher die Möglichkeit hat, die Marktbedingungen von sich aus zu beeinflussen. Schritte in Richtung auf eine Wiedervergrößerung des Anteils der privaten Wertpapierkäufer sind daher wünschenswert, aber sie hätten wohl außerhalb des Wertpapiermarktes zu liegen. Hier dürfte ein soziologisches, psychologisches und steuerpolitisches Problem vorliegen. (Ir.)

Produktionswirtschaftliche Aspekte

Daß sich wieder anlagensuchendes Geldkapital in großem Ausmaß bildete, weiß man seit einigen Jahren. Der starke Auslöser ist das sog. Erste Kapitalmarktförderungsgesetz der Jahre 1952—1954 gewesen. Unterstützt wurde die Geldkapitalbildung einerseits von der Stabilität des Preisniveaus und der guten Beschäftigungs- und Verdienstage fast der gesamten westdeutschen Wirtschaft und andererseits von den sehr kräftig erhöhten Zwangsspar-Beitragssätzen (z. B. in der Angestelltenversicherung teilweise auf mehr als das Dreifache der Sätze von 1948), den gezielten klassischen Steuervergünstigungen

(z. B. der Abzugsfähigkeit von Versicherungsprämien in beträchtlichen Summen vom steuerpflichtigen Einkommen) und den modernen Formen der gesetzlich erlaubten Steuervermeidung (etwa durch die sog. Siebener-Gruppe). Ferner halfen neue Instrumente wie z. B. das Schulscheindarlehen diesem Prozeß nach.

Entfesselung des Kapitalmarktes

Einige Jahre lang waren die Wege, die der Geldkapitalstrom nehmen durfte, gut kontrolliert. Sie dienten in der Sache — vor allem und mit Recht — dem Wohnungsbau und in den Formen der öffentlichen und privaten Alters-

fürsorge, sowie — der Autor denkt hier: leider — der Kräftigung der staatskapitalistischen Grundtendenz unserer Jahre. Nun kam es 1954/55, als man tastend den Kapitalmarkt freigab, zu einer verblüffenden Marktsituation! Als noch alles unter der Knappheitsdevise stand, hatte der Gesetzgeber die Unternehmungen, und zwar die privaten nicht mehr, sondern eher weniger als die gemischt-wirtschaftlichen und die öffentlichen, auf mannigfaltige Wege und Schleichpfade der Selbstfinanzierung verwiesen, zum Teil sogar regelrecht abgedrängt. Die Formen wurden zwar ständig abgewandelt, aber die Selbstfinanzierungsmasse blieb beachtlich. So wurde denn plötzlich deutlich, daß eine überaus sachkapitalhungrige Wirtschaft den Möglichkeiten der freigegebenen Fremdfinanzierung sehr gelassen gegenüberstand.

Hinzu kam die beinahe hochmütige Art des Verzichts auf sich anbietendes ausländisches Geldkapital, die man vor den Türen der Geschäfts- und Notenbanken doch wohl so deuten mußte, daß man hinter diesen Türen in der langen Welle der Expansion einen Überdruck an Geldkapitalangebot aufkommen sah. Sodann machte sich die aus dem Wettbewerb zwischen verhätschelter Schiene und vernachlässigter Straße herrührende Verstopfung der Verkehrsinvestition bemerkbar. Schließlich wurde noch der Corpsgeist der Emissionshäuser alarmiert, damit einige Monate lang nach dem Ablauf der Gültigkeit des Kapitalmarktförderungsgesetzes eine Emissionspause dem Angebotsbecken zur Auffüllung verhalf. Kurzum: im Sommer 1955 ist nicht nur der Zins für langfristiges Geldkapital spürbar gesunken (von ca. 9 % auf unter 7 %), sondern es erklingt sogar der Ruf: „Macht für den Realkredit Reklame!“

Dabei ist wohl niemand in der Lage, zu sagen, welcher Zinsfuß in Westdeutschland für 8—20 jähriges Leihgeld im Durchschnitt gilt. Denn niemand hat sich unseres Wissens bislang die Mühe gemacht, die vielen Varianten der Zinssubvention und -verschleierung sowie die Massen, die zu den zwischen 0 und über 12 % gelegenen Sätzen ausgeliehen sind, zu berechnen. Man orientiert sich an einigen Beispielsätzen, etwa der jetzt gekündigten 8 %igen Bayern-Anleihe von 1952 — übrigens der „ersten Schwalbe im Konversions-Sommer“ —, den mit einem Kündigungsrecht auch des Gläubigers (der sog. Degussa-Klausel) begebenen 8 %igen Industrie-Obligationen von 1953 und 7,5 %igen Pfandbriefen — alles Wertpapiere, die in den letzten Monaten an den Börsen mit Kursen zwischen 100 und 108,5 notiert wurden — und vergleicht dann damit die 5,5—7 %igen Emissionen dieses Sommers. Oder man zitiert die seit anderthalb Jahren als Pionierleistung geforderte und jüngst nur noch konstatierend beschlossene Herabsetzung des Höchstzinssatzes für Wiederausleihungen aus dem ERP-Vermögen des Bundes um 0,5 % auf 7 %. Aber jedermann weiß, daß man damit nur eine Peilung einiger Richtmarken vorgenommen hat.

Neue Aufgaben fordern Kapital

Wohin geht nun die Entwicklung? Sicherlich zu einem sinkenden Zins für frei sich anbietendes Geldkapital — solange der Staat nicht als der große Nachfrager nachhilft. Er könnte die Sammelbecken schnell ausschöpfen, zumal er sich dabei erfahrungsgemäß nicht zimmerlich — weder im Versprechen noch im Halten — aufzuführen braucht. Für Extraordinaria mit imposanten Fassaden haben sich Parlamente und nachgeordnete Bewilligungsgremien fiskalischer und hilfiskalischer

Gewalten überall und stets gewinnen lassen. Aber selbst wenn die öffentliche Hand Selbstzucht üben wollte — auf der zäh verteidigten Bastion der dank der Steuergesetzgebung der Kriegs- und Besatzungszeit überreich erschlossenen ordentlichen Finanzquellen nicht einmal das schwerste Unterfangen —, werden sich bald Aufgaben vor ihr auftürmen, für die Geldkapital erschlossen werden muß; die Stichworte Luftschutz, Luftfahrt, Straßen, bessere Wohnungen, Rüstungs- und Luftfahrtindustrie, vielleicht auch Moselkanal und Atommeiler zeigen es an.

Die Selbstfinanzierung darf nicht gedrosselt werden!

Auf keinen Fall sollte man in einem radikalen Eifer, der von Kreditvermittlern geschürt wird, die Selbstfinanzierung der Wirtschaft abdrosseln. So problematisch sie auch immer sein mag und so sehr sie die spätkapitalistische Neigung zur Verselbständigung der Unternehmungen fördert — sie hat sich als der wohlthätige Schleier erwiesen, den die ewig konsumhungrigen Massen nicht zu durchdringen vermögen und den daher auch die betriebswirtschaftlich geschulten Wirtschaftspolitiker der Gewerkschaften ohne Einbuße an Zugkraft dulden können. Diese Selbstfinanzierung wird, sofern sich der Steuergesetzgeber hier als hartnäckig erweist, vermutlich und im großen und ganzen auch mit den Aufgaben des Werkluftschutzes und der „zweiten industriellen Revolution“, selbst in der Waffenfertigung, fertig werden.

Das ist mit Absicht produktionswirtschaftlich gedacht. Der soziale Aspekt, nämlich die Verankerung dieses Spätkapitalismus in breiten Eigentümerschichten, sollte darüber nicht vernachlässigt werden. Aber er muß behutsam behandelt und vielseitig abgesichert werden. (Hn)

VEREINSBANK IN HAMBURG

ÄLTESTE HAMBURGER GIROBANK

ZENTRALE: HAMBURG 11, ALTER WALL 20-30, TELEFON 341015
21 FILIALEN UND ZWEIGSTELLEN IN GROSS-HAMBURG, CUXHAVEN UND KIEL

„Zurückhaltung der öffentlichen Nachfrage ist zu bedauern“

Die Tendenzen zur Zinssenkung auf dem Kapitalmarkt, die nach dem Abbau der künstlichen Kapitalmarktförderungsmaßnahmen freies Spiel gewonnen haben, sind von Anfang an unterschätzt worden. Sie dürften noch für geraume Zeit wirksam sein, weil auf der einen Seite der Druck der Kapitalien, die zwangsläufig zur Anlage drängen, insbesondere von Kapitalsammelstellen her anhalten wird und auf der anderen Seite bei der jetzt erreichten Kapazität der Wirtschaft einschließlich der Bauwirtschaft die Kreditnehmer in den Zinsbedingungen wählerischer sein können und müßten. Auch die soeben durchgeführte Diskonterhöhung dürfte hieran nichts ändern, zumal noch gar nicht feststeht, ob sie sich überhaupt auf die Zinsstellung bei den Bankguthaben und Kontokorrentkrediten in irgendwie beträchtlichem Maße auswirken wird.

Die Bank- und Emissionspolitik

Man nimmt an, daß der Wertpapiermarkt heute mindestens zur Hälfte durch die Nachfrage von Kapitalsammelstellen, insbesondere der öffentlichen und privaten Versicherung, getragen wird und daß der weitaus überwiegende Teil der zweiten Hälfte durch Käufe von Banken und neuerdings in zunehmendem Maße von Großunternehmen bestritten wird. Dieser Zustand bringt eine gewisse Stabilisierung des Marktes mit sich und trägt auch zur Tendenz sinkender Zinssätze und steigender Kurse bei. Trotzdem sollte die Weiterleitung der Wertpapiere an den privaten Kapitalbildner und überhaupt die Ausweitung des Marktes auf ein größeres Publikum hin stärker betrieben werden, als es der Fall zu sein scheint. Wenn Banken vor einigen Jahren z. B. oft Wertpapieremissionen übernehmen mußten, nur um einen Markt wieder zum Anlauf zu bringen, ohne Aussichten auf einen entsprechenden Absatz an ihre Kundschaft zu haben, so hat man heute gelegentlich den Eindruck, als ob es vorgezogen werde, von der Kundschaft Termingelder hereinzunehmen und diese für Rechnung der Bank günstig in Wertpapieren

anzulegen, statt den Wertpapierabsatz unter der Kundschaft zu pflegen. Die unnatürliche, wenn auch nicht gefährliche Höhe der Termineinlagen kann hiermit zusammenhängen. Auf der anderen Seite kann sie aber auch mit der noch anhaltenden verhältnismäßigen Enge des Wertpapiermarktes und der Zurückhaltung in Neuemissionen in Zusammenhang gebracht werden. Die Emittenten scheinen auf der einen Seite noch auf eine weitere Verbesserung der Zinsbedingungen zu warten, auf der anderen Seite wagen sie anscheinend nicht, diese Entwicklung durch das Angebot entsprechender Papiere zu beschleunigen. Insbesondere die Zurückhaltung des öffentlichen Kredits ist hier eher zu bedauern. Auch wenn die öffentlichen Stellen infolge ihrer relativen Flüssigkeit im Augenblick kein akutes Anleihebedürfnis haben, gibt es doch eine Reihe von Konvertierungsmöglichkeiten, die ausgenutzt werden sollten, und es gibt darüber hinaus einige berechtigte Anleihewünsche, wenn auch kleineren Umfangs. Die öffentli-

chen Stellen könnten durch entsprechende Angebote an den Kapitalmarkt entscheidend dazu beitragen, die derzeitige Entwicklung weiter zu fördern und zu untermauern.

Papiere für den kleinen Anleger

Jede Möglichkeit zur Verbreiterung des Publikums am Wertpapiermarkt und zur Stärkung und Privatisierung des Wertpapierkaufs ist begrüßenswert. In Frage kommt hier vor allem das Angebot stabiler, verhältnismäßig risikofreier Papiere in Form von Investmentzertifikaten an den kleinen Anleger. Die Bedeutung des Investmentgedankens darf bei der Art des deutschen Wertpapierpublikums wohl nicht überschätzt werden, jedoch ist jeder Versuch in dieser Richtung zu begrüßen; die Auswirkung kommt in erster Linie für den Aktienmarkt in Frage. Für den Rentenmarkt ist vor allem zu wünschen, daß die Entwicklung der Emissionsbedingungen und Zinsen hier sobald wie möglich zum Abschluß gebracht und wieder eine Standardnorm für das Rentpapier ausgebildet wird, die es als Sparanlage für das breite Publikum geeignet macht. (S-t)

Wichtigste Voraussetzung ist Zinsnivellierung

Noch bis Ende des letzten Jahres war das Prinzip der „freien Marktwirtschaft“ nur auf dem Gütermarkt zu Hause. Die Finanzseite dagegen stand bis zu diesem Zeitpunkt unter dem Einfluß des Staates. Durch das Investitionshilfegesetz und das Gesetz zur Kapitalmarktförderung wurden die Investitionen in der Schwerindustrie und in der Bauwirtschaft begünstigt. Auf diese Lenkung verzichtete der Staat erst mit dem Auslaufen dieser Gesetze am 31. Dezember 1954.

Die marktwirtschaftliche Probe

Für den Kapitalmarkt ist also das laufende Jahr die erste echte marktwirtschaftliche Probe seit dem Kriege. Zum ersten Mal seit nunmehr 20 Jahren soll allein die Zinshöhe entscheiden, an welcher Stelle der Wirtschaft und bis zu welchem Umfange investiert wird. Auf diese Weise wird eine verbesserte Verteilung des Kapital-

aufkommens erwartet. Darüber hinaus verspricht die marktwirtschaftliche Regelung eine Nivellierung des langfristigen Zinsniveaus für die verschiedenen Wirtschaftszweige. Es wurde erhofft, daß die marktwirtschaftliche Konkurrenz zu einer Senkung des Zinses für langfristiges Kapital führen würde. Vor allem versprach man sich bei der Aufhebung der Kapitalmarktlenkung eine erhöhte Inanspruchnahme des Wertpapiermarktes.

Das erste Halbjahr 1955 hat einen Teil der Erwartungen bereits bestätigt. Noch 1954 wurden festverzinsliche Papiere, deren Zinsen — im Gegensatz zur völligen Steuerbefreiung — nur steuerbegünstigt waren, mit einer Verzinsung von $7\frac{1}{2}\%$ oder sogar 8% ausgestattet, um einen flüssigen Absatz zu gewährleisten. Dagegen erschienen bereits im April dieses Jahres Pfandbriefe und Kommunalobligationen mit einer Verzinsung von

6 und $6\frac{1}{2}\%$. Obgleich diese Papiere normal besteuert werden, fanden sie zu Emissionskursen von 94 % bzw. 97 % reißenden Absatz. Auf Grund der starken Nachfrage konnten die Emissionskurse bald heraufgesetzt werden.

Ein weiterer Erfolg des „freien“ Kapitalmarktes in diesem ersten Halbjahr war die Durchbrechung der bis Ende 1954 bestehenden Präferenz für Pfandbriefe und Obligationen. Während die Industrie von 1948 bis 1954 einschließlich Aktien nur im Betrage von 1,2 Mrd. DM emittierte, konnten in der ersten Hälfte dieses Jahres bereits Aktien im Werte von 1 Mrd. DM untergebracht werden.

Es ist allerdings verfrüht, diese ersten, schnell erzielten Erfolge als endgültig errungen anzusehen. Sie wurden vielmehr unter dem Schutz einer freiwilligen Zurückhaltung der Kapitalnehmer erreicht. Im ersten Halbjahr wurden daher nicht alle Anforderungen an den Kapitalmarkt herangetragen. So wurden im 1. Halbjahr 1955 Pfandbriefe und Kommunalobligationen nur im Werte von 1,19 Mrd. DM abgesetzt gegenüber 1,48 Mrd. DM im 1. Halbjahr 1954. Ebenso erreichte der gesamte Absatz an Wertpapieren mit 2,65 Mrd. DM nicht den Umfang von 2,818 Mrd. DM im gleichen Zeitraum des Vorjahres.

Die öffentliche Hand erschien erst im Juli/August mit den ersten Anleihen dieses Jahres. Bereits bei Auflegung dieser Staatsanleihen zeigte sich eine geringfügige Sättigung des Kapitalmarktes. Auf jeden Fall zeigen vorerst die Bilanzen der Banken, daß ein Teil dieser Anleihen noch nicht beim Publikum untergebracht wurde.

Kurswechsel der Notenbankpolitik

Diese Veränderung am Kapitalmarkt wurde begleitet von einem Wechsel in der Notenbankpolitik: Seit Beginn dieses Jahres hatte die BdL bei allen geldpolitischen Maßnahmen die Zinssenkung am Kapitalmarkt im Auge behalten und durch einen flüssigen Geldmarkt unterstützt. Die BdL erwartete, daß das Aufkommen langfristiger Mittel am Kapitalmarkt von der Industrie dazu benutzt

werde, ihre kurzfristigen Schulden in langfristige umzuwandeln. Die anhaltende Hochkonjunktur aber bewegte die Industrie, auf eine Umschuldung zu verzichten. Vielmehr wurden zusätzlich zu den langfristigen Krediten weitere kurzfristige Kredite aufgenommen und damit die Expansion vorangetrieben. Aus der Furcht vor einer Überhitzung der Konjunktur erhöhte die BdL Anfang August ihren Diskontsatz. Die bisher beachtete Förderung des Kapitalmarktes mußte dabei zurückstehen.

Die weitere Entwicklung am Kapitalmarkt für den Rest dieses Jahres steht also unter grundsätzlich anderen Voraussetzungen als die der vergangenen Monate. Eine Fortsetzung der bisherigen Erfolge ist nur dann möglich, wenn das Kapitalaufkommen so stark ist, daß die Investitionswünsche ohne Heraufsetzung des einmal errungenen Normalzinses von $5\frac{1}{2}$ –6 % befriedigt werden können.

Das Vertrauen der privaten Sparer

Der zur Stärkung des organisierten Kapitalmarktes notwendige zusätzliche Kapitalstrom müßte von privaten Sparern aufgebracht werden. Bis Ende 1954 bevorzugten die privaten Kapitalgeber das Kontensparen. Auch Direktkredite oder Beteiligungen waren besonders durch die steuerlichen Vorteile

attraktiv. Wenn privates Sparkapital sich am Wertpapiermarkt beteiligte, wurde es meist in Aktien investiert.

Mit Aufhebung der Kapitalmarktenkung wurde eine steigende Beteiligung des privaten Sparers am Wertpapiermarkt erwartet. Bisher ist allerdings noch keine wesentliche Änderung eingetreten. Vielmehr sind die Termineinlagen bei den Banken gestiegen. Nur der Aktienmarkt konnte Erfolge verzeichnen.

Es bleibt also auch auf der Kapitalgeberseite eine Forderung, die bereits zu Jahresbeginn aufgestellt wurde, weiterhin bestehen; Durch eine Angleichung der Zinshöhe der verschiedenen Anlagemöglichkeiten mehr privates Sparkapital auf den Wertpapiermarkt zu lenken. Einen Hemmschuh für eine derartige Entwicklung bilden aber die Erfahrungen der privaten Sparer aus den beiden großen Inflationen. Diese Abneigung macht auch das private Sparkapital relativ zinsunempfindlich. Da sich aber auch das Kontensparen wieder einbürgern konnte, müßte auch das Wertpapiersparen Aussichten auf eine Wiederbelebung haben. Erste Voraussetzung hierfür ist aber, daß durch eine Zinsnivellierung die normalen Verhältnisse wiederhergestellt werden. (Me.)

Kapitalmarkt und Währungspolitik

Wer die Lage am Kapitalmarkt beurteilen will, sollte nicht unterlassen, einen Blick auf die Entwicklung der zurückliegenden Jahre zu werfen. Greift man einige repräsentative Zahlen heraus, so ergibt sich folgendes Bild. In dem Zeitraum von Ende 1950 bis Mitte 1955 haben sich die Termineinlagen um rund 150 % auf 10,53 Mrd. DM, die Spareinlagen um etwa 370 % auf 18,93 Mrd. DM sowie der Absatz von festverzinslichen Wertpapieren und Aktien um fast 880 % auf 15,26 Mrd. DM erhöht. Zum Vergleich sei noch erwähnt, daß die Sichteinlagen im gleichen Zeitraum nur um knapp 85 % auf 19,28 Mrd. DM gestiegen sind. Diese wenigen Zahlen spiegeln unter Berücksichtigung der ökonomischen und poli-

tischen Verhältnisse sowie insbesondere auch der Erfahrungen, die die Sparer machen mußten, eine durchaus gesunde Entwicklung wider. Besonders bemerkenswert ist die — bisweilen in ihrem Wachstum unterschätzte — starke Zunahme des Absatzes von festverzinslichen Wertpapieren und Aktien. Ein leistungsfähiger Wertpapiermarkt ist eine wesentliche Voraussetzung für eine störungsfreie Währungspolitik; denn die Wertpapierbesitzer vermögen in Zeiten wirtschaftlicher Anspannung — im Gegensatz zu den Kontensparern, die ihre Guthaben abheben können — keinen nachteiligen Einfluß auf das Geldvolumen auszuüben. Wenn sie mittels ihrer Wertpapiere als Käufer auf den

Warenmärkten auftreten wollen, müssen sie erst Interessenten finden, die bereit sind, ihre Obligationen oder Aktien zu übernehmen. Derartige Transaktionen lassen das bestehende Geldvolumen unverändert.

Kontensparen kann das Marktgleichgewicht stören

Wird dagegen Geldkapital überwiegend in Form von Spar- oder Termineinlagen gebildet, so kann der Sparprozeß zu einem wesentlichen Teil dann nicht zur vollen Auswirkung gelangen, wenn die Banken aus Risikogründen oder aus anderen Überlegungen davon absehen, Mittel in entsprechendem Umfang für die Investitionsfinanzierung zur Verfügung zu stellen. Hinzukommt, daß diese Einlagen in Zeiten der Unsicherheit oder einer konjunkturellen Anspannung in Bewegung geraten und in den Geldkreislauf einströmen können und zu einer Störung des Marktgleichgewichts führen. Schon aus diesen Gründen müssen die Bemühungen, den Wertpapiermarkt zu festigen und zu verbreitern, fortgesetzt werden. Das wird aber nur dann möglich sein, wenn keinerlei Mißtrauen in die Währung besteht und die Sparer mit einer gewissen Stabilität der Wertpapiermärkte rechnen können.

An der starken Zunahme des Absatzes von Wertpapieren hat sich bisher allerdings eine Käuferschicht, die früher neben den Kapitalstellen, Kreditinstituten und gewerblichen Unternehmungen mit

im Vordergrund stand, kaum beteiligt: die privaten, auf Daueranlage bedachten Wertpapierkäufer. Sie sollten aber mit der Zeit wieder Hauptträger eines breiten und gesunden Wertpapiermarktes werden. Von den Wertpapieren, die nach der Währungsreform aufgelegt und abgesetzt worden sind, dürften bisher weniger als 10 % in private Hände gelangt sein. Die beiden Steuerreformen haben zwar bei den kleineren und mittleren Einkommen auch gewisse Voraussetzungen für eine ins Gewicht fallende Ersparnisbildung in Form von Wertpapieren geschaffen, aber es ist notwendig, noch mehr zu tun. Insbesondere wäre auch die Arbeiterschaft, soweit sie über ein entsprechendes Einkommen verfügt, für die Anlage in Aktien- und Rentenwerten zu interessieren. Dies könnte unter anderem in Form von Anteilen an Investmentgesellschaften geschehen. Wenn hierbei die Erwartungen auch nicht zu hoch gespannt werden dürfen — zumal eine derartige Umstellung einen größeren Zeitraum erfordern wird —, so sollten doch mit möglichster Beschleunigung die rechtlichen und steuerlichen Voraussetzungen für die Intensivierung dieser Sparform geschaffen werden.

Der Pflege des langfristigen Sparens kommt gerade jetzt wieder besondere Bedeutung zu. Die westdeutsche Wirtschaft befindet sich in der Phase der Hochkonjunktur und der Vollbeschäftigung. Ein Mittel, der Gefahr einer inflatio-

nären Entwicklung zu begegnen, besteht darin, das Sparen zu intensivieren. Das starke Wachstum der kurzfristigen Wirtschaftskredite hat den Zentralbankrat der Bank deutscher Länder veranlaßt, den Diskont- und Lombardsatz sowie die Mindestreservesätze zu erhöhen. Es hat sich ferner gezeigt, daß Kapitalaufnahmen über den Kapitalmarkt zu einem wesentlichen Teil nicht zur Rückzahlung von Bankkrediten, sondern für Erweiterungsinvestitionen verwendet worden sind. Da auch die Preise in manchen Bereichen nach oben tendieren und in zunehmendem Umfang Forderungen auf Lohnheraufsetzungen erhoben werden, besteht durchaus Anlaß, die Nachfrage auf breiter Front zu zügeln.

Im Rahmen der skizzierten Entwicklung sind in letzter Zeit einige Zweifel aufgetreten, ob die im Gang befindliche Zinssenkung für langfristiges Kapital weiter anhalten wird oder nicht. Im Augenblick scheint — auch nach Auffassung der Bank deutscher Länder — die abwärts gerichtete Zinstendenz noch vorzuherrschen.

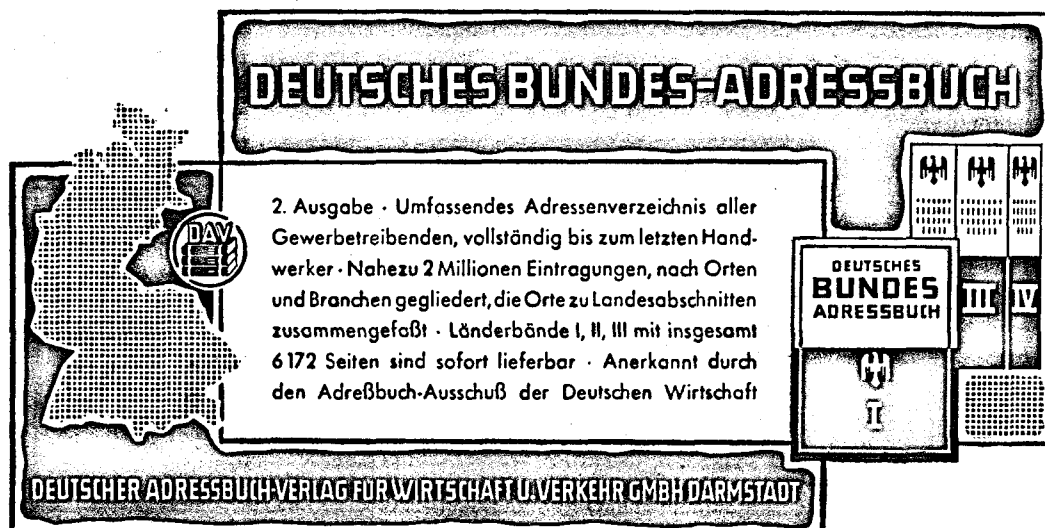
Ist die Zinssenkung dauerhaft?

Ob aber diese Entwicklung trotz anhaltender Ersparnisbildung von Dauer sein wird, könnte aus zwei Gründen fraglich erscheinen. Einmal werden in den kommenden Monaten die Anforderungen an den Kapitalmarkt von seiten der Real kreditinstitute, der Aktiengesellschaften und staatlicher Stellen erheblich wachsen. Hierbei besteht

DEUTSCHES BUNDES-ADRESSBUCH

2. Ausgabe · Umfassendes Adressenverzeichnis aller Gewerbetreibenden, vollständig bis zum letzten Handwerker · Nahezu 2 Millionen Eintragungen, nach Orten und Branchen gegliedert, die Orte zu Landesabschnitten zusammengefaßt · Länderbände I, II, III mit insgesamt 6172 Seiten sind sofort lieferbar · Anerkannt durch den Adreßbuch-Ausschuß der Deutschen Wirtschaft

DEUTSCHER ADRESSBUCH-VERLAG FÜR WIRTSCHAFTSVERKEHR GMBH DARMSTADT



auch die Möglichkeit, daß das Interesse an einer Finanzierung über Industrieobligationen stärker zunehmen wird. Diese Finanzierungsform hat dadurch in letzter Zeit an Bedeutung verloren, daß Bankkredite und Schuldscheindarlehen im ganzen gesehen zu günstigeren Bedingungen zu erhalten waren. Durch die nunmehr erhobene Forderung, das Kreditvolumen einzudämmen, könnten sich die gewerblichen Unternehmen veranlaßt sehen, mehr als bisher den Kapitalmarkt in Anspruch zu nehmen.

Zum anderen beeinflussen die geldmarktpolitischen Maßnahmen der Bank deutscher Länder in der einen oder anderen Weise fast auch stets den Kapitalmarkt. Wie

durch eine Senkung des Diskontsatzes und der Mindestreservesätze eine indirekte Stützung des Kapitalmarktes herbeigeführt werden kann, vermag sich auch umgekehrt eine Verknappung des Geldmarktes durch Heraufsetzung des Diskontsatzes und der Mindestreservesätze nachteilig auf den Kapitalmarkt auszuwirken. Kommt noch eine Erhöhung der Habenzinsen hinzu, so werden disponible Mittel zum Teil nicht mehr der Wertpapieranlage, sondern den Banken als Einlagen zufließen.

Es wird daher aller Anstrengungen und aller Einsicht bedürfen, um das jetzt erreichte Zinsniveau für langfristige Mittel zu befestigen und zu halten. (Gl)

Welche Anforderungen hat der Kapitalmarkt zu erwarten?

Der Kapitalmarkt, worunter ich im engeren Sinne den Markt der festverzinslichen und Dividendenpapiere verstehe, hat sich zweifellos im Jahre 1955 befriedigend entwickelt, und es gibt Stimmen, die meinen, daß man bereits von einer endgültigen Konsolidierung des Marktes sprechen kann. Der Kapitalzins zeigt eine sinkende Tendenz, Neuemissionen finden guten Absatz, ja, man kann schon von einem Verkäufermarkt sprechen, und das alles geschieht trotz Aufhebung der steuerlichen Förderung der Kapitalbildung.

Wir sind noch nicht über den Berg!

So erfreulich diese Erscheinungen sind, so dürfen sie doch unseren Blick dafür, daß wir noch lange nicht über den Berg sind, nicht verdunkeln. Der Absatz von festverzinslichen Wertpapieren betrug im ersten Halbjahr 1955 1 797 Mill. DM gegenüber 2 713 Mill. DM im ersten Halbjahr 1954. Bei der Beurteilung dieser Zahlen müssen jedoch einerseits die neuemittierten Aktien, andererseits die Emissionen der Investitionshilfe, die ja den Markt nur im Falle der Wiederveräußerung berühren, berücksichtigt werden. In der Zahl von 2 713 Mill. DM sind 354 Mill. DM Investitionshilfepapiere, in der von 1 797 Mill. DM 556 Mill. DM Investitionshilfe enthalten, so daß die bereinigten Zahlen lauten: 2 359 Mill. DM im ersten Halbjahr

1954, 1 241 Mill. DM im ersten Halbjahr 1955. Dagegen hat der Absatz von Aktien-Neuemissionen erfreulich zugenommen, und zwar von 104 Mill. auf 859 Mill. DM.

Die Emissionsansprüche

Wie sind nun diese Zahlen in Einklang zu bringen mit der Nachfrage nach Wertpapierkapital? Herr Benning, Mitglied des Direktoriums der Bank deutscher Länder, hat in einem in Stuttgart im April ds. Js. gehaltenen Vortrag die Emissionsansprüche im Jahre 1955 m. E. zutreffend auf 4—5 Mrd. DM geschätzt. Dieser Betrag würde sich nach seiner Vorausschau wie folgt zusammensetzen: Aktien mindestens 1 Mrd. DM, Industrieobligationen (zusammengesetzt aus endgültigem Placement von Investitionshilfepapieren und einigen neuen Emissionen): 300—400 Mill. DM, Wohnungsbau und ergänzender kommunaler Bedarf: 2 Mrd. DM oder sogar etwas mehr, und schließlich 500—750 Mill. DM für öffentliche Emissionen (einschl. 400 Mill. DM Lastenausgleich).

Wenn man hofft und unterstellt, daß der Absatz an festverzinslichen Wertpapieren eine zum Jahresende leicht steigende Tendenz aufzeigt, so ist in der Tat die Erwartung, daß in diesem Jahr Angebot und Nachfrage ausgeglichen werden, berechtigt.

Es fehlen aber in der diesjährigen Rechnung einige Emittenten,

deren Kapitalbedürfnisse auf die Dauer gesehen berücksichtigt werden müssen. Über einen längeren Zeitraum betrachtet, muß man m. E. mit folgenden Zahlen im Durchschnitt jährlich rechnen:

1. Der Wohnungsbau benötigt mindestens 2—2½ Mrd. DM; dabei ist zu berücksichtigen, daß, je mehr es gelingt, die Mietpreise zu entzerren und zu einer Kostenmiete zu gelangen, die Nachfrage nach Kapital seitens des Wohnungsbaus (natürlich unter gleichzeitiger Entlastung der öffentlichen Hand und damit der Steuerzahler) wächst. Das Wohnungsbauprogramm repräsentiert z. Zt. einen Wert von 8,8 Mrd. DM, von denen nur 3,7 Mrd. DM rentierlich finanziert werden. Diese Zahlen zeigen, wie erheblich mehr der Wohnungsbau benötigt, wenn wir einmal wieder das Ziel einer normalen Finanzierung des Wohnungsbaus erreichen würden.

2. Den Bedarf der Industrie schätze ich auf 2 Mrd. DM und

3. den der öffentlichen Hand (Bund, Länder, Gemeinden, Lastenausgleich, Bundesbahn, Bundespost) auf mindestens 3 Mrd. DM ein. Insgesamt komme ich damit auf eine Summe von mindestens 7—7½ Mrd. DM, von denen 6—6½ Mrd. DM auf festverzinsliche Wertpapiere entfallen. Das bedeutet aber, daß der jetzige Absatz in Zukunft mehr als verdoppelt werden müßte.

Abbau des Steuertarifs erschließt neue Sparer-schichten

Ist dies möglich? Welches sind die bisherigen Käufer von festverzinslichen Anleihen, in welchem Ausmaß kann erhofft werden, daß ihre Nachfrage sich steigert, und können noch neue Käufer dem Markt zugeführt werden?

Zunächst ist zu sagen, daß bedauerlicherweise das private Käuferpublikum im Augenblick nur in verschwindendem Ausmaß am Markt ist. Die Hauptabnehmer sind die Sozialversicherungsträger, die Sparkassen und die Lebensversicherungen. Von diesen drei Käufergruppen nehmen die Sparkassen und Lebensversicherungen zunehmend Material auf. Es darf aber nicht verkannt werden, daß das Tempo der Zunahme der Sparguthaben, so erfreulich die Zunahme

absolut gesehen noch immer ist, nachgelassen hat; während nämlich von Anfang Dezember 1953 bis Ende Juni 1954 die Zunahme 3,9 Mrd. DM betrug, nahmen die Sparguthaben von Anfang Dezember 1954 bis Ende Juni 1955 nur um 3,1 Mrd. DM zu. Zweifellos treten die Sparkassen und Lebensversicherungen jetzt in erheblich höherem Maße als im Vorjahr als Käufer festverzinslicher Wertpapiere auf, weil sie im vorigen Jahre im Zusammenhang mit ihrer eigenen Ertragsteuerbegünstigung und angesichts der vorjährigen

Zinslage vorteilhafter Direktanlagen machen konnten. Ob aber ihre diesjährige Anlagetätigkeit in den nächsten Jahren vermehrt werden kann, hängt von einer Steigerung der Spartätigkeit des Publikums ab, diese wiederum aber wird entscheidend nur von weiteren Steuersenkungen beeinflusst werden können.

Die Tatsache, daß trotz der noch bis Ende 1954 bestehenden außerordentlich reizvollen Steuerbegünstigungen für die Spartätigkeit im Grunde genommen im Rahmen der Steuerbegünstigung

von privater Seite nicht gerade viel gespart wurde, beweist m. E. eindeutig, daß die hohen Steuersätze das Sparen behindern. Es mag sicherlich noch einige Maßnahmen geben — ich denke an den von mir früher schon einmal gemachten Vorschlag der Gründung überbetrieblicher Werksparkassen, an den Aufbau von Investmentgesellschaften, an die vermehrte Anlage von Pensionsrückstellungen in festverzinslichen Wertpapieren — entscheidend bleibt meiner Ansicht nach der Abbau des noch immer zu hohen Steuertarifs. (rg)

Zwischen Genf und Genf

Zwei Briefe politischer Beobachter

Die Entspannungstendenz dominiert

Bonn, 10. August

Wie die Berliner Konferenz im Frühjahr 1954 als einziges konkretes Ergebnis eine andere Konferenz, die Genfer Asienkonferenz, geboren hatte, so ist auch die Genfer Konferenz der Regierungschefs am 23. Juli damit beendet worden, daß sie eine neue Konferenz, die der Außenminister im Oktober, einberief. Zwischen diesen beiden formell ähnlichen Konferenzergebnissen besteht aber ein sehr wesentlicher Unterschied. Der Entschluß zur Indochinakonferenz war den Westmächten in Berlin durch den militärischen Druck eines ferneren Krieges, den Frankreich nicht gewinnen konnte, von der Sowjetunion aufgezwungen worden. Der jetzige Entschluß zur Außenministerkonferenz wurde von allen vier Mächten in völliger Freiheit als erste Etappe in einem langwierigen Prozeß des Ausarbeitens von Kompromissen gefaßt. Die Strömung der Koexistenz hat das Verhältnis der Mächte in erstaunlich kurzer Zeit fast revolutioniert. Die Führer der beiden großen Atom-mächte gelangten etwa gleichzeitig zu Schlußfolgerungen aus der waffentechnischen Umwälzung, die zum erstenmal in der Weltgeschichte den Krieg als Mittel nationaler Politik sinnlos erscheinen ließen und die somit eine allgemeine Ent-

spannung, einen Abbau des kostspieligen Apparats des kalten Krieges als gemeinsames Interesse der Großmächte erforderten. Die Konferenz „auf höchster Ebene“ war nichts anderes als der Durchbruch dieser mächtigen Entspannungstendenz in die diplomatische Sphäre.

Alle Einzelfragen mußten an Bedeutung gegenüber dem neuen großen Faktum der Weltpolitik, dem Willen der Großmächte, den kalten Krieg zu beenden, zurücktreten, ja sie mußten unweigerlich auch an Gewicht verlieren. Hiervon wurde auch die Frage der deutschen Wiedervereinigung betroffen, die neben den Verhandlungspunkten „Europäische Sicherheit“, „Abrüstung“ und „Kontakte zwischen Ost und West“ den Gegenstand der kommenden Ministerkonferenz im Oktober bilden wird.

Die Westmächte waren nach Genf mit der Zusage an Bonn gegangen, der Sowjetunion keine „Sicherheit“ zu gewähren, es sei denn als Preis für die deutsche Wiedervereinigung. Während Eisenhower diesen Gedanken allgemein formulierte, machten Eden und Faure der russischen Delegation konkrete Garantieangebote. Darunter befand sich ein Viermächtepakt mit Gesamtdeutschland, ein Abkommen über Rüstungsbeschränkungen an beiden Seiten der nach der Wieder-

vereinigung zwischen Ost und West verlaufenden Linie sowie die Schaffung einer entmilitarisierten Zone zwischen West und Ost; ein anderes Garantieangebot war, daß Gesamtdeutschland nicht mehr Divisionen haben solle, als sie jetzt der Bundesrepublik zugestanden worden sind. Auch ein interregionaler Sicherheitspakt zwischen den bestehenden militärischen Gruppierungen wurde Moskau angeboten, wobei der Westen stets von der Entscheidungsfreiheit eines wiedervereinigten Deutschland für die Zugehörigkeit zum Atlantikpakt ausging. Bulganin, als Sprecher des sowjetischen Führungskollektivs — in dem Chruschtschew die stärkste, aber keineswegs allein dominierende Figur schien — lehnte die Serie der westlichen Garantieangebote mit einer einzigen Bemerkung ab: Garantien seien nur etwas für schwache und kleine Staaten, nicht für „große“.

Statt dessen schlugen die Russen eine umgekehrte Rangordnung der Probleme vor: Da die Wiedervereinigung Deutschlands, wie sie aufs neue erklärten, durch die Verwirklichung der Pariser Verträge zunächst „gegenstandslos“ geworden sei, mußten die Probleme Sicherheit und Abrüstung vor der deutschen Frage gelöst werden. Hier war man bald am Kern der Verhandlungslage angelangt: Sollten die Westmächte, getreu ihrer Aus-