

Meissener, Wolfgang

Article — Digitized Version

Müssen wir mit hohen Zinsen leben?

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Meissener, Wolfgang (1970) : Müssen wir mit hohen Zinsen leben?,
Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 50, Iss. 5, pp. 307-310

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/134120>

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.

Rezession zu vermeiden, wenn die Wachstumsrate hinter dem langfristigen Trend zurückbleibt.

Abweichungen in den Konzepten

Die Zeiten sind also vorbei, in denen sich die republikanische Wirtschaftspolitik deutlich von der demokratischen in den Zielsetzungen unterschieden hat. Es fällt auf, daß beide Beratergremien die gleiche Kombination von Beschäftigung und Preisveränderungen als Richtwerte nennen. Doch sind die alten Akzentunterschiede noch sichtbar. Gehen auch eine Arbeitslosigkeit von 3,5–4%, ein hohes Wachstum und eine diesen Größen ent-

sprechende Geldwertstabilität (3% Inflation) relativ einstimmig als „beste aller Welten“, so werden doch Abweichungen nach der kontraktiven Seite hin von den demokratisch-liberalen Ökonomen besonders emphatisch verurteilt, während die konservative, ideologisch bei den Republikanern beheimatete Gruppe über 3% hinausgehende Opfer an Geldwertstabilität lautstark beklagt. Wir haben es also mit einer verschiedenen Einschätzung der Risiken unvermeidlicher Abweichungen von dem angepeilten Pfad zu tun. Diese Unterschiede in der Nuancierung bleiben, wie die Maßnahmen der neuen Regierung deutlich machen, nicht ohne Einfluß auf das politische Resultat.

Müssen wir mit hohen Zinsen leben?

Wolfgang Meissner, Hamburg

Hohe Zinsen als kreditpolitische Bremsen sind angesichts des gegenwärtigen konjunkturellen Hintergrunds und der politischen Probleme bei dem Einsatz finanzpolitischer Mittel zur Konjunkturstabilisierung nahezu selbstverständlich. Als vorübergehende Erscheinungen in Phasen konjunktureller Anspannungen müssen hohe Zinsen nun einmal hingenommen werden. Diese Grundeinstellung wird auch von weiten Kreisen in der BRD bewußt oder aufgrund der Erfahrungen des letzten Jahrzehnts eingenommen. So richten die Bundesbank, die Geschäftsbanken einschließlich der Sparkassen und die Hypothekenbanken ihre Geschäftspolitik offensichtlich nach diesem Vorstellungsbild aus. Auch die Industrie, insbesondere die Bauwirtschaft, dürfte sich zumindest in ihrer langfristigen Kreditaufnahmepolitik an diesem Modell des stetigen Wechsels zwischen Kreditmarktrestriktionen und -lockerungen orientieren.

Koexistenz mit der Inflation?

Warum wird aber trotzdem – ausgehend vom Bundeswirtschaftsministerium – die Frage aufgeworfen: „Mit hohen Zinsen leben?“ Soll das heißen, daß wir uns dauerhaft auf hohe Zinsen einzurichten haben, daß also in der BRD hohe Zinsen am Geld- und Kapitalmarkt nicht mehr als vorübergehende Merkmale einer Überhitzung der Wirtschaft und als Folgen ergriffener Gegenmaßnahmen gesehen werden? Wird dem-

nach mit einer zeitlich unbegrenzten Überhitzung gerechnet? Und bedeutet diese Frage schließlich ein Ende des Kampfes um die Stabilität der DM und damit das Korrelat zur These von der „Koexistenz mit der Inflation“?

Diese Frage ist anscheinend von seiten der Bundesregierung bereits entschieden. Der Bundeskanzler betonte in seiner Rede zum 1. Mai sicher nicht zufällig, daß er eine Stabilisierung um den Preis einer Rezession nicht dulden werde. Wir müssen uns also darauf einrichten, daß die Bundesregierung

- einschneidende budgetpolitische Maßnahmen zur Konjunkturdämpfung nicht ergreifen wird,
- bei den ersten Anzeichen einer wirtschaftlichen Entspannung die bisher ergriffenen Maßnahmen aufheben, d. h. die Konjunkturausgleichsrücklagen wieder ausgeben wird, bevor am Geld- oder gar am Kapitalmarkt eine echte Entspannung und Zinssenkung eingetreten sind.

Mit einem Rückgang des Kapitalmarkt-Zinses auf den bisherigen „Normalstand“ von ca. 6% kann

Wolfgang Meissner, 40, Dipl.-Kaufmann, ist Direktor der Vereinsbank in Hamburg und dort für das Effektengeschäft zuständig.

also für die nächsten Jahre schon aufgrund der Regierungspolitik nicht gerechnet werden. Eine der Konsequenzen für die Wirtschaft: Bei den bisher schwankenden Zinsen konnten bei der herrschenden Konkurrenz die Höchstzinssätze für langfristiges Kapital nicht in die Preiskalkulation einbezogen werden. Man denke nur an die Mieten, die sich auch in Jahren mit teuren Zinsen wegen älterer, billiger Hypothekenzusagen in etwa nach einem Durchschnitt der Finanzierungskosten der letzten Jahre ausrichteten. Die Unternehmer mußten neue Investitionen folglich in Zeiten besonders teurer, langfristiger Finanzierung schließlich strecken, um gegen später billiger finanzierte Investitionen konkurrenzfähig zu bleiben.

Ansatz zur inflationistischen Spirale

Wenn nun aber hohe Zinsen andauern, werden sie zwangsläufig in die Kalkulationen eingehen und Preiserhöhungen zur Folge haben. Es ist nun müßig festzustellen, ob die Sparer dann einen höheren Zins zum Ausgleich ihrer Inflationsverluste verlangen oder ob die Preise steigen, weil der dauerhaft hohe Zins mit in die Kalkulationen einbezogen wird. Entscheidend ist, daß hierin ein weiterer Ansatz zur inflationistischen Spirale liegt.

Eine Bestätigung der Annahme, daß der hohe Zins in der wirtschaftlichen Grundkonzeption der Bundesregierung hingenommen wird, findet sich in einem Vortrag von Ministerialdirektor Hankel vom BMWi¹⁾.

Er drückte seine Genugtuung darüber aus, daß der hohe und – seiner Meinung nach – langfristig nur noch einbahnartig steigende Habenzins zu einer höheren Gewinnausschüttung an den Sparer führt. Der Kapitalertrag würde dadurch gerechter verteilt. „Soziale Konflikte klingen ab.“ Höhere Zinsen müssen aber von den Unternehmungen verdient werden, und damit – was von der Hankel-Theorie eingeräumt wird – besteht die Gefahr, daß die Unternehmer die höheren Zinsen entweder über die Preise zu verdienen suchen oder resignieren und die Investitionen einschränken. Die Lösung wird in einer „Verstetigung der Wachstumspolitik“ gesehen. Eine „schnellere Gangart unseres wirtschaftlichen Wachstums“ bietet dem Unternehmer sowohl die Möglichkeit, die erhöhten Zinsen zu verdienen, als auch genügenden Anreiz zu investieren.

Unerwünschte Kapitalexporte

Für den Kapitalmarkt ergibt sich aus dieser Theorie die entscheidende Frage, ob es gelingt, die bisherige Kapitalbildung noch zu übertreffen; denn bei Vollbeschäftigung ist ein erhöhtes Wachstum

nur durch einen entsprechend vermehrten Kapitaleinsatz möglich. Die ersten Monate im Zeichen dieser neuen Politik waren allerdings nicht sehr erfolgreich.

Die Aufwertung ermöglichte zwar eine drastische Zinserhöhung am deutschen Geldmarkt von 2–3% p. a. vor Oktober 1969 auf 9¹/₂–10% p. a. Ende April 1970 (wodurch die als „Obergrenze“ angesehene Rate des Euro-Dollar-Marktes von 8–8¹/₂% beträchtlich überstiegen wurde); dennoch fließt immer noch in erheblichem Umfang langfristiges Kapital ins Ausland ab. Daß ein Teil der im 1. Quartal 1970 abgeflossenen 3,75 Mrd. DM durch kurzfristige Auslandsverschuldungen Zahlungsbilanzmäßig ausgeglichen wurde, täuscht über den aus den erwähnten wachstumspolitischen Gründen als unerfreulichen Verlust anzusehenden Kapitalexport nicht hinweg. Ein wesentliches Ziel der Aufwertung, nämlich die Verminderung des Kapitalexportes und des Importes „heißen“ Geldes, ist folglich noch immer nicht erreicht. Die Ursache dafür ist teilweise die Zinsdifferenz von ³/₄–1% p. a. für langfristige Anleihen zwischen deutschem und Euro-Dollar-Markt. Von den erwähnten 3,75 Mrd. DM entfallen 1,3 Mrd. DM auf Wertpapierkäufe – der Rest scheint eher die Notwendigkeit für unsere Industrie widerzuspiegeln, die Auslandsinvestitionen gerade nach der Aufwertung zu intensivieren, um trotz der Schlechterstellung die einmal gewonnenen Absatzmärkte zu halten.

Per Saldo hat das höhere Zinsniveau im In- und Ausland auch nicht zu einem entsprechend höheren Wertpapiererwerb gereizt, denn seit der Aufwertung stand das Kapitalmarkt-Geschehen in der BRD im Zeichen extrem angespannter Bankenliquidität. Die Kreditinstitute stellten die Käufe festverzinslicher Wertpapiere ein bzw. verringerten sogar ihre Rentenbestände per Saldo. Der Rentenmarkt geriet zusehends in den Sog des inländischen Zinsauftriebs, der das durchschnittliche Renditeniveau von 7,5% im Januar 1970 auf etwa 8,4–8,5% Anfang April 1970 ansteigen ließ. Überraschend erfolgte dann in der ersten und zweiten April-Woche am Rentenmarkt ein Nachfrage- und Kursanstieg, der eine Rückbildung der Rendite auf 8,1–8,3% zur Folge hatte. Gespeist wird die derzeitige rege Nachfrage nach 8%igen DM-Titeln hauptsächlich vom privaten Anlegerpublikum. Doch das angebotene Material an 8%igen Emissionen blieb zu knapp, um heute schon festzustellen, ob der 8%ige Anleihetyp tatsächlich die Wertpapier-spartätigkeit hätte steigern können. Nur Bahn, Post und Bund und einige Kommunal-Obligationen erschienen am Markt – die übrigen potentiellen Emittenten waren nicht bereit, diesen seit 1956 höchsten Zins für langfristige Schulden zu zahlen. Verschiedene Realkreditinstitute stellten sogar den

¹⁾ Gehalten anläßlich der Mitgliederversammlung des Bankenverbandes Hessen e. V. in Frankfurt/M. am 13. 3. 1970.

Verkauf der 8⁰igen Kommunalobligationen wegen mangelnder Möglichkeit, die entsprechenden Zinsen im Aktivgeschäft nachhaltig zu erzielen, wieder ein.

Nachlassen der Sparkapitalbildung

Seit Oktober 1969 lag die gesamte Unterbringung von festverzinslichen Wertpapieren einschließlich ausländischer Werte beachtlich unter den Vorjahresziffern (bis Ende Februar 1970 um 4,9 Mrd. DM weniger). Auch auf dem Aktienmarkt ist in den ersten 5 Monaten nach der Aufwertung keine erhöhte Anlagetätigkeit festzustellen. Die privaten Anleger erhöhten ihre Käufe zwar um 900 Mill. DM (ausländische Aktien eingeschlossen), doch entfiel ein fast ebenso großer Teil auf Anlagen vom Ausland und von den Kreditinstituten, die im Vorjahr zum Ergebnis beigetragen hatten. Daß die Spareinlagen vom Oktober 1969 bis Februar 1970 (trotz um 1,1 Mrd. DM gestiegener Zinsgutschriften im Dezember 1969) nur um 11,1 Mrd. DM gegenüber 13,6 Mrd. DM der Vorjahreszeit wuchsen, ist zwar allgemein aufgefallen, doch vermutete man eine Verlagerung auf andere Sparformen.

Diese Annahme findet jedoch keine Bestätigung. Insgesamt hat nämlich die Sparkapitalbildung einschließlich des Wertpapiersparens seit der Aufwertung erheblich nachgelassen. Das in der Zielprojektion des Bundeswirtschaftsministeriums erwartete erhöhte Wirtschaftswachstum ist somit zumindest im ersten Halbjahr seit der Aufwertung der entsprechenden Grundlage einer erhöhten Kapitalbildung beraubt — wenn nicht die Selbstfinanzierung über den Preis steigen sollte.

Schlimmer als dieses Ergebnis einer relativ kurzfristigen Periode ist jedoch die Erfahrung, daß erhöhte Zinsen keineswegs automatisch den Sparwillen stärkten. Dies ist statistisch erkennbar; so sanken 1966 (die letzte Hochzinsperiode) die Wertpapier-Nettoabsatzziffern gegenüber 1965 von

12,4 Mrd. DM auf 5,5 Mrd. DM an festverzinslichen Werten und von 3,9 Mrd. DM auf 2,6 Mrd. DM an Aktien; die Spareinlagen stiegen mit ca. 14 Mrd. DM ebenso stark wie 1965. In dieser Hinsicht ist das BMWi mit seiner Annahme von einer „zunehmenden Spar- und Vermögensbildungsaktivität unserer Bevölkerung“ auf dem falschen Weg. Denn auch unsere Bevölkerung reagiert auf Preissteigerungen normal: Sie konsumiert mehr. Aus dieser Erkenntnis schreibt die Bundesbank im Märzbericht 1970 (S. 7): „Freilich wird die Übernachfrage durch die Kreditverteuerung und -verknappung nur allmählich gedämpft werden können.“ Und noch unmißverständlicher weist die Bundesbank im Jahresbericht 1969 auf die Notwendigkeit einer Fortsetzung des Restriktionskurses hin, bis die Inflationsmentalität gebrochen ist. Nur durch hohe Zinsen und durch Kreditverknappung — so heißt es in dem Bericht — könnte eine Revision der Investitionsplanungen und damit eine Abschwächung der Investitionstätigkeit erzwungen werden.

Zinssenkung in den USA unwahrscheinlich

In Kenntnis der ersten Reaktion der Sparer und der Einstellung der Bundesbank wird heute die Theorie des „mit hohen Zinsen leben“ offenbar mit dem Ziel entwickelt, die Finanzwelt dahingehend zu beeinflussen, der Bremswirkung der restriktiven Kreditpolitik und der zu erwartenden Konjunkturdämpfung entgegenzuwirken. In gleicher Richtung laufen offensichtlich auch die Bemühungen Ministerialdirektor Hankels, den Realzins, insbesondere das Hypothekendarlehen-Gesetz, zu reorganisieren. Unverkennbar ist zumindest der Unmut über die praktische Einstellung des Hypothekengeschäfts nach Erreichen des hohen Kapitalmarktzinses. Das BMWi möchte wohl erreichen, daß man sich an den hohen Zins gewöhne, Pfandbriefe zu diesem Zins emittiere und trotz der hohen Zinskostenbelastung baue. Denn die Pause in der Bauwirtschaft würde sonst zu

**CORNELL
UNIVERSITY
PRESS LTD**

Distributed by
IBEG LTD., 2-4 Brook Street,
LONDON W1Y 1AA, England

Profits in the United States

An introduction to a Study
of Economic Concentration
and Business Cycles
By HOWARD J. SHERMAN

This book charts the gulf between the performance of a single enterprise and the economy as a whole, and lays the foundation for a bridge across it.

85s. net

Maximal Economic Growth

A Geometric Approach
to Von Neumann's Growth Theory
and the Turnpike Theorem
By JAROSLAV VANEK

The author presents a fascinating account of how a model of production can generate the growth process known as „Von Neumann balanced growth“.

55s. net

lang, da die Chancen einer baldigen Lockerung der Notenbankrestriktionen angesichts des anhaltenden Preis- und Kostenauftriebes gering sind.

Auch der Eindruck, daß die Periode der internationalen Hochzinspolitik – mit den USA als Zinsführer – ihrem Ende entgegengeht, wird vom BMWi nicht geteilt. Diese Befürchtungen sind durchaus begründet. Ob die Maßnahmen des Federal Reserve Board (leichte Vermehrung des Geldvolumens) und die Zinssenkungen am US-Geldmarkt auf dem Hintergrund der amerikanischen Konjunkturberuhigung fortschreiten, bleibt abzuwarten. Angesichts der stark defizitären US-Zahlungsbilanz muß aber eine größere und nachhaltige Zinssenkung in den USA als unwahrscheinlich bezeichnet werden.

Dies gilt vor allem für den Zins am Anleihemarkt. Am US-Kapitalmarkt hat sich in den Jahren seit 1966 ein gewaltiger Konsolidierungsbedarf aufgestaut. Wegen der stetig steigenden Zinsen wurden langfristige Investitionen kurzfristig „zwischenfinanziert“. Die Liquiditätslage der Geschäftsbanken war schließlich so angespannt, daß sie auf eine Einhaltung der Finanzierungsregeln, die überdies in den amerikanischen Kreditverträgen meist sehr detailliert festgelegt sind, drängen. So müssen nun die Unternehmen trotz höchster Zinssätze die erste Emissionsmöglichkeit am Kapitalmarkt ergreifen. Allein im März/April 1970 wurde in den USA ein Emissionsvolumen von rund 4 Mrd. \$ herausgebracht.

Immerhin konnten diese Umschuldungen die US-Geschäftsbanken entlasten. Die Senkung der prime rate war hierfür ein äußeres Zeichen. Da die amerikanischen Banken jedoch am Euro-Dollar-Markt kurzfristig zu hohen Zinsen mit ca. 10–12 Mrd. \$ verschuldet sind, hat der Zinsrückgang seine Grenzen. Immerhin ging der Geldmarkt-Satz am Euro-Dollar-Markt von 11–13% p. a. im November/Dezember 1969 auf ca. 8–8½% p. a. Ende April 1970 zurück. Am Euro-Dollar-Kapitalmarkt hielt sich jedoch der Zins auf hohem Niveau bei starker Emissionstätigkeit – auch hier scheint eine Konsolidierung der kurzfristigen Verschuldung stattzufinden. Eine kleine Zinsermäßigung scheint sich jetzt – Ende April 1970 – durchzusetzen. Statt der bisher üblichen 9%igen oder gar 9¼%igen Emissionen erschienen neue Anleihen mit 8¾%igen Kupons. Eine Senkung allein um 1% dürfte sich jedoch über viele Monate hinziehen.

Stabilitäts- kontra Wachstumspolitik

Beim Anhalten der konjunkturellen Spannungen in der BRD ergeben sich aus dem markttechnischen Zwang, vorerst am Geld- und Kapitalmarkt mit hohen Zinsen rechnen zu müssen, keine

Widersprüche zur „Politik des Bremsens“. Im Gegenteil, je energischer die Dämpfung erfolgt, desto eher ergeben sich für die BRD bei wiederhergestellter relativer Stabilität der DM Möglichkeiten einer eigenständigen Zinspolitik. Mit anderen Worten, wir brauchten den USA nicht in ihrer Hochzinspolitik zu folgen, wenn wir nicht die Inflationsraten der US-Wirtschaft aus den Jahren 1967–1969 übernehmen. Noch besteht in der BRD kein übermäßiger Konsolidierungsbedarf. Wir müßten also nur für die „übliche“ Bremsperiode (bisher dauerten derartige Phasen ca. 18 Monate), d. h. für noch ca. 6–12 Monate „mit hohen Zinsen leben“. Diese Wiedererlangung der Stabilität würde aber wohl nur um den Preis einer konjunkturellen Stagnation erzielt, und gerade dies will die Bundesregierung nicht.

Zu den heute bereits vom BMWi ausgehenden psychologischen Einflußversuchen werden wahrscheinlich bald – d. h. zu früh – entsprechende fiskalpolitische Maßnahmen der Regierung zur Beschleunigung der Wachstumsrate kommen. Der Beginn der Auseinandersetzungen über den Haushalt 1971 deutet darauf hin. Ein Beispiel für die möglichen Auswirkungen einer derartigen Politik gab es bei uns 1965/66, als die „öffentlichen Hände“ ihre Ausgaben entgegen dem Verlangen der Bundesbank nicht einschränkten. Die Regierung mußte diesen Fehler mit ihrem Sturz bezahlen. Da dieser Vergleich – wie immer in der Wirtschaft – den heutigen Verhältnissen nicht genau entspricht, seien als besseres Beispiel die USA im Jahre 1966 erwähnt: Als damals im Herbst die amerikanische Regierung und der Federal Reserve Board unter dem Eindruck der knappen Bankliquidität, der fallenden Börsenkurse und der Gewinnentwicklung eine sinkende Wachstumsrate befürchten mußten, brachen sie trotz anhaltend hoher Zinsen und steigender Inflationsrate die Politik des knappen Geldes ab. Aus dieser Resignation entstand die sogenannte Koexistenz mit hohen Zinsen und der Inflation.

Die Folgen sind sattsam bekannt. Eskalierte Inflation, Überforderung der Arbeitsmärkte, sinkende Bereitschaft der privaten Haushalte in Forderungswerten, die dem Kaufkraftschwund unterliegen, zu sparen, geringes Hypothekenaufkommen, entsprechend verminderter Wohnungsbau und ein besonders empfindlicher Mangel an langfristigen Mitteln zur Finanzierung kommunaler Investitionen. Darüber hinaus wurde das Sparkapital aufgrund der mit den Zinsen steigenden „Performance“-Erwartungen an unfruchtbaren Aktien-Nebenmärkten vergeudet.

Bleibt also die Frage, wie es trotz dieser Erfahrungen noch eine Regierung geben kann, die – das Fieberthermometer der Wirtschaft mißachtend – Wachstumspolitik betreiben will.