

Geldpolitik

Zins und Staatsverschuldung

Herausgegeben von Werner Ehrlicher



DUNCKER & HUMBLOT / BERLIN

Schriften des Vereins für Socialpolitik
Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften
Neue Folge Band 111

SCHRIFTEN DES VEREINS FÜR SOCIALPOLITIK

Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften

Neue Folge Band 111

Geldpolitik
Zins und Staatsverschuldung



DUNCKER & HUMBLLOT / BERLIN

Geldpolitik

Zins und Staatsverschuldung

Herausgegeben von Werner Ehrlicher



DUNCKER & HUMBLOT / BERLIN

Alle Rechte vorbehalten
© 1981 Duncker & Humblot, Berlin 41
Gedruckt 1981 bei Berliner Buchdruckerei Union GmbH., Berlin 61
Printed in Germany
ISBN 3 428 04771 0

Vorwort

Der Ausschuß für Geldtheorie und Geldpolitik hat in drei Sitzungen — am 23./24. Juni 1978, 26./27. Januar 1979 und 26./27. Oktober 1979 — die Beratungen über die Probleme der Geldmengensteuerung fortgesetzt, die in den vorangegangenen Sitzungen behandelt und in Band 99 der Schriften des Vereins für Socialpolitik veröffentlicht worden sind. Der Gegenstand wurde dabei zum einen auf Zins- und Kapitalmarktprobleme, zum anderen auf Fragen der Staatsverschuldung und des Crowding-out ausgeweitet. Die Referate werden im vorliegenden Band in der Reihenfolge veröffentlicht, in der sie im Ausschuß vorgetragen wurden.

Werner Ehrlicher

Inhaltsverzeichnis

Theorie und Realität des Realzinses Von <i>Wolfgang Gebauer</i> , Frankfurt a. M.	9
Realwirtschaftliche Aspekte der Zins-Inflationsbeziehung Von <i>Emil-Maria Claassen</i> , Paris	45
Bestimmungsgründe des Realzinsniveaus. Eine empirische Untersuchung für die Bundesrepublik Deutschland Von <i>Karl-Heinz Ketterer</i> und <i>Rainer Vollmer</i> , Stuttgart	55
Der Einfluß von Geldwertänderungen auf die Zins- und Laufzeitstruktur festverzinslicher Wertpapiere Von <i>Dietmar Kath</i> , Duisburg	103
Kapitalmarktpolitik durch Zentralbank und Debt Management Von <i>Karl Häuser</i> , Frankfurt/M.	131
Der Einfluß der Schuldenpolitik des Staates auf die Geldpolitik der Zentralbank Von <i>Wolfgang Schmitz</i> , Wien	155
Debt Management ohne Zielkonflikt Von <i>Olaf Sievert</i> , Saarbrücken	191
Empirische Aspekte des crowding-out Von <i>Uwe Westphal</i> , Hamburg	209
Theoretische Grundlagen des crowding-out Effektes Von <i>Jürgen Siebke</i> , <i>Dieter Knoll</i> und <i>Wolf-Dieter Schmidberger</i> , Essen	227
Einige geldtheoretische und geldpolitische Probleme des crowding-out des privaten Sektors durch den Staat Von <i>Reinhard Pohl</i> , Berlin	263

Theorie und Realität des Realzinses

Von *Wolfgang Gebauer**, Frankfurt a. M.

Die Theorie des Realzinses und ihre empirische Überprüfung geht auf Irving Fisher zurück, der bereits vor gut 80 Jahren den Zusammenhang zwischen Zins und Inflation untersuchte und dabei eine Hypothese der realen Verzinsung finanzieller Aktiva (Geldvermögen, Kredite) formulierte¹. Sein Realzinstheorem erlebte in den vergangenen zwei Jahrzehnten ein bemerkenswertes ‚come-back‘. Realzinssätze finden in wissenschaftlichen Untersuchungen, bei Notenbankpraktikern und Geldanlegern zunehmend Beachtung. Das Interesse konzentriert sich im finanziellen Bereich auf die Berechnung realer Zinsen, die Analyse und Quantifizierung von Inflationserwartungen und die Konsequenzen für die Geldpolitik. Darüber hinaus steht die Bedeutung realer Zinssätze für die Konjunkturpolitik zur Diskussion, so etwa die Frage, ob ein niedriges Realzinsniveau anzustreben ist, um die Investitionsneigung der Unternehmen zu stimulieren.

Im folgenden werden Fishers Untersuchungen und die daran anschließenden Arbeiten zur theoretischen, empirischen und politischen Bedeutung des Realzinses analysiert. Zunächst ist Fishers Hypothese umfassend und unverfälscht widerzugeben; insbesondere sind sein Zinskonzept, seine Fragestellung, seine Annahmen und Definitionen genau zu beachten. Um die Gefahr einer vereinfachenden oder verzerrten Darstellung und Interpretation möglichst zu vermeiden, wird dabei ganz bewußt ein „Zurück zu den Quellen“ praktiziert. Danach sind aus heutiger Sicht theoretische, empirische und politische Aspekte von Fishers Realzinstheorem zu diskutieren.

* Ich bin den Mitgliedern des Ausschusses für Geldtheorie und Geldpolitik für eine anregende Diskussion sowie den Herren *Glaab* (Frankfurt) und *Seyfert* (Saarbrücken) für eine kritische Durchsicht des Manuskripts zu Dank verpflichtet.

¹ *Fisher* (1896) und später *Fisher* (1930), Kap. 2, 19.

1 Das Realzinstheorem von Fisher

1.1 Zinskonzept

Das dem Realzinstheorem zugrundeliegende Zinskonzept geht auf Böhm-Bawerk zurück. Der Zins wird danach als Aufschlag („Aufgeld“) für gegenwärtig verfügbare Aktiva gegenüber gleichartigen, zukünftig verfügbaren Aktiva angesehen². ‚Aktiva‘ in diesem Sinne sind alle Arten dauerhafter Vermögenswerte, z. B. Geld, eine bestimmte Ware oder auch die Gütermenge eines Warenkorbs. Der Aufschlag, und damit der Zins, wird als relativer Preis angesehen, und zwar als Quotient aus dem Betrag des künftig verfügbaren Aktivums (dem „Terminpreis“) und dem Betrag des gleichen, heute verfügbaren Aktivums (dem „Kassapreis“)³.

Fisher geht davon aus, daß die Art der Vermögenswerte jenes Aufgeld, d. h. den Zins, beeinflußt, so daß es im allgemeinen für unterschiedliche Aktiva unterschiedliche Zinssätze gibt. Jeder Zinssatz ist daher immer in Relation zu dem Aktivum oder der Recheneinheit zu sehen, in der er ausgedrückt wird. Von besonderem Interesse ist die relative Wertentwicklung der zwei Recheneinheiten „Geld“ und „Güter“. Verändert sich der in Geldeinheiten ausgedrückte Wert der Gütermenge eines bestimmten Warenkorbs (der Preisindex), so werden sich die in Geldeinheiten und die in Gütereinheiten ausgedrückten Zinssätze voneinander unterscheiden. Die exakte allgemeine Formulierung dieses Unterschiedes, also die innere Beziehung zwischen zwei Zinssätzen in verschiedenen Recheneinheiten, ist Gegenstand von Fishers Theorem. Es formuliert die „Gesetzmäßigkeit“ solcher Beziehungen. Fishers numerisches Beispiel eines Kreditvertrages in den zwei alternativen Recheneinheiten „Gold“ und „Weizen“⁴ charakterisiert treffend seine aus dem Zinskonzept abgeleitete Fragestellung; es ist im Anhang kurz wiedergegeben.

Das prinzipiell gleiche Zinskonzept hat Keynes unter dem Stichwort der ‚own-rate of interest‘ (Eigenzins) diskutiert⁵. Beispielsweise ist der Eigenzins des Geldes aufzufassen als der prozentuale Überschuß einer künftig verfügbaren Geldsumme gegenüber der gleichen, gegenwärtig verfügbaren Geldsumme. Anstelle von Geld kann analog jeder dauerhafte Vermögenswert stehen, so daß es z. B. einen Eigenzins für Weizen, einen für Kupfer usw. gibt, der als relativer Preis aus der Diskrepanz zwischen den jeweiligen Termin- und Kassapreisen besteht. Diese

² Böhm-Bawerk (1888).

³ Zur begrifflichen Analogie von relativem Preis und Zinssatz vgl. Patinkin (1965), S. 66.

⁴ Fisher (1896), S. 12/13.

⁵ Keynes (1936), S. 222 ff.

Sicht des Zinsphänomens als Preisverhältnis findet sich auch in modernen Lehrbüchern bei der Analyse von Fishers Theorem⁶. Wesentlich für das Verständnis des Theorems ist die von Keynes formulierte — und schon bei Böhm-Bawerk bzw. Fisher implizierte — Konsequenz, daß vom Zinskonzept her gesehen der Geld-Zins keine Besonderheiten im Vergleich zu irgendeinem anderen, in Gütereinheiten ausgedrückten Zins aufweist⁷.

1.2 Grundlegende Annahmen

Zum Realzinstheorem Fishers gehören einige stark vereinfachende, grundlegende Annahmen, die sich auf die Erwartungen und Verhaltensweisen der Marktteilnehmer sowie auf die Funktionsweise der Geld- und Kreditmärkte beziehen.

Annahme 1 An allen Finanzmärkten werden Erwartungen gebildet in bezug auf die künftige Wertrelation zwischen Geld und Gütern.

Annahme 2 Alle Marktteilnehmer erwarten eine *Veränderung* der künftigen Wertrelation zwischen Geld und Gütern. Sie antizipieren eine bestimmte Preisveränderungsrate, z. B. eine bestimmte Inflationsrate.

Annahme 3 Die künftige Preisveränderungsrate wird durchweg mit vollkommener Voraussicht antizipiert. Die Marktteilnehmer irren sich daher nie in ihren Preiserwartungen. Da alle über vollkommene Voraussicht verfügen, bilden sie auch die gleichen Inflationserwartungen.

Annahme 4 Auf den Finanzmärkten besteht vollkommene Transparenz. Es gibt weder Risikoüberlegungen noch Transaktionskosten. Es besteht Sicherheit über Zahlung und Rückzahlung von Krediten und Geldvermögen zu festgesetzten Zeitpunkten. Alle Marktzinssätze sind daher „reine“ Zinssätze in dem Sinne, daß sie weder einen Risikozuschlag noch eine Transaktionskostenkomponente enthalten.

Eine wesentliche Implikation der Annahmen 1 bis 3 besteht darin, daß sich das Realzinstheorem auf den *erwarteten* (den ex ante antizipierten) Realzins bezieht, nicht auf einen ex post beobachteten oder realisierten. Das bedeutet z. B., daß ohne eine operationale Hypothese der Erwartungsbildung kein Realzins im Sinne von Fishers Theorem numerisch ermittelt werden kann (s. u. Ziff. 4.1 und 4.2). Wegen der angenommenen Vollkommenheit der Erwartungen (Annahme 3) und der Finanzmärkte (Annahme 4) enthält die Realzinshypothese auch keine

⁶ Z. B. bei Richter, Schlieper, Friedmann (1978), S. 135 ff.

⁷ Keynes (1936), S. 225. Prinzipiell könnte etwa die Keynes'sche Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals (ein Zinssatz) statt in der Recheneinheit ‚Geld‘ auch in der Recheneinheit ‚Weizen‘ ausgedrückt werden.