

# DEUTSCHE WIRTSCHAFT

## Die Kapitalmarktpolitik des Bundes

Nach knapp zweijähriger Gültigkeit trat mit dem Jahreswechsel 1954/55 das Erste Gesetz zur Förderung des Kapitalmarktes außer Kraft. Zugleich wurde in der „großen“ Steuerreform ein Teil der steuerlichen Vergünstigungen für Kapitalansammlung erheblich eingeschränkt. Insbesondere mit dem Auslaufen des Kapitalmarktförderungsgesetzes beginnt auf dem Kapitalmarkt eine neue Phase, die sich in wesentlichen Aspekten von der vorangegangenen unterscheidet. Es erscheint daher zum gegenwärtigen Zeitpunkt angebracht, eine Bilanz der Kapitalmarktpolitik des Bundes zu ziehen — denn die Maßnahmen zur Förderung des Kapitalmarktes fallen fast ausschließlich in seinen Aufgabenbereich.

Die einzelnen Maßnahmen der Kapitalmarktpolitik sind am zweckmäßigsten wie folgt aufzulisten:

A. *Förderung der Kapitalbildung*: a) durch steuerliche Begünstigung der Kapitalansammlung, b) durch Prämienverteilung für die Kapitalbildung, c) durch steuerliche Begünstigung der Zinserträge von Kapitalanlagen.

B. *Einflußnahme auf den Kapitalmarkt* durch Ausübung der zunächst beim Kapitalverkehrsausschuß, nach Ablauf des Kapitalverkehrsgesetzes (Ende 1953) beim Bundeswirtschaftsministerium liegenden Emissionskontrolle.

C. *Die Politik des Bundes*, d. h. des Bundesfinanzministers als eines der wichtigsten Emittenten am Wertpapiermarkt.

### *Die steuerlichen Vergünstigungen für die Kapitalansammlung*

Da nach der Währungsreform ein außerordentlich hoher Bedarf an Ausrüstungsinvestitionen vorlag, daneben die Wohnungsbautätigkeit — im Gegensatz zu ihrem im allgemeinen den Konjunkturzyklen entgegengesetzten Verlauf — aus sozialpolitischen Gründen auf ein möglichst hohes Ausmaß zu steigern war, mußte notwendigerweise eine außerordentlich hohe Investitionsquote, das ist der Anteil der Investitionen am Sozialprodukt, auftreten. Da zunächst die Finanzierung der Ausrüstungsinvestitionen in hohem Umfang aus den Preisen, also aus eigenen Mitteln der Unternehmungen erfolgte, war es sozialpolitisch äußerst erstrebenswert, durch private Ersparnis auf ein Absinken des Preisniveaus hinzuwirken und so Mittel zur Fremdfinanzierung der Investitionen zu erlangen.

Seit Anfang 1949 unterlag daher die Kapitalansammlung besonderer steuerlicher Förderung. Der Erwerb von Bankschuldver-

schreibungen, Spargeldeinzahlungen auf Spar- und Bausparkonten, Prämieinzahlungen bei Lebensversicherungen war, sofern die beiden ersten auf mindestens zweieinhalb Jahre gesperrt wurden, voll vom steuerbaren Einkommen abzugsfähig (§ 10 EStG). Das zu versteuernde Einkommen verminderte sich um diese Beträge, und die Steuerlast wurde je nach Höhe der Progression des Tarifs verringert. Diese Vergünstigungen wurden teilweise per Ende 1954 erheblich eingeschränkt.

Neben der allgemeinen Kapitalbildung wurde die Mittelgewährung für volkswirtschaftlich besonders dringliche Investitionen gesondert gefördert. Unverzinsliche Darlehen und Zuschüsse an den Wohnungsbau und den Schiffbau, später auch niedrig verzinsliche Darlehen für den Lastenausgleichsfonds waren im Jahre ihrer Hergabe vom steuerbaren Einkommen absetzbar (§ 7 c, d und f EStG). Die Tilgungsrückflüsse erhöhten allerdings das steuerbare Einkommen. Der § 7 c wurde mit der großen Steuerreform erheblich modifiziert, § 7 d und f fielen mit dem Jahresende 1954 ganz weg.

Zur weiteren Förderung des Wohnungs-, insbesondere des Eigenheimbaues wurde im März 1953 das *Wohnungsbauprämiengesetz* erlassen. Danach kann der Bausparer wahlweise die Steuervergünstigung nach § 10 oder aber staatliche Prämien in Höhe von 25 bis 35 vH der gesparten Beträge (je nach Familienstand und Kinderzahl) höchstens jedoch 400 DM jährlich in Anspruch nehmen<sup>1)</sup>.

### *Erfolge der Steuervergünstigungen für Kapitalansammlung*

Erfolge oder Mißerfolge der Maßnahmen der Bundesregierung zur Förderung der Kapitalbildung lassen sich nicht lediglich am Umfang der steuerbegünstigten Kapitalansammlung und deren Verhältnis zur gesamten Geldkapitalbildung ablesen. Vielmehr erscheint es notwendig, die steuerbegünstigte Kapitalbildung und die daraus resultierende Bereitstellung längerfristiger Mittel für die Investitionsfinanzierung den aus den Vergünstigungen entstehenden Steuerausfällen bzw. Aufwendungen des Bundes gegenüberzustellen.

Genauere Angaben über das Ausmaß der Inanspruchnahme der Vergünstigungen liegen nur für das Kontensparen vor. Ende Oktober 1954 betrug der Bestand der steuerbegünstigten Spareinlagen fast 1,7 Milliarden DM, das waren rund 11 vH des gesamten Spareinlagenbestandes. Für einen großen, wenn nicht den überwiegenden Teil der Spargeld- bzw. Prämien-

1) Dieselben Vergünstigungen werden für den Erwerb von Anteilen an Bau- und Wohnungsgenossenschaften, für Beiträge auf Grund von Sparverträgen für die Wohnungsbaufinanzierung und für Beiträge auf Grund von Kapitalansammlungsverträgen mit Wohnungs- und Siedlungsunternehmen oder Organen der staatlichen Wohnungspolitik gewährt.

einzahlungen bei Bausparkassen (1949 bis Mitte 1954 etwa 4 Milliarden DM) und den Lebensversicherungen (1949 bis Mitte 1954 etwa 5 Milliarden DM) dürften ebenfalls die Vergünstigungen des § 10 in Anspruch genommen worden sein. Festverzinsliche Wertpapiere wurden bis in die letzte Zeit hinein nur in sehr geringem Umfang an Private abgesetzt. In den Monaten April bis Oktober streute der Wertpapierabsatz an Private zwischen 3 bis 8 vH des Gesamtabsatzes. Er erreichte auch in den Jahren 1951 bis 1953 höchstens 10 vH<sup>2)</sup>. Verwendet man diese Zahlen zu einer groben Schätzung, so ergeben sie einen Absatz neu emittierter Rentenwerte an Private von 1949 bis Mitte 1954 in Höhe von etwa 1 Milliarde D-Mark. Für diesen Betrag dürften ganz überwiegend Vergünstigungen in Anspruch genommen worden sein.

Nun besteht aber zwischen den Beständen steuerbegünstigt gebildeten Geldkapitals und der daraus resultierenden Verringerung der steuerbaren Einkommen keine Identität, wenn die Gültigkeit der Vergünstigungen die Sperrfristen überschreitet. Auf den Sparkonten wurden z. B. bis Oktober 1954 etwa 600 Millionen D-Mark steuerbegünstigte Einlagen frei. Dies ergibt, daß dem Bestand der noch gesperrten Einlagen von 1,7 Milliarden DM ein Ausfall an steuerbaren Einkommen von etwa 2,3 Milliarden DM gegenübersteht.

Auch bei der steuerbegünstigten Geldkapitalbildung ist kein irgendwie gearteter Automatismus vorhanden, der eine volle Ausnützung des steuerbegünstigt gebildeten Geldkapitals zur Fremdfinanzierung der Investitionen herbeiführt. Das steuerbegünstigt gebildete Geldkapital unterscheidet sich sogar in seiner Qualität nicht wesentlich vom frei bei Banken gebildeten Geldvermögen. Das von den Kapital-sammelstellen als vertretbar angesehene Verhältnis zwischen der Geldkapitalbildung und der Gewährung längerfristiger Darlehen beträgt für Spareinlagen bei Sparkassen beispielsweise etwa 60 : 100. Bei den übrigen Arten steuerbegünstigten Geldkapitals ist es etwas günstiger. Es ergibt sich also, daß als Ergebnis der Steuervergünstigungen für das Depositensparen steuerbare Einkommen in Höhe von rund 2,3 Milliarden DM endgültig ausfielen und damit eine Bereitstellung längerfristiger Bankkredite zu Normalzinssätzen in Höhe von etwas mehr als 1 Milliarde DM erreicht wurden. Dieses Ergebnis drängt die Frage auf, ob die längerfristigen Kredite nicht sehr teuer erkaufte wurden bzw. ob die tatsächlichen Steuer-ausfälle nicht größer waren als die längerfristige Kreditgewährung.

Das sozialpolitische Ziel der Steuervergünstigungen, eine möglichst breite Streuung der Geldvermögensbildung zu erreichen, dürfte durch

2) Nach einer Repräsentativerhebung der Bank deutscher Länder, vgl. hierzu Monatsberichte der Bank deutscher Länder, November 1954, S. 93.

die Vergünstigungen ohnehin kaum wesentlich gefördert worden sein. Die Vergünstigungen waren nämlich für diejenigen Einkommensgruppen relativ am höchsten, deren Sparfähigkeit ohnehin groß war. Dementsprechend erfolgte die steuerbegünstigte Geldvermögensbildung auch ganz überwiegend aus hohen Einkommen. Die Verteilung der steuerbegünstigten Spareinlagen war von der der übrigen sehr verschieden. Erstere schlugen sich beispielsweise zu etwa 25 vH<sup>2)</sup> bei den Nachfolgeinstituten der ehemaligen Großbanken nieder, diese Institute sind am Gesamtbestand der Spareinlagen aber nur zu etwa 8 vH<sup>3)</sup> beteiligt.

Die bedenkliche Lücke, die die Begünstigung des § 10 EStG deswegen enthielt, weil auf die niedrigen Einkommen kein genügender Anreiz für Ersparnis und den durch die Sperrfristen erzwungenen Liquiditätsverzicht in der Anlage ausgeübt wurde, wurde — allerdings nur für das Bausparen und auch hier erst seit Mitte 1953 — durch das Wohnungsprämien-gesetz geschlossen. Es sei hier jedoch auch kurz auf eine negative Seite dieses an sich sehr positiv zu bewertenden Gesetzes hingewiesen: Die als Prämien an die Bausparer zu verteilenden Gelder wurden vorweg von den zur Subventionierung des sozialen Wohnungsbaus bestimmten Bundesmitteln abgezogen. Bei dem beachtlichen Aufschwung, den das Prämienbausparen genommen hat und der aller Voraussicht nach fortgesetzt werden wird, besteht die Gefahr, daß die Subventionsmittel für den allgemeinen sozialen Wohnungsbau zugunsten der Prämien-gewährung zu stark geschmälert werden.

#### *Die besondere Förderung der Wertpapiermärkte*

Die starke Belebung der Spartätigkeit nach Beendigung des Koreabooms ging fast völlig an den Wertpapiermärkten vorbei. Sieht man von der Anlage der beträchtlichen Überschüsse der Sozialversicherungen und sonstigen Wertpapierkäufen öffentlich-rechtlicher Körperschaften ab, so fand die Geldkapitalbildung nur zu einem sehr geringen Teil Anlage in neu emittierten festverzinslichen Wertpapieren. Da aber der Absatz neu emittierter Wertpapiere im allgemeinen als die rationellste Art der Geldkapitalbildung anzusehen ist, erschien eine besondere Förderung der Wertpapiermärkte wünschenswert.

Mitte Dezember 1952 trat daher das *Erste Gesetz zur Förderung des Kapitalmarktes* in Kraft. Es regelte die Besteuerung der Zinserträge aus dem Besitz festverzinslicher Wertpapiere. Von allen Ertragssteuern befreit wurden die künftigen Emissionen von Anleihen des Bundes und Anleihen der Länder, sofern sie vom Ausschuß für Kapitalverkehr genehmigt wurden, sowie Sozialpfandbriefe und Sozial-

3) Ende Oktober 1954.

kommunalobligationen (deren Emissionserlös zu mindestens 90 vH dem sozialen Wohnungsbau zugute kam) sowie sonstige als besonders förderungswürdig anerkannte Wertpapiere. Einer 30prozentigen Kuponsteuer unterlagen die übrigen Pfandbriefe und Kommunalobligationen und unter bestimmten Bedingungen Industrieobligationen. Ferner sah das Gesetz noch eine 60prozentige Kuponsteuer vor; diese blieb jedoch praktisch bedeutungslos.

Mit dem Kapitalmarktförderungsgesetz war also zweierlei erreicht worden, nämlich:

1. wurde insbesondere dem sozialen Wohnungsbau und der öffentlichen Hand an den Wertpapiermärkten ein beträchtliches Zinsvoraus eingeräumt. Die für diese Zwecke bestimmten Emissionen konnten weiterhin mit einer nunmehr ertragssteuerfreien Verzinsung von 5 vH an den Markt gebracht werden. Die übrigen Emittenten mußten, um konkurrenzfähig zu bleiben, d. h. den Wertpapierkäufern eine gleiche Rendite zu gewähren, die um 30 vH Kuponsteuer erhöhten Zinslasten tragen. Ende 1953 verzichtete die öffentliche Hand auf ihren Zinsvorteil, allerdings erst, nachdem die große Bundesanleihe und mehrere Länderanleihen aufgelegt worden waren.

2. Auf die Wertpapierkäufer, hier aber wieder auf die Bezieher höherer Einkommen, Personalgesellschaften und Kapitalgesellschaften, wurde durch die Ertragssteuerbefreiung ein beträchtlicher Anreiz zum Kauf festverzinslicher Wertpapiere ausgeübt. — Zur Förderung der Aktienmärkte wurde in der kleinen Steuerreform die Ausschüttung von Gewinnen durch Aktiengesellschaften durch Herabsetzung des Körperschaftsteuersatzes für den ausgeschütteten Gewinn von 30 vH begünstigt. Zugleich wurde auch der Dividendenstop aufgehoben. Erfolge dieser Maßnahmen wurden allerdings kaum sichtbar, sofern man vom Anstieg der Dividendenausschüttungen und der Aktienkurse absieht.

Beurteilt man das Erste Gesetz zur Förderung des Kapitalmarktes nach der Entwicklung des Absatzes von Rentenwerten, so kommt man zweifellos zu einem positiven Urteil. Der Gesamtabsatz festverzinslicher Wertpapiere hat sich nämlich von 1952 auf 1953 etwa verdoppelt. Im vergangenen Jahr dürfte er das Vierfache von 1952 überschritten haben. Allerdings hat sich die Struktur des Wertpapierabsatzes und damit die Placierung der Wertpapiere kaum verbessert. Die Privatkundschaft kaufte nämlich nach wie vor kaum Rentenwerte, wie vorauszusehen erhöhten insbesondere Unternehmen, die hoch in der Gewinnzone lagen, ganz besonders aber die Banken, ihre Wertpapierbestände. Einem Gesamtabsatz festverzinslicher Wertpapiere im Jahre 1953 von 2,9 Md. DM, 1954 von schätzungsweise 4,7 Md. DM stand eine Erhöhung der Wertpapierbestände bei den Banken in Höhe von 1,3 bzw. 2,1 Md. DM gegenüber. Die Banken

kauften aber diese Papiere nicht aus primären Ersparnissen, sondern aus dem Geldkapitalaufkommen der Kundschaft. Bei ihnen reizte also das Kapitalmarktförderungsgesetz keine neue Ersparnis an, sondern führte lediglich dazu, daß das von der Bankkundschaft gebildete Geldkapital rationeller ausgenützt wurde. Die Anreicherung der Wertpapierbestände bei den Banken wurde aber auch von anderen Faktoren, nämlich insbesondere der Liquidisierung der Geldmärkte, begünstigt.

Schon bald nach seinem Inkrafttreten wurde das Erste Gesetz zur Förderung des Kapitalmarktes heftig angegriffen. Zunächst weil es der öffentlichen Hand eine Vorzugsstellung am Kapitalmarkt zu schaffen schien. Später wurde ihm vorgeworfen, es halte — im Gegensatz zu den Zielsetzungen der Kapitalmarktpolitik — den Kapitalzins hoch und führe zu einer Überversorgung des Wohnungsbaus mit Kapitalmarktmitteln und zu Mittelstauungen bei den Realkreditinstituten. Diese Vorwürfe führten schließlich auch zur Abschaffung des Kapitalmarktförderungsgesetzes per Ende des vergangenen Jahres.

Da die öffentliche Hand in der Regel relativ zinskostenunempfindlich ist, hätte es wohl nicht des Kapitalmarktförderungsgesetzes bedurft, ihr am Kapitalmarkt — sofern ihre Emissionspolitik darauf gerichtet war — eine Vorzugsstellung zu beschaffen. Schwererwiegend waren allerdings die übrigen Vorwürfe gegen das Kapitalmarktförderungsgesetz. In der Tat wirkte es nämlich insofern den Tendenzen zur Kapitalzinssenkung entgegen, als es dem sozialen Wohnungsbau einen weit breiteren Zugang zum Kapitalmarkt erschloß, als dies bei einer Verzinsung dieser Mittel zu Normalzinssätzen möglich gewesen wäre. Wollte man jedoch den Wohnungsbau auf seinem hohen Niveau halten, ja sogar steigern, und dies war das Ziel der Wohnungsbaupolitik des Bundes, die Finanzierung, aus öffentlichen Haushaltsmitteln aber zugleich nicht erhöhen, so schien es nur billig, dem Wohnungsbau eine entsprechende Kapitalnachfrage zuzugestehen. Auftretende Tendenzen zur Steigerung des Kapitalzinses waren also nicht Folge einer unzureichenden Kapitalmarktpolitik, sondern notwendigerweise mit der Wohnungsbaupolitik des Bundes verbunden. Hätte sich aber herausgestellt, daß der durch die Kuponsteuer von 30 vH bedingte Zinsnachteil der Privatwirtschaft am Kapitalmarkt der Grenzrentabilität des Kapitals nicht mehr angepaßt war, so wäre es sicherlich zweckmäßiger gewesen, die Kuponsteuer zu senken als das Kapitalmarktförderungsgesetz abzuschaffen und damit die Bedingungen für die Emittenten bei der Auflage von festverzinslichen Wertpapieren völlig einzubrennen<sup>4)</sup>.

4) Vgl. hierzu Ifo-Schnelldienst, Wöchentliche Kurzberichte zur Wirtschaftskonjunktur, herausgegeben vom Ifo-Institut für Wirtschaftsforschung, Nr. 25 v. 24. Juni 1954, „Hält der Sozialpfandbrief den Kapitalzins hoch?“

In der Tat traten jedoch während der Gültigkeitsdauer des Kapitalmarktförderungsgesetzes bei den privaten Hypothekenbanken, in geringerem Umfang auch bei den öffentlich-rechtlichen Grundkreditanstalten, Überschüsse des Aufkommens an längerfristigen Fremdmitteln über die Zunahmen der längerfristig gewährten Kredite auf. Diese Entwicklung nahm jedoch solange keinen großen Umfang an und war auch von den Realkreditinstituten selbst aus Rentabilitätsgründen keineswegs erwünscht, wie das Kapitalmarktförderungsgesetz nicht gefährdet schien. Erst als nicht mehr feststand, ob für die künftigen Emissionen des Realkredits auch die Ertragssteuerfreiheit der Zinserträge gewährt werden würde, legten diese Institute im Jahre 1954 im beträchtlichen Umfang Vorratsemissionen auf und speicherten die Emissionserlöse.

Dieser Entwicklung hätte aber leicht durch eine entsprechende Ergänzung des Kapitalmarktförderungsgesetzes entgegengewirkt werden können, seine Abschaffung rechtfertigt sie jedoch nicht, insbesondere nicht zu einem Zeitpunkt, an dem die Aussichten des sozialen Wohnungsbaus ohnehin recht ungünstig sind. Die Bauten im Rahmen der Aufrüstung der Bundesrepublik werden nämlich auf dem Bausektor recht beachtliche Preissteigerungen hervorrufen. Schon von hier aus wird der soziale Wohnungsbau ungünstig beeinflußt werden. Eine Erhöhung der Kapitalzinskosten spätestens ab der Bausaison 1956, wahrscheinlich aber schon früher, müßte den sozialen Wohnungsbau ernstlich gefährden.

#### *Die Ausübung der Emissionskontrolle*

Das Kapitalverkehrsgesetz vom 2. September 1949 machte die Emission von Wertpapieren von der Genehmigung der obersten Landesbehörde und von der Zustimmung des beim Bundesfinanzministerium zu bildenden Kapitalverkehrsausschusses abhängig. Bald nach Ablauf dieses Gesetzes (Ende 1953) wurde die Emissionskontrolle dem Bundeswirtschaftsministerium übertragen.

Von entscheidender Bedeutung für die Gestaltung des Kapitalzinses war, daß der Kapitalverkehrsausschuß den bald nach der Währungsreform bei den ersten Emissionen des Realkredits angewandten Zinssatz der Bankschuldverschreibungen von 5 vH (Ausgabekurs etwa 98) anerkannte. Dieses Zinsniveau wurde von ihm auch weiterhin bei der Beurteilung, ob die Konditionen einer Emission das Gefüge des Kapitalmarktes stören oder nicht, zugrunde gelegt. Gegen diese Zinspolitik wurde insbesondere in den ersten Jahren eine sehr heftige Polemik geführt. Es wurde ein wesentlich höheres Zinsniveau mit der Begründung gefordert, der fünfprozentige Zins sei der Marktlage nicht angemessen. Dabei wurde von der unbewiesenen Annahme ausgegangen, daß die Geld-

kapitalbildung auf Zinserhöhungen, die sich im Rahmen des wirtschaftlich tragbaren halten, stark reagibel sei.

Die nächste entscheidende Maßnahme des Kapitalverkehrsausschusses erfolgte im Frühjahr 1953. Damals beantragten einige Realkreditinstitute, Ausgabesätze ihrer Pfandbriefe und Kommunalobligationen mit 93 vH zu genehmigen. Sie paßten sich damit weitgehend den auf „grauen“ Märkten entstandenen Kursen an, die nicht zuletzt unter dem Einfluß von Koppelgeschäften, aber auch unter der Konkurrenz öffentlicher Anleihen entstanden waren. Dieser Schritt wurde vom Kapitalverkehrsausschuß gebilligt. Andere Pfandbriefinstitute gingen gleichzeitig vom 5prozentigen zum 5<sup>1</sup>/<sub>2</sub>prozentigen Sozialpfandbrief über. Sowohl die Herabsetzung der Emissionskurse als auch die Erhöhung des Nominalzinses hatte den gesamten Emissionskredit und die auf ihm beruhende Mittelbereitstellung der Banken erheblich verteuert. Die Ausgabesätze der bereitgestellten Hypothekendarlehen, auch für den sozialen Wohnungsbau, sanken bis unter 90 vH ab oder die Nominalverzinsung wurde entsprechend erhöht (im sozialen Wohnungsbau im Regelfall von 6 auf 6V2 vH).

Das Bundeswirtschaftsministerium setzte im Herbst 1954 angesichts hoher Vorratsemissionen und aufgespeicherter Mittel bei den Realkreditinstituten im Einvernehmen mit dem Bundeswohnungsbauministerium den Gesamtbetrag der von allen Realkreditinstituten bis zum Jahresende noch zu emittierenden Sozialpfandbriefe und -kommunalobligationen auf 400 Mill. DM fest. Dieser Betrag sollte zusammen mit den aufgespeicherten Mitteln ausreichen, um den Wohnungsbau der Saison 1955 reibungslos zu finanzieren. Später wurde dieses Emissionskontingent noch geringfügig erhöht. Daß die Annahme des Bundeswirtschafts- und Bundeswohnungsbauministeriums, die Finanzierung des Wohnungsbaus der Saison 1955 sei mit den alten Mitteln sichergestellt, richtig ist, wird von den Realkreditinstituten und auch vom Wohnungsbau bestritten. Ebenso muß dahingestellt bleiben, ob die Konditionen der im laufenden Jahr auszahlenden Hypothekarkredite tatsächlich noch an den Konditionen des Sozialpfandbriefes des Jahres 1954 orientiert bleiben. Für die in recht erheblichem Umfang bereits zugesagten Hypothekarkredite sind nämlich vielfach noch keine endgültigen Zinssätze genannt.

#### *Der Bund als Emittent*

Bisher trat der Bundesfinanzminister nur zweimal an den Kapitalmarkt heran, für das laufende Rechnungsjahr sind jedoch beträchtliche Emissionen angekündigt. Anfang 1950 legte der Bund Prämien-schatzanweisungen, das sind Anleihen, deren Verzinsung in einen Prämienfonds fließt und in Lotterie ausgelost

wird, im Betrag von 50 Mill. DM auf. Der Bund hatte diese Anleiheart gewählt, da andere Rentenwerte am Kapitalmarkt damals nur wenig Chancen vorfanden. Auch den Prämienschätzungen blieb jedoch der Erfolg am Kapitalmarkt versagt; sie wurden nur zu einem Betrag von 36 Mill. DM untergebracht.

Ende 1952 trat der Bund mit einer 500-Mill.-D-Mark-Anleihe an den Kapitalmarkt heran. Diese Maßnahme des Bundes begegnete insbesondere aus Bankkreisen heftiger Kritik. Es wurde darauf hingewiesen, daß es unfair sei, wenn der Bund sofort nach Inkrafttreten des Kapitalmarktförderungsgesetzes den Kapitalmarkt mit einer so beachtlichen Anleihe abschöpfe. Ferner wurde die zu günstige Ausstattung der Bundesanleihe heftig kritisiert. Diese Anleihe war nämlich ebenso wie die Sozialpfandbriefe und Kommunalobligationen mit einem Zinssatz von 5 vH und einem Ausgabekurs von 98 ausgestattet, obwohl sie ihrer Laufzeit nach nur mittelfristig war. Die Verzinsung der Bundesanleihe überbot daher die

der Pfandbriefe und Kommunalobligationen. Auch wenn man zugesteht, daß der Kredit des Staates beim Kapitalmarkt heute nicht mehr so gut ist wie in der Vorkriegszeit, da die bisher völlig entschädigungslose Aufwertung der alten Reichsmarkanleihen zu einem erheblichen Vertrauensschwund führen mußte, so scheint es doch, daß in der Bundesanleihe von 1952 der Bundesfinanzminister seine eigene Bonität, die sich in der Verzinsung der Bundesanleihe ausdrückte, zu gering eingeschätzt hat. Die Kritik an der Bundesanleihe erscheint daher in diesem Punkt berechtigt. Für Ende 1955, Anfang 1956 hat der Bundesfinanzminister große Anleihen zu 6 vH angekündigt. Dieser ungewöhnlicherweise schon jetzt genannte Zinssatz beruht auf sehr optimistischen Schätzungen des Bundesfinanzministers über die künftige Entwicklung des Kapitalzinses. Ob der Bund zum Jahresende mit marktkonformen Mitteln tatsächlich 6prozentige Anleihen, deren Erträge voll steuerpflichtig sind, wird unterbringen können, muß bezweifelt werden.

*Gerhard Multerer*