

Zur Habenzinsbindung in den Vereinigten Staaten

Von Hartmut Schmidt, Syracuse

Während in einigen europäischen Staaten in den sechziger Jahren der Trend zu beobachten war, die Habenzinsbindung zu liberalisieren oder gar aufzuheben, wurde sie in den Vereinigten Staaten verschärft. Zwar hat der Board of Governors of the Federal Reserve System seit der Bankenreform des New Deal das Recht, die Habenzinsen für Mitgliedsinstitute des Federal Reserve System festzusetzen. Wer jedoch daraus ableitet, das Beispiel der USA zeige, daß Habenzinsbindung durchaus mit einer freiheitlichen Wirtschaftsordnung zu vereinbaren sei¹, geht fehl in zweierlei Hinsicht: Erstens lagen die verordneten Höchstsätze in aller Regel über den vergleichbaren Marktzinsen und waren daher praktisch bedeutungslos. Zweitens ist die Wirtschaftsordnung der Vereinigten Staaten so freiheitlich nicht. Besonders der Gesamtkomplex des Kreditgewerbes ist hoheitlich reglementiert, häufig bis ins Detail und wird ungewöhnlich scharf beaufsichtigt; da Ähnliches auch für andere Wirtschaftsbereiche gilt, sind die USA keineswegs ein Paradebeispiel für ein Land mit freiheitlicher Wirtschaftsordnung².

Als Mitte der sechziger Jahre mit der Habenzinsbindung ernst gemacht wurde, kam es daher zu einer Konfrontation, die eher für eine reglementierte als für eine freie Wirtschaft typisch ist. Der Grund für den Umschwung in der Habenzinspolitik lag darin, daß die Zentralbank ihre doppelte Zuständigkeit auf dem Gebiet der Bankaufsicht und dem der Geldpolitik dazu benutzte, die Habenzinsbindung aus einer Einleger-schutzbestimmung in ein konjunkturpolitisches Instrument zu verwandeln, ähnlich wie einst die Mindestreservebestimmungen umfunktioniert

¹ So *Henry Fournier*, *La Remunerazione dei conti di deposito nelle banche: libertà o disciplina?*, in: *Il Risparmio*, 17. Jg., 1969, S. 1188.

² Die wichtigsten Aufsichtsbehörden für das Kreditgewerbe werden weiter unten erwähnt. Es mag hier genügen, daran zu erinnern, wie z. B. das Department of Justice und die Securities and Exchange Commission ihre weitreichenden Vollmachten nutzen, um eine Vorstellung davon zu vermitteln, in welchem Umfang die Freiheit der Wirtschaftssubjekte in den USA eingeschränkt ist.

worden waren. Die Banken versuchten daraufhin mit Geschick und Einfallsreichtum zu verhindern, daß die Kundschaft ihre nun unterverzinlichen Einlagen abzog. Die Aufsichtsbehörden schlugen zurück und blockierten eine Umgehung der Habenzinsbindung nach der anderen. Marktzinsen, die erheblich höher lagen als die Höchstzinsen für Einlagen, wettbewerbsbewußte Kreditinstitute und erfahrene und entschlossene Aufsichtsbehörden — das ergab eine Testsituation für die Habenzinsbindung.

Art und Umfang der Habenzinsbindung

Die Zinsbindung ist schwer zu überblicken, da nicht ein einfaches Schema einheitlich für alle Kreditinstitute gilt, die Einlagen hereinnehmen. Vielmehr gibt es eine kaum überschaubare Fülle von Höchstsatzvorschriften. Man geht zweckmäßigerweise von vier Institutsgruppen und von vier Bundesbehörden mit Befugnissen zur Habenzinsbindung aus. Die vier Gruppen sind: commercial banks, mutual saving banks, savings and loan associations (S & Ls) und credit unions. Tabelle 1, S. 291, zeigt, wie die Einlagen auf diese Gruppen verteilt sind.

Bei den vier Bundesbehörden, die befugt sind, Höchstsätze für Habenzinsen auf Spar- und Termineinlagen zu fixieren, handelt es sich um den Board of Governors of the Federal Reserve System, den Board of Directors der Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), den Federal Home Loan Bank Board (FHLBB) und um die National Credit Union Administration (NCUA)³.

Der Board of Governors ist seit 1933 verpflichtet und seit 1966 ermächtigt, die Habenzinsen für Mitgliedsinstitute des Federal Reserve Systems zu fixieren⁴. Der Board hat aufgrund dieser Vollmacht eine Habenzinsverordnung erlassen (Regulation Q), die verschiedene Einlagearten definiert und entsprechend unterschiedliche Höchstsätze festlegt⁵. Sie reichen gegenwärtig von $4\frac{1}{2}\%$ für Spareinlagen bis zu $7\frac{1}{2}\%$

³ Die NCUA ist eine neue selbständige Bundesbehörde und hat im März 1970 das Bureau of Federal Credit Unions als Aufsichtsamt für federal credit unions abgelöst, das in die Social Security Administration im Department of Health, Education, and Welfare (HEW) eingegliedert war.

⁴ Section 19 Federal Reserve Act. Mitgliedsinstitute sind heute ausschließlich commercial banks, teils national banks, teils state banks. — Für Sichteinlagen besteht nach diesem Gesetz bekanntlich ein Verzinsungsverbot, auf dessen Motivierung und Effekte hier nicht eingegangen werden kann.

⁵ Hingewiesen sei auch auf die Published Interpretations of the Board of Governors of the Federal Reserve System, Compiled under the Direction of

Tabelle 1: Einlagen bei U.S. Kreditinstituten

Institutsgruppe	Bestand 1945		Bestand 1969		Anzahl der Institute	
	Mrd. \$	in vH	Mrd. \$	in vH	1945	1969
Commercial Banks ^{a)}	30,2	56,6	193,8	47,3	14 079	13 681
Mutual Savings Banks	15,4	28,8	67,0	16,3	542	479
Savings and Loan Associations ^{b)} .	7,4	13,9	135,5	33,0	6 149	5 898
Credit Unions ^{c)}	0,4	0,7	13,7	3,3	8 683	23 761
Insgesamt	53,4 ^{c)}	100,0	410,0	99,9	29 453	43 837

a) Ohne Sichteinlagen. — b) Einlagen bei diesen Instituten sind meist nicht Depositen, sondern Anteile am Haftungskapital. Ein- und Auszahlungen werden aber in gleicher Weise vorgenommen wie bei Spareinlagen anderer Institutsgruppen. Die Anteile sind auch sehr ähnlich wie Depositen versichert. — c) Ohne die fast 3 Mrd. \$ Einlagen bei der Postsparkasse (Postal Savings System). Die Postsparkasse wurde 1966 aufgelöst.

Quellen: Federal Reserve Board, FDIC, FHLBB, CUNA International, Inc.

für Certificates of Deposit (CDs) mit einem Nennwert von wenigstens \$ 100.000 und einer Mindestlaufzeit von einem Jahr⁶.

Der Board of Directors der FDIC hat erstens seit 1935 eine praktisch gleichlautende Vollmacht⁷. Er hat ebenfalls eine Zinsverordnung erlassen, die heute gewöhnlich als Regulation 329 bezeichnet wird. Ihre Einlagearten und Höchstsätze sind, von Feinheiten abgesehen, mit denen nach Regulation Q stets identisch gewesen. Regulation 329 betrifft commercial banks, deren Einlagen zwar durch die FDIC versichert sind, die aber nicht dem Federal Reserve System angehören. Zweitens hat der Board of Directors seit 1966 ausdrücklich das Recht der Habenzinsbindung für FDIC-versicherte mutual saving banks; auch für sie wurden — in einem besonderen Abschnitt der Regulation 329 — nur Höchstsätze festgelegt.

Seit 1966 darf auch der FHLBB Habenzinsen verordnen, die für Institute verbindlich sind, die entweder Mitglieder des Federal Home Loan Bank Systems sind⁸ oder sich bei der Federal Savings and Loan Insurance Corporation (FSLIC) versichert haben⁹. Das sind ganz überwiegend saving and loan associations. Der FHLBB versuchte allerdings schon 1965, die Habenzinsen seiner Mitgliedsinstitute zu beeinflussen, indem er die Refinanzierungshilfe der Federal Home Loan Banks davon abhängig machte, daß bestimmte Höchsthabenzinsen nicht überschritten wurden¹⁰.

the Board in the Board's Legal Division (Loseblattsammlung), Stand vom 30. Juni 1970, S. 313 - 378.

⁶ Einlagen ausländischer Regierungen und Währungsbehörden, sowie Einlagen internationaler Organisationen sind mit Rücksicht auf die Zahlungsbilanzlage seit 1962 zunächst durch Spezialgesetze von der Habenzinsbindung ausgenommen, später aufgrund von Section 217.3 (g) von Regulation Q. Federal Reserve Bulletin, October 1962, S. 1279, und August 1965, S. 1084; Board of Governors, 55th Annual Report, 1968, S. 69 f., 92 f.

⁷ Section 18 Federal Deposit Insurance Act.

⁸ Mit der Einschränkung, daß sie nicht bei der FDIC versichert sind. Diese Einschränkung ist nötig wegen einiger savings banks.

⁹ Sec. 5 B Federal Home Loan Bank Act, eingefügt durch Sec. 4 Public Law 89 - 597 (Interest Rate Control Act), seither viermal verlängert durch Public Laws 90 - 87, 90 - 505, 91 - 71 und schließlich durch Public Law 91 - 151 bis zum 22. März 1971. Das letztgenannte Gesetz ermächtigte die FDIC, auch die Habenzinsen nicht versicherter commercial banks unter bestimmten strengen Voraussetzungen festzusetzen; der FHLBB erhielt eine vergleichbare Zuständigkeit für savings and loan associations, die bis dahin nicht von seiner Zinsverordnung betroffen waren. Diese Ermächtigungen wurden aber nicht genutzt. Vgl. Annual Report of the FDIC, 1969, S. 6, 28, 139 - 141. Das Interest Rate Control Act brachte auch die im Text erwähnten Veränderungen der Vollmachten von Board of Governors und FDIC zur Zinsbindung.

¹⁰ FHLBB, 34th Annual Report, 1966, S. 44 - 47.

Tabelle 2

Höchsätze für Habenzinsen nach Regulation Q

Einlageart	Höchsätze in Prozent per Annum	
	vom 19. April 1968 bis zum 20. Januar 1970	Seit dem 21. Januar 1970
Einlagen ohne Mindestlaufzeit (Spareinlagen ^{a)})	4	4 1/2
Einlagen mit unbestimmter ^{b)} Laufzeit, aber mit einer Mindest- laufzeit von		
30 bis 89 Tagen ^{c)}	4	4 1/2
90 Tagen bis zu 1 Jahr	4	5
1 Jahr bis zu 2 Jahren	5	5 1/2
2 Jahren und darüber	5	5 3/4
Einlagen mit einer festen Laufzeit ^{d)} , im Betrage von unter \$ 100 000 ^{e)}		
30 Tage bis zu 1 Jahr	5	5
1 Jahr bis zu 2 Jahren	5	5 1/2
2 Jahre und darüber	5	5 3/4
\$ 100 000 und mehr ^{f)}		
30 bis 59 Tage ^{c)}	5 1/2	6 1/4 g)
60 bis 89 Tage	5 3/4	6 1/2 g)
90 bis 179 Tage	6	6 3/4
180 Tage bis zu 1 Jahr	6 1/4	7
1 Jahr und darüber	6 1/4	7 1/2

a) Einlagen einer natürlichen Person oder bestimmter oder zugunsten bestimmter wohltätiger Personenmehrheiten oder Organisationen; zur genauen Definition siehe Regulation Q, Section 217.1 (e). Die Bank ist berechtigt, aber nicht verpflichtet, bei Abhebungen auf einer Kündigungsfrist von 30 Tagen zu bestehen.

b) Unbestimmt im Sinne von Regulation Q ist eine Laufzeit dann, wenn Einleger oder Bank in irgendeiner Weise die Fälligkeit der Einlage oder eines Teils davon herbeiführen oder aufschieben kann, sei es durch Kündigung, automatische Wiederanlage, Optionen oder sonstwie.

c) Einlagen mit einer Laufzeit von unter 30 Tagen gelten, von Spareinlagen abgesehen, als Sichteinlagen und dürfen nicht verzinst werden.

d) In der Regel in der Form von certificates of deposit (CDs).

e) Meist sogenannte kleine oder Konsumenten-CDs.

f) Im wesentlichen sogenannte große CDs (large CDs).

g) Seit dem 24. Juni 1970 sind diese Sätze bis auf weiteres außer Kraft gesetzt.

Quelle: Board of Governors of the Federal Reserve System.

Die Habenzinsen der saving banks und der S & Ls haben seit Jahrzehnten stets etwa $\frac{1}{2}$ - 2 % über denen der commercial banks gelegen. Dem tragen auch die Vorschriften der FDIC und des FHLBB noch Rechnung und erlauben heute 5 % für Spareinlagen gegenüber $4\frac{1}{2}$ % für commercial banks. Ähnliches gilt für längerfristige Einlagen. Dieser „Zinsvoraus“ wird erstens als Entschädigung für die Unbequemlichkeit erklärt, die mit dem Besuch dieser Spezialinstitute verbunden ist, die nur ein sehr begrenztes Sortiment von Bankleistungen anbieten. Man besucht sie praktisch allein der Einlagen wegen, zur commercial bank dagegen geht man ohnehin. Zweitens mag der Zinsunterschied als eine Risikoprämie aufgefaßt werden. Das gilt weniger für mutual saving banks, die stolz auf ihre unübertroffene niedrige Insolvenzrate sind, als für savings and loan associations. Deren Einleger sind meist nicht Gläubiger, sondern „Genossen“ und halten daher Anteile am Haftungskapital. Gehandhabt werden diese Anteile freilich in der Art eines Sparbuches. Sie sind auch wie Einlagen versichert¹¹.

Für federal credit unions ist ein Höchstsatz von 6 % auf Einlagen von Mitgliedern durch Art. XIV Sec. 2 der Mustersatzung festgesetzt. Obwohl sie nicht verbindlich ist, hat der Administrator der NCUA praktisch dieselben Vollmachten wie die anderen Bundesbehörden, solange es nicht darum geht, die Höchstsätze herabzusetzen. Erlass und Änderung von Satzungen müssen von ihm genehmigt werden¹². Da die NCUA 6 % als Höchstsatz ansieht¹³, liegt zwar auch hier ein hoheitlich fixierter Höchsthabenzins vor, jedoch keine kundenabstoßende Zinsbindung. Deshalb wird im folgenden auch nicht mehr auf die credit unions bezug genommen. Doch seien wenigstens vier Punkte aufgeführt, die

¹¹ Leo Grebler, *The Future of Thrift Institutions*, Danville 1969, S. 7, 84. Eine Begründung dafür, warum sich der Zinsvorsprung ungünstig für die S & Ls entwickelt hat, versucht J. K. Vernon, *Competition for Savings Deposits: The Recent Experience*, in: *The National Banking Review*, Vol. IV, 1966, S. 183 - 192.

¹² Sec. 9 des Federal Credit Union Act; Art. XXI der Federal Credit Union Bylaws.

¹³ NCUA, *Annual Report of the Federal Credit Union Program*, 1969, S. 13. Der Höchstsatz wird wie folgt begründet: Die credit unions sind nicht nur dem Namen nach Selbsthilfeorganisationen. Eine union, die mehr als 6 % zahlen kann, begünstigt die „Gläubiger-Mitglieder“, nicht aber die „Schuldner-Mitglieder“. Sie sollte die Sollzinsen senken, nicht die Ausschüttung erhöhen. *Sharing the Benefits of Credit Union Membership: Some Guidelines*, in: Bureau of Federal Credit Unions, *Research Report*, No. 3, Dec. 1969, S. 8. Zur Motivation der anderen Höchstsätze s. u.

plausibel machen, daß ein Höchstsatz von 6 % p. a. auf credit union shares eine marktgerechte Verzinsung erlaubt:

1. Ende 1969, zur Zeit der höchsten Zinsen, zahlten weniger als 12 % der federal credit unions den Höchstsatz, während praktisch alle großen und die meisten kleineren commercial banks die für sie geltenden Höchstsätze vergüteten¹⁴.
2. Die Spar- und Termineinlagen der commercial banks nahmen 1969 um 4,5 % ab, die Guthaben der Mitglieder bei federal credit unions nahmen um 12,1 % zu¹⁵.
3. Im Gegensatz zu den anderen Bereichen gibt es für credit unions keine Vorschriften, die eine Umgehung der Höchstsatzvorschrift verhindern.
4. Die credit union shares sind praktisch Sichteinlagen mit der einzigen wichtigen Beschränkung, daß nur durch Abhebung über sie verfügt werden kann. Seit Herbst 1970 werden sie vom National Credit Union Insurance Fund versichert. Kleinbeträge sind willkommen.

Mit den fünf verschiedenen Habenzinsregelungen nach Bundesrecht ist es aber nicht genug. Fast zwanzig Bundesstaaten haben in Spezialgesetzen¹⁶ Höchsthabenzinsen festgelegt oder die jeweilige Landesaufsichtsbehörde für das Kreditwesen dazu ermächtigt. Die Landessätze sind teils einheitlich für alle Institute, teils nach Gruppen differenziert. Solange die Landeshöchstsätze höher sind als die nach Bundesrecht verordneten, gelten sie nur für die Banken, die das Bundesrecht nicht trifft. Sind die Landeshöchstsätze aber niedriger, gelten sie grundsätzlich für alle Institute. Der letztere Fall ist so selten und dann nur für ein so geringes Einlagevolumen relevant, daß er vernachlässigt werden kann. Auch die Einlagenbestände, die in jedem Falle nach landesrechtlichen Vorschriften verzinst werden — sie machen weniger als 1 % der Gesamteinlagen aus — fallen nicht ins Gewicht. Deshalb wird hier auf die landesrechtlichen Vorschriften nicht weiter eingegangen.

¹⁴ NCUA, a.a.O., S. 13; C. H. Cagle, Changes in Time and Savings Deposits, October 1969 - January 1970, in: Federal Reserve Bulletin, May 1970, S. 408.

¹⁵ Federal Reserve Bulletin, December 1970, A 19; NCUA, a.a.O., S. 4.

¹⁶ In Bundesstaaten, die von einer Spezialregelung abgesehen haben, sind Höchstsätze häufig in den allgemeinen Wucherschutzgesetzen festgelegt. Da Wucher nach diesen Gesetzen irgendwo zwischen 5 und 10 % beginnt, können auch diese Vorschriften von Bedeutung sein.

Motive der bundesrechtlichen Habenzinsbestimmungen

Die älteste der bundesrechtlichen Vorschriften, Regulation Q, wurde vor allem mit der bekannten Vorstellung begründet, Wettbewerb um Einlagen führe zu hohen Habenzinsen und diese wiederum verleiteten Bankiers dazu, aus (unzulänglichen) Rentabilitätsüberlegungen Anlagen ins Portefeuille zu nehmen, die riskant seien. Das verursache schließlich Bankinsolvenzen. Eine ebenso bekannte Variante dieser Argumentation beruht fast ausschließlich auf der unkritischen Gleichsetzung von Zinskosten und Geldbeschaffungskosten und betont, ohne Höchsthabenzinsen sei die Rentabilität der Banken und damit seien auch die Einlagen gefährdet, selbst wenn keine Kredite minderer Bonität hereingenommen werden¹⁷. Um die Einleger zu schützen, seien deshalb Höchsthabenzinsen zu verordnen¹⁸.

Wie auch immer Versuche ausfallen, diese These empirisch zu stützen¹⁹, eines sollte klar sein: ob eine Bank zu hohe Ausfälle hat oder nicht, hängt nicht von der verordneten oder tatsächlichen Höhe der Habenzinsen ab, sondern von der Qualität des Managements; Einlegerschutz durch

¹⁷ Vgl. u. a. *A. H. Cox, Jr., Regulation of Interest Rates on Bank Deposits*, Ann Arbor 1966, S. 1 - 20 passim. *Wolfgang Stützel*, Bankpolitik heute und morgen, Frankfurt 1964, S. 35 f., geht kritisch auf diese These ein. — Eine andere Variante verläuft wie folgt: In einer Periode steigender Zinsen müssen insbesondere Banken mit langfristigen Krediten und Wertpapieren Buchverluste hinnehmen. Um diese Verluste nicht realisieren zu müssen, flüchten sie nach vorn. Sie wollen Abflüsse um jeden Preis verhindern, erhöhen daher ihre Habenzinsen. Dann folgen riskante Kredite und die ohnehin angeschlagene Solvenz wird noch schlechter. Höchsthabenzinsen können daher die Verschlechterung einer schon schlechten Solvenz verhindern. So *D. D. Hester*, Financial Disintermediation and Policy, in: *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. I, 1969, S. 612. — Ein gutes Management wird auch in einer solchen Lage Mittel und Wege finden, die Position wenigstens zu halten, sie aber auf keinen Fall durch gewagte Neuengagements verschlechtern. Höchsthabenzinsen jedoch können eine schlechte Solvenz sogar noch verschlechtern: Je tiefer sie unter den Marktzinsen liegen, desto stärkere Abflüsse werden eintreten. Ähnlich wie in einer Runsituation kann es daher zur Liquidation von Aktiva unter besonders ungünstigen Umständen und daher zu unerwartet hohen Abtretungsverlusten kommen.

¹⁸ American Bankers Association, zitiert nach *A. H. Cox*, a.a.O., S. 29.

¹⁹ *Milton Friedman*, Controls on Interest Rates Paid by Banks, in: *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. II, 1970, S. 18, unter Bezugnahme auf *Milton Friedman* und *Anna J. Schwartz*, *A Monetary History of the United States, 1867 - 1960*, Princeton 1963, S. 353 - 359. *A. H. Cox*, a.a.O., S. 31 - 76. *C. E. Rübeling*, The Administration of Regulation Q, in: *Federal Reserve Bank of St. Louis, Review*, Vol. 52, 1970, No. 2, S. 31.

Höchsthabenzinsen ist daher nicht sachgerecht, sie sind dazu weder notwendig noch hinreichend²⁰. Obwohl besonders Bankiers dieser Sachverhalt bekannt sein sollte, haben gerade sie die absurde These vom Einlegerschutz durch Habenzinsbindung gerne wiederholt. Deshalb liegt der Verdacht nahe, daß es hier gar nicht um Einlegerschutz geht, sondern darum, eine Ideologie zu verbreiten, die Wettbewerbsbeschränkungen zu rechtfertigen geeignet ist.

Das mag auch die Meinung im Board of Governors gewesen sein. Jedenfalls hat er lange nichts gegen den Zinswettbewerb getan. Vielmehr waren die Höchstzinsen fast zwanzig Jahre lang so hoch angesetzt, daß sie den Zinswettbewerb nicht behinderten.

Das änderte sich Mitte der fünfziger Jahre zwar geringfügig, doch der Board hob die Höchstsätze wiederholt an²¹, nicht zuletzt auf den Druck der commercial banks hin, deren Einlagen weit langsamer wuchsen als die der anderen Institute, die ihrer Kundschaft erheblich höhere Zinsen boten. Anfang der sechziger Jahre wurden die commercial banks aggressiver: Sie glichen nicht nur ihre Habenzinsen mehr denen der Konkurrenz an und überboten sie schließlich in gewissen Einlagenarten, sondern sie versuchten erfolgreich, mit certificates of deposit (CDs) und ähnlichen Instrumenten ihr Einlagenwachstum zu beschleunigen²².

Diese Entwicklung brachte die Wende. Savings banks und S & Ls sind die Hauptanbieter langfristiger Kredite zur Finanzierung von Eigenheimen, die über 80 % ihrer Aktiva ausmachen, während die commercial banks sich überwiegend dem kurzfristigen Geschäft widmen. Der allgemeine Aufwärtstrend der Zinsen führte dazu, daß sich die erstgenannten Institute wegen des Gewichts der niedrig verzinsten Altbestände nicht in der Lage sahen, die Habenzinsen im Gleichschritt mit den commercial banks anzuheben. Sie verloren Einlagen und gaben weniger Kredite. Des Beifalls der Bauwirtschaft und weiter Kreise der Bevölkerung

²⁰ Eine ausführliche Begründung findet sich bei W. Stützel, a.a.O., S. 35 - 49. Vgl. auch E. S. Adams, Implications of the Big Trend in Banking, in: L. S. Ritter, Money and Economic Activity, 3rd ed., Boston 1967, S. 71 - 82.

²¹ 1957 und 1962 hat der Board die Höchstsätze sogar mit der ausdrücklichen Begründung angehoben, der Zinswettbewerb solle erleichtert werden. Vgl. die Zusammenstellung der Begründungen von Entscheidungen des Board bei C. E. Rübeling, a.a.O., S. 32 - 36.

²² FHLBB, 34th Annual Report, 1966, S. 16. Federal Reserve Bank of Cleveland, Sources of Commercial Bank Funds: An Exemple of „Creative Response“, in: L. S. Ritter, a.a.O., S. 65 - 71.

gewiß bezeichneten sie den Zinswettbewerb als unfair und interpretierten die Habenzinsbindung nicht nur als eine Vorschrift zum Schutze ihres Marktanteils im Einlagengeschäft, sondern auch als Mittel, um die Zinsen niedrig zu halten²³. Diese neue Zielsetzung der Zinsbindung fand bei den entscheidenden Stellen Anklang, so unglaublich es klingt. Um die beiden neuen Ziele zu erreichen, gab der Congress im September 1966 mit dem Interest Rate Control Act die Ermächtigung für die gegenwärtige umfassende Zinsbindung, und unter dem Druck der öffentlichen Meinung setzten der Board of Governors und die FDIC wiederholt die Höchsthabenzinsen für einige Einlagearten herab, um so mehr Mittel für den Eigenheimbau verfügbar zu machen. Es war das erste Mal seit 1935, daß der Board Höchstsätze reduzierte, und das in einer Periode hoher und steigender Zinsen. Mit diesen Ereignissen wurde die kundenabstoßende Zinsbindung in den USA etabliert.

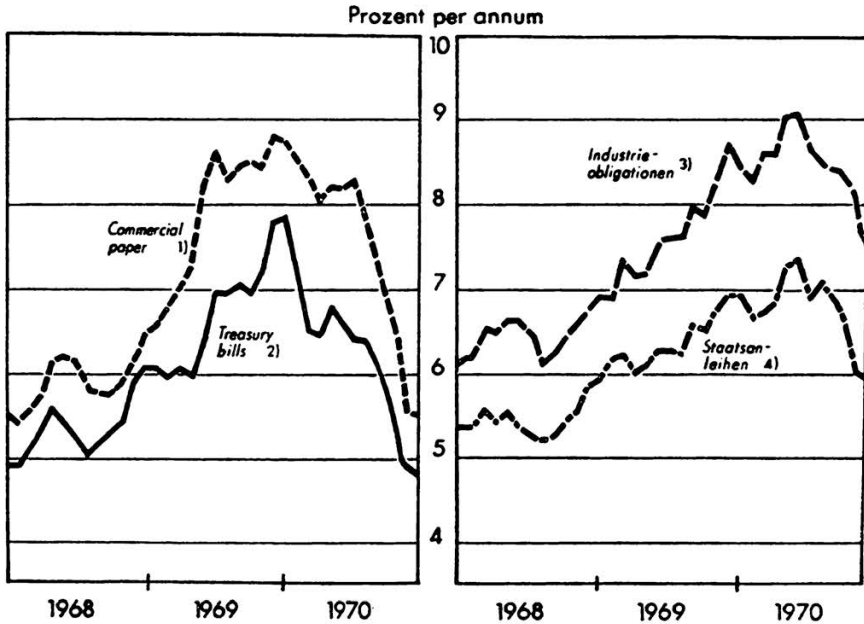
Sie wurde sogar zum Prinzip. Denn es wurde ihr ganz überraschend ein dritter neuer Zweck zugewiesen. Die Kunden sollten danach durch die Manipulation der Höchstsätze veranlaßt werden, den Kreditinstituten weniger Mittel zu überlassen als sonst. Das würde, so die neue Lehre, den Spielraum der Banken, Kredite zu gewähren, einengen und den inflationären Druck dämpfen²⁴. Dieser Effekt wurde „disintermediation“ genannt, teils deshalb, weil financial intermediaries nun weniger leicht zwischen Inhabern von Einnahmeüberschüssen und Wirtschaftssubjekten mit Ausgabeüberschüssen vermitteln konnten, teils in Erkenntnis der Nebenwirkung, daß Einleger und Kreditnehmer nun direkt, ohne Einschaltung eines intermediary, Kredite und Kreditbedingungen vereinbar-

²³ FHLBB, 34th Annual Report, 1966, S. 45 f., 53 f. Board of Governors of the Federal Reserve System, 53rd Annual Report, 1966, S. 33. Annual Report of the FDIC 1966, S. 9. *T. B. Marvell*, The Federal Home Loan Bank Board, New York, Washington u. London 1969, S. 35.

²⁴ Board of Governors, 53rd Annual Report, 1966, S. 97 f., 105. Als der Congreß die Gültigkeitsdauer des Interest Rate Control Act Ende 1969 zum vierten Mal verlängerte (Public Law 91 - 151), erkannte er die drei Ziele ausdrücklich an. Die Präambel des Gesetzes beginnt: „An Act to lower interest rates and fight inflation; to help housing ...“. Vgl. auch *A. G. Heebner*, Negotiable Certificates of Deposit: The Development of a Money Market Instrument, in: The Bulletin, hrsgg. vom Institute of Finance, Graduate School of Business Administration, New York University, No. 53 - 54, New York 1969, S. 80 f., u. *C. E. Rübeling*, a.a.O., S. 36 - 39. Heebner stellt den Umschwung überzeugend dar, indem er höchste Beamte des Federal Reserve System zitiert, so z. B. *Governor Brimmer*, der die Zinsbindung eine „innovation in the strategy of monetary policy“ nannte (a.a.O., S. 80).

Schaubild 1

Entwicklung der Zinssätze für kurzfristige und langfristige Anlagen



1) Commercial Paper erster Adressen mit einer Laufzeit von 4 - 6 Monaten; Neu-placierungssätze fremdemittierter Papiere.

2) U. S. Treasury bills, Umlaufrenditen von Titeln mit einer Restlaufzeit von drei Monaten.

3) Industrieobligationen erster Adressen; gewogener Neuplacierungszins.

4) U. S. Government bonds, Umlaufrenditen von Titeln mit einer Restlaufzeit von 20 Jahren.

Quelle: Board of Governors of the Federal Reserve System.

ten²⁵. Der entgegengesetzte Effekt einer Abkehr von der kundenabstoßenden Zinsbindung wurde später mit „reintermediation“ bezeichnet. Erfreut glaubte man, in der Zinsbindung ein neues konjunkturpolitisches Instrument gefunden zu haben.

²⁵ Der Grad der Intermediation in einer Wirtschaft und dessen Änderungen lassen sich in verschiedener Weise messen. Henry Wallich benutzt dazu das Verhältnis Geldvolumen zu Bruttosozialprodukt oder Bargeldumlauf plus Gesamteinlagen zu Bruttosozialprodukt. H. Wallich, *Money and Growth, A Country Cross-Section Analysis*, in: *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. I, 1969, S. 295. D. D. Hester, a.a.O., S. 601 - 604, verwendet dagegen das Verhältnis Verbindlichkeiten der financial intermediaries zu Verbindlichkeiten aller Wirtschaftssubjekte.

Unmittelbare Folgen der kundenabstoßenden Habenzinssätze

Die Reaktion der Banken war einfach. Wollten sie nicht zusehen, wie ihre Kundschaft die Einlagen abzog, um in Treasury bills²⁶ oder auch Staats-, Kommunal- und Industrieobligationen²⁷ umzusteigen, dann mußten sie die Zinsbindung umgehen. Sie boten ihren Großkunden daher Instrumente an, für die keine Höchstsätze galten. Das gilt besonders für die Zeit von Ende 1968 bis Mitte 1970, in der die Marktzinsen selbst die Höchstsätze für certificates of deposit der Klasse \$ 100.000 und darüber erstmals für längere Zeit überstiegen²⁸. Zwischen dem 4. Dezember 1968 und dem 4. Februar 1970 (Ende Januar 1970 wurden Höchsthabenzinsen für CDs angehoben) verringerte sich der Bestand umlaufender CDs der Klasse \$ 100.000 und mehr ständig. Er fiel von knapp \$ 24 Mrd. auf weniger als \$ 11 Mrd.²⁹. Dagegen gewannen zunächst Dollar-Einlagen bei Auslandszweigstellen amerikanischer Banken die Gunst der Kundschaft. So nahmen in den Bilanzen vieler commercial banks die CDs im Umlauf zwar drastisch ab, doch die Verbindlichkeiten gegenüber Auslandszweigstellen, gewöhnlich Euro-Dollar-Verbindlichkeiten genannt, wuchsen ungeheuer. Das machte den Rückgang des CD-Umlaufs fast wett. Doch Board of Governors blockierte diesen Ausweg. Er verteuerte die Euro-Dollar-Gelder, indem er im August 1969 den Netto-Zuwachs mit einem Mindestreservesatz von 10 % belegte.

Der Gegenzug der Banken kam schnell und benutzte eine andere, noch offene Lücke in den Höchstzins- und Mindestreservebestimmungen. Statt ihrer ausländischen Töchter und Branchen bedienten sich die commercial banks nur ihrer inländischen „Verwandten“ (Mütter, Geschwister und Töchter). Vor allem Bank-Holdings — die Rechtslage war in diesem Fall besonders günstig — begaben kurzfristige unbesicherte Schuldscheine (bank-related commercial paper) und stellten den Emissionserlös den Töchtern zur Verfügung, sei es direkt, sei es, indem sie Kredite der ver-

²⁶ Treasury bills werden auch an Nichtbanken abgegeben. Das kleinste Stück hat seit März 1970 einen Nominalwert von \$ 10 000 (vorher \$ 1 000).

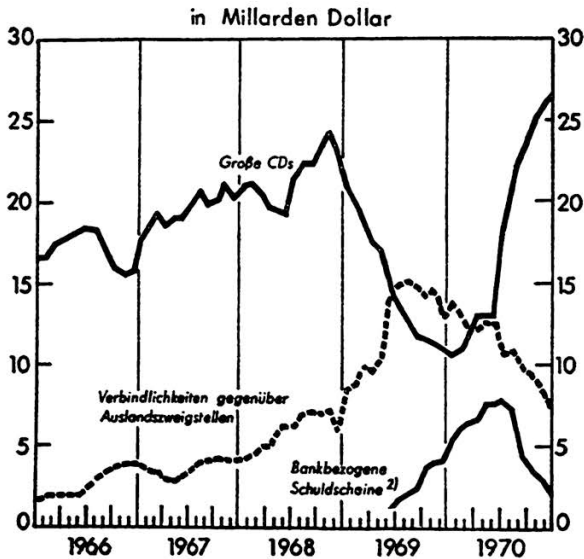
²⁷ G. K. Kardouche, *The Competition for Savings*, Conference Board Studies in Business Economics, Bd. 107, New York 1969, hat in umfassender Weise die Substitutionsbeziehungen zwischen diesen Instrumenten analysiert.

²⁸ Umgehungen waren schon früher vorgekommen. Banken hatten anstelle von CDs verschiedene andere kurzfristige Schuldscheine abgegeben. Diese wurden aber bereits im Juni 1966 in die Habenzinsbindung und die Mindestreservepflicht einbezogen. Board of Governors, 53rd Annual Report, 1966, S. 90 f.

²⁹ Bank Liabilities and Credit in the Third Quarter, in: Federal Reserve Bank of New York, *Monthly Review*, Vol. 52, 1970, S. 248 f.

Schaubild 2

Umlauf großer Certificates of Deposit, Verbindlichkeiten gegenüber Auslandszweigstellen und Umlauf von Bank-Related Commercial Paper¹⁾



1) Stand am letzten Mittwoch eines jeden Monats bei wöchentlich berichtenden Banken.

2) Umlauf von bank-related commercial paper.

Quelle: Federal Reserve Bank of New York, Board of Governors.

bundenen Banken ankauften. Bereits während sich die Aktion gegen die Euro-Dollar-Gelder abzeichnete, wurde auf commercial paper umgeschaltet. Im Juni 1969 liefen \$ 0,86 Mrd. bank-related commercial paper um. Ende Oktober 3,7 Mrd., und schließlich Ende Juli 1970 7,8 Mrd.³⁰. Der Board of Governors sicherte sich zwar sehr bald das Recht, auch bank-related commercial paper der Mindestreservepflicht zu unterwerfen und erwog auch, einen Höchstzins für diese Papiere zu verordnen, doch erst seit dem 17. September 1970 unterliegt bank-related commercial paper den Mindestreservebestimmungen³¹.

³⁰ F. C. Schadrack und F. S. Breimyer, Recent Developments in the Commercial Paper Market, in: Monthly Review, Federal Reserve Bank of New York, Vol. 52, 1970, S. 286 - 288.

³¹ Federal Reserve Bulletin, September 1970, S. 721 f.

Den S & Ls und teils auch den savings banks wurde auf sehr ähnliche Weise geholfen. Die Federal Home Loan Banks verschuldeten sich am offenen Markt und gewährten den S & Ls Kredite, und zwar in noch nicht dagewesenem Ausmaß. Die Nettoneuauisleihungen der S & Ls wurden in fast gleichem Umfang durch diese Kredite finanziert wie durch die Erhöhung der Einlagen. Auch der Forderungsverkauf hat eine Parallele im Realkreditbereich; die Federal National Mortgage Association (FNMA, gewöhnlich Fannie Mae genannt) und auch die Government National Mortgage Association (GNMA, Ginnie Mae oder Ginny Mae) übernahmen Hypothekarkredite, die von der Federal Housing Administration (FHA) oder der Veterans Administration (VA) versichert bzw. garantiert sind. Die neueste Kreation ist die Federal Home Loan Mortgage Corporation des FHLBB, die Hypothekarkredite ankaufen soll, die nicht in dieser Weise gesichert sind³². Zwar dienen diese Maßnahmen, anders als die vergleichbaren Aktionen der commercial banks, durchaus dem Zweck, den Wohnungsbau trotz restriktiver Zentralbankpolitik zu fördern, doch machen sie deutlich, daß man dazu ein doppeltes Spiel spielte: Auf der einen Seite wurde die Zinsbindung verlangt und propagiert, auf der anderen wurden Marktsätze gezahlt. So gesehen ließe sich das Zinsbindungskonzept als Ideologie interpretieren, die die Diskriminierung des kleinen Sparers rechtfertigen und so die Zinsdifferenzierung auf seine Kosten erleichtern soll.

Aus der Zeit der Zinsbindung in Deutschland sind eine Reihe ähnlicher und anderer Umgehungsmöglichkeiten bekannt, die nun auch in den USA eine gewisse Rolle spielten. Nur erwähnt seien hier Pensionsgeschäfte (repurchase agreements), die zunächst stark zunahmen, aber bei weitem nicht die Bedeutung von commercial paper erlangten. Verbindlichkeiten der Kreditinstitute aus solchen Geschäften wurden auch, von einigen wichtigen Ausnahmen abgesehen, bereits mit Wirkung vom 25. Juli 1969 den Zins- und Mindestreservebestimmungen unterworfen. Ähnliches gilt für am Geldmarkt aufgenommene Gelder³³.

Soweit zu wichtigen unmittelbaren Folgen der Zinsbindung auf Großeinlagen. Offensichtlich nahm es nur ein kleiner Bruchteil der Großeinleger auf sich, unterverzinliche Titel zu halten. Sobald ihre Forderungen fällig wurden, wechselten sie die Anlageart, und ihr Geldvermögen

³² U. S. Savings and Loan League, *Savings and Loan Factbook*, 17th ed., Chicago 1970, S. 81 f., 97 f., 118 - 124, 129 - 131. Government-Sponsored Credit Agencies, in: Federal Reserve Bank of New York, *Monthly Review*, Vol. 52, 1970, S. 87 - 91.

³³ Board of Governors, 56th Annual Report, 1969, S. 83, 17 f.

brachte ihnen so trotz der Höchstsätze ein marktgerechtes Zinseinkommen. Wie aber fuhren die anderen, kleineren Bankgläubiger?

Für kleinere Einleger ist es wegen einer Reihe von Faktoren schwerer und meist weniger wirtschaftlich, in andere Anlagen umzusteigen, genannt seien nur Losgröße, Transaktionskosten und Erfahrung in Geldangelegenheiten. Das gilt um so mehr, je kleiner die Einlage ist. Doch es ist fast immer möglich, wenigstens zu einem anderen Institut zu gehen. Daneben kommen häufig verschiedene kleingestückelte Wertpapiere in Betracht.

Ausgerechnet den kleinen Sparern wurde aber das Umsteigen in Wertpapiere noch erschwert. Um sie zu zwingen, Zinsverluste hinzunehmen, offiziell, um den Eigenheimbau und die Zentralbank zu unterstützen, setzten einige öffentliche Stellen den Nennwert ihrer Schuldscheine herauf, nachdem die kleingestückelten Savings Bonds zuvor schon nicht mehr zu marktgerechten Renditen angeboten worden waren. Das Schatzamt erhöhte im März 1970 den Mindestnennbetrag von Treasury bills von \$ 1.000 auf \$ 10.000. Andere Stellen handelten ähnlich, so z. B. die Farmers Home Administration. Verständlicherweise verhielten sich private Emittenten gerade entgegengesetzt. Am meisten Aufsehen erregte der Plan der American Telephone & Telegraph Co., Mini-Bonds von \$ 100 Nennwert zu placieren. Der übliche Mindestnennbetrag für Obligationen ist bekanntlich \$ 1.000.

Der Unterschied in der Verzinsung — bis zu etwa 4 % im Falle von Treasury bills — machte für viele vor dem Absturz der Marktzinssätze im Herbst 1970 einen Wechsel der Anlageform interessant³⁴. Um Abflüsse einzudämmen, mußten Kreditinstitute auch ihre Kleinkundschaft für die Zinseinbußen beim Halten von Einlagen entschädigen. Im Falle von Großeinlegern umgingen sie die Zinsbindung dadurch, daß sie diesen Kunden andere als die konventionellen, von den Zinsvorschriften betroffenen Instrumente anboten. Bei den kleineren Einlegern wurde ein anderer Weg gewählt: Man benutzte im wesentlichen die alten Einlageformen, zahlte den Höchstzins und hielt die Kundschaft mit Zugaben verschiedenster Art schadlos, wenn sie nicht durch den Zins allein gehalten werden konnten, auch nicht durch die höheren Zinsen, die in einer Einlagenart mit längerer Mindestfestlegzeit vergütet werden durften. Die Kunden wurden natürlich am Schalter und durch die Werbung immer wieder auf diese höherverzinslichen Depositen aufmerksam gemacht.

³⁴ Vgl. hierzu z. B. New Savings Lag as Debt Offerings Lure Depositors, in: Savings and Loan News, Vol. 91, 1970, No. 1, S. 7 f., und C. E. Rübeling, a.a.O., S. 29, 34.

Regulation Q einschließlich der Interpretationen des Board of Governors dazu und die vergleichbaren Vorschriften anderer Behörden enthalten eine Fülle detaillierter Anordnungen, die einzelne Nebenleistungen der Kreditinstitute als Zinszahlungen qualifizieren, Zinsberechnungs- und Zinszahlungsmodalitäten vorschreiben und so die Umgehung der Zinsbindung verhindern sollen. Trotzdem fiel es den Kreditinstituten nicht schwer, noch nicht verbotene Zugaben zu finden³⁵. Am beliebtesten und am spektakulärsten waren branchenfremde „Geschenke“. Von Allerweltsgeschenken wie Büchsenöffnern, Töpfen, Uhren, Büchern, Bratpfannen und Koffern bis zu so ausgefallenen Sachen wie einem Kursus in koscherer Kochkunst, alten Münzen und Perücken war alles zu haben³⁶. Manche Banken boten sogar Küchenmaschinen, Staubsauger, Rundfunk- und Fernsehgeräte und achtzylindrige Limousinen an.

Typisch für diese Angebote waren folgende Punkte. Sie lassen keinen Zweifel daran aufkommen, daß es sich bei den „Zugaben“ um Zinsersatz handelte.

1. Nur solche Institute lockten mit Geschenken, die in wenigstens einer Einlagenart die höchstzulässigen Habenzinsen vergüteten, während die Renditen für Anlagen, die als Substitute für die Einlagen infrage kamen, höher lagen als die Höchsthabenzinsen. Diese Institute befürchteten oder klagten bereits über stagnierende Einlagenbestände oder gar Nettoabflüsse.

³⁵ Es versteht sich von selbst, daß die Banken auch alle Möglichkeiten ausnutzten, um den tatsächlich erlaubten Höchstzins zu zahlen. So steht es z. B. den Banken nach Section 217.3 (a) von Regulation Q frei, täglich oder auch kontinuierlich Zinseszinsen zu berechnen. Ist z. B. der Höchstsatz 5 % und wird der aufgelaufene Zins täglich dem Grundbetrag zugeschlagen, werden aus 100 DM in einem Jahr nicht nur 105 DM, sondern 105,13 DM. Da Regulation Q dieser Art der Zinsberechnung erlaubt, ist es inkorrekt, sie genau so wie die Emission von commercial paper als Umgehung der Höchstsätze einzustufen, wie *Milton Friedman* es tut (a.a.O., S. 26). Es ist den Banken nach Section 217.3 (d) ferner erlaubt, in gewissem Umfang fingierte Zinsbezugsbasen zu verwenden. So darf z. B. jede Einzahlung, die vor dem 11. eines jeden Monats gemacht wird, für den vollen Monat verzinst werden. Angeblich soll man auf Bankeinlagen eine Verzinsung von über 13 % p. a. erreichen können, wenn man diese „days of grace“ geschickt ausnutzt, die bei verschiedenen Instituten unterschiedlich liegen.

³⁶ Manche Aufsichtsbehörden versuchten auch hier, die Umgehungen zu blockieren. So wurde z. B. der Wert der Zugaben limitiert und ihre Zulässigkeit auf besondere Anlässe beschränkt. Vgl. *Published Interpretations of the Board of Governors*, a.a.O., S. 242. Im Congress wurden entsprechende Vorlagen eingebracht, über die vermutlich in diesem Jahr entschieden werden wird.

2. Zugaben wurden ausschließlich für Einzahlungen versprochen, die Konten der höchstzulässig verzinsten Einlagenarten gutgeschrieben wurden.
3. Hatte der Kunde von einem Geschenkangebot Gebrauch gemacht und einen bestimmten Betrag auf ein bestehendes oder gerade eröffnetes Konto eingezahlt, mußte er auf diesem Konto für eine bestimmte Frist, meist für ein Jahr, ein Mindestguthaben in der Höhe der zugabenbegünstigten Einzahlung unterhalten.
4. Je höher die Einzahlung, desto höher war der Wert der Zugabe.

Aber viele Nebenleistungen hatten einen mehr bankmäßigen Charakter: Lebensversicherungen ohne Prämien, Safebenutzung ohne Gebühren, ein spesenfreies Girokonto mit oder ohne begrenzten zinsfreien Kredit in Höhe des Sparguthabens, kostenfreie Option auf Kredite zu Sonderkonditionen³⁷ und mehr Bankzweigstellen³⁸.

Bei einer anderen Art der Umgehung brauchte sich der Einleger nicht mit „nützlichen“ Leistungen abspesen zu lassen, an denen er vielleicht gar nicht interessiert war, er bekam Geld. Er wandte sich an einen sogenannten money broker. Ein money broker hat Kontakt zu potentiellen Einlegern und Kreditnehmern einer Bank. Sowie genügend Einleger gefunden sind, um einen Kredit abzudecken oder umgekehrt, zahlen die Einleger ihre Mittel bei der Bank ein, die der Gegenpartei zugleich einen Kredit einräumt. Die Einleger erhalten von der Bank nur die Höchstzinsen, aber zusätzlich bekommen sie vom money broker einen Teil der Kommission, die der Kreditnehmer bezahlte³⁹.

In einem Fall wurde der Rahmen traditioneller Anlageformen auch zugunsten der kleineren Anleger gesprengt. Ähnlich wie der Tausch von

³⁷ Im Zusammenhang mit Sonderkonditionen sei hingewiesen auf: *N. B. Murphy*, A Test of the Deposit Relationship Hypothesis, in: *Paul F. Jessup* (ed.), *Innovations in Bank Management*, New York 1969, S. 174 - 179.

³⁸ S & L Branching, Lending Limits to be Liberalized, in: *Wall Street Journal* vom 12. November 1970. Generell konnte aber die Einführung kundenabstoßender Höchstsätze schon deshalb nicht eine schnelle Zunahme der Bankstellen auslösen, weil es amerikanischen Banken teils untersagt, teils sehr erschwert ist, Zweigstellen zu eröffnen. Zur Entwicklung der Zahl der Bankstellen vgl. insbesondere: FDIC, *Annual Reports*, bes. 1965, S. 4 - 6; U. S. Savings and Loan League, a.a.O., S. 59 f., 104 - 106. Ein Zusammenhang zwischen kundenabstoßenden Höchsthabenzinsen und der Errichtung von Bankzweigstellen war auch in der deutschen Zinsfreigabediskussion behauptet worden.

³⁹ *F. C. Klein, The Middlemen*, in: *Wall Street Journal* vom 8. Juli 1970.

Kreditinstituten gegen Emissionserlöse von bank-related commercial paper die Holdings in eine Bank besonderen Typs verwandelte, wurde auch hier ein neues financial intermediary geschaffen: Einige Banken gliederten ihr Hypothekarkreditgeschäft aus und boten der Kundschaft anstelle von Einlagen kleingestückelte Anteile an steuerfreien Realkreditpools an, die man real estate investment trusts (REITs) nennt. Gewöhnlich nimmt ein REIT etwas Fremdkapital auf, um so dank der Leveragewirkung trotz Verwaltungskosten eine attraktive Rendite bieten zu können. In aller Regel werden die Gewinne eines REIT voll ausgeschüttet, teilweise auch die Tilgungen. Die Zahl der REITs schnellte in den Jahren 1969 und 1970 von 8 auf 114. Das Fondsvermögen überstieg 1970 \$ 4 Mrd. Nur ein knappes Viertel wird von Kreditinstituten verwaltet. Auch andere erkannten die Wettbewerbsvorteile eines REIT in den vergangenen Jahren und haben Fonds unterschiedlicher Struktur aufgebaut⁴⁰.

Es ist schwer abzuschätzen, wie erfolgreich diese und andere Methoden der Umgehung waren. Statistiken gibt es nur für Teilbereiche. Einigkeit dürfte aber darüber herrschen, daß die Kreditinstitute die Politik der disintermediation wirkungsvoll konterkarierten, sie ganz zu verhindern gelang ihnen jedoch nicht. Die disintermediation trat auch in anderen Sektoren des Kapital- und Geldmarktes in Erscheinung, am deutlichsten wurde sie aber am Markt für commercial paper⁴¹.

Schon bevor die Banken selbst auf diesen Markt auswichen, rieten sie angesehenen großen Kreditnehmern erstklassiger Bonität dazu, ihren kurzfristigen Kreditbedarf nicht durch Bankschulden, sondern durch Emission von commercial paper abzudecken. Nachdem 1966 die kundenabstoßende Zinsbindung eingeführt worden war, wuchs der Umlauf an nonbank commercial paper fast doppelt so schnell wie in den zehn Jahren zuvor und stieg von \$ 24 Mrd. auf über \$ 32 Mrd. Die Zahl der Emittenten nahm ähnlich rapide zu. Im Sommer 1970 waren es fast 600⁴².

⁴⁰ P. A. Schulkin, Real Estate Investment Trusts: A New Financial Intermediary, in: New England Economic Review, November/December 1970, S. 2 - 14. Hingewiesen sei auch auf die Anteilszertifikate an Hypothekarkreditfonds der GMNA. U. S. Savings and Loan League, a.a.O., S. 136.

⁴¹ „Commercial paper“ ist die Bezeichnung für ungesicherte Orderschuldscheine erster Adressen von drei Tagen bis neun Monaten Laufzeit in Stückelungen von \$ 1 000 bis zu \$ 5 000 000, die wie Diskonten gehandelt werden. Da ihre Laufzeit neun Monate nicht überschreitet, bedarf ihre Emission in keinem Falle der Genehmigung der Securities and Exchange Commission (SEC).

⁴² F. C. Schadrack u. F. S. Breimyer, a.a.O., S. 282.

Es blieb nicht aus, daß Unternehmen minderer Bonität commercial paper auflegten und es an ehemalige Einleger absetzten, die die Risiken einer solchen Anlage nicht abschätzen konnten oder in der Euphorie des rasanten Trends zum Direktkredit glaubten, sich damit nicht abgeben zu müssen. Obgleich bond ratings in den USA eine Selbstverständlichkeit sind, gab es praktisch keine risikobedingten Renditedifferenzen im commercial paper-Markt⁴³. Es bedurfte des Paukenschlages des Penn Central-Debakels, um die Finanzwelt auf diese Probleme aufmerksam zu machen. Das Ergebnis war ein panikartiger Rückzug aus commercial paper. Große Unternehmen, die fest damit gerechnet hatten, commercial paper am Fälligkeitstag durch neues ersetzen zu können, sahen sich plötzlich in der Klemme. Schleunigst die Politik der disintermediation aufzugeben war der einzige Ausweg, sie vor der Insolvenz zu bewahren. Am späten Nachmittag des 21. Juni wurde die Penn Central Transportation Co. zahlungsunfähig und stellte Antrag auf Reorganisation gemäß Section 77 Bankruptcy Act, um sich vor ihren Gläubigern zu schützen. In den Abendstunden desselben Sonntags versuchten hohe Beamte der Federal Reserve Bank New York die Vorstände großer Banken telefonisch zu erreichen, um ihnen mitzuteilen, die Zentralbank stehe bereit, Aktien der Banken zu refinanzieren, die sich als nötig erweisen würden, um fällig werdende Schulden der Unternehmen am commercial paper-Markt abzudecken⁴⁴. Und am 23. Juni wurden die großen CDs kurzer Laufzeit aus der Zinsbindung entlassen⁴⁵. Die Politik der disintermediation war zu Ende.

⁴³ E. P. Foldessy, *Buyers of Commercial Paper Often Using Firm's Bond Ratings as Purchasing Guide*, in: Wall Street Journal vom 3. November 1970. Seit Herbst 1970 gibt es nun auch ratings für commercial paper.

⁴⁴ Dies ist ganz besonders ungewöhnlich, wenn man bedenkt, wie schwer die Federal Reserve Banks den Banken sonst das Lombardieren und Rediskontieren machen. — An der Hilfsaktion für Schuldner von commercial paper beteiligten sich nicht nur amerikanische Banken und die Zentralbank, auch europäische und kanadische Banken und Versicherungsgesellschaften wurden einbezogen. Kooperation mehrerer Banken war wegen der Höhe der kurzfristigen Wertpapierschulden der bedrängten Unternehmen und wegen der Diversifikationsgebote für Bankanlagen erforderlich. Vgl. hierzu einen Bericht von der Jahrestagung der American Bankers Association in Miami Beach: C. N. Stadler, *Banks Mounted \$ 2 Billion Rescue Mission to Aid Other Firms in Penn Central Crisis*, in: Wall Street Journal vom 14. Oktober 1970.

⁴⁵ Ihr Neuplacierungszins stieg sofort um etwa 1½ volle Prozentpunkte auf gut 8 %. Die Banken konnten seither den Umlauf großer CDs um etwa \$ 2 Mrd. monatlich erhöhen.

Bewertung der Effekte der Zinsbindung

Die kundenabstoßenden Höchstsätze sollten dreierlei erreichen: Sie sollten die Inflation dämpfen, die Zinssätze niedrig halten und dem Wohnungsbau helfen. Haben sie nun zum gewünschten Ergebnis geführt?

Das Konzept der Inflations- und Konjunkturkontrolle durch kundenabstoßende Höchsthabenzinsen beruht auf folgenden Gedankengängen: Werden die Höchsthabenzinsen niedriger als die entsprechenden Marktzinsen angesetzt, dann sind die Bankeinlagen niedriger als in einer Situation ohne Zinsbindung. Mit dem Druck auf die Bankverbindlichkeiten geht ein Druck auf Bankaktiva und damit auch auf die Kredite einher. Kurz, kundenabstoßende Habenzinsen führen zu einer Verringerung des Bankkreditangebots verglichen mit einer Situation ohne Zinsbindung. Der Finanzierungsspielraum der Wirtschaftssubjekte wird eingengt und dadurch die Stärke des Ausgabenstroms gedrosselt. Diese Theorie wurde und wird im Board of Governors seit Mitte der sechziger Jahre vertreten⁴⁶. Im Sommer 1966 wurde zum ersten Mal danach gehandelt, wie der Board selbst meint, sogar mit Erfolg⁴⁷. Ob dieser Anspruch zu Recht erhoben wird, sei dahingestellt. Schon damals mußte jedoch klar sein, daß ein Erfolg sich nicht leicht wiederholen lassen würde. Die Banken konnten nicht noch einmal überrascht werden, sie würden nicht unvorbereitet in eine zweite Runde der disintermediation gehen, sondern gerüstet mit wohldurchdachten Umgehungsstrategien⁴⁸.

Den Finanzierungsspielraum der Wirtschaftssubjekte einzuengen kann im Zusammenhang mit der disintermediation zweierlei bedeuten. Erstens, daß die Verschuldung der letzten Kreditnehmer erschwert wird (Effekt 1). Zweitens, daß die Liquidität der letzten Kreditgeber, der Wirtschaftssubjekte mit Einnahmeüberschüssen, dadurch verringert wird, daß sie gezwungen werden, ihre Einnahmeüberschüsse in Form von Aktiva zu halten, die weniger liquide sind als in einer Situation ohne Zinsbindung (Effekt 2). Dem Board kam es auf Effekt 1 an. Wie oben dargelegt, wurden aber zum einen in überraschendem Maße Einlagen durch andere

⁴⁶ Vgl. Fußnote 24 auf S. 13. Sehr ähnlich, allerdings bezogen auf die Verhältnisse in Frankreich, argumentiert *H. Fournier*, a.a.O., S. 1184 - 1188.

⁴⁷ Board of Governors, 53rd Annual Report, 1966, S. 33. Vgl. auch *A. G. Heebner*, a.a.O., S. 82.

⁴⁸ In diesem Zusammenhang sei hingewiesen auf *Paul S. Nadler*, Regulation Q and Credit Control, in: *The Bankers Magazine*, Vol. 153, 1970, No. 2, S. 21 - 24, und den Leitartikel von *Crocker Nevin* in derselben Nummer, S. 9 - 11.

Bankverbindlichkeiten substituiert, so daß es insofern gar nicht zur Disintermediation kam, zum anderen wurden Bankkredite durch Direktkredite ersetzt. Der gewünschte Effekt 1 scheint daher ganz oder fast ganz ausgeblieben zu sein. Wie steht es mit Effekt 2? Die wichtigsten Instrumente des direkten oder indirekten Kredits, die den Inhabern von Einnahmeüberschüssen als Ersatz für Einlagen angeboten wurden, haben sehr ähnliche Placierungs- und Umlaufrenditen wie z. B. CDs gleicher Laufzeit, nachdem deren Marktzinsen unter die Höchstsätze gefallen sind. Die Liquidität solcher Ersatzinstrumente wird also im ganzen vom Markt nicht schlechter beurteilt als die der Großeinlagen. Das gilt aber nicht in allen Fällen, wie die Penn-Central-Krise so deutlich gezeigt hat. Die Habenzinsbindung hat dann in der Tat den Effekt 2, der verhinderte Einleger wird erhöhten Insolvenzrisiken ausgesetzt. Ein absurdes Ergebnis: War doch die Habenzinsbindung einmal geschaffen worden, um die Solvenz der Banken und damit die Sparer zu schützen.

Betrachtet man beide Effekte zusammengekommen, fragt man sich, ob die Politik der Disintermediation überhaupt auf Finanzierungsspielräume, Ausgabenstromstärke und Konjunktur eingewirkt hat. Sie hätte vielleicht später wirken können, dann wenn sich alle Bankschuldner, die sich dank ihres Standing und dank eines hochentwickelten Geldmarktes auch direkt verschulden konnten, auf Direktkredite umgestellt gehabt hätten, und wenn alle Wege, die Zinsbindung zu umgehen, abgeschnitten gewesen wären. Das hätte aber weitere Monate, wenn nicht Jahre gedauert. Konjunkturpolitische Instrumente mit derart langen Wirkungsverzögerungen sind jedoch schlechtweg unbrauchbar⁴⁹.

Das zweite Ziel der Zinsbindung ist, die „Zinsen“ niedrig zu halten. Da mit „Zinsen“ sicherlich nicht nur die Habenzinsen, sondern auch die Sollzinsen gemeint sind, fragt es sich, ob in den Höchstsätzen das geeignete Instrument gefunden wurde. Die Idee, durch Fixierung der Habenzinsen die Sollzinsen und andere Kreditzinsen niedrig halten zu können, beruht erstens auf der ebenso populären wie unhaltbaren These, die Sollzinsen seien nichts als Geldbeschaffungskosten zuzüglich eines Zuschlages für Gewinn und andere Kosten. Häufiger noch findet man aber folgende zweite Überlegung: Wenn Direktanlage, Aufbau neuer inter-

⁴⁹ Wenn man freilich die Entwicklung der ausstehenden Kredite nur der Banken als Konjunkturindikator verwendet, sind die kundenabstoßenden Zinsen ein vorzügliches Instrument der Konjunktursteuerung. Vgl. Board of Governors, 56th Annual Report, 1969, S. 3. Gleiches gilt, wenn man das Geldvolumen in weiterem Sinne als Indikator benutzt.

mediaries und Umgehung der Zinsbindung durch die Banken ausgeschlossen wären, würden weniger Spar- und Termineinlagen gehalten als in einer vergleichbaren Situation ohne Zinsbindung, vermutlich aber nicht mehr Banknoten, sondern mehr Sichteinlagen. Da die Sichteinlagen höheren Mindestreservesätzen unterworfen sind als die anderen Einlagen, ergäbe das ein höheres Mindestreservesoll⁵⁰. So würde ein schärferer Grad der Restriktion erreicht, ohne daß es dazu zinstreibender Offenmarktkäufe der Zentralbank bedürfte⁵¹. Richtet man sich nach diesem Rezept, wie man sich den Schmutz der Inflation aus dem Pelz waschen kann ohne sich mit dem kalten Wasser höherer Zinsen naß machen zu müssen, so scheinen zwar die beiden ersten Ziele der Zinsbindung über-raschenderweise konsistent zu sein. Das Rezept beruht aber auf Annahmen, die sich zumindest als schwer realisierbar erwiesen haben, und ist außerdem nicht zu Ende gedacht. Wie erhöhen Banken ihre Mindestreserven? Wenn die Zentralbank ihnen durch Kredite oder Offenmarktkäufe die Anpassung erleichtert, verpufft der restriktive Reserveeffekt⁵², kommt aber letztlich nur der Verkauf von Aktiva an andere infrage, kann der Zins leicht steigen.

Eine dritte Auffassung verspricht deshalb auch nicht Kampf gegen die Inflation und ein niedrigeres oder auch nur stabiles Zinsniveau, sondern nur Inflationsbekämpfung bei höchsthabenzins-gedämpftem Zinsanstieg. Limitierte Habenzinsen der Banken verhindern danach, daß die Habenzinsen der Zentralbank — die Renditen der Offenmarktpapiere, die die Zentralbank verkaufen will — scharfem Wettbewerb seitens der Banken ausgesetzt sind. Um die Zentralbankgeldbestände in einem vorbestimmten Maß zu verringern, braucht die Zentralbank ihre Haben-

⁵⁰ *James Tobin*, Deposit Interest Ceilings as a Monetary Control, in: *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. II, 1970, S. 6 f., untersucht Reserveeffekte, die beim zinsbindungsbedingten Umsteigen von einer Einlagenart in eine andere auftreten unter den gegenwärtigen Mindestreservesätzen. Er kann nicht ausschließen, daß eine Herabsetzung der Höchstsätze in besonderen Fällen, wie beim Umsteigen von CDs in Spareinlagen, auch zu niedrigeren Reservesolls führen kann. Insgesamt erwartet er aber, daß sich das Reservesoll erhöhen werde. Ebenso argumentiert *M. Friedman*, a.a.O., S. 30. Vgl. auch *A. G. Heebner*, a.a.O., S. 79 - 84.

⁵¹ Im gleichen Sinne nicht zinstreibend wäre es freilich auch, die Mindestreservesätze anzuheben

⁵² Inflationsverstärkend kann auch ein Konsumanstieg ausgelöst durch die erzwungen niedrige und real vielleicht sogar negative Verzinsung der Spareinlagen wirken, um nur einen anderen möglichen Seiteneffekt zu nennen.

zinsen weniger anzuheben, wenn Zinsbindung herrscht⁵³. Auch hier müssen Anpassungsverkäufe der Banken als wohl wichtigster Sekundäreffekt berücksichtigt werden, die im Normalfall die Zinsen weiter anheben, jedoch von einem niedrigeren Zinsniveau ausgehend als in einer vergleichbaren Situation ohne Zinsbindung⁵⁴.

Dieser dritte Gedankengang basiert genau wie der zweite und andere ähnliche darauf, daß die Habenzinsbindung nicht oder nur schwer umgangen werden kann, eine Annahme, die für Wirtschaften mit entwickelten Finanzmärkten nicht zutrifft, schon gar nicht im Falle von Großeinlagen, um die es hier geht. Habenzinsbindung schützt daher weder die Zentralbank noch ihre Habenzinsen vor Wettbewerb; sie wirkt weder zinssenkend noch zinstreibend⁵⁵. Sie hat hauptsächlich einen Effekt, nämlich den, daß sie umgangen wird.

Den Wohnungsbau, insbesondere den Eigenheimbau zu fördern, ist das dritte Ziel, das mit der Einführung der kundenabstoßenden Höchstsätze erreicht werden sollte. Der Schutz der Wettbewerbsposition der savings banks and savings and loan associations im Depositengeschäft sollte verhindern, daß der Markt für Wohnungsbaukredite austrocknete. Aber Höchstsätze für konkurrierende Banken können die Wettbewerbssituation dieser Spezialinstitute genausowenig verbessern wie die der Zentralbank. Der hoheitlich fixierte „Zinsvoraus“ der Spezialinstitute kann nicht zum gewünschten Effekt führen, wenn die Zinsbindung umgangen wird. Selbst wenn sie, und mehr ist nicht zu erwarten, Einlagenverluste an die commercial banks verhindert, muß das noch keine Hilfe für die associations bedeuten. Ihr Anteil am Depositenmarkt wird dann zwar gesichert, er mag sogar zunehmen. Doch da der Anteil der Gesamteinlagen an den Gesamtverbindlichkeiten infolge von disinterme-

⁵³ E. J. Stevens, Deposits at Savings and Loan Associations, in: Yale Economic Essays, Vol. 6, 1966, S. 537; D. D. Hester, a.a.O., S. 610; J. Tobin, a.a.O., S. 9.

⁵⁴ Auch hier fragt man sich, warum die Zentralbank nicht einfach die Mindestreservesätze anhebt. Dagegen können in den USA Gesichtspunkte der Gleichbehandlung sprechen. Es werden viel weniger Institute von der Mindestreservspflicht als von den Zinsverordnungen betroffen, und Offenmarktkäufe haben natürlich auch nicht nur die mindestreservpflichtigen Banken zum Adressaten.

⁵⁵ Auch das wird behauptet. Die Banken müßten die Kreditnachfrage mit weniger Einlagen bedienen, was zu höheren Kreditzinsen führe. M. Friedman, a.a.O., S. 28. Es ist aber unzutreffend anzunehmen, daß die Nachfrage nach Bankkredit unverändert bleibt. Sie weicht wie das Angebot auf andere Kreditmärkte aus. Ähnliches gilt für andere Teilmärkte.

diation zurückgeht, kann es trotz der besseren Position im Depositen-geschäft nur weniger Wohnungsbaukredit geben. Dem entspricht, daß die Institute, die 1969 gut überstanden, sich nicht auf die Zinsbindung verließen. Vielmehr haben sie einen aggressiven Nebenleistungswettbewerb geführt⁵⁶.

Insgesamt gesehen scheint die Zinsbindung nicht das Mittel zu sein, um auch nur einem der drei Ziele mit einiger Sicherheit näher zu kommen. Auch wenn manche unmittelbaren Wirkungen in die gewünschte Richtung gehen, Richtung und Stärke der Gesamteffekte sind ungewiß und um so unbedeutender, je mehr die Zinsbindung umgangen wird.

Bewertung der Nebeneffekte

Um die Zinsbindung zu beurteilen, müssen außer den gewünschten Wirkungen auf die ihr gesteckten Ziele auch unerwünschte Effekte beachtet werden: Die Effekte ihrer Umgehung, die Effekte unterschiedlicher Umgehungschancen und ihre Nebeneffekte dort, wo sie Erfolg hat.

Die Umgehung hat ungünstige alloкатive Effekte. Wo immer in einer Wirtschaft Transformationsfunktionen den dafür zuständigen Spezialisten entzogen und dann im Handbetrieb erledigt werden, vergeudet man Ressourcen. Disintermediation bedeutet zumeist nichts anderes⁵⁷. Aber auch wenn es nicht zur Disintermediation, sondern nur zu Umgehungen innerhalb des Banksektors kommt, hat man mit Fehlallokationen zu rechnen. Am deutlichsten wird das auf dem Zugabensektor. Vielen Einlegern wäre es sicherlich lieber, den Dollar, den die Banken für „Geschenke“ aufwenden, anstelle der Nebenleistungen ausgezahlt zu bekommen, um ihn dann genau nach ihren Bedürfnissen zu verwenden. Nebenleistungswettbewerb führt schon deshalb dazu, daß Produktivkräfte vergeudet werden. Darüber hinaus gilt auch hier: Die Verteilung von Autos, Kühl-

⁵⁶ A Fat Few in a Lean Savings Year, in: Savings and Loan News, Vol. XCI, 1980, No. 1, S. 50 - 55.

⁵⁷ Vgl. aber *J. Tobin*, a.a.O., S. 8. Wenn Disintermediation zu Kreditformen Anlaß gibt, die effizienter sind als Bankkredit, hat sie positive alloкатive Nebenwirkungen, allerdings mit dem Nebeneffekt, daß die neuen Kreditformen nicht direkt durch die Zentralbank beeinflußt werden können. Daß es gerade der Zinsbindung als Anstoß für solche Innovationen bedarf, ist aber keineswegs zwingend. *Tobin* gibt auch nur ein Beispiel dafür, wie ein schon recht betagtes Instrument, nämlich commercial paper, von der Zwangslage profitiert hat.

schränken, Koffern usw. wäre beim Handel, beim Spezialisten, in besseren Händen als beim Kreditgewerbe.

Wo Kreditinstitute mit bankmäßigen Leistungen arbeiten, mag der Umfang der Fehlallokation geringer sein. Doch die Tatsache, daß Banken Euro-Dollar-Verbindlichkeiten, bank-related commercial paper, Pensionsgeschäfte usw. nur dann anstelle von Einlagen benutzen, wenn die Höchstsätze kundenabstoßend sind, legt den Schluß nahe, daß sie pro Einheit teurer sind als normale Depositen. Das bedeutet überflüssige Kosten. Ähnliches gilt möglicherweise für die Versuche der S & Ls, verschiedene Bankdienstleistungen erstmalig anzubieten⁵⁸.

Das Argument der Vergeudung von Ressourcen im Wettbewerb mit Nebenleistungen spielte bereits in der Diskussion um die deutsche Zinsbindung eine Rolle⁵⁹. Es wird nun in den USA von Milton Friedman benutzt⁶⁰ und taucht neuerdings auch in anderem Zusammenhang auf: Robert W. Haack, der Präsident der New York Stock Exchange, macht den durch die kundenabstoßenden Börsenkommissionssätze aufgeblähten Nebenleistungswettbewerb der Brokerhäuser für die katastrophale Ertragssituation vieler Broker mitverantwortlich. Nichts macht deutlicher, wie undurchdacht es ist, Höchsthabenzinsen als Mittel gegen ruinösen Wettbewerb und zur Rentabilitäts- und Einlagensicherung zu empfehlen.

Fehlallokation ist es schließlich auch, wenn vorzugsweise die Kunden Kredite erhalten, die gewöhnlich auch Depositen bei der Bank haben. Es besteht keinerlei Anlaß anzunehmen, daß gerade solche Kunden am produktivsten investieren. Ähnlich wie bei dieser Umgehung wirkt die Zinsbindung auch, wenn sie erfolgreich ist. Nichts garantiert dann, daß Einlagen den Instituten zufließen, die mit der geringsten Zinsspanne auskommen und deren Kunden — von Risikoprämien abgesehen — die höchsten Sollzinsen zu zahlen bereit sind, vermutlich, weil sie die produktivsten Investitionen planen. Das kann das gesamtwirtschaftliche Wachstum dämpfen. Genau dieser Effekt der Zinsbindung ist jedoch

⁵⁸ Am bekanntesten ist der kontroverse Versuch, sich in den Zahlungsverkehr einzuschalten. Herbert Bratter, S & Ls Want to Be Banks, und Nat S. Rogers, A. B. A. President Writes on New S & L Privileges, in: Banking, Vol. 63, 1970, No. 4, S. 44 - 46. R. F. Janssen, Federal Home Loan Bank Board Narrows S & L Power to Offer Bill-Paying Services, in: Wall Street Journal vom 14. Dezember 1970.

⁵⁹ W. Stützel, a.a.O., S. 52 f.; angegriffen wurde Stützel deshalb vor allem von H. Janberg, Freiheit für Bankzinsen?, in: ZfgK, 19. Jg., 1966, H. 1.

⁶⁰ a.a.O., S. 27.

beabsichtigt. Kreditnachfrage für den Eigenheimbau soll gerade nicht von Kreditnachfrage für andere Projekte verdrängt werden, wie produktiv und wachstumsfördernd sie auch immer sein mögen. Direkte Subventionen für den Wohnungsbau erreichten dieses Ziel ebenfalls, hätten aber den Vorzug, daß von ihnen nicht auch andere weniger produktive Investitionen und weniger gut geführte Kreditinstitute profitieren.

Eine erfolgreiche Zinsbindung und ebenso ihre Umgehung vermindern die Nützlichkeit monetärer Aggregate als Konjunkturindikatoren und als Leitvariablen der Geldpolitik. Bei dem Gewicht, das diesen Aggregaten in den USA als Leitvariablen beigemessen wird, ein nicht ganz unerheblicher Effekt. *Friedman* und die Federal Reserve Bank St. Louis beklagen die Verzerrung der Geldmenge durch die Wirkungen der Zinsbindung, die Federal Reserve Bank New York bedauert Verzerrungen ihres „credit proxy“⁶¹.

Vielleicht nicht die wichtigsten, aber sicherlich die unerfreulichsten Wirkungen resultieren aus den unterschiedlichen Umgehungschancen, die sich verschiedenen Einlegern bieten. Daß Zinsbindung dazu führt, daß das Einkommen aller Gläubiger geschmälert wird, mag noch hingenommen werden. Die Habenzinsbindung trifft aber besonders die Gläubiger, die nicht aus Einlagen in Forderungstitel mit Marktrenditen umsteigen können. Und das sind ausgerechnet die kleinen Sparer, höchstwahrscheinlich die Gläubiger mit den niedrigsten Einkommen. Kundenabstoßende Habenzinsen sind folglich nicht nur ungerecht, sie sind aggressiv.

Man könnte argumentieren, da die Zinsbindung billigen Baukredit ermögliche (die Sollzinsen der savings banks und die S & Ls sind in der Tat niedrig), stünden Einkommensschmälerungen der einen Einkommenserhöhungen der anderen gegenüber. Das ist richtig, aber wie eine Untersuchung zeigt, wirkt dieser „Ausgleich“ sehr stark zugunsten wohlhabenderer Haushalte⁶². Ärmere Gläubiger werden daher nicht nur mit einer Art regressiver Steuer belastet, das „Steueraufkommen“ wird auch noch unter wohlhabendere Schuldner verteilt.

⁶¹ *M. Friedman*, a.a.O., S. 30; *M. W. Keran*, Selecting a Monetary Indicator — Evidence From the United States and Other Developed Countries, in: FRB of St. Louis, Review. Vo. 52, 1970, No. 9, S. 16. Federal Reserve Bank of New York, 55th Annual Report, 1969, S. 27.

⁶² *E. J. Kane*, Short-Changing the Small Saver: Federal Government Discrimination Against Small Savers During the Vietnam War, in: Journal of Money, Credit and Banking, Vol. II, 1970, S. 518 f.

Die Zukunft der bundesrechtlichen Habenzinsbindung

Die Habenzinsbindung wird seit der Penn Central-Krise im Sommer 1970 von vielen Seiten angegriffen. Es gibt zahlreiche Wissenschaftler, die sich gegen sie ausgesprochen haben, aber vielleicht nicht einen einzigen, der noch dafür ist. Auf ihrer Jahrestagung in Miami Beach im Oktober 1970 empfahl die American Bankers Association, die Höchstsätze anzuheben, was wohl bedeutet, zu den Verhältnissen vor 1966 zurückzukehren. Die Federal Reserve Bank St. Louis verurteilt die Zinsbindung wieder und wieder und zwar in diesem Fall nicht als Außenseiter, da auch der Präsident der Federal Reserve Bank New York bekennt, er halte wenig von Höchsthabenzinsen⁶³. Im Board of Governors selbst gibt es auch schon seit längerem Gegner der Zinsbindung. Die Governors *Mitchell* und *Daane* argumentierten in Minderheitsvoten dagegen, die Politik der disintermediation konsequent durchzusetzen, da damit nichts erreicht werde⁶⁴. Das einflußreiche Finanzwochenblatt „Barron's“ forderte auf der Titelseite seiner Jahresschlußnummer, alle Höchstsätze aufzuheben⁶⁵.

Als Instrument der Konjunkturpolitik ist die Zinsbindung bereits abgeschrieben. Offenmarkttransaktionen und Änderungen der Mindestreservesätze wirken sicherer und haben weniger unerwünschte Nebeneffekte. Mindestreservpolitik gleicht allerdings der Habenzinsbindung insofern, als in beiden Fällen nicht marktkonforme, sondern hoheitliche Mittel eingesetzt werden. Sie läßt sich auch in ähnlicher Weise umgehen. Sobald eine gewisse Belastungsgrenze, die durch die Struktur der jeweiligen Finanzmärkte bestimmt ist, erreicht wird, müssen daher weitere Erhöhungen der Mindestreservesätze Disintermediations- und andere Umgehungseffekte hervorrufen, genauso wie eine Habenzinspolitik, die über den „Bruchpunkt“ hinausgeht. Umgehungen bedeuten aber auch

⁶³ D. A. Francis, Some Lessons to be Learned From the Present Inflation, in: FRB of St. Louis, Review, Vol. 52, 1970, No. 10, S. 10. Vgl. auch C. E. Rübeling, a.a.O., und M. W. Keran, a.a.O. Alfred Hayes, Inflation in a Sluggish Economy — Trouble for Monetary Policy, in: FRB of New York, Monthly Review, Vol. 53, 1971, No. 1, S. 4.

⁶⁴ Board of Governors, 56th Annual Report, 1969, S. 84, 86. Im Jahre 1970 haben sich andere Governors offenbar ihrer Auffassung angeschlossen. Vgl. Reserve Suspends Interest Ceiling for Big Deposits, in: Wall Street Journal vom 24. Juni 1970; Federal Reserve Bulletin, July 1970, S. 605.

⁶⁵ Q Marks the Spot, in: Barron's vom 28. Dezember 1970. Das fordern auch andere Blätter. Vgl. Curbing Bank Giveaways, in: Wall Street Journal vom 20. November 1970.

hier kaum eine permanente Erleichterung, sondern läuteten nur ein Katz und Maus-Spiel der Währungs- und Aufsichtsbehörden mit den Kreditinstituten ein.

Der FHLBB jedoch ist bei seiner Meinung geblieben, daß die Zinsbindung zum Schutze der S & Ls in Hochzinsperioden nötig ist. Und er ist in einer starken Position. Denn kein Politiker möchte sich vorwerfen lassen, er sei mitverantwortlich dafür, daß es keine Baukredite mehr gebe. Da der Schutz der Marktstellung der S & Ls und savings banks als politisches Datum angesehen werden muß, ist die entscheidende Frage, ob dieser Schutz anders nicht zuverlässiger und zu geringeren Kosten, mit weniger ungünstigeren Nebenwirkungen, gewährleistet werden kann.

Vielleicht könnten sich die S & Ls sogar selbst helfen. Jahrelang wurde ihre Fristentransformation von der Zinsstruktur begünstigt. Die Zinsen kurzfristiger Titel lagen weit unter denen langfristiger⁶⁶. Ansehnliche Gewinne, die den Rücklagen zugeführt wurden, waren die Folge. Die Rücklagen können ähnlich wie ein Zinsausgleichskonto bei manchen Schuldscheinkonstruktionen verstanden werden, d. h., man könnte zu Lasten der Rücklagen die Habenzinsen erhöhen. Schließlich sind S & Ls meist Genossenschaften. Die Genossen — wenn auch nicht immer dieselben — würden nur das bekommen, was ihnen früher vorenthalten wurde. Die Rücklagen wären in den meisten Fällen hoch genug, um eine solche Politik auf Jahre durchzuhalten.

So empfiehlt *Tobin* der Gerechtigkeit halber diese Politik, mit der zusätzlichen Begründung, sie würde, da hochverzinsliche Kredite herein genommen würden, die Durchschnittsrendite der Aktiva erhöhen; und zwar um so mehr, je mehr dadurch das Gewicht der Altkredite abnimmt⁶⁷. Da aber in mehreren wichtigen Staaten aufgrund von Landeswucherschutzgesetzen oft sehr niedrige Höchstsollzinsen eingehalten werden müssen, werden die Zinsen für Neukredite häufig kaum höher sein als die für alte⁶⁸.

⁶⁶ Nur diese Zinsstruktur hatten offenbar in der deutschen Diskussion um die Aufhebung der Zinsverordnung all diejenigen im Auge, die ein Zinsdiktat der Sparkassen wegen des hohen Anteils des langfristigen Geschäfts bei diesen Instituten befürchteten. Genannt sei nur *Herbert Wolf*, Bankzinsen in Theorie und Praxis, in: *Bank-Betrieb*, 6. Jg., 1966, S. 315.

⁶⁷ a.a.O., S. 10 f.

⁶⁸ Selbst in der Zeit, in der die Renditen von Staatsanleihen vergleichbarer Laufzeit über 8 % lagen, hielt New York an einem Höchstzins von 7,5 % für Hypothekenkredite fest. — Höchstsollzinsen sind nicht anders zu beurteilen als Höchsthabenzinsen. Versetzen sie doch Kreditnehmer in die Situation, in die

Eine Politik der Entnahmen aus Rücklagen wäre auf jeden Fall möglich, weshalb auch immer man sie einschläge, weil man auf eine Änderung der Zinsstruktur spekuliert, zur Fairneß verpflichtet ist oder weil man meint, sich nur so an ein höheres Zinsniveau anpassen zu können. Sie wäre auch nicht besonderes; schließlich nehmen Betriebe in anderen Wirtschaftsbe-
reichen ebenfalls Verluste infolge gestiegener Beschaffungskosten in Kauf, in der Hoffnung auf bessere Zeiten. Diese Politik wäre aber höchstens für kooperativ organisierte S & Ls denkbar, denn die Eigenkapitalquoten aller anderen Institute sind nur als normal anzusehen. Entnahmen aus den Rücklagen müßten daher dazu führen, daß nur weniger, nicht mehr Kredite herausgelegt werden könnten. Da aber die Einlagen der Genossen nur formell als Haftungskapital angesehen werden, bedeutete diese Politik auch im Falle von mutual savings and loan associations, daß das Aktivgeschäft nun zwar nicht wegen Abflüssen von Einlagen, aber wegen Mangels an Haftungskapital eingeschränkt werden müßte⁶⁹, es sei denn, es wäre jemand willens, trotz der Verluste mit Haftungskapital einzuspringen. „Jemand“ wäre im Zweifel der Staat, der mit Subventionen oder auf ähnliche Weise Hilfe brächte.

Wie bereits erwähnt, wären Subventionen durchaus eine Lösung. Und sie werden auch bereits in verschiedener Form gewährt⁷⁰. Zinsgleitklauseln für Kredite werden mehr und mehr verwendet⁷¹, um zu verhindern, daß die S & Ls wieder in die Klemme zwischen unterverzinlichen Hypothekarkrediten und marktverzinlichen Einlagen kommen, aus der die Zinsbindung sie befreien sollte. Es fragte sich aber sehr, wo das Zinsänderungsrisiko besser aufgehoben ist, beim Spezialisten, dem Kreditinstitut, oder bei der Familie, die ihre Schulden abzahlt.

Die S & Ls und weniger auch die savings banks unterliegen aufgrund ihrer Anlagebestimmungen und der Vorschriften über die Art ihrer Pas-

Höchsthabenzinsen die Banken versetzen, und Banken in die Situation von Einlegern.

⁶⁹ Auch mutual S & Ls haben nur normale Eigenkapitalquoten, sieht man von den Einlagen der Genossen ab.

⁷⁰ R. F. Janssen, Increased Federal Aid in Home Mortgage Field Nears Takeover Point, in: Wall Street Journal vom 5. Januar 1971. Während die neuen Subventionen vom FHLBB verteilt werden sollen, ist für die Subventionen nach dem Housing and Urban Development Act von 1968 (Public Law 90 - 448) die Federal Housing Administration zuständig.

⁷¹ P. S. Anderson, Variable Rates on Mortgages: Their Impact and Use, in: New England Economic Review, March/April 1970, S. 3 - 20. Variable Rate Loan Concepts Draw Interest, in: Savings and Loan News, Vol. XCI, 1970, No. 1, S. 46.

siva strengen Spezialisierungsgeboten. Sie sind Spezialinstitute wider Willen, seitdem ihre Geschäftsstruktur ihnen den Wettbewerb mit den commercial banks nicht mehr erleichtert, sondern erschwert. Statt durch Zinsbindung könnte ihre Position dadurch abgesichert werden, daß man die Spezialisierungszwänge aufhebt oder wenigstens mildert. Wichtige Schritte in dieser Richtung wurden bereits getan. Vor allem⁷² wurde durch das Housing and Urban Development Act von 1968 mehr Spielraum im Passivgeschäft gewährt, so daß neben Einlagen in Eigenkapitalform nun auch CDs und andere Einlagen in Fremdkapitalform angeboten und sogar nachrangige Schuldverschreibungen begeben werden dürfen⁷³. Insofern ist diese marktgerechte Lösung bereits wenn nicht an die Stelle, so doch neben die Zinsbindung getreten.

Unverändert stark ist freilich der Zwang, sich auf Baukredite zu spezialisieren⁷⁴, neben denen grundsätzlich nur Darlehen gegen Verpfändung von Sparguthaben und zur Finanzierung eines Studiums zulässig sind. Das hat dazu geführt, das fast 87 % der Aktiva der S & Ls Hypothekarkredite sind⁷⁵. Wenn die S & Ls im Aktivgeschäft flexibler operierten, wären Rentabilitätskrisen, wie sie in den letzten Jahren auftraten, um so weniger wahrscheinlich, je stärker das Gewicht des kurzfristigen Kreditgeschäftes würde. Probleme der Änderung der Zinsstruktur und der Anpassung an ein höheres Zinsniveau entfielen im kurzfristigen Bereich, insgesamt würden sie denen der Bankkonkurrenz ähnlicher. Besonders dann, wenn der Gesetzgeber den S & Ls zusätzlich zur Liberalisierung des Kreditgeschäftes die passive Scheckfähigkeit oder einen an-

⁷² Vgl. L. Grebler, a.a.O., S. 13 - 19.

⁷³ Vgl. FHLBB, 36th Annual Report, 1968, S. 23 f. Das gilt vorerst nur für S & Ls, die nach Bundesrecht errichtet sind (federal S & Ls), die insgesamt ein größeres Einlagenvolumen haben als die nach Landesrecht errichteten S & Ls. Einen Überblick über die neuen Passiva gibt U. S. Savings and Loan League, a.a.O., S. 65 - 67. Mit den neuen Verschuldungsmöglichkeiten wurden den S & Ls ähnliche Umgehungen der Zinsbindung eröffnet, die zur gleichen Zeit im Bereich der commercial banks vom Board of Governors bekämpft wurden.

⁷⁴ Gemildert wurden lediglich das Gebot, nur in der nächsten Umgebung des Geschäftssitzes Darlehen zu gewähren, und die Anlagegebote für Liquiditätsreserven. Außerdem wurden neben den bisherigen Wohnungsbaudarlehen auch Kredite zum Erwerb von mobile homes, von Ferienhäusern und in erweitertem Umfang zur Verbesserung und Instandsetzung von Wohngebäuden und eine Beteiligung an bestimmten regierungsgeförderten Siedlungsprojekten erlaubt.

⁷⁵ U. S. Savings and Loan League, a.a.O., S. 94. Bei den mutual savings banks sind es etwa 75 %, aber zum Teil aus anderen Gründen. Vgl. L. Grebler, a.a.O., S. 20 f.

deren Zugang zum Markt für Zahlungsverkehrsleistungen gewährte, könnte das Wachstum der S & Ls so stark werden, daß das kurzfristige Geschäft nicht zu Lasten der Wohnungsbaudarlehn aufgebaut werden müßte.

Die Höchstsätze für Habenzinsen haben ihren Ruf als probates Mittel der Kredit- und Konjunkturlenkung eingebüßt, vielleicht sogar in den Augen des FHLBB. Trotzdem sind sie für ihn und andere Verfechter der Wohnungsbauinteressenten als Handelsobjekt, als Faustpfand, noch nützlich. Nur um den Preis einer Lockerung der Spezialisierungszwänge werden diese Interessengruppen in der Zinsbindungsfrage nachgeben. Die Commission on Financial Structure and Regulations des amerikanischen Präsidenten wurde im Juni 1970 eingesetzt, um gerade auch zum Problemkreis „Zinsbindung“ Vorschläge zu unterbreiten⁷⁶. Die Vorschläge der Kommission sollen noch in dieser Legislaturperiode eine neue Welle der Bankgesetzgebung auslösen. Es ist durchaus denkbar, daß die Kommission in irgendeiner Form die letztere Lösung und damit verbunden einen stufenweisen⁷⁷ Abbau der Zinsbindung empfiehlt⁷⁸. Die Politiker könnten dann, wenn wohl auch nur unter scharfen Angriffen der Lobby der bereits im kurzfristigen Geschäft Etablierten, die Empfehlung der Kommission akzeptieren und die Zinsbindung ohne das Risiko aufheben, in der nächsten Hochzinsperiode, vielleicht während der Wahlen 1972, als Feinde des Wohnungsbaus angeprangert zu werden.

⁷⁶ C. N. Stabler, Nixon's Financial-Structure Reform Group is Off to Methodical Low-Key Beginning, in: Wall Street Journal vom 29. Oktober 1970.

⁷⁷ Stufenweise, da das Gewicht des kurzfristigen Geschäfts und damit die Wettbewerbsfähigkeit der heutigen Spezialinstitute in kritischen Hochzinsperioden nur graduell zunimmt.

⁷⁸ Eine Kommission des Präsidenten, die aus Kabinettsmitgliedern und Spitzen von Bundesbehörden bestand, hatte schon 1963 empfohlen, die Höchstsätze aufzuheben und den Aufsichtsbehörden nur die Ermächtigung zu belassen, in Notfällen Höchstsätze zu verordnen. Report of the Committee on Financial Institutions to the President of the United States, Washington 1963, S. 24. — Hingewiesen sei auch auf die Vorschläge, die im Mai 1970 auf der Konferenz über Sparen und Wohnungsbaufinanzierung in Chicago erörtert wurden, besonders auf die Beiträge von R. B. Ricks, R. J. Saulnier, Jack Guttentag und R. H. Keeley. D. P. Jacobs, ed., Savings and Residential Financing, 1970 Conference Proceedings, o. O. 1970, S. 113 - 162.

Bedeutung der Disintermediationspolitik und ihrer Folgen für das deutsche Kreditgewerbe

Haben die Erscheinungen im Gefolge der Disintermediationspolitik, vom Direktkredit bis hin zu den Perücken, nun eine Bedeutung für das deutsche Kreditgewerbe? Sicherlich eine historische, denn sie werfen Licht auf die Diskussion um die Aufhebung der Habenzinsbindung in Deutschland⁷⁹, teils weil unterschiedliche institutionelle Konstellationen neue Perspektiven eröffnen, teils weil vertraute Probleme viel schärfer hervortreten. Das vollständige Netz der Verbindungslinien beider Debatten knüpfen zu wollen, wäre eine reizvolle Aufgabe, verlangte aber eine sehr viel umfangreichere Studie. Einige Punkte, die hüten wie drüben eine Rolle spielten, wurden aus diesem Grunde hier nicht behandelt, wie z. B. Steuerprivilegien und ihre Wirkung auf die Wettbewerbsfähigkeit, Wettbewerb durch Zweigstellen, die sogenannte Saugwirkung der Höchstsätze, die Problematik der Einheitskonditionen für große und kleine Einlager und das Verhältnis zwischen Habenzinsbindung und Konzentration.

Im Bereich der Habenzinsbindung ist die Entwicklung in Deutschland und Frankreich der in den USA vorausgeeilt, nicht umgekehrt. Trotzdem kann es sich lohnen, Details der Entwicklung in den USA zu analysieren. Viele der Erscheinungen im Gefolge der kundenabstoßenden Höchstsätze waren nur Produkte einer Zwangslage und verschwinden nun, wo die Effektivsätze sich selbst für die Spareinlagen von den Höchstsätzen lösen. Andere werden bleiben. Beide Gruppen sind aber für das Bankgeschäft interessant, da sie auch unabhängig von einer Zinsbindung auftreten können. Folgende Punkte seien noch einmal angeschnitten:

1. Der Direktkredit, hauptsächlich in der Form des commercial paper, hat trotz der Rückschläge der letzten Monate noch große Bedeutung. Das lädt dazu ein, darüber nachzudenken, ob nicht heute auch in Deutschland günstige Voraussetzungen für dieses flexible Instrument bestehen. Selbstemission käme anfangs kaum in Frage. Einige Kreditinstitute könnten sich aber auf das Placement von commercial paper spezialisieren und sich bereit halten, wenn nötig auch einen Markt in Papieren ihrer Kundschaft zu machen. Damit wäre even-

⁷⁹ Und natürlich auch auf ähnliche Diskussionen anderorts, z. B. in Frankreich, wo es im Juni 1967 zur Zinsliberalisierung kam. *H. Fournier*, a.a.O., S. 1178 f.

tuell noch ein weiteres Geschäft verbunden, denn gewöhnlich sichern die Emittenten von commercial paper den Geldanschluß durch entsprechende Kreditlinien ab.

2. Eine breite Palette von Einlagen mit werbewirksamen Bezeichnungen (z. B. „Blue Ribbon Account“, „Environment Bond“, „Good Earth Savings Certificate“) ist Standard bei vielen Kreditinstituten geworden. Das Besondere sind neben den Namen ihre unterschiedlichen Zinsberechnungsmethoden und, damit zusammenhängend, ihre feinskalierten Zinsunterschiede (5,09 %, 5,13 %, 5,25 %, 5,39 % usw.). Dahinter steht die Idee, durch eine Mischung aus Produkt- und Preisdifferenzierung, oder besser Zinsdifferenzierung, die Geldbeschaffungskosten so niedrig wie möglich zu halten⁸⁰. Die Werbung wird auf die Einlagenart konzentriert, die in der jeweiligen Situation noch gerade mit Alternativanlagen konkurrieren kann.
3. Nebenleistungswettbewerb um Einlagen kann durch Zinsbindung erzwungen, aber auch freiwillig sein, was einige Beispiele in jüngster Zeit belegen. Betrachtet man das Einlagengeschäft als Absatz von Bankverbindlichkeiten, dann wird deutlich, um was es hier genauso wie im Falle zuvor geht: um die optimale Kombination absatzpolitischer Instrumente. Genau auf die Kundschaft zugeschnittene Nebenleistungen, seien es nun bankmäßige oder bankfremde, können unter gewissen Umständen einen gewünschten Einlagenzuwachs zu Kosten bewirken, die unter denen liegen, die nötig gewesen wären, hätte man den Zuwachs durch Zinszugeständnisse zu erzielen versucht⁸¹. Die Kenntnis der Entwicklung in den Vereinigten Staaten mag dabei helfen, solche Nebenleistungen, solche Instrumente aufzuspüren und wirkungsvoll einzusetzen.

⁸⁰ Diese Verfeinerungen des liability management werden allerdings in einer Verbraucherzeitschrift als Irreführung des Sparers angegriffen. Maybe We Need „Truth in Savings“ Too, in: *Changing Times*, Vol. 25, 1971, No. 2, S. 7 - 10.

⁸¹ Es gibt Studien, die in diese Richtung weisen. E. J. Stevens, a.a.O., S. 560 f., kommt aufgrund statistischer Analysen zu dem Ergebnis, daß S & Ls mit den gleichen Kosten mehr Einlagen hereinbekommen können, wenn sie das über Werbeausgaben, die Nebenleistungen einschließen, statt mit Zinserhöhungen versuchen. Man muß hier freilich die Wirkung des „Zinsvoraus“ der S & Ls berücksichtigen. Ähnlich G. K. Kardouche, a.a.O., S. 79, 165. Zum entgegengesetzten Resultat im Falle von savings banks kommt C. D. Hughes, *Predicting Bank Deposits and Loans*, in: *Journal of Marketing Research*, Vol. 70, 1970, S. 95 - 100.

Summary

On Deposit Rate Maintenance in the United States

There have been maximum interest rates for deposits in the USA since the Thirties, but up to 1966 they affected only parts of the banking system, and only occasionally did interest on deposits rise to the maximum rates. Then, however, the scope of their applicability was extended; moreover, the maximum rates mostly no longer permitted fair market interest on deposits. Deposit rate maintenance, once introduced to protect the depositor and almost forgotten for two decades, was revived as an instrument of cyclical policy and credit control, and initially, it seemed, with some success. In order to avoid having to respond to massive withdrawals of now low-interest deposits by partial liquidation of assets, the banks sought and found ways of replacing deposits by other liabilities, if they had not already succeeded in preventing the outflow of funds by way of premiums and tie-in transactions. The supervisory authorities did not succeed in blocking at an early date all the possible courses of evasive action that were adopted in the course of time and in enabling deposit rate maintenance to take full effect, to some extent probably because they did not want to disturb the structure of the credit markets even more. Anyhow, short-term direct credits recorded record growth rates, and many former depositors blindly waived the protection that lies in the intermediation of the banks. This became very obvious after Penn Central became insolvent. Credits were misdirected, forces of production were wasted in evasive processes, and there were unfavourable distributive effects which were not balanced by any evident successes. It is therefore hardly to be expected that interest rate maintenance will again attain the importance it had in recent years. For the German observer it is interesting for two reasons: It throws light on the debate concerning decontrol of interest rates in Germany, and it brought into being and favoured new forms of banking business.

Résumé

Les Taux créditeurs plafonnés aux Etats-Unis

Depuis les années trente, les Etats-Unis ont connu un système de plafonnement des taux d'intérêt créditeurs, encore que jusqu'en 1966 il ne concernait qu'une partie du secteur du crédit et que les taux pratiqués ne se heurtaient qu'occasionnellement aux plafonds. Le champ d'application du système fut ensuite étendu; depuis lors, les taux maxima s'opposent à une rémunération des dépôts répondant aux conditions du marché. Introduit autrefois pour protéger les déposants et ensuite presque oublié pendant deux décennies, ce système fut exploité comme instrument de la politique conjoncturelle et de l'orientation du crédit; et à ce qu'il semble, ce fut même une réussite au début. Afin de ne

pas devoir procéder à une liquidation partielle de leurs actifs pour faire face à des retraits massifs de fonds sous-rémunérés, les établissements financiers cherchèrent et trouvèrent le moyens de remplacer des dépôts par d'autres engagements, s'ils n'avaient déjà pu empêcher les retraits grâce à des rémunérations complémentaires ou à des affaires couplées. Les autorités de tutelle ne sont pas parvenues à colmater rapidement toutes les brèches de plus en plus consolidées permettant d'esquiver la réglementation et à doner une pleine efficience au système du plafonnement, d'abord parce qu'elles ne disposaient pas toujours des pouvoirs nécessaires et ensuite parce qu'elles n'entendaient pas bouleverser davantage encore la structure des marchés du crédit. De toute manière, les crédits directs à court terme connurent des taux d'accroissement records et de nombreux anciens déposants abandonnèrent aveuglément la protection de l'intermédiation bancaire. Ceci devint très clair lorsque Penn Central se trouva en état de cessation de paiements. L'on assista alors à de mauvaises utilisations de crédits, à des gaspillages de facteurs de production dans des processus d'éluion et à des effets distributifs défavorables, auxquels on ne pouvait opposer aucun succès marquant. Il n'est donc guère pensable que le système du plafonnement aura encore à l'avenir aux Etats-Unis l'importance qui lui fut reconnue au cours des dernières années. L'intérêt de la question est double pour l'observateur allemand: elle projette une lumière nouvelle sur la discussion relative à la libération des taux d'intérêt en Allemagne et elle a suscité et favorisé de nouvelles formes d'affaires bancaires.