

# Theorie und Empirie des Kapitalmarktzinsens

Zweite, erweiterte und überarbeitete Auflage

von  
Wolfgang File

Deutscher Sparkassen Verlag GmbH

# Inhalt

|  |           |
|--|-----------|
| <b>Prolog</b>  | <b>10</b> |
| <b>1 Einleitung</b>  | <b>11</b> |
| 1.1 Vorbemerkung zur zweiten Auflage.  | 11        |
| 1.2 Vorbemerkung des Verfassers.   | 12        |
| 1.3 - Vorbemerkung eines Zinsprognostikers.  | 14        |
| 1.4 Problemstellung  | 18        |
| <b>2 Die besondere Rolle des Kapitalmarktzinses im Spektrum der monetären Märkte</b>   | <b>20</b> |
| 2.1 Zinsniveau und Produktion: Die traditionelle Sichtweise.   | 20        |
| 2.2 Zinsentwicklung und Produktion: Neuere Befunde   | 21        |
| 2.3 Die Bedeutung des Kapitalmarktzinses für das Aktiv- und Passivgeschäft der Geschäftsbanken.                                  | 26        |
| <b>3 Realwirtschaftliche Einflüsse auf das Zinsniveau in einer geschlossenen Volkswirtschaft</b>                                 | <b>30</b> |
| 3.1 Klassische und neoklassische Zinstheorie.  | 32        |
| 3.1.1 Grundstrukturen.   | 30        |
| 3.1.2 Intertemporale Einkommensverwendung, Gegenwartspräferenz, Mehrgiebigkeit von Produktionsumwegen und Gleichgewichtszinssatz | 32        |
| 3.1.3 Probleme der Anwendbarkeit der neoklassischen Zinstheorie  | 39        |
| 3.2 Realwirtschaftliche Determinanten des Gleichgewichtszinssatzes in der keynesianischen Zinstheorie                            | 41        |
| 3.2.1 Unsicherheiten, Liquiditätspräferenz und monetäre Dominanz   | 41        |
| 3.2.2 Einkommenseffekt   | 44        |
| 3.2.3 Renditestruktur, Ertragsraten aus Sachkapital und Tobinsq  | 47        |
| 3.2.4 Einkommensverteilung, Mittelnachfrage und Zinssatz   | 52        |
| 3.2.5 Empirische Zusammenhänge.  | 56        |
| <b>4 Monetäre Einflüsse auf das Zinsniveau in einer geschlossenen Volkswirtschaft</b>  | <b>70</b> |
| 4.1 Keynesianische Zinstheorie.  | 70        |
| 4.1.1 Zinsbestimmung am Geldmarkt  | 70        |
| 4.1.2 Liquiditätseffekt und seine Operationalisierung  | 74        |
| 4.2 Realzins und Nominalzins   | 81        |

|          |   |     |
|----------|---|-----|
| 4.2.1    | Theoretische und empirische Probleme der Unterscheidung zwischen Real- und Nominalzins.                                 | 81  |
| 4.2.2    | Die Fisher-Gleichung zur Bestimmung von Real- und Nominalzins.  | 84  |
| 4.2.3    | Der Zusammenhang zwischen Preis- und Zinsniveau — Keynes' Erläuterungen des Gibson-Paradoxons in „A Treatise on Money“. | 87  |
| 4.2.4    | Preissteigerungsraten und Kapitalmarktzins: Empirische Zusammenhänge.   | 91  |
| 4.2.5    | Die Fisher-Gleichung in alternativer Interpretation: Die inverse Fisher-Hypothese.                                      | 102 |
| 4.2.6    | Realzins, Nominalzins und reale Verankerung der Zinsentwicklung.  | 107 |
| 4.3      | Der Einfluß von Änderungen von Leitzinssätzen der Deutschen Bundesbank auf den Kapitalmarktzins.                        | 110 |
| 4.3.1    | Traditionelle Erklärung: Refinanzierungskosten und Paralleleffekte.   | 110 |
| 4.3.2    | Die besondere Rolle von Erwartungen und ihre Beeinflussung.   | 113 |
| <b>5</b> | <b>Einfluß der Laufzeitstruktur der Zinssätze am Rentenmarkt auf den Kapitalmarktzins.</b>                              | 124 |
| 5.1      | Theorien der Zinsstruktur.  | 124 |
| 5.2      | Renditestrukturkurven in der Bundesrepublik Deutschland.  | 128 |
| 5.3      | Der Informationsgehalt des Spread zur Einschätzung des künftigen Zinsniveaus am Kapitalmarkt.                           | 138 |
| 5.4      | Zinsstruktur, langfristiger Kapitalmarktzins und Aspekte der Glaubwürdigkeit geldpolitischer Maßnahmen.                 | 143 |
| 5.5      | Der Informationsgehalt des Spread für das künftige Wirtschaftswachstum.   | 149 |
| <b>6</b> | <b>Internationale Einflüsse auf den Kapitalmarktzins in der Bundesrepublik Deutschland.</b>                             | 155 |
| 6.1      | Die internationale Zinsgleichung.   | 155 |
| 6.2      | Die Zinsdominanz der Bundesrepublik Deutschland in Europa.  | 163 |
| 6.3      | Schlußfolgerungen.  | 166 |
| <b>7</b> | <b>Determinanten des Kapitalmarktzinses in ström- und bestandsorientierten Ansätzen.</b>                                | 168 |
| 7.1      | Die Lösung von partialanalytischen Betrachtungsweisen.  | 168 |
| 7.2      | Stromorientierte Analyse von Finanzmärkten.   | 169 |
| 7.2.1    | Mittelaufkommen, Mittelnachfrage und Gleichgewichtszinssatz.  | 169 |

## Inhalt

|          |   |            |
|----------|---|------------|
| 7.2.2    | Ergebnisse empirischer Analysen des Zinsniveaus am deutschen Kapitalmarkt vor 1992. . . . .   | 173        |
| 7.3      | Bestandsorientierte Analyse von Finanzmärkten . . .   | 175        |
| 7.3.1    | Die Rolle von Vermögensbeständen und ihrer Struktur für den Kapitalmarktzins „ . . . . .  | 175        |
| 7.3.2    | Erwartete Ertragsraten und Risiken als Determinanten optimaler Allokation des Vermögens. . . . .  | 177        |
| 7.3.3    | Ergebnisse einer bestandsorientierten empirischen Analyse des Zinsniveaus am deutschen Kapitalmarkt . . .                                   | 181        |
| 7.4      | Dominante Zinseinflußfaktoren: Eine Zusammenfassung . . . . .   | 183        |
| <b>8</b> | <b>Empirische Analyse des Zinsniveaus am deutschen Kapitalmarkt unter Heranziehung ökonomischer Determinanten: 1982 bis 1989.</b> . . . . . | <b>187</b> |
| 8.1      | Periodenabgrenzung und Untersuchungsmethoden  | 187        |
| 8.2      | Schätzung partieller Zusammenhänge . . . . .  | 191        |
| 8.2.1    | Vorbemerkung . . . . .  | 191        |
| 8.2.2    | Berücksichtigte ökonomische Determinanten . . . . .   | 191        |
| 8.2.3    | Abschließende Bemerkungen. . . . .  | 212        |
| 8.3      | Multiple Schätzungen . . . . .  | 213        |
| 8.3.1    | Vorgehensweise . . . . .  | 213        |
| 8.3.2    | Schätzung 1: Ökonomische Einflußfaktoren . . . . .  | 217        |
| 8.3.3    | Schätzung 2: Reduktion der Variablen. . . . .   | 222        |
| 8.3.4    | Sondereinflüsse des Jahres 1983. . . . .  | 226        |
| 8.3.5    | Nachträgliche Korrektur um autokorrelierte Schätzfehler. . . . .  | 232        |
| 8.3.6    | Kontrolle der Schätzergebnisse . . . <i>L</i> . . . . .   | 235        |
| 8.3.7    | Dominante ökonomische Determinanten des Kapitalmarktzins. . . . .   | 240        |
| 8.3.8    | Ökonomische Zinserklärung versus „Schnellschußanalyse“: ein Vergleich . . . . .   | 242        |
| 8.4      | Dominante ökonomische Zinsdeterminanten aus der Sichtweise professioneller Analytiker des Kapitalmarktes. . . . .                           | 246        |
| 8.4.1    | Ergebnisse einer Befragung . . . . .  | 246        |
| 8.4.2    | Vergleich mit den Schätzergebnissen. . . . .  | 247        |
| <b>9</b> | <b>Dominierende ökonomische Determinanten des Kapitalmarktzinses seit 1990.</b> . . . . .   | <b>248</b> |
| 9.1      | Entwicklungen im internationalen Kapitalverkehr seit • Ausgang der achtziger Jahre . . . . .  | 248        |
| 9.2      | Prüfung der Validität der Ergebnisse des optimalen ökonomischen Modells der achtziger Jahre. . . . .  | 256        |
| 9.2.1    | Vorgehensweise . . . . .  | 256        |
| 9.2.2    | Ergebnisse für den Zeitraum 1990 bis 1996 . . . . .   | 257        |

|           |  |            |
|-----------|--|------------|
| 9.2.3     | Vergleich mit den Ergebnissen des optimalen ökonomischen Modells für die achtziger Jahre. . . . .                                | 262        |
| 9.2.4     | Vergleich mit einem autoregressiven Ansatz . . . . .   | 264        |
| 9.2.5     | Prognoseeigenschaften der ökonomischen Modelle und des autoregressiven Ansatzes: 1996 bis 1997 . . . . .                         | 268        |
| 9.3       | Ergebnisse neuerer empirischer Untersuchungen zu Bestimmungsgründen von Kapitalmarktzinsen in Deutschland. . . . .               | 274        |
| <b>10</b> | <b>Anwendbarkeit neuerer Verfahren der Zeitreihenanalyse zur Erklärung und Prognose des Kapitalmarktzins.</b> . . . . .          | <b>283</b> |
| 10.1      | Vorgehensweise des Box-Jenkins-Verfahrens . . . . .  | 283        |
| 10.1.1    | Zeitreihenanalyse als Alternative zu Strukturmodellen. . . . .   | 283        |
| 10.1.2    | Elemente des Box-Jenkins-Verfahrens. . . . .   | 286        |
| 10.1.3    | Die Stufen der Anwendung der univariaten Box-Jenkins-Technik zur Analyse und Prognose des Kapitalmarktzins. . . . .              | 294        |
| 10.2      | ARIMA-Modelle zur Analyse und Prognose des Kapitalmarktzins: 1983 bis 1989. . . . .  | 303        |
| 10.2.1    | Univariates Modell. . . . .  | 303        |
| 10.2.2    | Bivariates Modell. . . . .   | 310        |
| 10.2.3    | Erklärungseigenschaften des univariaten und des bivariaten ARIMA-Modells. . . . .  | 313        |
| 10.3      | Optimales univariates und bivariates ARIMA-Modell für die/neunziger Jahre. . . . .   | 317        |
| 10.3.1    | Ergebnisse für den Zeitraum 1990 bis 1996 . . . . .  | 317        |
| 10.3.2    | Prognoseergebnisse von ARIMA-Modellen: 1996 bis 1997. . . . .  | 322        |
| 10.3.3    | Vergleich der Prognoseergebnisse des optimalen ökonomischen Modells und des optimalen Box-Jenkins-Modells. . . . .               | 325        |
| <b>11</b> | <b>Prognosequalität der Verfahren: Ein Vergleich der Ergebnisse für den Untersuchungszeitraum der achtziger Jahre.</b> . . . . . | <b>327</b> |
| 11.1      | Fundamentalfaktoren versus Datenanalyse . . . . .  | 327        |
| 11.2      | Die Prognosequalität der Modelle. . . . .  | 329        |
| 11.2.1    | Vorgehensweise. . . . .  | 329        |
| 11.2.2    | Vergleichende Analyse der Prognosequalität der Modelle und der NORD/LB. . . . .  | 332        |
| 11.3      | Schlußfolgerungen. . . . .   | 340        |

12 Ein Blick hinter den Horizont: Determinanten der  
Kapitalmarktzensentwicklung in der Europäischen  
Währungsunion. . . . . 343

13 Konsequenzen für den Analytiker und Prognostiker des  
Kapitalmarktzenses. . . . . 350

Epilog . . . . . 358

Verzeichnis der Exkurse. . . . . 359

Tabellenverzeichnis. . . . . 360

Abbildungsverzeichnis. . . . . 363

Verzeichnis der Übersichten. . . . . 368

Quellenverzeichnis der verwendeten Daten . . . . . 369