
Zum Artikel von Georg Winckler „Probleme der Zinspolitik in Österreich“

KARL LEWALSKI

Eine der zentralen Thesen Prof. Wincklers* ist in der Feststellung enthalten, daß die österreichischen Kreditinstitute an konstanten, d. h. möglichst stabilen Nominalzinssätzen sowie an einer möglichst stabilen Struktur der Zinssätze interessiert sind und auch die Möglichkeit haben, die Geldpolitik in ihrem Sinn zu beeinflussen.

1. Das Zinsniveau

Prof. Winckler stellt fest, daß die OeNB eine aktive Politik der Nominalzinskonstanz betreibt, wobei sich dieses Ziel vor allem auf die Konstanz des Kapitalmarktzinssatzes bezieht. Es handelt sich hierbei laut OeNB um „ein Streben nach Zinssätzen, die nicht unmittelbar jeden vom Markt herkommenden Einfluß auf das Zinsniveau durchschlagen lassen“. Als „Markteinflüsse“ seien vor allem Entwicklungen in der Zahlungsbilanz

konjunkturelle Ausschläge, aber auch inflationäre Tendenzen anzusehen.

Aus den so dargestellten zinspolitischen Zielen der OeNB zieht nun Prof. Winckler den Schluß, daß die Notenbank sowohl eine Konstanz des Niveaus als auch der Struktur der Zinssätze anstrebt.

Neben der OeNB haben, laut Prof. Winckler, auch die Kreditinstitute ein Interesse an einer aktiven Politik der Nominalzinskonstanz, und das aus geschäftspolitischen Erwägungen. Seine Meinung begründet Prof. Winckler mit dem Argument, daß für ein einzelnes Kreditinstitut bei jeder Bewegung der Zinssätze die Gefahr besteht, daß durch Portefeuilleverschiebungen und Umschuldungsvorgänge des Publikums Abflüsse an Konkurrenzunternehmen auftreten könnten. Darüber hinaus beruft sich Prof. Winckler auf eine Arbeit von Streissler und Tichy¹.

In dieser Arbeit vertreten die Autoren die Ansicht, daß die Kreditinstitute bei der Kreditvergabe nur ungern Zinsänderungen vornehmen, vor allem infolge der Schwierigkeit, Zinsänderungen auf neu abgeschlossene Verträge zu beschränken. „Die Anpassung auch der alten Verträge (recontracting) erfolgt bei einer Zinssenkung über den Druck der Kunden und das in der Regel vorhandene Kündigungsrecht, bei Zinserhöhungen wird sie in der Regel vom Ertrag her erwungen, und zwar durch Liquiditätsverknappung und Verteuerung der Einlagen, um die Zinsspanne nicht sinken zu lassen. Nicht nur wegen der Kosten der Zinssenkungen, auch wegen des Arbeitsaufwandes und der Verärgerung der Kunden durch Zinserhöhungen sowie der unangenehmen Verhandlungen mit den Kunden versuchen die Banken, die Zinssätze möglichst konstant zu halten und mög-

lichst Rationierung als Steuerungsinstrument einzusetzen“ . . . „Die hohen Kosten von Zinsänderungen infolge von recontracting wiegen besonders schwer, da die Mengeneffekte von Zinsänderungen nicht nur gering, sondern auch bloß vorübergehend sind.“

Winckler fügt hinzu, daß bei einer oligopolistischen Situation auf den Finanzmärkten über eine konstante Zinsspanne und über allseits akkordierte, behutsame Zinsniveaushöherungen der Preiswettbewerb zwischen den Kreditinstituten weitgehend ausgeschaltet sei.

Die Behauptung Prof. Wincklers, daß die Kreditinstitute an einem möglichst konstanten Zinsniveau interessiert sind, ist aus der Interessenlage der Kreditinstitute nicht zu begründen, denn nicht das Zinsniveau, sondern die Zinsstruktur ist für ihre Ertragslage von Bedeutung. Hinsichtlich des Zinsniveaus werden kurzfristige Schwankungen vom Kreditapparat sicherlich nicht gewünscht, eine längerfristige Nichtanpassung des Zinsniveaus an relevante ausländische Märkte würde jedoch vom Kreditapparat nicht als marktkonform betrachtet werden. Auch sind Zinsveränderungen im Zusammenhang mit Veränderungen der Inflationsrate vom Standpunkt des Kreditapparats sinnvoll. Insbesondere eine Senkung des Zinsniveaus bei sinkender Inflationsrate, soweit dies die Interdependenz der internationalen Finanzmärkte zuläßt, kann vom Kreditapparat nur begrüßt werden, da bei einer derartigen Entwicklung die Investitionsnachfrage der Wirtschaft angeregt wird.

Die zweite Behauptung Prof. Wincklers, nämlich, daß die Kreditinstitute durch ihre Marktstellung Änderungen des Zinsniveaus verhindern, ist nicht aufrechtzuerhalten, wenn man die Bestimmungsgründe des Zinsniveaus berücksichtigt. Veränderungen des Zinsniveaus hängen von der Geldpolitik der Notenbank, Auslandseinflüssen sowie der Geldnachfrage der Nichtbanken ab; die

Kreditinstitute können von sich aus lediglich in einem gewissen Maß einzelne Zinssätze beeinflussen. Es kann auch nicht angenommen werden, daß sich die Notenbank in Österreich ihre Geldpolitik von den Kreditinstituten vorschreiben läßt. Als Beweis dafür, daß die Notenbank auch gegen den Willen der Kreditinstitute agiert, kann sowohl die Einführung des Limes dienen als auch die durch die Notenbank in den Jahren 1976 und 1977 vorgenommene Liquiditätsverknappung, die den Kreditinstituten ertragsmäßige Nachteile brachte.

Im Gegensatz zum Zinsniveau können die Kreditinstitute einen gewissen Einfluß auf die Zinsstruktur ausüben.

2. Zinsstruktur

Prof. Winckler behauptet, daß eine „Konstanz“ (also mögliche Stabilität) der Struktur der Zinssätze sowohl von der Nationalbank als auch von den Kreditinstituten gewünscht wird. Die Kreditinstitute sind „insgesamt an einem hohen Kapitalmarktzins interessiert, weil dieser einen hohen Sollzinssatz (allerdings nicht für Kunden erster Bonität, deren Sollzinssatz in stärkerer Abhängigkeit von den Geldmarktsätzen variiert) garantiert. Unter der Wahrung einer angemessenen, etwa die Kosten des intensiven Marktanteils Wettbewerbs deckenden („natürlichen“) Spanne nach unten soll – nach Meinung der Kreditinstitute – der Eckzinsfuß festgelegt sein. In welchem Maß die Kreditinstitute diese „natürliche“ Spanne verteidigen können, zeigen die Zinssatzentwicklungen und zinspolitischen Diskussionen seit 1974 recht deutlich.“

Hinsichtlich des Verhältnisses von Geldmarkt- und Kapitalmarktsätzen weist Prof. Winckler darauf hin, daß dieser Zusammenhang lose sei: Die Erfahrungen zeigen, daß niedrige Geldmarktsätze noch nicht zu niedrigen Kapitalmarktsätzen führen, aber auch hohe Geldmarktsätze nur eine geringe Steigerung der Kapitalmarkt-

sätze bedingen. Die unterschiedliche Entwicklung der Geld- und Kapitalmarktsätze führte zu keiner sichtbaren Verlagerung der Gesamtanlagen vom Geld- zum Kapitalmarkt und umgekehrt. Prof. Winckler erklärt das u. a. durch Marktsegmentierungen:

„Der Geldmarkt, alternativer Anlagemarkt, steht erstens nur wenigen Teilnehmern offen und zweitens wird wenig getan, um über die Schaffung einer Palette von Geldmarktpapieren zusätzliche Veranlagungen anzuziehen. Anscheinend existieren in Österreich, vielleicht im Kreditinstitutssektor, aus Interesse an stabilen Kapitalmarkt- und Sollzinssätzen, nur geringe Ambitionen, einen transparenten und attraktiven Geldmarkt zu entwickeln. So bieten sich als Alternative zu Kapitalmarktanlagen nur gebundene Einlagen (etwa Termineinlagen) an, deren ‚graue‘ Zinssätze den Geldmarktsätzen (graduell) durchaus folgen.“

Die Einwände Prof. Wincklers beziehen sich offensichtlich nicht auf den Geldmarkt unter Banken, sondern auf kurzfristige Anlagen von Nichtbanken. Schon kurz nach Erscheinen seines Artikels traten aufgrund von Abkommen innerhalb des Bankenapparates Regelungen in Kraft, nach denen außer Termineinlagen auch Geldmarktzertifikate für Geldmarktgroßeinlagen zur Verfügung stehen. Die Zinsen für diese Einlagen liegen unter dem Kapitalmarktzinssatz, was einer gesunden Zinsstruktur entspricht. Der Vorwurf Prof. Wincklers, daß die Kreditinstitute einen transparenten und attraktiven Geldmarkt verhindern wollen, scheint demnach unbegründet.

Zur Marktsegmentierung im allgemeinen ist zu sagen, daß diese sich in Österreich aus Faktoren ergibt, die außerhalb des Einflßbereiches der Kreditinstitute liegen. Am Geldmarkt (hier verstanden nicht nur als Markt für Zwischenbankgelder, sondern auch für Termineinlagen der Nichtbanken) mit Zinssätzen, die sich bis

zum neuen Habenzinsabkommen den Geldmarktsätzen anpaßten, treten Kreditinstitute, Versicherungsunternehmen und andere Unternehmen auf, während am Kapitalmarkt auch weitere Käufergruppen erscheinen.

Ein teilweises Hinüberwechseln von Geldmarkt- und Kapitalmarktanlagen, wenn der Geldmarktsatz bedeutend unter der Wertpapierrendite liegt, kommt für Versicherungsunternehmen und in einem gewissen Maß (im Hinblick auf den am Kapital- und Geldmarkt unterschiedlichen Liquiditätsgrad) auch für die anderen Unternehmen in Betracht. Das Verhalten der Kreditinstitute richtet sich nach anderen Gesichtspunkten. Die Kreditinstitute übernehmen neu emittierte Wertpapiere primär im Umfang ihrer Konsortialquoten. Endgültig in ihr Portefeuille müssen sie dann die nicht im Publikum untergebrachten Wertpapiere übernehmen.

Darüber hinaus wird eine im Verhältnis zur Wertpapierrendite niedriger Geldmarktsatz die Kreditinstitute nicht zu größeren Wertpapierkäufen veranlassen.

Die in einem gewissen Ausmaß vorhandene Segmentierung von Geld- und Kapitalmarkt führte in der Vergangenheit dazu, daß der Zusammenhang zwischen Zinssätzen am Geldmarkt für Nichtbanken und Kapitalmarktzinsen nur lose war.

Im Unterschied dazu besteht nach Prof. Winckler eine hohe Korrelation zwischen dem Sollzinssatz und dem Kapitalmarktzinssatz. Prof. Winckler nimmt hier allerdings einen einheitlichen Sollzinssatz in Betracht und vernachlässigt die Tatsache, daß die Sollzinsen für Wechsel-, Kontokorrent- und Darlehenskredite sich unterschiedlich entwickeln und auch unterschiedlichen Einflüssen unterliegen. Die Veränderung der Zinsen für Wechselkredite richten sich grundsätzlich nach den Diskontsatzveränderungen, die Darlehenszinsen nach der Sekundärmarktrendite. Die Zinsen für Kontokorrentkredite lagen im all-

gemeinen über der Sekundärmarktrendite. Zeitweise sanken allerdings die Sollzinsen unter die Sekundärmarktrendite; das geschah, wenn auch nicht immer, in Perioden, in denen die Geldmarktsätze stark unter die Kapitalmarktzinsen abfielen.

Gänzlich außer acht gelassen hat Prof. Winckler den Einfluß der Auslandszinsen auf die inländischen Zinsen, was besonders bei den Kapitalmarktzinsen, wie letzthin die Entwicklung des Jahres 1979 gezeigt hat, von Bedeutung ist.

Es ergibt sich nun die Frage, ob die Behauptung Prof. Wincklers aufrechterhalten ist, daß Kreditinstitute die Möglichkeit haben, die Zinsstruktur zu beeinflussen. Obwohl die Notenbank über ihre Geldpolitik das Zinsniveau beeinflussen kann, hat sie auf die Gestaltung der Zinsstruktur über den Geldmarkt nur einen beschränkten Einfluß. Insbesondere übt die Notenbank keinen direkten Einfluß auf den Kapitalmarktzins aus. Dies wäre nur im Wege einer Offenmarktpolitik mit längerfristigen Wertpapieren möglich, was die Notenbank bis jetzt mit der Begründung abgelehnt hat, daß ein Erwerb von langfristigen Wertpapieren, die nicht im Wege der Offenmarktpolitik wieder am Markt abgesetzt werden können, eine gesunde Währungspolitik behindern würde.

Einen indirekten Einfluß auf den Kapitalmarkt kann die Notenbank über die Regulierung der Bankenliquidität ausüben. Dr. Kloss hat seinerzeit als Präsident der Nationalbank den Zusammenhang folgendermaßen dargestellt: „Der angeführte Zusammenhang ergibt sich dadurch, daß die Kreditunternehmungen auf eine fühlbare Verengung der Liquidität mit wachsender Zurückhaltung bei ihrer Wertpapierpolitik reagieren und diese Politik so lange fortsetzen werden, bis eine fühlbare Erleichterung der Liquiditätslage eintritt. Unter Wertpapierveranlagungspolitik verstehe ich in diesem Zusammenhang nicht bloß die bewußte Anschaffung von Wertpapie-

ren durch die Kreditinstitute, sondern auch die Übernahme von Papieren als Eintrittsverpflichtung bei Begebungssyndikaten.“

Im Gegensatz zur Notenbank kann das Finanzministerium einen direkten Einfluß auf den Kapitalmarktzins ausüben, indem es das genehmigte Emissionsvolumen entsprechend steuert.

Es ergibt sich nun die Frage, ob, wie Prof. Winckler behauptet, die Kreditinstitute von sich aus die Zinsstruktur gestalten können.

Kapitalmarktzinsen können die Kreditinstitute durch mehr oder weniger umfangreiche Käufe von Wertpapieren beeinflussen. Die Entscheidung, in welchem Umfang die Kreditinstitute insgesamt Wertpapiere in ihr Portefeuille übernehmen, hängt davon ab, wie expansiv oder restriktiv die Notenbank die Zentralbankgeldversorgung gestaltet und wie die Kreditinstitute ihre Mittel auf Direktkredite und Wertpapierkäufe aufteilen, wobei berücksichtigt werden muß, daß die Expansion der Direktkredite durch den von der Notenbank auferlegten Limes begrenzt ist.

Im Bereich der Sollzinsen muß unterschieden werden zwischen Wechsel-, Kontokorrent- und Darlehenskrediten. Der Freiheitsraum der Kreditinstitute bei einer Veränderung der Konditionen für die einzelnen Kreditarten wird durch sachliche Notwendigkeiten eingeschränkt. So muß, wie bereits erwähnt, der Zins für Wechselkredite dem Diskontsatz folgen, der Darlehenszins dem Kapitalmarktzins und der Kontokorrentzins ebenfalls dem Kapitalmarktzins mit möglichen Korrekturen im Hinblick auf die Geldmarktsituation.

Im Bereich der Habenzinsen gilt ab März 1979 das neue Habenzinsabkommen, das zwar den Zinswettbewerb limitiert, aber auch, wie Prof. Winckler bemerkt, den Vorteil hat, daß dabei die Bereitschaft des Kreditapparates wächst, geringere Kapitalmarkt- und Sollzinssätze hinzunehmen, als dies

bei höheren Habenzinsen der Fall wäre.

Zur Zinsspanne sei vermerkt, daß sie nicht nur zur Abdeckung der Aufwendungen im Zahlungsverkehr und in anderen Geschäftsbereichen dient, wie Prof. Winckler angibt, sondern überdies auch zur Gewinnausschüttung sowie zur Aufstockung des Eigenkapitals, die bei einem Bilanzwachstum unumgänglich ist.

Der Vorschlag Prof. Wincklers, der in seinen Schlußfolgerungen enthal-

ten ist, wonach der Kapitalmarktzins in Österreich noch weiter gesenkt werden sollte und dieses Ziel durch ein politisches Bargaining, an dem auch die verstaatlichten Banken teilnehmen müßten, erreicht werden könnte, läßt die Tatsache unberücksichtigt, daß die Kreditinstitute auf die Gestaltung der Zinsstruktur nur einen begrenzten Einfluß haben und daß überdies beim Kapitalmarktzins auch die Auslandseinflüsse berücksichtigt werden müssen.

1 E. Streissler, G. Tichy: Die Transmission monetärer Impulse über den Kreditmarkt. Zur Bedeutung der Kreditrationierung und ihrer institutionellen Voraussetzungen in Europa, in: W. Ehrlicher, A. Oberhauser (Hrsg.) Probleme der Geldmengensteuerung; Berlin 1978

* Georg Winckler, Probleme der Zinspolitik in Österreich, Wirtschaft und Gesellschaft 1/1979