
Replik

G. WINCKLER

Dr. Lewalski versucht in seinem Kommentar¹ durch die Wiedergabe mancher gängiger Ansichten zur österreichischen Geldpolitik nachzuweisen, daß die Kreditinstitute bei der Festlegung des Zinsniveaus keinen und bei der Bestimmung der Zinsstruktur nur einen „begrenzten“² Einfluß haben. Dieser Nachweis widerlege, so Dr. Lewalski, meine These, die Kreditinstitute beeinflussten die Zinspolitik in ihrem Sinne. Allerdings geht Dr. Lewalski nur auf einige Argumente meines Aufsatzes³ ein. Deswegen wird kurz mein Argumentationsgang in dem von Dr. Lewalski angeschnittenen Fragenbereich dargestellt, wobei gleich manche Einwände von Dr. Lewalski mitbehandelt werden.

(1) *Der Kapitalmarktsatz und der Sollzinssatz bewegen sich parallel.*

Meine Aussage⁴ wird von Dr. Lewalski bestätigt⁵. Er meint jedoch einschränkend, der Zinssatz für Wechselkredite richte sich nicht nach dem Kapitalmarktsatz, sondern nach dem Diskontsatz. Diese Aussage mag durchaus zutreffen. Da jedoch die Wechselkredite (einschließlich Redis-konto bei der OeNB) weniger als 10 Prozent des gesamten Kreditvolumens an inländische Nichtbanken ausmachen (z. B. am 31. Dezember 1979, 8,8 Prozent), kommt dieser Einschränkung von Dr. Lewalski kein besonderes Gewicht zu.

Eine allgemeine Feststellung sei an dieser Stelle gestattet. Offenbar hat Dr. Lewalski als Angehöriger eines Kreditinstitutes Kenntnis von den tatsächlich verrechneten effektiven Sollzinssätzen in den verschiedenen Geschäftssparten. Wie hätte er sonst ohne statistische Kleinarbeit die Aus-

sage (1) bestätigen können? – Leider werden in Österreich die kreditinstitutsintern bekannten Sollzinssatzreihen nach außen nicht weitergegeben. Gerade Anhänger der Marktwirtschaft, davon soll es ja viele in Bankkreisen geben, müßten für eine Preistransparenz, d. h. hier Zinstransparenz, der Finanzmärkte eintreten und es als Kuriosum bezeichnen, daß die einzige publizierte Sollzinssatzreihe Österreichs von einer englischen (!) Bank (William & Glyn's Bank Ltd.) bekanntgegeben wird.

(2) *Die Spanne zwischen Kapitalmarktzinssatz und Habenzinssatz (ausgenommen die „grauen“ Sätze, die sich nach den Geldmarktsätzen orientieren) ist konstant.*

Die Verteidigung dieser Konstanz wurde in der Bonifikationsaktion 1974 von den Kreditinstituten deutlich vor-exerziert. Auf meine diesbezüglichen Aussagen⁶ geht Dr. Lewalski mit keinem Wort ein.

(3) *Die Veränderungen des Geldmarktsatzes spiegeln veränderte „Markteinflüsse“ (Konjunktur, Zahlungsbilanz, Zentralbankgeldversorgung) wider. Der Geldmarktsatz schwankt seit 1972/73, im Gegensatz zum relativ stabilen Kapitalmarktsatz, recht stark.*

Diese Aussage wird von Dr. Lewalski akzeptiert.

(4) *Das in der Aussage (3) beschriebene Faktum wirkt mengenmäßig destabilisierend im Kapitalmarktbereich und auf der Einlagenseite der Kreditinstitute.*

Dieser Zusammenhang hat sich 1979 noch deutlicher herausgebildet. Dieses „Hinüberwechseln von Geldmarkt- und Kapitalmarktanlagen“ wird von Dr. Lewalski, zumindest für die Anlagen der Versicherungsunternehmen, bestätigt. Gerade das Habenzinsabkommen von Anfang 1979 hat die Einlagen mit Geldmarktcharakter bei Kreditinstituten (d. h. Einlagen

mit „grauen“ Zinssätzen) sichtbarer gemacht. In Hinkunft wird eine bessere Beweissituation für diese Aussage zur Verfügung stehen.

In den letzten Jahren haben zudem die internationalen Kapitalbewegungen Österreich stärker erfaßt als vorher. Steigen, wie etwa 1979, die ausländischen Geldmarktsätze (z. B. in der BRD von 3 Prozent, Jänner 1979, auf 9 Prozent, Dezember 1979), so liquidisieren Devisenausländer (und auch -inländer) angesichts der relativ niedrigen österreichischen Zinssätze ihre Anlagen im Inland, um diese im Ausland anzulegen. Läßt die OeNB diese Entwicklung auf die Veränderungsrates des Zentralbankgeldes „durchschlagen“ (1979 nur + 2,0 Prozent), so überrascht es nicht, daß die Geldmarktsätze in Österreich steigen und, als positive Rückkopplung, den Kapitalmarkt weiter „austrocknen.“

(5) *Die größere Flexibilität des Diskont- und Lombardsatzes ist eine Reaktion auf die zunehmende Variabilität des Geldmarktsatzes.*

(6) *„Die Position der Geldmarktsätze und ‚grauen‘ Sätze innerhalb der Spanne zwischen Soll- bzw. Kapitalmarktzinssatz einerseits und Eckzinsfuß andererseits bestimmt vor allem die Gewinnsituation der Kreditunternehmungen: Je näher diese Sätze an den Eckzinsfuß heranreichen, desto höher sind die Gewinne.“*

Sektorverschiedene Relationen zwischen Spar- und Geldmarkteinlagen bestimmen die sektorverschiedenen Rentabilitätsniveaus.

Auf dieses Argument geht Dr. Lewalski in seinen Ausführungen nicht ein.

Vor dem Hintergrund dieser sechs Aussagen können die Punkte von Dr. Lewalski diskutiert werden:

(A) Wegen der Aussage (6) ist klar, hier stimme ich Dr. Lewalski voll zu, daß die Kreditinstitute eher an einer „gesunden Zinsstruktur als an einem bestimmten Zinsniveau

interessiert sind. Es ist deswegen auch verständlich, daß Dr. Lewalski am Habenzinsabkommen 1979 preist, daß „die Zinsen für diese Einlagen (= ‚Geldmarkt-großeinlagen‘) unter dem Kapitalmarktzinssatz liegen, was einer gesunden (sic!) Zinsstruktur entspricht“.

(B) Steigt marktbedingt der Geldmarktzinssatz, so haben die Kreditinstitute wegen (6) größtes Interesse, daß auch die anderen Zinssätze steigen (Fall A). Sinken hingegen die Geldmarktsätze, so haben die Kreditinstitute kein Interesse, daß die anderen Zinssätze folgen (Fall B).

Fall A kann gegenwärtig (wie schon 1974 anlässlich der Bonifizierungsaktion) beobachtet werden. Die Kreditinstitute erklären, ihre Übernahmegarantien bei Neuemissionen wegen der „Marktentwicklung“ nicht abgeben zu können. Ein Aussetzen der Kurspflege des Regulierungssyndikates kann wie 1974 nachhelfen, den Kapitalmarkt deroutiert erscheinen zu lassen. Die Kapitalbewegungen aus Österreich heraus werden zudem dramatisiert dargestellt, obwohl die Zahlen der Zahlungsbilanzstatistik (die Bewegungen der Kreditinstitute ausgenommen) ein undramatisches Bild ergeben. So sind etwa seit Anfang 1979 im wesentlichen nur jene Veranlagungen des Auslandes am Kapitalmarkt wieder liquidisiert worden, die 1978 am österreichischen Kapitalmarkt veranlagt wurden. Zwar kann „im Gegensatz zur Notenbank ... das Finanzministerium einen direkten Einfluß auf den Kapitalmarktzins ausüben“¹⁰, aber schließlich ist der Bund der größte Einzelschuldner Österreichs und deswegen nicht unabhängig von Kreditapparat.

Fall B konnte besonders deutlich 1974 bis 1976 beobachtet werden, wo mit dem Hinweis auf die hohe

Inflationsrate und der starken Kapitalmarktbeanspruchung des Bundes Kapitalmarkt- und Sollzinssätze nur geringfügig nachgaben (1 bis 1,5 Prozentpunkte). Der Geldmarktsatz sank jedoch in dieser Zeit kräftig (4 bis 4,5 Prozentpunkte). Ähnlich war die Situation 1978: Der Kapitalmarktsatz fällt von 8,7 Prozent (1. Qu. 1978) auf 7,6 Prozent (1. Qu. 1979), der Geldmarktsatz hingegen von 8,8 Prozent (1. Qu. 1978) auf 4,7 Prozent (1. Qu. 1979). Es war diese Zinssatzentwicklung, die mich seinerzeit, als ich den Aufsatz schrieb, dazu veranlaßte, für einen niedrigeren Kapitalmarktsatz zu plädieren. Doch Österreich „gelang“ es wiederum, mit relativ hohen Kapitalmarktsätzen trotz niedriger Inflationsraten das Zins-tal 1978 „durchzutauchen“.

- (C) Aus (6) folgt, daß die Kreditinstitute an einer Segmentierung, hier (normaler) Einlagen- und Kapitalmarkt (vgl. Aussage (2)), da Geldmarkt, interessiert sind. Es ist für sie billiger und fristenmäßig günstiger, die Mittel nicht am Geldmarkt zu erhalten. Dr. Lewalskis Aussage, die Kreditinstitute verhinderten keineswegs einen „transparenten“ und „attraktiven“ Geldmarkt, ist deswegen zurückzuweisen. Man braucht nur an das Habenzinsabkommen 1979 zu erinnern, wo einerseits die Mindesteinlage auf einige Millionen Schilling („attraktiv“ für den großen Kundenkreis der Kreditinstitute?) und andererseits ein zinsmäßiger Sicherheitsabstand zwischen Geldmarkt- und Kapitalmarktsatz (wie werden so Angebots- und Nachfrageverhältnisse am Geldmarkt „transparent“?) festgelegt wurde. Sicher ist jedenfalls, daß der Abschluß dieses Habenzinsabkommens im „Einflußbereich der Kreditinstitute“ lag.
- (D) Nun zum Zinsniveau. Wenn ich die österreichische Zinspolitik als

„aktive Politik konstanter Nominalzinssätze“ beschrieben habe, so geht aus dem Zusammenhang, wie auch explizit aus Punkt 5 meines Aufsatzes hervor, daß ich damit die Konstanz des Kapitalmarktsatzes (und somit die einiger anderer Zinssätze, vgl. Aussage (1) und (2)) gemeint habe. Daß diese Zinssätze relativ konstant sind, dürfte vor allem mit dem Interesse an einem *offiziellen Preiskartell* (Habenzinsabkommen, Absprachen im Kapitalmarktausschuß), d. h. durch oligopolistische Theorieansätze, erklärbar sein. Damit ist inkludiert, daß das Zinsniveau in der Regel nur selten verschoben werden kann.

Dr. Lewalski und andere Vertreter des Kreditapparates haben sicher recht, wenn sie von einer Verschärfung des Preiswettbewerbs sprechen. Wundern müßte man sich dann allenfalls über den Mangel an ökonomischer Rationalität im Verhalten vieler Kreditinstitute. Zum einen findet über zahlreiche Filialgründungen ein personalkostenintensiver Marktanteilstreit statt, bis schließlich die vor allem lohnabhängigen Grenzkosten die hohe Zinsspanne auch kostenmäßig rechtfertigen. Zum anderen vermindert der Preiswettbewerb gerade die Höhe dieser Zinsspanne und damit das zulässige Ausmaß der Filialgründungen. Treten beide Phänomene, Preiswettbewerb und zahlreiche Filialgründungen, gleichzeitig auf, so dürfte es langfristig um die Substanz der Kreditunternehmungen schlecht bestellt sein.

Abschließend noch ein Wort zum Argumentationsstil. Es ist nicht untypisch für wirtschaftspolitische Auseinandersetzungen, daß die Argumentation, von Jahreszahlen abgesehen, nicht mit Hilfe von Wirtschaftsdaten und statistischen Methoden geführt wird. Stattdessen kommt einige Male

das Wort „gesund“ vor („gesunde Zinsstruktur“, „gesunde Währungspolitik“). Das erinnert an wirtschaftspolitische Aussagen hierzulande, die sich „natürlich“ nicht auf ökonometrische Untersuchungen stützen wollen, und

die meinen, daß jeder, der das österreichische System nur hinlänglich gut kennt, die gängigen Meinungen zur Wirtschaftspolitik nachvollziehen kann. Die Analyse der Realität kommt dabei meist zu kurz.

1 K. Lewalski, Ein Kommentar zu dem Artikel von Prof. Winckler „Probleme der Zinspolitik in Österreich“, Wirtschaft und Gesellschaft, dieses Heft.

2 Lewalski, a. a. O.

3 G. Winckler, Probleme der Zinspolitik in Österreich. Wirtschaft und Gesellschaft, 5. Jg. (Heft 1/1979), S. 61–83.

4 Vgl. Winckler, a. a. O., S. 68 f.

5 Lewalski, a. a. O., S. 101 f.

6 Vgl. Winckler, a. a. O., S. 74 f.

7 Winckler, a. a. O., S. 76.

8 Vgl. A. Burghardt, Der Geldmarkt Österreichs. Unveröffentlichtes Manuskript 1980.

9 Lewalski, a. a. O., S. 101.

10 Lewalski, a. a. O., S. 102.