
Probleme der Zinspolitik in Österreich

Georg Winckler

I. Geldpolitik in Österreich

1. Die Geldpolitik gewann in Österreich aus mehreren Gründen im letzten Jahrzehnt an Bedeutung:

- Die rasche Akzeleration der Inflationsrate (Anfang und Mitte der siebziger Jahre) gefährdete die Stabilität der Wirtschaft insgesamt. Daher wurde diskutiert: Welche geldpolitischen Instrumente eignen sich zur Inflationsbekämpfung und wie dämpfend wirken sich solche Maßnahmen auf das Aktivitätsniveau im realen Sektor aus?
- Die infolge der Konjunkturabschwächung (und infolge anderer Gründe) anwachsende Staatsverschuldung schmälerte den Handlungsspielraum der Fiskalpolitik. So stellt sich das Problem, ob die Fiskalpolitik durch eine aktive Geldpolitik konjunkturpolitisch entlastet werden kann und in welchem Ausmaß die Kosten der Staatsverschuldung geldpolitisch gesenkt werden können.
- Das reale Wirtschaftswachstum brachte (siehe Tabelle 1) überproportional expandierende Finanzmärkte, einen höheren Anteil indirekter Finanzierungen (sinkende Selbstfinanzierung bei wachsender Finanzintermediation über Finanzierungsinstitute)) sowie neue Finanztechnologien.

Dieses starke Finanzwachstum wirft die Frage auf, in welchem Maße der reale Sektor gegenüber Eigendynamiken beziehungsweise spekulativen Entwicklungen des Finanzsektors geschützt bleibt.

2. Mit diesen Fragen stand auch der Inhalt der Geldpolitik zur Debatte: Soll die Geldpolitik im Sinne der Monetaristen als *Geldmengenpolitik* mit vorgegebenen Bändern für die Wachstumsrate verschiedener Geldaggregate in Erscheinung treten? Sollen *zinspolitische* Maßnahmen entsprechend des keynesianischen Credo (Hochzinspolitik im Boom, Niedrig-

Tabelle 1
Index des Wachstums des Finanzsektors in Österreich
 (1968 = 100)

| | Umlauf | | | Kredite der Bausparkasse |
|------|-------------------|----------------------------------|---------|-----------------------------|
| | nominelles BNP | festverzinslicher Wertpapiere | Kredite | |
| 1968 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 1977 | 261 | 409 | 397 | 473 |

zinspolitik in der Rezession) ergriffen werden, da es vor allem der Zinssatz sei, der monetäre Impulse in den realen Bereich übertrage («Transmissionsfunktion» des Zinssatzes)? Oder soll schließlich eine *Liquiditätspolitik* angewendet werden, welche die freien Liquiditätsreserven der Kreditinstitute und damit deren Kreditfähigkeit zu beeinflussen sucht?

Monetaristische Ansichten zur Geldpolitik und damit Vorschläge zu einer Geldmengenpolitik fanden und finden in Österreich wenig Anklang. Die Diskussion über diese Frage erreichte nie jene Heftigkeit wie etwa in der BRD. Einerseits, so wird argumentiert, passe der Monetarismus nicht in die politische, sozialpartnerschaftliche Landschaft Österreichs. Andererseits existiere angesichts der Zwischenziele der österreichischen Geldpolitik (stabile Wechselkurse, *stabile Nominalzinssätze*, geringe Kapitalströme mit dem Ausland) kein Freiheitsgrad für eine monetaristische Geldmengenpolitik.¹

Der Erfolg der liquiditätspolitischen Variante, ein oft in Österreich erprobtes geldpolitisches Mittel, setzt eine Konstanz der freien Liquiditätsquote und der Zinssätze voraus.² Anfang der siebziger Jahre bewirkte aber die starke Kreditnachfrage und ein verändertes Risikoverhalten der Kreditinstitute, daß die freie Liquiditätsquote der Kreditinstitute (freie Liquiditätsreserven in v. H. des reservspflichtigen Einlagenvolumens) ähnlich wie in der BRD sank. Die Wachstumsrate der Kredite (und damit deren Auswirkungen auf den realen Sektor) konnte so von der Wachstumsrate der Einlagen beziehungsweise des Liquiditätssaldos (Einlagen minus Kredite), Ansatzpunkt der Liquiditätspolitik, abgekoppelt werden.

3. Da in Österreich auch eine *aktive* Politik der *Nominalzinskonstanz* betrieben wird, blieben keine Mittel für eine erfolgversprechende Inflationsbekämpfung Anfang der siebziger Jahre übrig. So überraschte es nicht, daß 1972 ein neues Instrument der Geldpolitik geschaffen wurde (das inzwischen durch das Kreditwesengesetz 1979 bestätigt wurde): die aktivseitige Kreditkontrolle. Hatten bereits die Kreditkontrollabkommen Vorschriften über den sogenannten Kreditplafond enthalten, der die Kredite auf einen bestimmten Prozentsatz der Verpflichtungen und des Eigenkapitals beschränkte, so legte der in (immer wieder verlängerten) Stabilisierungsabkommen genannte »Limes« die maximale Zuwachsrate der Kredite auf (zunächst) 1 Prozent pro Monat fest.

Die mengenmäßige Plafondierung des Kreditvolumens und die von dieser Maßnahme erwarteten Effekte auf den realen Sektor können an monetaristische Überlegungen zur Geldpolitik erinnern, nur daß der Weg zwischen ursprünglichem Mittel- (Basisgeldmenge) und Zielsachverhalt (Preisniveau) dank eines Interventionismus erheblich verkürzt wurde. Keynesianer könnten allerdings einwenden, daß die sogenannte »availability doctrine« (von Roosa u. a.) bereits ähnliche Maßnahmenvorstellungen implizierte.³

Wie auch immer dieses neue geldpolitische Mittel beurteilt wird, so bleibt die Frage offen, mit welcher Berechtigung die *aktive* Politik der *Nominalzinskonstanz* betrieben wird. Diese Zinspolitik limitiert nämlich die Einsatzmöglichkeiten anderer geldpolitischer Instrumente (zum Beispiel Offenmarktpolitik), falls Zinsausschläge zu erwarten sind. Zudem bedeutet das Ziel konstanter Nominalzinssätze für den Wirtschaftspolitiker den Verlust einer wichtigen Instrumentvariablen.

Die Stabilität der österreichischen Nominalzinssätze, die daraus ableitbaren wirtschaftlichen und wirtschaftspolitischen Probleme sowie die Frage der Interessen, die mit einer solchen Zinspolitik verbunden sind, werden im folgenden untersucht. Es gehört zu den ökonomisch wie politisch interessanten Phänomenen Österreichs, daß trotz der Diskussion über die Rolle der Geldpolitik am zinspolitischen Zwischenziel konstanter Nominalzinssätze immer wieder festgehalten wird.

II. Die Konstanz des Niveaus und der Struktur der Nominalzinssätze

4. Eine aktive Politik konstanter Nominalzinssätze bedeutet zweierlei: Konstanz des Niveaus und Konstanz der Struktur der Zinssätze. Beide Ziele werden angestrebt, wobei allerdings unter dem Begriff »konstant« etwa »möglichst stabil« zu verstehen ist. Die Oesterreichische Nationalbank (OeNB) nannte dieses zinspolitische Ziel der Zinssatzkonstanz als »Streben nach Zinssätzen, die nicht unmittelbar jeden vom Markt herkommenden Einfluß auf das Zinsniveau durchschlagen lassen«.⁴ Als »Markteinflüsse« sind vor allem Entwicklungen in der Zahlungsbilanz, konjunkturelle Ausschläge, aber auch inflationäre Tendenzen anzusehen.

Welchen Erfolg hatte diese Politik der Nominalzinskonstanz? Im folgenden wird die Entwicklung einiger Zinssätze untersucht und zum internationalen Vergleich die Zinssatzentwicklung der BRD herangezogen. Die BRD eignet sich unter den Handelspartnern beziehungsweise Nachbarstaaten Österreichs am besten zum Vergleich, da trotz einiger Unterschiede (Zahlungsbilanzentwicklung, Staatsausgabenpolitik) ähnliche Inflations- und Konjunkturmuster sowie gleiche Wechselkursänderungen die wirtschaftliche Entwicklung seit 1969 bestimmten.

5. Das Ziel der Nominalzinskonstanz bezog sich vor allem auf die Konstanz des Kapitalmarktzinssatzes, um — so die offizielle Doktrin — den nachkriegsbedingten Aufbau dieses Finanzmarktes zu begünstigen und breite Anlegerschichten für diesen Markt zu gewinnen. Die Entwicklung in den letzten Jahren hatte folgendes Bild:

Tabelle 2
Renditen langfristiger staatlicher Staatsschuldverschreibungen
(in Prozent)

| | | Österreich | BRD |
|------|--------------|------------|------|
| 1970 | I. Quartal | 7,7 | 7,8 |
| | II. Quartal | 7,9 | 8,4 |
| | III. Quartal | 7,8 | 8,5 |
| | IV. Quartal | 7,8 | 8,5 |
| 1971 | I. Quartal | 7,8 | 7,8 |
| | II. Quartal | 7,8 | 8,0 |
| | III. Quartal | 7,7 | 8,2 |
| | IV. Quartal | 7,7 | 7,9 |
| 1972 | I. Quartal | 7,6 | 7,4 |
| | II. Quartal | 7,4 | 7,8 |
| | III. Quartal | 7,1 | 7,9 |
| | IV. Quartal | 7,4 | 8,3 |
| 1973 | I. Quartal | 7,9 | 8,5 |
| | II. Quartal | 8,0 | 9,3 |
| | III. Quartal | 8,3 | 9,8 |
| | IV. Quartal | 8,8 | 9,6 |
| 1974 | I. Quartal | 9,0 | 10,0 |
| | II. Quartal | — | 10,6 |
| | III. Quartal | 10,2 | 10,7 |
| | IV. Quartal | 10,0 | 10,3 |
| 1975 | I. Quartal | 9,9 | 8,9 |
| | II. Quartal | 9,6 | 8,4 |
| | III. Quartal | 9,5 | 8,3 |
| | IV. Quartal | 9,4 | 8,4 |
| 1976 | I. Quartal | 9,2 | 7,9 |
| | II. Quartal | 8,7 | 7,8 |
| | III. Quartal | 8,6 | 8,0 |
| | IV. Quartal | 8,6 | 7,5 |
| 1977 | I. Quartal | 8,5 | 6,9 |
| | II. Quartal | 8,6 | 6,2 |
| | III. Quartal | 8,8 | 5,8 |
| | IV. Quartal | 9,0 | 5,7 |

Quelle: IMF, *International Financial Statistics* und OeNB, *Mitteilungen des Direktoriums der OeNB*. (Wegen der Bonifikationsaktion im Frühjahr 1974 ist für II/1974 keine einheitliche Renditenberechnung für Österreich möglich.)

Wie aus der Tabelle leicht ersichtlich, gab es in den letzten Jahren in Österreich zwei Perioden mit stabilen Kapitalmarktzinssätzen: 1970/I

(beziehungsweise auch schon früher) bis Ende 1973 und dann ab Mitte 1975. Dazwischen lag die sogenannte Bonifizierungsaktion, die später noch eingehend diskutiert wird und die zu einer Erhöhung des Zinssatzniveaus führte. In der BRD liegen derart ausgeprägte Phasen der Zinssatzkonstanz nicht vor.

Diese Beobachtung kann auch statistisch festgehalten werden. Der Mittelwert der Zinssätze (m) lag in Österreich zwischen 1970/I und 1974/II auf 7,9, in der BRD auf 8,5, beziehungsweise zwischen 1974/III und 1977/IV in Österreich auf 9,2, in der BRD auf 7,9 (insgesamt: Österreich 8,5, BRD 8,3). Für die Beurteilung der Zinssatzkonstanz sind die zweiten statistischen Momente ausschlaggebend. Für die Standardabweichung (s) erhält man:

Tabelle 3

**Standardabweichung der Renditen langfristiger staatlicher
Staatsschuldverschreibungen**
(für 1974/II Österreich wurde der Wert für 1974/April verwendet)

| | Österreich | BRD |
|----------------------|------------|-----|
| 1970/I bis 1974/II | 0,6 | 0,9 |
| 1974/III bis 1977/IV | 0,6 | 1,5 |
| 1970/I bis 1977/IV | 0,9 | 1,2 |

Bemerkenswert an der Tabelle 3 ist, daß die österreichische Politik konstanter Kapitalmarktzinssätze für die Periode *vor* und *nach* der Bonifizierungsaktion (Frühjahr 1974) im Verhältnis zur Entwicklung in der BRD recht erfolgreich erscheint, insbesondere für die Jahre 1974/III bis 1977/IV. Betrachtet man aber den gesamten Zeitraum, auf den sich die Zinspolitik im Sinne ihres selbst erklärten Zieles (»langfristiger Kapitalmarktaufbau«) vor allem erstrecken soll, so sind die Erfolge schon weniger spektakulär: Das Intervall aus Mittelwert \pm Standardabweichung ($m-s$, $m+s$) umfaßt in Österreich die Kapitalmarktzinssätze von 7,6 bis 9,4 und ist in der BRD nur etwas größer, von 7,1 bis 9,5.

6. Werden die Zinssätze herangezogen, welche die Notenbanken im Diskont- oder Lombardgeschäft verrechnen, so ergibt sich ein ähnliches Bild wie im Kapitalmarktbereich: zwischen 1970/I und 1974/II schwanken in der BRD die Diskontsätze zwischen 7,5 Prozent (Anfang 1970), 3 Prozent (Mitte 1972) und 7 Prozent (Anfang 1974); in Österreich hingegen wird der Diskontsatz Anfang 1970 auf 5 Prozent gesetzt, bleibt auf diesem Niveau bis Ende 1972 und weist dann bis zum Frühjahr 1974 ein Niveau von 5,5 Prozent auf. Im selben Zeitraum kam es jedoch zu einer kräftigen Erhöhung der Inflationsrate: Der Verbraucherpreisindex stieg von 4,7 Prozent (1971) auf 9,5 Prozent (1974). Die zinspolitische Passivität beziehungsweise die Vorrangigkeit des Zwischenzieles konstanter Nominalzinssätze der Oesterreichischen Nationalbank könnte so nicht eindrucksvoller belegt werden.

Ab 1974/II weist auch die österreichische Diskontsatzpolitik größere Flexibilität auf. Von 6,5 Prozent im Frühjahr 1974 ging es über 6 Prozent (Frühjahr 1975), 5 Prozent (Jänner 1976), 4 Prozent (Juni 1976) auf 5,5 Prozent (Juni 1977). In der BRD wurde der Diskontsatz von 7 Prozent 1974 in sieben Etappen von Ende 1974 bis Ende 1975 auf 3,5 Prozent abgebaut und blieb auf diesem Niveau bis Dezember 1977.⁵

Diese größere Flexibilität der österreichischen Diskontpolitik scheint ein Reflex auf die zunehmende Variabilität der Tagessätze auf dem Geldmarkt zu sein. Die Taggeldsätze in Wien schwankten bis Ende 1972 kaum. Erst die Einführung der sogenannten Limes-Regelung (aktivseitige Kreditkontrolle) Ende 1972 und die durch Verluste an Währungsreserven bedingten Liquiditätsanspannungen als Folge passiver Zahlungsbilanzentwicklungen (die OeNB baute wegen ihrer restriktiven Haltung nur zögernd die Inlandskomponente der Geldbasis auf) brachten den Geldmarkt in Schwung. Die Zinssätze schwankten stark und die OeNB mußte, wollte sie das Refinanzierungsvolumen der Kreditinstitute beeinflussen, mit ihren Diskontsätzen den Geldmarktsätzen zumindest nach unten folgen. Mit dieser Entwicklung des Geldmarktes droht aber der Politik der Nominalzinskonstanz eine eminente Gefahr: die Spaltung der Finanzmärkte in solche mit starker und schwacher Zinssatzflexibilität und dadurch bedingten Portefeuilleumstrukturierungen der Anleger. Dieses Problem wird im nächsten Abschnitt näher untersucht.

7. Ein Bild von der zunehmenden Flexibilität der Geldmarktzinssätze in Österreich seit 1968 gibt folgende Aufstellung:

Tabelle 4
Taggeldsätze in Wien und Frankfurt/Main

| | | Wien | Frankfurt/Main |
|------|--------------|------|----------------|
| 1968 | I. Quartal | 4,2 | 2,6 |
| | II. Quartal | 4,1 | 2,8 |
| | III. Quartal | 4,1 | 2,7 |
| | IV. Quartal | 4,1 | 2,2 |
| 1969 | I. Quartal | 4,2 | 3,4 |
| | II. Quartal | 4,2 | 3,0 |
| | III. Quartal | 4,7 | 5,2 |
| | IV. Quartal | 4,8 | 7,6 |
| 1970 | I. Quartal | 5,5 | 9,0 |
| | II. Quartal | 5,7 | 9,2 |
| | III. Quartal | 5,9 | 8,6 |
| | IV. Quartal | 5,3 | 7,8 |
| 1971 | I. Quartal | 4,4 | 7,4 |
| | II. Quartal | 4,5 | 4,4 |
| | III. Quartal | 4,2 | 6,5 |
| | IV. Quartal | 4,4 | 5,9 |

| | | Wien | Frankfurt/Main |
|------|--------------|------|----------------|
| 1972 | I. Quartal | 4,4 | 4,1 |
| | II. Quartal | 5,2 | 3,1 |
| | III. Quartal | 5,0 | 3,8 |
| | IV. Quartal | 6,1 | 6,2 |
| 1973 | I. Quartal | 8,0 | 6,4 |
| | II. Quartal | 6,5 | 11,0 |
| | III. Quartal | 6,9 | 12,1 |
| | IV. Quartal | 6,3 | 11,3 |
| 1974 | I. Quartal | 6,5 | 10,4 |
| | II. Quartal | 8,0 | 7,5 |
| | III. Quartal | 7,3 | 9,3 |
| | IV. Quartal | 7,2 | 8,3 |
| 1975 | I. Quartal | 6,4 | 5,6 |
| | II. Quartal | 5,7 | 5,0 |
| | III. Quartal | 5,2 | 3,4 |
| | IV. Quartal | 4,6 | 3,5 |
| 1976 | I. Quartal | 3,6 | 3,5 |
| | II. Quartal | 4,8 | 3,6 |
| | III. Quartal | 4,2 | 4,3 |
| | IV. Quartal | 6,0 | 4,0 |
| 1977 | I. Quartal | 6,5 | 4,5 |
| | II. Quartal | 7,3 | 4,3 |
| | III. Quartal | 7,5 | 4,1 |
| | IV. Quartal | 9,0 | 3,7 |

Werden aus diesen Werten wiederum Mittelwert und Standardabweichung ermittelt, so erhält man:⁶

Tabelle 5

**Mittelwert und Standardabweichung der Taggeldsätze
in Wien und Frankfurt/Main**

| | Wien | Frankfurt/Main |
|---------------------------------|------|----------------|
| a) Periode 1968/I bis 1972/IV | | |
| Mittelwert | 4,75 | 5,28 |
| Standardabweichung | 0,66 | 2,37 |
| b) Periode 1973/I bis 1977/IV | | |
| Mittelwert | 6,38 | 6,29 |
| Standardabweichung | 1,38 | 3,02 |
| c) Periode 1974/III bis 1977/IV | | |
| Mittelwert | 6,09 | 4,79 |
| Standardabweichung | 1,47 | 1,76 |

In beiden Ländern erhöhte sich die Standardabweichung in der zweiten Periode (1973/I bis 1977/IV). Die Erhöhung hatte konjunkturelle und inflationäre Ursachen. Auffallend ist jedoch, daß die Standardabweichung in Österreich, relativ wie absolut, stärker als in der BRD zunahm (vgl. auch die Periode 1974/III bis 1977/IV). Dies kann als Zeichen der wachsenden Variabilität der österreichischen Geldmarktsätze gedeutet werden.

8. Leider existieren in Österreich keine Sollzinsstatistiken. Eigene, teils mühsame Berechnungen auf Grund der veröffentlichten Bilanzen (ergänzt durch Stichproben) und der in »Euromoney« (William & Glyn's Bank Ltd.) veröffentlichten Sätzen der Prime rate (»prime borrowers« und »other categories«) ergeben für die siebziger Jahre folgendes Sollzinsbild:

Tabelle 6

| | | | |
|------|-------------|------|--------------|
| 1970 | 8,7 Prozent | 1974 | 11,3 Prozent |
| 1971 | 8,7 Prozent | 1975 | 11,3 Prozent |
| 1972 | 8,8 Prozent | 1976 | 10,2 Prozent |
| 1973 | 9,3 Prozent | 1977 | 10,7 Prozent |

Diese Daten haben sicher teilweise »Hausnummerncharakter«, da die Auswertung der Bilanzen sektorell recht unterschiedliche Ergebnisse brachte. Etwa scheint der Sprung im Sparkassensektor von 1973 auf 1974 durchaus 2,5 Prozent, also mehr als 2 Prozent betragen zu haben.⁷

Es ist bemerkenswert, daß eine hohe Korrelation zwischen Kapitalmarktzinssatz und Sollzinssatz existiert, nicht aber zwischen diesen beiden Sätzen und dem Geldmarktsatz:

Tabelle 7

Korrelationskoeffizienten zwischen Kapitalmarktzinssatz (vgl. Tabelle 2), Taggeldsatz (vgl. Tabelle 4) und Sollzinssätzen (vgl. Tabelle 6) mit 95 Prozent Konfidenzintervallen

| | KM | TG | SZ |
|---------------------------|----|-----------------------------|-----------------------------|
| Kapitalmarktzinssatz (KM) | 1 | $-0,38 \leq 0,44 \leq 0,87$ | $0,81 \leq 0,96 \leq 0,99$ |
| Taggeldsatz (TG) | . | 1 | $-0,35 \leq 0,47 \leq 0,88$ |
| Sollzinssatz (SZ) | . | . | 1 |

Diese hohe Korrelation zwischen Kapitalmarkt- und Sollzinssatz bestätigt die These, daß der Kapitalmarktzinssatz plus einem recht konstanten Satz, der aber seit 1974 von 1 Prozent auf 1,5 Prozent gestiegen sein dürfte (vgl. Tabelle 2 und Tabelle 6), eine Obergrenze für den Sollzinssatz bildet. Der Zusammenhang zwischen diesen beiden Zinssätzen ist sogar teilweise gesetzlich fixiert. So normiert das Wohnbau-

förderungsgesetz den Höchstzinssatz für förderungswürdige Wohnbaukredite mit dem Nominalzinssatz der neu emittierten Bundesanleihen. Auch Förderungsaktionen des Bundes (ERP, FGG usw.) orientieren sich am Kapitalmarktzinssatz.

Es wäre nun sicher interessant gewesen, ebenfalls aus den Bankbilanzen einen Habenzinssatz (der dann auch die »grauen« Zinssätze einbezöge) zu konstruieren und diesen mit den Taggeldsätzen zu vergleichen. So hätten auch Rückschlüsse auf die Entwicklung der Zinsspanne gezogen werden können. Die ermittelten Werte für die Habenzinssätze waren aber zu ungenau.

III. Partielle Zinssatzflexibilität und Mengendiskontinuitäten: Das Ende der Politik der Nominalzinskonstanz?

9. Seit Anfang der siebziger Jahre erhöht sich in Österreich die Zinssatzflexibilität, wie es etwa die Tabelle 5 über Mittelwert und Standardabweichung der Taggeldsätze andeutet. Bemerkenswert ist jedoch, daß diese Zinssatzflexibilität vor allem den Geldmarkt und weniger den Kapitalmarkt erreicht hat. So betrug der Wert des Variationskoeffizienten⁸ der Kapital- und Geldmarktzinssätze in Österreich:

Tabelle 8

Variationskoeffizient der Kapital- und Geldmarktzinssätze

| | Kapitalmarkt | Geldmarkt |
|----------------------|--------------|-----------|
| 1970/I bis 1974/I | 0,06 | 0,19 |
| 1974/III bis 1977/IV | 0,06 | 0,25 |

Anmerkung: Wegen der Bonifikationsaktion im Frühjahr 1974 endet die erste Periode mit 1974/I und beginnt die zweite mit 1974/III.

Gelang es also nach der Bonifikationsaktion 1974 die Kapitalmarktzinssätze genauso stabil zu halten wie vorher, so zeigt der Geldmarktzinssatz, der bereits seit der Limesregelung Ende 1972 stärker zu schwanken begann, zunehmende Variabilität. Inflationäre, konjunkturelle und zahlungsbilanzbedingte Einflüsse erhöhten die Schwankungsbreite des Geldmarktsatzes. Zu diesen Faktoren kam noch das Bestreben der Kreditinstitute, über eine Senkung der freien Liquiditätsquote die Kreditfähigkeit auszudehnen. So waren einzelne Kreditinstitute in den letzten Jahren des öfteren auf den Geldmarkt angewiesen, um die nötige Liquidität zu besorgen. Dies belebte zwar den Geldmarkt, ließ aber den Geldmarktzinssatz stärker schwanken.

Mit den wachsenden Schwankungen des kurzfristigen Zinssatzes, den der Taggeldsatz darstellt, scheint das zinspolitische Zwischenspiel konstanter Nominalzinssätze noch nicht gefährdet, solange nur der langfristige Zinssatz, also der Kapitalmarktzinssatz, stabil gehalten werden kann. Das Vertrauen des Publikums in die Finanzmärkte soll ja vor allem

durch die Entwicklung der langfristigen Zinssätze beeinflußt werden. Kann aber in einer Wirtschaft, in der der langfristige Zinssatz konstant ist, der kurzfristige Zinssatz überhaupt schwanken? Dies ist ein theoretisches wie empirisches Problem.

10. Fragen der Fristigkeitsstruktur der Zinssätze versuchen verschiedene Theorien zu erklären: klassische Erwartungshypothese, Hicks'sche Liquiditätspräferenztheorie, Hypothese der Präferenzabwägung zwischen Einkommenssicherheit versus Kapitalsicherheit u. a.⁹

Der Grundgedanke ist der folgende:

Der Zinssatz auf langfristige Finanzanlagen (R_n) wird als der geometrische Durchschnitt des gegenwärtigen und der für die Zukunft erwarteten kurzfristigen (Einperioden-)Zinssätze (r_t) erklärt. Also:

$$(1) \quad 1 + R_n = (1 + r_1) (1 + r_2) \dots (1 + r_n)^{1/n}$$

Angenommen, es existiert ein Wertpapier mit einer Restlaufzeit von $n-1$ Perioden und daher mit einem langfristigen Zinssatz von R_{n-1} . Wiederveranlagt in der $(n-1)$ ten Periode zu dem heute für dann erwarteten kurzfristigen (Einperioden-)Zinssatz r_n brächte das Papier eine Gesamtverzinsung von:

$$(2) \quad (1 + R_{n-1})^{n-1} \cdot (1 + r_n)$$

Wäre nun der Betrag in (2) größer als $(1 + R_n)^n$, so würden, falls (insbesondere)¹⁰

— die Spesen bei Wertpapierkäufen oder -verkäufen vernachlässigbar sind und

— rationale Entscheidungen vorliegen,

alle Wirtschaftssubjekte nur das Wertpapier mit einer Restlaufzeit von $n-1$ Perioden zu erwerben versuchen. Dies treibt den Preis dieses Wertpapiers in die Höhe und der Effektivzinssatz R_{n-1} sinkt, bis sich die beiden Zinsbeträge ausgleichen. Diese Tendenz zum Gleichgewicht, ein charakteristisches Ergebnis klassischer beziehungsweise neoklassischer Theoriebildung, ließe sich auch auf andere Arten zeigen.

11. Gilt diese Gleichgewichtstendenz, so würde in einem Land wie Österreich, das eine Konstanz des Kapitalmarktzinssatzes anstrebt, folgendes Resultat eintreten:

Die geldpolitischen Instanzen garantieren

$$(3) \quad R_1 = R_2 = \dots = R_{n-1} = R_n$$

Das heißt, gleichgültig welche Länge die Restlaufzeit der emittierten Kapitalmarktpapiere aufweist, immer soll (annähernd) derselbe Nominalzinssatz herrschen. Aus der Gleichgewichtsbedingung

$$(4) \quad (1 + R_{n-1})^{n-1} \cdot (1 + r_n) = (1 + R_n)^n$$

und der Bedingung der Formel (3) folgt, daß $r_n = R_n$. Die Konstanz des Kapitalmarktzinssatzes bewirkt also eine Konstanz des kurzfristigen (Einperioden-)Zinssatzes auf demselben Niveau.

Zur Veranschaulichung dieses Ergebnisses wird der Zweiperiodenfall ($n = 2$) kurz diskutiert.

Angenommen der kurzfristige (Einperioden-)Zinssatz von heute (r_1) und jener, der nach der ersten Periode erwartet wird (r_2), sind ungleich R_2 , dem Kapitalmarktzinssatz in der zweiten Periode. Die Wirtschaftssubjekte veranlagten in Kapitalmarkttiteln, wenn $(1+r_1) \cdot (1+r_2) < (1+R_2)^2$. Andernfalls, das heißt bei $(1+r_1) \cdot (1+r_2) > (1+R_2)^2$, sind die Kapitalmarktanlagen gleich Null. Stetige Veranlagungen in langfristige Titel verlangen also einen kurzfristigen Zinssatz, der ident mit dem langfristigen Zinssatz ist. Diese von der klassischen Erwartungstheorie postulierte Zinssatzidentität im Gleichgewicht ist auf Grund von zwei Hypothesen zu modifizieren: Nach der Liquiditätspräferenzhypothese von Hicks (Präferenz für kurzfristige Anlagen als Folge der Kapitalunsicherheit) sollte der kurzfristige den langfristigen Zinssatz unterschreiten, nach der »allgemeinen Präferenztheorie« von J. Robinson und anderen, jedoch überschreiten, falls wegen der Einkommenskonnuität (stetige Zinseinkommen) langfristige Anlagen präferiert werden.

12. Schwankt der Geldmarktzinssatz bei (relativ) konstantem Kapitalmarktzinssatz wie in Österreich, ohne daß sich die »Hicks'schen Liquiditäts-« oder die »allgemeinen Präferenzen« geändert haben, so wären nach diesen Theorien starke Schwankungen in der Relation des Anlagevolumens am Kapitalmarkt zu jenem am Geldmarkt zu erwarten. Damit hätte die Politik der Zinskonstanz am Kapitalmarkt eine *Diskontinuität* in den Veranlagungsmengen zum Ergebnis, welches der Zielsetzung der Zinspolitik, stabile Preis- und Mengenentwicklung auf den Finanzmärkten (»Förderung des nachkriegsbedingt schwierigen Aufbaus des österreichischen Finanzsektors«), widerspricht.

Sind derartige Mengendiskontinuitäten, etwa am Kapitalmarkt in Österreich, feststellbar? Obwohl gerade zwischen 1972 und 1977 die Geldmarkt- zu den Kapitalmarktsätzen stark schwankten, sind aus den Zeichnungsergebnissen des zur Zeichnung aufgelegten Anleihenominals zinsbedingte Mengendiskontinuitäten nur schwer herauszulesen. Zum einen verlaufen, auf der Basis der prozentmäßigen Zeichnungsergebnisse, die Veranlagungen der institutionellen Anleger (Vertragsversicherungsunternehmen, Handelsketten u. a.) nicht parallel zu den Veranlagungen des nicht institutionellen Sektors, in dem wiederum inhomogene Gruppen wie Unternehmen (höhere Zinselastizität der Veranlagungen, bessere Informationen über die Zinsstruktur) und private Haushalte zusammengefaßt sind.

Offenbar dürfte die Veranlagungspolitik des nicht institutionellen Sektors von geänderten Steuerbegünstigungen, Prämienzahlungen oder von Echoeffekten vergangener Sparwellen (zum Beispiel Bausparboom 1972) determiniert werden.

Zum anderen scheinen *Marktsegmentierungen* vorzuliegen. 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 Statistiken sind jedoch zu ungenau, um in diesem Bereich Mengendiskontinuitäten herauszulesen.

13. Bei einer Gruppe von Anlegern aber, die sowohl auf dem Kapital- wie auf dem Geldmarkt Finanzierungsmittel anbietet, nämlich bei den Versicherungsunternehmen, können derartige Mengendiskontinuitäten festgestellt werden. Aus den Jahresbilanzen der Versicherungswirtschaft folgt:

Tabelle 9
Bestandsveränderungen festverzinslicher Wertpapiere
in der Versicherungswirtschaft

| Jahr | (1) Bestands- veränderung in Millionen S | (2) Geldmarkt- satz | (3) Kapitalmarkt- satz (in Prozent) | (4) (3) — (2) |
|------|---|---------------------------|--|------------------|
| 1972 | 463 | 5,2 | 7,4 | 2,2 |
| 1973 | 436 | 6,9 | 8,3 | 1,4 |
| 1974 | 927 | 7,3 | 9,7 | 2,4 |
| 1975 | 1917 | 5,5 | 9,6 | 4,1 |
| 1976 | 1981 | 4,7 | 8,7 | 4,0 |
| 1977 | 398 | 7,6 | 8,7 | 1,1 |

Anmerkung: Als Kapitalmarktsatz wurde die Sekundärmarktrendite verwendet.

Quelle: *Mitteilungen des Direktoriums der Oesterreichischen Nationalbank.*

Der Korrelationskoeffizient r zwischen (1) und (4), der Differenz zwischen den beiden Zinssätzen, beträgt $r = +0,96$, wobei trotz der geringen Anzahl der Beobachtungen mit rund 99,9 Prozent Sicherheit die Nullhypothese (das heißt die Ablehnung der Hypothese der Korrelation zwischen (1) und (4)) ausgeschlossen werden kann.

Die möglichen Veränderungen im Wertpapierbestand zinsstrukturbewußter Anleger (mit Geldmarktzugang) sind, gemessen am gesamten Umlaufvolumen, am Kapitalmarkt bescheiden. Auch werden einmal getätigte Kapitalmarktanlagen durchschnittlich recht lange gehalten. Doch könnten diese Bestandsveränderungen bei starkem Finanzwachstum einmal kurzfristig so umfangreich werden, daß die mit der Marktpflege beauftragten Regulierungssyndikate (derzeit mit einem Interventionsvolumen von rund 500 Millionen Schilling) die Kursentwicklung nicht mehr kontrollieren können. Setzen daraufhin (wie vielleicht im Frühjahr 1974), aus welchen Gründen immer, spekulative Kapitalmarkttransaktionen der Kreditinstitute selbst ein, dann dürften die Ausschläge anderer Zinssätze, etwa des Geldsatzes, auf den Kapitalmarktzinssatz voll durchschlagen und das Ende der Nominalzinspolitik in Österreich bedeuten.

IV. Die Interessen der Kreditinstitute an einer Nominalzinskonstanz am Kapitalmarkt

14. Gegen das Ziel konstanter Nominalzinssätze bestehen stabilitätspolitische Bedenken (vgl. Abschnitt V). Auch wachstumspolitische Ziele dürften kaum für eine Zinssatzkonstanz sprechen, da Österreich seit 1975 — realzinsmäßig gesehen — zu einem Hochzinsland in Europa wurde. Zudem ist es zweifelhaft, ob ein Bankenpublikum (relativ) konstante Nominalzinssätze schätzt, wenn infolge unterschiedlicher Inflationsraten die Realzinssätze, etwa auf Spareinlagen mit gesetzlicher Kündigungsfrist von — 4,5 Prozent (Ende 1974) bis + 0,5 Prozent (Ende 1978), erheblich schwanken. Wem nützt also die aktive Politik der Nominalzinskonstanz?

Im folgenden soll untersucht werden, inwiefern der *Kreditapparat* am zinspolitischen Kurs Österreichs besonderes Interesse findet. Die Möglichkeiten des Kreditapparates, die Geldpolitik in seinem Sinn zu beeinflussen, sind groß. Im Generalrat der OeNB, im Kapitalmarktausschuß ist dieser Einfluß institutionalisiert und die Sozialpartner greifen nur gelegentlich ins geldpolitische Geschehen ein: zur Absicherung der ausgehandelten Einkommens- und Beschäftigungspolitik oder wenn es gilt, eine Förderungsaktion für die Wirtschaft zu implementieren.

Das Interesse der Kreditinstitute an einer aktiven Politik der Nominalzinskonstanz könnte vor allem aus geschäftspolitischen Erwägungen kommen.¹¹ Jede Bewegung der Zinssätze löst aus Rentabilitätsgründen Mengenbewegungen auf der Aktiv- und Passivseite der Kreditinstitute aus. Für ein einzelnes Kreditinstitut besteht die Gefahr, daß durch *Portefeuilleverschiebungen* und *Umschuldungsvorgänge* des Publikums Abflüsse an Konkurrenzunternehmen auftreten könnten. Eine Konstanz des Zinsniveaus und der Zinsstruktur ist zudem dann akzeptabel, wenn eine Zinsspanne impliziert ist, mit der die Aufwendungen im Zahlungsverkehr und in anderen Geschäftsbereichen abgedeckt werden können.

15. Es kennzeichnet nämlich die oligopolistische Marktsituation auf den Finanzmärkten, daß einerseits über eine konstante Zinsspanne und über allseits akkordierte, behutsame Zinsniveaushiftungen der Preiswettbewerb zwischen den Kreditinstituten weitgehend ausgeschaltet ist. Andererseits findet aber über Filialgründungen, zusätzliche Serviceleistungen und dergleichen ein scharfer Kampf um Marktanteile statt. So bringt der personalkostenintensive Marktanteilsstreit ein paradoxes Resultat: Wegen der Konstanz einer relativ hohen Zinsspanne setzt der Streit um Marktanteile ein und wird so lange fortgesetzt, bis die steigenden, vor allem lohnabhängigen Grenzkosten die hohe Zinsspanne kostenmäßig rechtfertigen. Würde in dieser Situation die Zinsspanne angehoben werden, so entstünde weiterer Spielraum für Filialgründungen usw., der, ausgenützt, zur kostenmäßigen Legitimation auch der höheren Zinsspanne führen würde.¹²

Die Oligopolpreistheorie kennt zahlreiche theoretische Rationalisierungen der empirischen Evidenz, daß Oligopole zur Ausschaltung des Preiswettbewerbes neigen, zum Beispiel die Theorie der geknickten Nachfragekurven von Sweezy u. a. m. Im Kreditgeschäft kommt als Be-

gründung der Preisrigidität noch hinzu, daß etwa Preisreduktionen bei Kreditzuwachsen, aus Gründen der Markteroberung gewährt, sich auch auf die Preis- beziehungsweise Zinssatzsituation bei den bisherigen Kreditbeständen auswirken und damit insgesamt die Ertragslage stark verschlechtern. Die Existenz von Beständen (Stocks) erhöht nämlich die Wahrscheinlichkeit einer preisrigiden Oligopol-situation.¹³

In dieses Bild paßt die Tatsache, daß nur im Geschäft mit Kunden erster Bonität ein Preiswettbewerb besteht, den die Kreditinstitute aus »sachlichen Gründen« (Risikoüberlegungen) nur auf diesen Kundenkreis beschränken können. Das heißt, von der Zinsreagibilität dieses Geschäftsbereiches werden die anderen Sparten kaum erfaßt.

16. Mit welchen Praktiken im einzelnen zur Verteidigung der Zinsspanne gearbeitet wird, zeigte die sogenannte Bonifikationsaktion 1974. Durch ein einseitiges Vorgehen des Österreichischen Gewerkschaftsbundes wurde 1974 angesichts der hohen Inflationsrate aus Verteilungsgründen eine Habenzinserhöhung politisch erzwungen. Zwar war die Aufwärtstendenz der Nominalzinssätze Anfang der siebziger Jahre inflationsbedingt ein internationales Phänomen, doch schien es noch Ende 1973 so, als ob Österreich ein weiteres Mal die internationale Zinsschwelle mit seiner Politik der Nominalzinskonstanz »durchtauchen« könne. Um so überraschender kam daher das zinspolitische Engagement der Gewerkschaftsseite, die bis dahin kaum durch Zinssatzempfehlungen geldpolitisch aktiv wurde.

Wie auch immer der Anstoß zum 6. Zusatzabkommen zum Habenzinsabkommen vom 21. Mai 1974 erfolgte, bemerkenswert ist das Ergebnis jener Debatte, die mit der Habenzinserhöhung einsetzte. Die Kreditinstitute, durch die von außen vorgegebene Erhöhung des Eckzinssatzes um 1,5 Prozent in die Zinsschere genommen, hatten großes Interesse, die Soll- und Kapitalmarktzinssätze anzuheben. Das Interesse an einer Erhöhung des nominellen Kapitalmarktzinssatzes war deswegen gegeben, da dieser, teils gesetzlich fixiert wie bei der Wohnbauförderung, teils aus Substitutionsgründen, einen Einfluß auf die Höhe der Sollzinssätze ausübt (vgl. Tabelle 7).

Die zinspolitische Diskussion blieb aber nicht auf den Primärmarkt beschränkt.¹⁴ Um eine »Deroutierung des Sekundärmarktes beziehungsweise massive Interventionen auf diesem Markt« — wie es offiziell hieß¹⁵ — zu vermeiden, wurden die Schuldner bereits emittierter Kapitalmarktpapiere verpflichtet, die Nominalzinssätze ihrer Emissionen im nachhinein um 1 bis 2 Prozent anzuheben. Diese Aktion kostete allein dem Bund rund 1,2 Milliarden Schilling, der Verbundgesellschaft der Elektrizitätswirtschaft rund 0,7 Milliarden Schilling.¹⁶

Nun kann man einwenden, daß die Kreditinstitute insgesamt zwar ein Interesse an einer Erhöhung der Emissionsrendite am Kapitalmarkt, nicht jedoch an der Bonifizierungsaktion hatten, da sie in ungefähr derselben Höhe Kapitalmarktgläubiger wie -schuldner sind. Abgesehen von Verteilungseffekten zwischen Institutsgruppen (etwa zugunsten des Sparkassensektors sowie der Postsparkasse und zu Lasten der Hypothekenbanken) sind es vor allem buchmäßige Verluste, die einen Hinweis auf die Interessenposition der Kreditinstitute geben. Schon ein Anstieg der

Sekundärmarktrendite um einen Prozentpunkt hätte den Wertpapiergläubigern im Kreditapparat nach den geltenden Bewertungsprinzipien *Buchverluste von einigen Milliarden Schillingen* gebracht, ohne den Kapitalmarktschuldnern buchmäßige Vorteile zu bieten.

So konnten die Kreditinstitute durch die Bonifikationsaktion zwei Ziele erreichen:

- a) Bei Wahrung der Zinsspanne führte die aus politischen Gründen erzwungene Anhebung des Zinsniveaus zu keinen außerordentlichen (Buch-)Verlusten.
- b) Eine Bonifizierungsaktion ist nur dann sinnvoll, wenn von einer Ära konstanter Nominalzinssätze in eine andere hinübergewechselt wird. Deswegen blieb 1976, als eine Umkehrung der Ausgangssituation zu 1974 vorlag, die Höhe des Kapitalmarktzinssatzes (und damit die Sollzinssätze) einigermaßen konstant. Da aber die Geldmarktsätze und die Diskontrate bis 1976 inflationär und konjunkturell bedingt rasch fielen (vgl. Tabelle 2), erhöhte sich 1975 und 1976 die Zinsspanne, die sich bilanzmäßig in den Cash Flows der Kreditinstitute niederschlug.

17. Die stark defizitäre Zahlungsbilanzentwicklung seit 1976 und der erklärte Willen der Oesterreichischen Nationalbank, die durch diese Entwicklung bedingte Abnahme des Zentralbankgeldumschs nur zögernd durch einen Ausbau der Inlandskomponente der Geldbasis zu kompensieren, führten zu einer Austrocknung des Geldmarktes. Die Taggeldsätze in Wien stiegen seit dem I. Quartal 1976 kräftig an (vgl. Tabelle 2). In weiterer Folge kletterten auch die »grauen« Zinssätze für mehr oder minder gebundene Termin- und Spareinlagen in die Höhe. Offenbar war es für ein einzelnes Kreditinstitut lohnend, die für eine Kreditexpansion notwendige Liquidität nach möglichst weitgehender Ausschöpfung der billigen Refinanzierungsmöglichkeiten bei der OeNB (relativ niedriger Diskontsatz) nicht am teuren Geldmarkt, sondern über zinselastische Einlagen hereinzuholen.

Diese Entwicklungen auf der Habenzinsseite hatten zwei Folgen: Zum einen geriet die nach unten gerichtete Bewegung der Soll- und Kapitalmarktsätze nicht nur zum Stillstand, sondern veränderte auch ihre Richtung (leichter Zinssatzanstieg bei einer Vergrößerung des Abstandes zum Eckzinssatz). Zum anderen sahen sich jene Kreditinstitute, die stark auf Expansion gesetzt hatten, einer teils erheblichen Gewinnreduktion gegenüber.

18. Gerade diese Erfahrungen seit 1974 zeigen, daß die Kreditinstitute insgesamt an einem hohen Kapitalmarktzinssatz interessiert sind, weil dieser einen hohen Sollzinssatz¹⁷ garantiert. Unter 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.

Nach unten gerichtete Geldmarktsätze beeinflussen, wenn überhaupt

(siehe 1975/76), nur verzögert die Bewegung der Soll- und Kapitalmarktzinssätze. Nach oben gerichtete Geldmarktzinssätze wirken hingegen rasch auf die Tendenz der Soll- und Kapitalmarktzinssätze. Die Position der Geldmarktsätze und »grauen« Sätze innerhalb der Spanne zwischen Soll- beziehungsweise Kapitalmarktzinssatz einerseits und Eckzinsfuß andererseits bestimmt vor allem die Gewinnsituation der Kreditunternehmen: Je näher diese Sätze an den Eckzinsfuß heranreichen, desto höher sind die Gewinne.

Das Sparangebot ist vor allem einkommens- und konjunkturabhängig (die Zinssatzelastizität des Sparens besteht höchstens in der Auswahl des Kreditinstituts, allenfalls noch hinsichtlich der Sparform). Daher entspricht es der *Gesamtrationalität* der Kreditinstitute, durch Habenzinsabkommen den Zinswettbewerb zu limitieren. Ein einzelnes Kreditinstitut kann nämlich durch höhere (»graue«) Habenzinssätze dem Kreditapparat nicht neue Einlagen zuführen, sondern bestenfalls sich selbst auf Kosten eines anderen. Zwar ist ein derartiges Verhalten vom Standpunkt der *Einzelrationalität* eines Kreditinstitutes durchaus vertretbar, doch gerät dieses Verhalten unter starkem Verbandsdruck, wenn steigende »graue« Sätze und Geldmarktsätze insgesamt einen Gewinnrückgang im Kreditinstitutssektor hervorrufen.

Selbst die wirtschaftspolitischen Instanzen (als wichtigste Schuldner des Kapitalmarktes) müssen an einer Eindämmung des Habenzinswettbewerbs interessiert sein, denn so wächst die Bereitschaft des Kreditapparates, sinkende Kapitalmarkt- und Sollzinssätze hinzunehmen. Die Hoffnungen auf eine durch das Kreditwesengesetz 1979 zugelassene Habenzinsfußliberalisierung sollten daher nicht zu groß sein.¹⁸

V. Ökonomische Problematik der österreichischen Politik der Konstanz der Nominalzinssätze

19. In der Keynesianischen Tradition stellt der Zinssatz jene Größe dar, über welche monetäre Impulse auf den realen Sektor (Volkseinkommen, Beschäftigung) übertragen werden. In den sechziger Jahren kritisierten Monetaristen (zum Beispiel K. Brunner) an diesem Ansatz, daß mit dem Zinseffekt nicht die *volle* Bedeutung des Niveaus und der Wachstumsrate der Geldmenge erfaßt sei. Diesen erweiterten Ansätzen monetärer Analysen stehen solche der Keynesianer der »ersten Stunde« gegenüber, welche die Bedeutung des monetären für den realen Sektor zur Gänze leugnen, also auch die Übertragungsfunktion des Zinssatzes in Abrede stellen. Damit postulieren sie eine Dichotomie zwischen Geld- und Güterbereich gegen die expliziten Theorieintentionen Keynes'.

20. Die Kritik an der Bedeutung des Finanzsektors für Entwicklungen des realen Sektors wird in Österreich in zwei Varianten vorgetragen:

a) Ähnlich den Keynesianern der »ersten Stunde«¹⁹ wird behauptet, die Teilaggregate der »effektiven Nachfrage« wie Konsum und Investition wären *zinsunelastisch*: Für die Erklärung des Konsums spielten nur Einkommensgrößen eine Rolle, und Investitionen hingen von subjek-

tiven Risikoeinschätzungen ab. Selbst langfristige Investitionen, wie etwa die der Elektrizitätswirtschaft, in welcher der Anteil der Zinskosten rund 30 Prozent der Gesamtkosten ausmacht, wären bedarfsorientiert und nachweisbare Zinskostensteigerungen könnten bei der Paritätischen Kommission als Grundlage für Preiserhöhungen herangezogen werden.²⁰ Der Einfluß des Zinssatzes wäre allenfalls in der Frage der Einkommensverteilung gegeben, doch hätte die Verteilungsproblematik der Zinsen nur geringe quantitative Bedeutung.

- b) Völlig verschieden hievon ist eine zweite Erklärung.²¹ Hier wird zunächst die *Existenz der Zinselastizität* durch den Hinweis auf die Kreditförderung bejaht. Instrumente der Kreditförderung (ERP-Fonds, Wohnbauaufonds, Gewerbestrukturverbesserungsaktion usw.) wären verfehlt, wenn nicht feststünde, daß die Kostensenkungen dieser Förderungsaktionen (Zinssubventionen usw.) zu vermehrten Investitionen führten. Es wäre jedoch wirtschaftspolitisch gelungen, gerade über diese umfangreichen Sonderkreditaktionen die Güterwelt von Vorgängen des Finanzsektors abzukoppeln. Volkswirtschaftlich günstige Investitionen könnten so jederzeit und recht billig finanziert werden. Außerdem wäre der Krisenherd »Börse« in Österreich nicht existent und steuerliche Begünstigungen wie jene der vorzeitigen Abschreibung hätten die Innenfinanzierungsmöglichkeiten der Unternehmungen überdies erheblich gestärkt.

Beide Argumentationsvarianten sind problematisch. Sicherlich widerlegt bereits die Existenz von Sonderkreditaktionen, das heißt das Argument der Variante b, die Allaussage der Variante a, *alle* Ausgabenkategorien seien zinsunelastisch. Zweifelhaft ist aber, ob mit den Sonderkreditaktionen ein wirtschaftspolitisch geschaffenes Medium der Abkoppelung des realen Sektors gefunden wurde. Die Sonderkreditaktionen wirken nämlich wieder auf das Zinsgefüge, das Volumen sowie die Struktur der übrigen Kredite zurück. Es ist nicht einmal sicher, ob mit diesen Aktionen überhaupt eine zinssatzsenkende Tendenz ausgelöst wird. Zum einen dürfte wegen dieser Aktionen die Kreditnachfrage (»Lockangebotseffekt«) steigen.²² Zum anderen entfällt der wirtschaftspolitische Druck auf die Kreditinstitute, Sollzinssätze zu senken, wenn die anscheinend »gesamtwirtschaftlich gerechtfertigten« Investitionen durch zinssubventionierte Kredite realisierbar werden und Zinssatzsenkungen wegen eines unvollkommenen Wettbewerbs nicht automatisch einsetzen.

21. Ein in den beiden Varianten a und b nicht genanntes Argument unterstreicht die zunehmende Zinssatzelastizität der Investitionen in Österreich. Dieses Argument knüpft nicht an die anfallenden Zinskostenbelastungen, sondern an die Portefeuilleentscheidungen der potentiellen Investoren an. Etwa war es 1975 in Österreich auffallend, daß der Unternehmenssektor insgesamt einen Finanzierungsüberschuß aufwies.²³ Dieser Überschuß entstand durch die konjunkturell bedingte Zurückhaltung im Investitionsbereich. Eine derartige Zurückhaltung ist verständlich, wenn einerseits günstige Veranlagungsmöglichkeiten im Finanzsektor mit konstanten Renditen, garantierten Kurswerten (Nominalzinssstabilität bedeutet auch Kursstabilität) sowie hoher Bonität der Schuldner existieren und

andererseits niedrige Ertragserwartungen im realen Sektor bestehen.²⁴ Falls steuerliche Investitionsbegünstigungen, vielleicht aus Gründen der Grenzen der Staatsverschuldung, nicht mehr so reichlich fließen können oder falls die Verlängerung der Wachstumsphasen der Nachkriegszeit ungewiß erscheint, werden Veranlagungen im Finanzsektor als Alternative zu Sachinvestitionen erheblich an Bedeutung gewinnen.

Ein weiteres Argument ist von Weizsäcker vorgetragen worden: Durch den Verweis auf das Prinzip der Substanzerhaltung versucht er die Hypothese von der Zinsabhängigkeit der Investition zu stützen.²⁵ Ansonsten würde nämlich diese Hypothese in die »Zwickmühle« geraten, »daß bei kurzfristigen Investitionen der Zinskalkül nicht ins Gewicht fällt und bei langfristigen Investitionen ein Rentabilitätskalkül schlecht möglich ist.«²⁶ Das Prinzip der Substanzerhaltung knüpft nicht an der einzelnen Investitionstätigkeit, sondern an der *Wachstumsrate des Unternehmens* an, wobei die für eine bestimmte Wachstumsrate geforderte Unternehmensrentabilität (zur Erhaltung der Versorgung mit Eigenkapital) durch die Zinssatzhöhe wesentlich mitbestimmt wird. Dabei gilt im allgemeinen: Je höher der Sollzinssatz, desto geringer das Unternehmenswachstum beziehungsweise desto geringer das gesamte Investitionsprogramm. Aus dieser Perspektive der langfristigen Sicherung der Gesamrentabilität bei Unternehmenswachstum folgt, daß es weniger auf das Niveau des kurzfristigen Zinssatzes als auf die Entwicklung des langfristigen Zinssatzes ankommt. Diese Betonung des langfristigen Zinssatzes entspricht der Keyneschen Investitionsanalyse, wie sie etwa in der Interpretation von Leijonhufvud deutlich wurde.²⁷

22. Letztlich, so kann behauptet werden, entscheidet über die Frage der Zinssatzelastizität von Ausgabenkategorien ein empirischer Test des »hic et nunc«: Wie würde in Österreich Mitte beziehungsweise Ende der siebziger Jahre eine Zinssatzveränderung auf den realen Sektor wirken? Es wird sicher keine leichte Einigung in der Frage erzielt werden können, welcher Test als »empirisch« bezeichnet werden kann. Diese Frage hängt nämlich von der Lösung wissenschaftstheoretischer und wissenschaftssoziologischer Grundprobleme ab. Jedenfalls entspricht es dem Standard der empirischen Wirtschaftsforschung, wenn von Glück²⁸ das güterwirtschaftliche Quartalsmodell des Instituts für Höhere Studien mit einem monetären Modell zusammengefaßt wird, in dem die Effekte einer Zinssatzsenkung auf simulativem Weg ermittelt werden: Ein einprozentiger Zinssatzrückgang führt im vierten bis sechsten Quartal danach zu plus 1,2 bis 1,4 Prozent bei den realen Ausrüstungs- und Bauinvestitionen und zu + 0,3 Prozent beim realen BNP.

23. Angenommen, die Frage der Zinselastizität realer Aggregate wird im Sinne der obigen Argumente bejaht. Dann stellt sich das wirtschaftspolitische Problem, ob einer Volkswirtschaft aus dem Zwischenziel »Nominalzinskonstanz« Nachteile erwachsen oder nicht.

Zur leichteren Analyse dieser Nachteile wird von der folgenden *stilisierten Version* der österreichischen Wirtschaft ausgegangen:

a) Autonome Ausgaben des realen Bereichs sind vor allem die Investitionen und die Exporte. Die ersteren reagieren elastisch auf *langfristige*

Zinssatzentwicklungen. Die letzteren sind die eigentlichen Krisenmomente in der Konjunkturentwicklung, denn sie werden vom Ausland bestimmt, das heißt sie sind für Österreich vorgegeben. Konjunkturelle Instabilitäten finden also in Österreich ihre Ursache in den Exporten, demnach im realen Sektor, ist doch der Krisenherd »Börse« usw. ausgeschaltet. Die autonomen Ausgaben wirken entsprechend des Multiplikatorprinzips auf Volkseinkommen und Beschäftigung.

- b) Der monetäre Bereich ist durch Konstanz des Kapitalmarkt- (beziehungsweise des Sollzinssatzes), das heißt des (eher) langfristigen Zinssatzes gekennzeichnet. Tritt die Wirtschaft in eine Rezessionsphase, so führt die vermehrte Liquidität nur zu einer Senkung des kurzfristigen Zinssatzes, zum Beispiel des Taggeldsatzes. Dies beeinflusst nicht die Investitionsnachfrage, da die langfristigen Sätze konstant bleiben, sondern erhöhen nur die Gewinne der Kreditinstitute wegen der steigenden Zinsspanne (die »grauen« Habenzinssätze folgen graduell den Taggeldsätzen). In einer Boomphase schmälert die knappe Liquidität über den Anstieg des Taggeldsatzes die Kreditinstituts Gewinne; wegen konstanter langfristiger Sätze bleiben auch in diesem Fall die Investitionen konstant.

In dieser Wirtschaft gilt nun die These: Gerade wenn wie in Österreich durch wirtschaftspolitische Vorkehrungen Instabilitäten im Finanzsektor als konjunkturelle Krisenmomente ausfallen und Krisen durch Vorgänge im realen Bereich (zum Beispiel Exporte) verursacht werden, ist von einer Politik der Nominalzinskonstanz abzuraten, da diese Politik die Krise beziehungsweise den Boom tendenziell verschärft. Der Beweis dieser These ist rasch skizziert. Sinken, wie in Österreich 1975, die Exporte real, so fällt via Multiplikatoreffekte das Volkseinkommen und die Beschäftigung. Diese negativen Beschäftigungseffekte sind größer, als wenn durch gesunkene Zinssätze und dadurch bedingte zunehmende zinselastische Ausgaben kompensierende positive Effekte erzeugt worden wären.²⁹ Dieselbe Argumentation gilt, nur mit umgekehrten Vorzeichen, für den Boom, also für Zeiten, in denen die Exporte real steigen.

In den siebziger Jahren kommt in Österreich noch ein Umstand hinzu, welcher die These von der konjunkturverschärfenden Wirkung der Nominalzinskonstanz zu erhärten scheint. Die Nominalzinskonstanz war nämlich von *antizyklisch schwankenden Realzinssätzen* (Niedrigzinssätze im Boom beziehungsweise Hochzinssätze in der Rezession) begleitet. So betrug in den guten Konjunkturjahren 1972 bis 1974 der Realzinssatz (mit den Verbraucherpreissteigerungsraten deflationierte Sekundärmarkrendite) durchschnittlich 0,7 Prozent bei rund 5,4 Prozent realer Wachstumsrate des BNP und 1,7 Prozent Arbeitslosenrate. 1975 bis 1977 hingegen stieg der Realzinssatz auf 1,9 Prozent, die Rate des realen BNP-Wachstums fiel auf 2,2 Prozent und die Arbeitslosenrate erreichte nahezu 2 Prozent. Wird der langfristige Zinssatz als langfristiger Realzinssatz aufgefaßt, so sind die konjunkturellen Einkommens- und Beschäftigungsausschläge der Politik der Nominalzinskonstanz noch höher zu veranschlagen: In der Regel wird nämlich die Inflationsrate im Boom steigen und in der Rezession fallen.

VI. Schlußfolgerungen

Aus einkommens- und beschäftigungspolitischen Gründen, auch um den Handlungsspielraum der Fiskalpolitik zu erweitern, wäre es gegenwärtig in Österreich günstig, angesichts der niedrigen Inflationsraten den langfristigen Zinssatz noch weiter zu senken.

Wie die Erfahrungen zeigen, führen niedrige Geldmarktsätze noch nicht zu niedrigen Kapitalmarktsätzen; aber auch hohe Geldmarktsätze bedingen nur eine geringe Steigerung der Kapitalmarktsätze. Insofern wäre eine Politik auf der »Bills Only« Doktrin, das heißt auf der Annahme, die Bewegungen der langfristigen Zinssätze durch Variationen der kurzfristigen Zinssätze beeinflussen zu können,³⁰ verfehlt. Direkte Eingriffe im Kapitalmarktgeschehen sind notwendig. Dies kann entweder durch Offenmarktoperationen der OeNB am Kapitalmarkt (vor allem mit nicht sofort fälligen Titeln) erreicht werden, was aber angesichts des umfangreichen Obligationenportefeuilles der Kreditinstitute beziehungsweise wegen der Eingriffe der Kursregulierungssyndikate nicht ohne weiteres möglich ist. Oder aber es kommt zu einem politischen Bargaining, wobei etwa die verstaatlichten Banken die währungspolitischen Anliegen mitvertreten könnten. Die Diskussionen um ein neues Habenzinsabkommen zeigen, daß der zweite Weg erfolgversprechender ist.

Sollte ein wirtschaftspolitisches Interesse bestehen, die Zinsspanne zu kürzen, so wäre es notwendig, das Finanzierungsmonopol der Kreditinstitute, das prinzipiell wegen der economies of scale zu begrüßen ist, durch eine Förderung der direkten Finanzierung abzuschwächen. Etwa könnte der Bund das Postsparkassennetz benützen, um sich über Bundesschatzbriefe (wie in der BRD) oder »Baby Bonds« die Mittel beim breiten Publikum selbst zu holen. Der entlastete Kapitalmarkt könnte so für private Stellen wie die Industrie wieder stärker offen stehen. Auch wäre der Zugang zum Geldmarkt zu fördern.³¹

Nach Keynes verhinderte in den dreißiger Jahren die *Baissespekulation*, daß es zu einem Rückgang des langfristigen Zinssatzes kam, der notwendig gewesen wäre, um ein hohes Investitionsvolumen zu sichern. Bedingt durch diese spekulativen Aktivitäten gelang keine gesamtwirtschaftlich »richtige« Höherbewertung des bestehenden Kapitalstockes. Kam es nämlich zu einer Kurssteigerung, so traten sofort die Baissiers auf und liquidierten ihre Anlagen. Die Kurse blieben niedrig und der langfristige Zinssatz hoch. Eine am spekulativen Fieber ausgerichtete restriktive Geldpolitik trug noch das ihrige bei, die Krise zu verschärfen. In Österreich werden es doch nicht die althergebrachten Interessen des Kreditapparates sein, die, wie seinerzeit die Baissespekulation, einen Rückgang des langfristigen Zinssatzes verhindern?

ANMERKUNGEN

- 1 Vgl. *Fiskalismus kontra Monetarismus*. Volkswirtschaftliche Tagung 1977 der Oesterreichischen Nationalbank, Wien 1977, insbesondere S. 35 ff., und P. Zdrahal, *Warum hat Österreich keine monetaristische Geldpolitik?* Dissertation an der Universität Wien. 1978.
- 2 Vgl. D. Duwendag u. Mitarb., *Geldtheorie und Geldpolitik*. Köln 1977, 2. Auflage, Abschnitt 3.3.3. und 6.2.
- 3 Zu Fragen der Kreditrationierung siehe etwa E. Baltensberger, *Credit Rationing: Issues and Questions*, in: »Journal of Money, Credit, and Banking« 10, May 1978, S. 170—183.
- 4 N. N., *Die Bonifizierung am österreichischen Rentenmarkt*, in: »Mitteilungen des Direktoriums der OeNB«, Heft 10/1974, S. 734.
- 5 Der Diskontsatz der OeNB wurde per 29. Juni 1978 auf 4,5 Prozent und per 25. Jänner 1979 auf 3,75 Prozent zurückgenommen. Die Deutsche Bundesbank verringerte den Diskontsatz per 16. Dezember 1977 auf 3 Prozent. Dieser Satz ist auch im Jänner 1979 noch gültig.
- 6 Die Einteilung in zwei Fünfjahresperioden (1968—1972, 1973—1977) ist auch ökonomisch gerechtfertigt: Die ruhige Zinssatzentwicklung fand 1972/73 durch die steigenden Inflationsraten und die Maßnahmen des Anti-Inflationskurses der Währungsbehörden ein Ende. Die Periode 1974/III bis 1977/IV stellt die Periode nach der Bonifizierungsaktion am Kapitalmarkt dar, die zu einer neuen Ära konstanter Zinssätze überleiten sollte.
- 7 Streißler - Tichy erhalten folgende Sollzinssatzreihe: 1970: Index 100; 1971: 101; 1972: 101; 1973: 103; 1974: 118; 1975: 127; 1976: 113. Wird als Basis 1970 der Zinssatz 8,7 Prozent gewählt (vgl. Tabelle 6), so erhält man folgende Zinssatzreihe (in Klammern Zinssatzdifferenz zu den Werten in Tabelle 6): 1970: 8,7 Prozent (0,0 Prozent); 1971: 8,8 Prozent (+ 0,1 Prozent); 1972: 8,8 Prozent (0,0 Prozent); 1973: 9,0 Prozent (— 0,3 Prozent); 1974: 10,3 Prozent (— 1,0 Prozent); 1975: 11,0 Prozent (— 0,3 Prozent); 1976: 9,8 Prozent (— 0,4 Prozent). Abgesehen vom Jahr 1974 verlaufen die Werte einigermaßen parallel. Streißler - Tichy betrachten allerdings nur die sogenannte Prime Rate. Siehe 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*. »Schriften des Vereins für Sozialpolitik«, Neue Folge, Band 99, Berlin 1978, S. 192.
- 8 Variationskoeffizient — Standardabweichung dividiert durch Mittelwert. Der Variationskoeffizient ist dimensionslos und eignet sich deswegen zu Vergleichszwecken.
- 9 Siehe etwa: B. G. Malkiel, *The Term Structure of Interest Rates*. 1966. D. J. Dood, J. L. Ford, *Expectations, Uncertainty and the Term Structure of Interest Rates*. 1974. H. Faßbender, *Zur Theorie und Empirie der Fristigkeitsstruktur der Zinssätze*. 1973. Für Österreich liegt nur eine Untersuchung vor: H. Glück, W. Polasek, *The Structure of Austrian Interest Rates. A Box-Jenkins and Spectral Analysis Approach*, in: »IHS Research Memorandum« Nr. 136. Wien 1979. Glück und Polasek wenden verschiedene statistische Methoden an und kommen zum Resultat, daß kein (beziehungsweise kein starker) Zusammenhang zwischen kurz- und langfristigen Zinssätzen in Österreich existiert.
- 10 Vgl. etwa Faßbender, a. a. O. S. 23.
- 11 Vgl. auch Streißler - Tichy, a. a. O. S. 155 ff.
- 12 Dieser Prozeß steigender Zinsspannen hätte nahezu keine Schranke, wenn — wie oft betont wird (vgl. auch Streißler - Tichy, a. a. O. S. 156 f.) — die Kredite wegen höherer Sollzinssätze und die Einlagen wegen niedrigerer Habenzinssätze kaum sinken. Allerdings stellen hohe Zinsspannen die Position der Kreditinstitute als Finanzintermediäre in Frage. Die direkte Finanzierung über die Geld- und Kapitalmärkte bietet sich dann als Ausweg an. In Österreich ist aber dieser Ausweg kaum

- benützlich, da die Finanzierungsmittel nahezu immer über Kreditinstitute vermittelt werden. Der Geldmarkt ist für den Nicht-Banksektor kaum zugänglich; im Kapitalmarktausschuß haben die Kreditinstitute einen großen Einfluß, wer wieviel emittieren darf (und wenn die öffentlichen Stellen das Finanzierungspotential des Kapitalmarktes stark ausschöpfen, sind die Kreditinstitute wenigstens sicher, daß die privaten Stellen am Kreditmarkt vorsprechen müssen); die Kreditinstitute drängen als Emittenten auf den Kapitalmarkt; die Förderungsaktionen des Bundes knüpfen an Passivgeschäfte (Prämiensparen, Bausparen) oder an Aktivgeschäfte (Zinszuschußaktionen) der Kreditinstitute an u. a. m.
- 13 Diesen Grund betonen Streißler - Tichy: »Der wichtigste der Gründe, der die Banken lieber zur Rationierung als zu Zinsänderungen greifen läßt, dürfte die *Schwierigkeit* sein, *Zinsänderungen auf neu abgeschlossene Verträge zu beschränken*; daß Änderungen das gesamte Spektrum auch der alten Verträge erfassen, verringert die Zinselastizität in einem weiteren Sinne sehr stark, weil den relativ geringen Mengenänderungen an (neuen) Krediten eine absolut große Zinsänderung für den gesamten Bestand gegenübersteht.« Streißler - Tichy, a. a. O. S. 159.
 - 14 Zur Diskussion der Bonifikationsaktion siehe vor allem H. Abele, *Der österreichische Kapitalmarkt und die Gestaltung der Zinspolitik*, in: »Wirtschaftspolitische Blätter«, 24. Jg., Heft 3/1977, S. 21 ff.
 - 15 H. Heller, *Kreditpolitik*, in: »Institut für Finanzwissenschaft und Steuerrecht, Wirtschaftspolitik in der Praxis«, Wien 1976, S. 42.
 - 16 N. N., *Die Bonifizierung, . . .*, a. a. O. S. 739.
 - 17 Allerdings nicht für die Kunden erster Bonität, deren Sollzinssatz in stärkerer Abhängigkeit von den Geldmarktsätzen variiert. (Vgl. die Ausführungen zu Tabelle 7).
 - 18 Vgl. K. Graber in »Die Presse«, 1. 1979.
 - 19 Vgl. etwa L. R. Klein, *The Keynesian Revolution*. London and Basingstoke 1966, 2. Auflage, S. 56 ff.
 - 20 H. Kernbauer, *Die zinspolitischen Möglichkeiten der Oesterreichischen Nationalbank*, in: »Wirtschaftspolitische Blätter«, 3/1977, S. 31.
 - 21 Vgl. G. Chaloupek, *Zinspolitik als gesellschaftspolitische Aufgabe*, in: »Wirtschaftspolitische Blätter«, 3/1977, S. 53 ff.
 - 22 Vgl. H. Dorn, *Zinspolitik durch Maßnahmen der Kreditförderung*, in: »Wirtschaftspolitische Blätter«, 3/1977, S. 44 ff.
 - 23 Der statistische Beleg dieser Behauptung ist nicht eindeutig. Im obigen Sinne siehe etwa G. Tichy, *Einige absorptionstheoretische Überlegungen zum österreichischen Leistungsbilanzdefizit*, in: »Empirica«, Heft 2/1977, S. 212 f.
 - 24 So zeigen etwa Streißler und Tichy anhand einer Abbildung, daß ein enger Zusammenhang zwischen der Ertragsrate des Sachkapitals dividiert durch die Sekundärmarktrendite einerseits und den Bruttoanlageinvestitionen andererseits besteht. Das heißt, das Verhältnis des Zinssatzes der Sachanlagen zu jenem der Finanzanlagen bestimmt das Ausmaß der Sachanlageinvestitionen. Allerdings wäre zu prüfen gewesen, ob nicht schon die Ertragsrate allein die Sachanlageinvestitionen statistisch erklärt. Vgl. Streißler - Tichy, a. a. O. S. 164 f.
 - 25 C. C. v. Weizsäcker, *Das Problem der Vollbeschäftigung heute*, in: »Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften«, Heft 1/1978, insbesondere S. 36—41.
 - 26 C. C. v. Weizsäcker, a. a. O. S. 36.
 - 27 Vgl. A. Leijonhufvud, *On Keynesian Economics and the Economics of Keynes*. New York 1968, insbesondere S. 284 ff.
 - 28 H. Glück, *Zur Rolle des Zinssatzes in den ökonomischen Modellen Österreichs*, in: »Wirtschaftspolitische Blätter«, 3/1977, S. 87 ff.
 - 29 Real sinkende Exporte gingen in Österreich wegen der meist gleichgerichteten Importentwicklung mit einer Abnahme des Leistungsdefizits beziehungsweise mit einer Zunahme der offiziellen Währungsreserven, das heißt mit einer Dotierung der Auslandskomponente der Geldbasis einher. Es existierten daher keine geldmengenverknappenden Wirkungen real gesunkener Exporte (vgl. das Jahr 1975). Allerdings werden die Geldmengeneffekte der Leistungsbilanzergebnisse durch Kapitalbilanzentwicklungen stark überlagert.

- 30 In den fünfziger Jahren entstand eine heftige Debatte zwischen dem Federal Reserve und einigen Keynesianern: letztere wollten das Federal Reserve veranlassen, nicht nur auf den kurzfristigen Finanzmärkten (insbesondere auf dem New York money market) zu intervenieren, sondern auch auf den Kapitalmärkten, da nur der langfristige Einsatz für die Investitionstätigkeit bedeutsam wäre. Diese Empfehlung wurde kritisiert, da große Interventionen am Kapitalmarkt wegen der Markteigenen zu instabilen und unvorhersehbaren Ergebnissen führen könnten und andererseits Variationen der kurzfristigen gleichgerichtete Bewegungen bei den langfristigen Einsätzen auslösten. Zur »Bills Only« Diskussion siehe etwa R. S. Masera, *The Term Structure of Interest Rates*, Oxford 1972, Kapitel 7.
- 31 Die Zukunft des Geschäfts der Kreditinstitute sollte, wie es sich in entwickelten Geldwirtschaften wie in der Schweiz andeutet, weniger im Zinsspannen- als im Provisionsbereich liegen.