

Heinz Handler

Zinshausse zu Jahresbeginn 1989

Von den USA ausgehend haben Steigerungen der kurzfristigen Zinssätze gegen Ende des Vorjahres auch auf den österreichischen Geldmarkt übergegriffen. Sie fielen hier allerdings viel stärker aus als etwa in der Bundesrepublik Deutschland. Entgegen dem üblichen Saisonmuster ist der österreichische Taggeldsatz im Jänner auf Höchstwerte von über 8% geklettert.

Im Gefolge des Kurssturzes an den internationalen Wertpapierbörsen vom Oktober 1987 (Handler – Kramer, 1987) lockerten die Währungsbehörden der USA die Geldpolitik und begünstigten damit Zinssenkungen auf den Geld- und Kapitalmärkten. Im Frühjahr 1988 sahen sich die Verantwortlichen für die Währungspolitik jedoch veranlaßt, den allmählich aufkommenden Inflationserwartungen frühzeitig entgegenzuwirken, um nicht noch vor dem Präsidentenwechsel inflationsdämpfend eingreifen zu müssen. Diese Haltungsänderung löste Zinssteigerungen aus, die sich in der Folge über die internationalen Finanzmärkte ausbreiteten

Internationale Zinssteigerungen greifen auf Österreich über

Besonders ausgeprägt war die Zinsanhebung auf dem Geldmarkt der USA. Zwischen März und Dezember 1988 stieg der Taggeldsatz von 6,6% auf 8,8% (Monatsdurchschnitte); hingegen nahm die Sekundärmarktrendite auf dem Rentenmarkt im gleichen Zeitraum nur von 8,6% auf 9,1% zu. In der Bundesrepublik Deutschland setzte die Zinshausse mit Verzögerung erst im Mai 1988 ein. Im weiteren Jahresverlauf ist der Taggeldsatz von 3,3% auf 4,9% gestiegen. Die deutsche Sekundärmarktrendite nahm in dieser Periode um nur 0,2 Prozentpunkte auf 6,2% zu.

Österreich ist aufgrund der Hartwährungspolitik eng an die monetäre Entwicklung in der Bundesrepublik Deutschland gebunden. Daher weichen die Zinsänderungen im allgemeinen kaum von der deutschen Entwicklung ab. Dies gilt weitgehend auch für 1988, doch haben sich im ab-

gelaufenen Jahr einige empirische Besonderheiten ergeben, auf die im folgenden näher einzugehen sein wird.

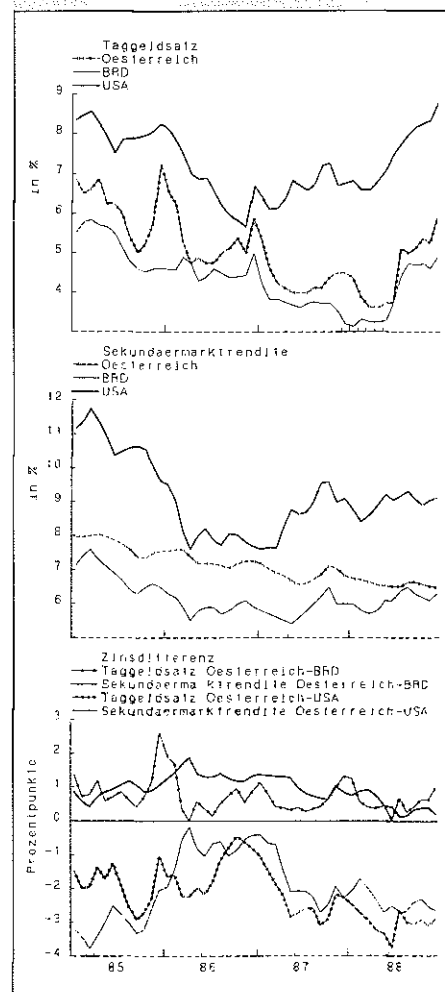
Besonderheiten der Zinsentwicklung in Österreich

Das Zinsniveau war in den letzten Jahren in Österreich im allgemeinen höher als in der Bundesrepublik Deutschland. Im Jahresdurchschnitt 1986 betrug der Zinsabstand auf dem Rentenmarkt 1,31 Prozentpunkte, 1987 1,04 Prozentpunkte (Sekundärmarktrendite), auf dem Geldmarkt 0,72 Prozentpunkte bzw. 0,61 Prozentpunkte (Taggeldsatz). 1988 wurde diese Differenz vor allem auf dem Rentenmarkt merklich enger (im Jahresdurchschnitt 0,55 Prozentpunkte), in der zweiten Jahreshälfte machte sie nur noch 0,31 Prozentpunkte aus.

Ganz allgemein lassen sich Zinsdifferenzen bei fixen Wechselkursen entweder auf Wechselkurserwartungen oder auf Marktunvollkommenheiten oder auf beide Faktoren gemeinsam zurückführen. Die Tendenz zum Zinsausgleich wird mittelfristig zweifellos durch das zunehmende Vertrauen der Marktteilnehmer auf den in- und ausländischen Finanzmärkten in die für Österreich charakteristische Form der Hartwährungspolitik begünstigt. Die unveränderte Fortsetzung dieser Politik ist nach den personellen

Veränderungen an der Spitze der Österreichischen Nationalbank auch 1988 bekräftigt worden. Im Gegensatz zur früher wiederholt geäußerten Hal-

Zinssätze im In- und Ausland
Monatsdurchschnitte



Die im Laufe des Jahres 1988 von den USA ausgehenden Zinssteigerungen schlugen in Österreich vor allem auf dem Geldmarkt durch. Im Jahresdurchschnitt verringerte sich die Zinsdifferenz zwischen Österreich und der Bundesrepublik Deutschland.

zung der OeNB, Möglichkeiten zu *Marktbeschränkungen* im Kapitalverkehr mit dem Ausland aufrechtzuhalten, kündigte die Notenbankleitung 1988 an, den Kapitalverkehr schrittweise zu liberalisieren. Einen ersten Schritt setzte sie mit Wirkung vom 1. Februar 1989, als unter anderem Transaktionen im Bereich des Liegenschaftsverkehrs, der Direktinvestitionen und der langfristigen Unternehmenskredite erleichtert wurden

Darüber hinaus verfügten die Banken 1988 — von kurzen Perioden im Sommer und gegen Jahresende abgesehen — im allgemeinen ausreichend über Liquidität, weil bei nahezu ausgeglichener Leistungsbilanz sowohl die private Kreditnachfrage (wegen der günstigen Gewinnlage der Unternehmen; vgl. *Hahn*, 1989) als auch das Finanzierungserfordernis des öffentlichen Sektors (wegen der Eindämmung des Nettodefizits des Bundes; *Lehner*, 1988) mäßig war

Das Zinsniveau paßte sich 1988 nur allmählich an jenes in der Bundesrepublik Deutschland an — die Zinssätze reagierten in Österreich — im Gegensatz zu vergleichbaren Konstellationen in früheren Jahren (vgl. *Handler*, 1985) — verhältnismäßig langsam auf den internationalen Zinsauftrieb. Erst im Sommer, als die deutsche Sekundärmarktrendite beinahe auf das österreichische Niveau geklettert war, zog auch die inländi-

sche Rendite leicht an, fiel danach aber bis Jahresende parallel zu den deutschen Sätzen wieder zurück

Eine weitere Besonderheit — die allerdings nicht auf Österreich beschränkt blieb — war die Ausbildung einer *inversen Zinsstruktur* ab Dezember 1988: Im Gegensatz zur „normalen“ Zinsertragskurve, bei der für vergleichbare Risiken die kurzfristigen Zinssätze unter den langfristigen lie-

Konstellationen nur die unterschiedliche Geschwindigkeit ausdrücken, mit der eine restriktive Geldpolitik auf den Geldmarkt und auf den Kapitalmarkt wirkt. Von den internationalen Finanzmärkten kommend könnte in Österreich ein solcher Einfluß mitgewirkt haben, maßgebend dürften aber bestimmte kurzfristige Erwartungen gewesen sein, auf die weiter unten noch eingegangen wird

Weil Österreich infolge der Hartwährungspolitik eng an die monetäre Entwicklung in der Bundesrepublik Deutschland gebunden ist, folgen die Zinsen im allgemeinen weitgehend der deutschen Entwicklung. Im 2. Halbjahr 1988 paßten sich jedoch die Zinssätze in Österreich nur allmählich an das steigende deutsche Niveau an, sodaß die „traditionelle“ Zinsdifferenz schrumpfte.

„Zinsbuckel“ über den Jahreswechsel

Wie schon in den vergangenen Jahren verzeichnete der österreichische Taggeldsatz auch gegen Jahresende 1988 einen Saisonanstieg, der dem höheren Bargeld- und Importfinanzierungsbedarf zugeschrieben werden kann. Meist ließ sich die temporäre Zinserhöhung zusätzlich auf das „Window dressing“ der Banken zurückführen. Ende 1987 war dieser „Buckel“ allerdings viel kleiner als in den Jahren zuvor, weil im Zuge der Novelle 1986 zum Kreditwesengesetz offenbar weniger Wert auf eine hohe (mit Haftkapital zu unterlegende) Bilanzsumme gelegt wurde¹⁾

Auch in der Bundesrepublik Deutschland besteht eine ähnliche empirische Regelmäßigkeit: Wie schon Ende 1986 zog der deutsche Taggeldsatz Ende 1988 merklich an und drückte den österreichischen

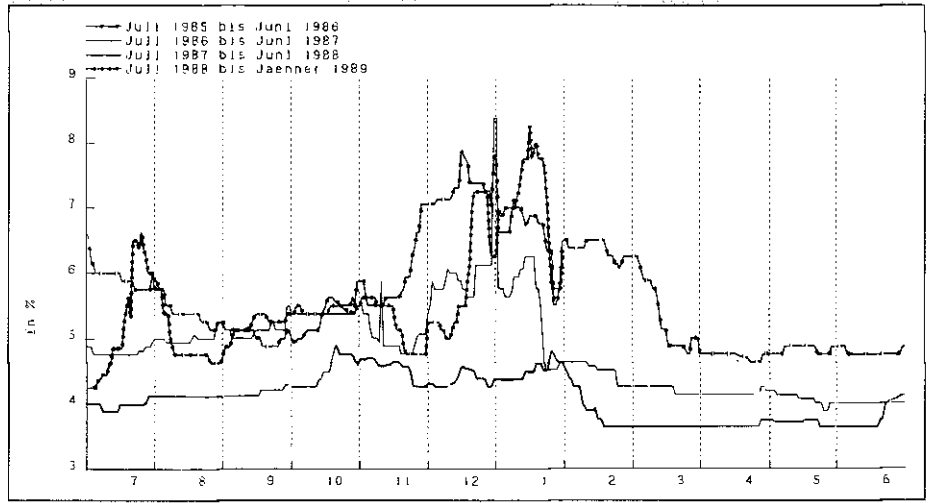
gen, kletterten die Taggeldsätze zeitweilig sowohl über die Geldmarktsätze für etwas längere Fristen als auch über die Renditen auf dem Rentenmarkt. Auf vollkommenen Finanzmärkten drückt dies im allgemeinen aus, daß langfristig ein Rückgang der Zinssätze erwartet wird, weshalb die Anleger rasch noch festverzinsliche Wertpapiere erwerben und alle Mittel vom Geldmarkt abziehen. Wahrscheinlicher ist jedoch, daß solche

Zinsstruktur nach Fristigkeit *Übersicht 1*

	28. Dezember 1988	18. Jänner 1989
Geldmarkt		
Taggeld	7,25	7,88
Einmonatsgeld	6,04	6,63
Dreimonatsgeld	5,88	6,21
Sechsmonatsgeld	5,90	5,93
Zwölfmonatsgeld	5,86	5,92
Rentenmarkt: Anleihen i w S		
Mittlere Restlaufzeit von Jahren		
0 bis 1	6,02	6,12
1 bis 2	6,07	6,21
2 bis 3	6,24	6,17
3 bis 4	6,44	6,47
4 bis 5	6,38	6,39
5 bis 6	6,35	6,40
6 bis 7	6,56	6,61
7 bis 8	6,65	6,63
8 bis 9	6,66	6,72
9 bis 10	6,60	6,64

Q: Oesterreichische Nationalbank Oesterreichische Kontrollbank

Periodenvergleich für den Taggeldsatz in Österreich *Abbildung 2*
Tagesdaten



In den vergangenen Jahren war der österreichische Taggeldsatz im Dezember stets höher als im Jahresdurchschnitt. Im darauffolgenden Jänner entspannte sich die Marktlage allmählich. Anfang 1989 stieg hingegen der Taggeldsatz auf Rekordwerte von mehr als 8%.

¹⁾ Dies gibt auch der Rückgang des Anteils des Auslandsgeschäfts an der Bilanzsumme wieder

Satz nach oben. In früheren Jahren hatte sich das österreichische Zinsniveau knapp vor Jahresende sowie in den ersten Tagen des neuen Jahres üblicherweise wieder auf einen „normalen“ Wert zurückgebildet. Zum Jahreswechsel 1988/89 blieb diese Entwicklung überraschenderweise aus. Hingegen erlebte der Geldmarkt im Jänner 1989 eine Hausse, die den Taggeldsatz zeitweilig auf über 8% steigen ließ.

Ursachen der jüngsten Zinshausse

Worauf ist dieser Zinsanstieg zurückzuführen? Es ist hierfür nicht eine einzelne Erklärungsgröße zu isolieren, vielmehr wirkte ein ganzes Bündel von Faktoren, die einander ergänzten:

1. Die von den USA ausgehenden und auf die Bundesrepublik Deutschland gelenkten *internationalen Zinssteigerungen* treiben seit Anfang Dezember 1988 auch in Österreich die Zinssätze nach oben.

2. Die *Geldkapitallücke* zwischen Schilling-Krediten der Banken und Schilling-Geldkapitalbildung bei den Banken hat sich in den letzten Monaten des Jahres 1988 geöffnet, weil private Finanzanlagen an Bedeutung gewannen, die nicht über die Bilanzen von Banken in e. S., sondern über die Konten anderer Finanzinstitutionen (z. B. Investmentfonds) abgewickelt wurden. Für die gesamtwirtschaftliche Liquidität ist dies zwar erst dann relevant, wenn Mittel ins Ausland abfließen, doch hat auch die Verlagerung im Inland Einfluß auf die Gestion der Banken (z. B. für die Erfüllung der Mindestreserve).

3. Eine Ursache dieser Entwicklung ist der Anlagebedarf der stark expandierenden *Investmentfonds*. Ihr Vermögen betrug Ende 1987 68,4 Mrd. S. und stieg im Lauf des Jahres 1988 auf 119,8 Mrd. S. Das Angebot auf dem inländischen Rentenmarkt

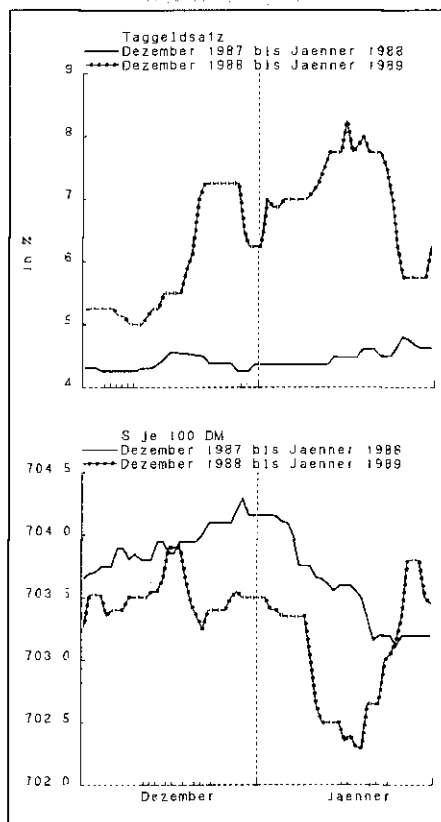
reicht schon von der Menge her nicht aus, diesen Bedarf zu decken; darüber hinaus sind die Papiere nur auf einige wenige Emittenten (insbesondere den Bund) konzentriert und lassen eine adäquate Risikosteuerung nicht zu. Die Investmentfonds sahen sich daher veranlaßt, ihre Mittel teilweise in ausländischen Titeln zu veranlagen.

4. Die dominierende Stellung der DM im Europäischen Währungssystem hatte eine Annäherung der wirtschaftspolitischen Ziele der Mitgliedsländer an jene der Bundesrepublik Deutschland zur Folge. Unter anderen hat in den letzten Jahren auch Italien seinen früheren „Weichwährungskurs“ zugunsten einer stabilitätsorientierten Politik verlassen. Eine Konsequenz dieser Entwicklung ist das steigende Interesse Italiens an *Kreditaufnahmen in Schilling*. Deren Verzinsung ist niedriger als für Lira-Kredite, sodaß sich unter der Annahme eines festen Wechselkurses ein Kostenvorteil ergibt.

5. Im Spätherbst 1988 waren die österreichischen Banken noch ziemlich liquide. Als im November und Dezember 1988 der deutsche Taggeldsatz nahe an den österreichischen heranrückte, mag dies für die kurzfristige Liquiditätsdisposition heimischer Banken ein Anreiz gewesen sein, in DM zu veranlagen, weil die *Zinssätze* auf dem österreichischen Geldmarkt erst mit Verzögerung anzogen.

6. Mehr noch als solche Zinssatzüberlegungen – und ergänzend zu ihnen – dürften im Dezember 1988 *Wechselkursüberlegungen* zur Verknappung der inländischen Liquidität beigetragen haben. Der Schilling-DM-Kurs hatte sich 1986 und 1987 in den letzten zwei Wochen des Jahres jeweils nach oben bewegt und zum Jahresultimo 704,00 bzw. 704,15 S. betragen (Mittelkurse). Auch gegen Jahresende 1988 hätte auf diese Regelmäßigkeit gebaut werden können. Die Wochenausweise vom 15. und 23. Dezember weisen jedenfalls Devisenabgänge aus, die mit solchen Überlegungen vereinbar wären. Allerdings stieg der Wechselkurs diesmal nicht, er sank vielmehr von seinem Höhepunkt am 16. Dezember (703,90 S.) und betrug zum Jahresultimo nur 703,50 S. Zu Jahresbeginn 1989 gab er weiter nach (19. Jänner

Taggeldsatz und Schilling-DM-Kurs
Tagesdaten



Im Gegensatz zur Jahreswende 1987/88 verringerte sich die Liquidität an der Jahreswende 1988/89 drastisch, und der Taggeldsatz zog kräftig an. Eine Ursache hierfür kann in der Entwicklung des Schilling-DM-Kurses liegen, der in der zweiten Dezemberhälfte nicht wie 1987 anzog, sondern sank.

702,30 S.) Um nicht Kursverluste in Kauf nehmen zu müssen, dürften die betroffenen Banken ihre Mittel nicht oder nur allmählich von DM in Schilling gedreht haben. Daraus ergab sich eine Liquiditätsenge, die sich auf die Erfüllung der Mindestreserve und auf die Geldmarktzinssätze auswirkte.

Entspannung in der zweiten Jännerhälfte

Am 16. Dezember 1988 hob die OeNB den Lombardsatz von 5% auf 5½%, am 19. Dezember den Zinssatz für kurzfristige Offenmarktgeschäfte („GOMEX“) um ½ Prozentpunkt auf 4¾% und am 20. Jänner 1989 die Leitzinssätze um je ½ Prozentpunkt auf 4½% (Diskontsatz) bzw. 6% (Lombardsatz) an.

Dieser zweite Schritt erfolgte wie früher im Einklang mit ähnlichen Maßnahmen in der Bundesrepublik Deutschland und in anderen Mit-

Österreichische Investmentfonds Übersicht 2

	Vermögensbestand Mrd. S.
1986	35,6
1987	68,4
1988	119,8

Q: Oesterreichische Nationalbank

gliedsländern des EWS. Er diente der Angleichung an die Entwicklung im Zinsniveau der USA und nicht dem Nachvollzug der ungewöhnlichen Entwicklung auf dem österreichischen Geldmarkt. Zwischen 13. und 18. Jänner stellte die OeNB den Banken im

Im Dezember 1988 und Jänner 1989 verengte sich die Liquidität auf dem österreichischen Geldmarkt. Auslösend waren Zinssatz- und Wechselkursüberlegungen, die im Bankensektor zu kurzfristigen Umschichtungen in Auslandswährung führten. Die Lage entspannte sich erst, als die Nationalbank Mitte Jänner Liquiditätshilfe bereitstellte.

Rahmen der Sonderoffenmarktklinie („SOMALI“)²⁾ 5 Mrd. S als Liquiditätshilfe zur Verfügung, die allerdings mit 7% zu verzinsen waren und damit nur beschränkt auf die Zinsentwicklung durchschlagen konnten. Danach ließen OeNB und Bund zunächst 2 Mrd. S und in weiterer Folge nochmals 3 Mrd. S aus dem Verkauf des Hauptmünzamt an die OeNB liquiditätswirksam werden. Schließlich zog der Schilling-DM-Kurs in der zweiten

Jännerhälfte wieder an, die betroffenen Banken konnten deshalb ohne wesentliche Kursverluste in den Schilling zurückkehren. Zur Entspannung dürften auch Kapitalimporte von Unternehmen beigetragen haben, die von Schilling-Barvorlagen auf billigere DM-Kredite umschichteten.

Den Höhepunkt erreichte der Taggeldsatz in Österreich am 16. Jänner 1989 mit 8,25%. In den Tagen darauf ist er rasch auf ein Niveau gesunken, das kaum mehr über dem Lombardsatz liegt. Im Februar sind Schritte zur Anpassung der *Bankzinsen* geplant, die sich jedoch weniger auf die Geldmarktsituation über den Jahreswechsel als auf die Anhebung der Leitzinssätze durch die OeNB und die dahinterliegende internationale Zinsentwicklung beziehen. Die Zinsstaffel für Einlagen wurde erst Anfang Jänner durch partielle Zinserhöhungen an die Auswirkungen der neuen Kapitalertragsteuer auf Einlagen und Rentenwerte angepaßt. Mitte Februar ist daher zunächst nur eine Anhebung der Sollzinssätze geplant.

Die *Regelmäßigkeit des Zinsanstiegs* auf dem Geldmarkt im Dezember und Jänner läßt auf Saisoneinflüsse

schließen, die entweder von außen auf die Banken zukommen oder von diesen selbst verursacht werden. Die Währungsbehörden nehmen diese Zinsschwankungen in Kauf, sofern die Ausschläge ein gewisses Maß nicht übersteigen. Dies erscheint gerechtfertigt, weil damit spekulative Transaktionen der Banken hintangehalten werden. Nur wenn solche Transaktionen nicht zu befürchten sind, kann bei kurzfristiger Liquiditätsenge die währungspolitische Steuerungsfunktion ausgleichend eingesetzt werden, sodaß kurzfristige Einflüsse nicht auf die Zinssätze am langen Ende des Marktes durchschlagen.

Literaturhinweise

Hahn, F. „Cash-flow der Industrie 1988“ WIFO-Monatsberichte 1989 62(1) S. 37-43

Handler, H. „Zinsempirie in Österreich“, Wirtschaftspolitische Blätter 1985 32(2-3) S. 155-167

Handler, H., Kramer, H. „Turbulenzen an den internationalen Aktienbörsen“ WIFO-Monatsberichte 1987 60(11) S. 668-672

Lehner, G. „Bundesvoranschlag 1989: Budgetkonsolidierung wird fortgesetzt“ WIFO-Monatsberichte 1988 61(12) S. 674-684

²⁾ Unter diesem Titel erhöhte die OeNB im März 1988 den Rahmen für Geldmarktinterventionen von 35 auf 40 Mrd. S. Bereits im Juli 1988 wurden diese Mittel kurzfristig zur Zinsdämpfung eingesetzt.