

der Fonds, von den Unternehmen eine weitgehend vom Gewinn unabhängige fixe Verzinsung für die Beteiligung zu verlangen.

Tabelle 6 zeigt, in welche Wirtschaftssektoren das Beteiligungskapital geflossen ist.

### 2.2.6 Der Geldmarkt

Zum Unterschied von den bisher behandelten Finanzmärkten ist der Geldmarkt in dem gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsgefüge nicht quantitativ zu erfassen. Er besteht im wesentlichen aus Zwischenbanktransaktionen im kurzfristigen Bereich. Diese Zwischenbanktransaktionen kann man als Geldmarkt im engeren Sinn bezeichnen, wobei hier zwischen dem 1. Markt (mit einer kleinen Anzahl von Marktteilnehmern, nämlich die größeren Kreditinstitute) und dem 2. Markt (Kontrollbankmarkt; größere Teilnehmerzahl mit zentraler Stellung der Oesterreichischen Kontrollbank) unterschieden werden kann. Berücksichtigt man auch die Refinanzierung der Kreditunternehmen durch die Notenbank, dann kann man vom Geldmarkt im mittleren Sinn sprechen. Bezieht man auch die Geldhandelsgeschäfte mit dem Ausland und mit Nichtbanken (kurzfristige Einlagengeschäfte mit kommerziellen und institutionellen Großkunden einerseits und Barvorlagen andererseits) mit ein, so kommt man zu einem Geldmarkt-begriff im weiteren Sinn.

Auf dem österreichischen Geldmarkt im engeren Sinn wird Zentralbankgeld gehandelt („Geldhandel“), Transaktionen mit Geldmarktpapieren spielen praktisch keine Rolle. Bei den Geldaufnahmen bzw. -anlagen kann nach der Fristigkeit unterschieden werden: Call-Geld (bis auf weiteres überlassene bzw. genommene Guthaben mit einer Mindestlaufzeit von einem Tag und täglicher Kündigungsmöglichkeit von beiden Seiten), Taggeld, Termingeld oder Festgeld (mit fixer Laufzeit und konstanter Verzinsung).

### Die Rolle der Sektoren und einzelner Institute auf dem österreichischen Geldmarkt

Die Zahl der Kreditinstitute, die regelmäßig auf dem Geldmarkt agieren können, ist sowohl auf Grund der Größenstruktur als auch der Organisationsstruktur des österreichischen Kreditapparates be-

schränkt. Dem Geldmarkt fehlt daher eine breitere Basis. Gemessen an der Bilanzsumme gibt es schon zwischen den fünf größten Instituten erhebliche Unterschiede; nach dem neuntgrößten Institut gibt es einen deutlichen Quantitätssprung, eine „Mittelschicht“ fehlt.

Für Großinstitute gilt üblicherweise ein Mindestschluß, der für kleine Institute meist nicht erreichbar ist. Weitere beschränkende Faktoren für kleinere Institute sind mangelnde Marktkenntnis, Kostenüberlegungen und fallweise Bonitätsprobleme.

Der Großteil der selbständigen Kreditinstitute ist in drei Sektoren mit vertikaler Organisationsstruktur zusammengefaßt. Dies hat zur Folge, daß der Liquiditätsausgleich zunächst intrasektoral vorgenommen wird („interner Geldverkehr“). Liquiditätsüberschüsse gelangen über den meist gesetzlich oder satzungsmäßig festgelegten „Liquiditätszug“ zum Zentralinstitut, welches sowohl Geldanlage- und Refinanzierungsstelle der sektorverbundenen Institute ist und die wichtigste Verbindung des Sektors zum Geldmarkt darstellt. Nur die Sparkassen mit einer Bilanzsumme von mehr als 30 Mrd. S (die Erste und die Zentralsparkasse) unterliegen nicht den Beschränkungen des Liquiditätszuges; für alle anderen Institute ist die Nichteinhaltung des Liquiditätszuges auf Grund der gesetzlichen Regelungen nur in sehr beschränktem Ausmaß möglich.

Bei den mehrstufigen Sektoren kommt die Liquiditätslage des Sektors im Geldmarktengagement des Spitzeninstituts zum Ausdruck. In den sechziger Jahren waren die Spitzeninstitute der Sparkassen, der Volksbanken und der Raiffeisenkassen stets Anbieter auf dem Geldmarkt. Die dezentralen Sektoren konnten in dieser Periode ihre Marktanteile auf Kosten der Aktienbanken erheblich ausbauen. Die traditionellen Kundengruppen der Institute wuchsen damals recht unterschiedlich. Industrie und Handel — die Hauptkunden der Banken — waren mit Bankleistungen weitgehend versorgt, wogegen Unselbständige (Gehaltskonten!) und Bewohner ländlicher Gebiete erst anfangen, Bankdienstleistungen stärker in Anspruch zu nehmen; davon profitierten besonders Spar- und Raiffeisenkassen. Neue Marketingkonzepte mit dem Ziel, in die Kundenbereiche der anderen Sektoren einzudringen, führten zum Universalbankensystem. Im Zuge dieser Entwicklung haben die sektorgebundenen Institute eine größere Eigenständigkeit erlangt, wodurch die Position der Zentralinstitute als Liquiditätsausgleichsstelle generell geschwächt wurde und sie nicht mehr als Anbieter auf dem Geldmarkt so dominieren konnten wie in den sechziger Jahren. Schließlich wurde die Tendenz zur

Eigenständigkeit der Institute innerhalb eines Sektors noch in der Hochzinsphase der letzten Jahre verstärkt. Die erhöhte Zinsreagibilität der Institute führte zu vermehrter außensektoraler Veranlagung, wobei es je nach Größe und Machtposition des Spitzeninstituts von Sektor zu Sektor Unterschiede gibt.

Die Entwicklung der mehrstufigen Sektoren spiegelt sich in der Verschiebung der Position der Großbanken auf dem Geldmarkt. Waren die Großbanken in den sechziger Jahren noch überwiegend Schuldner auf dem Zwischenbankmarkt, so ist ihre Position nunmehr eher ausgeglichen. Sie haben allerdings im Laufe der siebziger Jahre stärker als die anderen Kreditinstitute ihre Geldmarkttransaktionen mit dem Ausland ausgebaut.

Die Hypothekenbanken sind auf dem Geldmarkt traditionell Anbieter. Die Determinanten ihrer Liquiditätshaltung sind: Kurspflege, Geldanlagen bei Instituten, die ihre Pfandbriefe erwerben (Reziprozität), und Zeitdifferenzen zwischen Wertpapieremissionen und Kreditvergabe. Die Langfristigkeit des Geschäftes ermöglicht eine Planung mit weit geringerem Risiko als dies bei den Kommerzbanken der Fall ist.

Vor 1970 war das Aktivgeschäft der heutigen Postsparkasse (damals Postsparkassenamt) starken Beschränkungen unterworfen, ein direktes kommerzielles Kreditgeschäft war ausgeschlossen. Aus dem Postspareinlagengeschäft, der Durchführung des Postscheckverkehrs und der Abwicklung des Zahlungsverkehrs des Bundes verfügte das Postsparkassenamt über hohe Liquidität und war daher der stärkste Anbieter auf dem Geldmarkt. Diese strukturell bedingte dominierende Anbieterrolle der Postsparkasse (PSK) auf dem Geldmarkt blieb auch in der Folgezeit, wenn auch in etwas abgeschwächter Form, bestehen. Seit 1970 kann die Postsparkasse stärker nach kaufmännischen Gesichtspunkten veranlagern; höchstens 60% der Verpflichtungen dürfen langfristig veranlagt werden (mit Bundes- oder Landeshaftung ausgestattete Kredite und Darlehen), ein Viertel bis ein Drittel der veranlagbaren Einlagen fließen in den Geldmarkt. Über Beteiligungen an Banken ist die Postsparkasse in den letzten Jahren in das Privat- und Kommerzkundengeschäft eingestiegen.

Eine zusätzliche Bedeutung für den Geldmarkt kommt der Postsparkasse aus ihrer Stellung im Rahmen der Mindestreservenregelung zu. Gemäß § 43 Abs. 6 des Nationalbankgesetzes 1955 kann das einzelne Kreditinstitut seiner Mindestreserveverpflichtung dadurch nachkommen, daß es die vorgeschriebenen Guthaben nicht aus-

schließlich bei der Notenbank hält, sondern ihm auch seine PSK-Guthaben angerechnet werden. Die PSK muß dann ihrerseits diese auf die Mindestreserveerfüllung angerechneten Beträge im nächsten Monat in Form von Notenbankguthaben (bzw. in § 41-NBG-Bundes-schatzscheinen) bereitstellen. Die Mindestreserveerfüllung der einzelnen Institute kann also mittels Buchgeld und nicht mittels Zentralbankgeld — also für das System zumindest temporär ohne Zentralbankgeldbindung — erfolgen. Diese Möglichkeit schwächt die Wirksamkeit des Mindestreserveinstruments etwas ab. Auf Grund der strukturell bedingten dominierenden Rolle auf dem Geldmarkt und ihrer Stellung im Rahmen der Mindestreservevergelung kommt der Postsparkasse eine Sonderstellung zu. Auf der einen Seite wird in manchen Phasen der Liquiditätsenge ihre Monopolstellung von den Marktteilnehmern als unangenehm empfunden, auf der anderen Seite schätzt man ihre ausgleichende Funktion im Geldmarktgeschehen.

Die Aktivität der Oesterreichischen Kontrollbank konzentrierte sich früher auf das „Durchhandeln“ von anlagesuchendem Geld, wobei die Mittel vorwiegend von der Postsparkasse, aber auch von Instituten stammten, die im Geldmarkt anonym bleiben oder sich nicht direkt in den Geldmarkt einschalten wollten (oder konnten). Diese Gelder wurden überwiegend kleineren Instituten weitergereicht (marginale Geldmarktausgleichsfunktion der Kontrollbank). In jüngster Zeit hat diese „Vermittlerrolle“ der Kontrollbank an Bedeutung verloren. Im Rahmen der Exportfinanzierung kamen in den vergangenen Jahren (bis 1982) erhebliche Mittel aus Kapitalimporten in den Kreditapparat und erhöhten die Schillingliquidität. Auf Grund der Tatsache, daß sich Kapitalimporte und Auszahlungen an die Hausbanken der Exporteure zeitlich nicht ganz decken, ist die Kontrollbank in gewissem Umfang selbst zu einem Geldmarktpartner geworden.

Niederlassungen ausländischer Banken belebten das Termingeldgeschäft. Sie vergeben hauptsächlich kurzfristige Kredite und suchen nach fristenkonformer Refinanzierung auf dem Geldmarkt. Der Ausbau der liquiditätswirksamen Devisengeschäfte (Swaps, Terminalsicherungen) erforderte die Erweiterung des Liquiditätsausgleichs auf die Auslandskomponente.

Grundsätzliche Politik der Oesterreichischen Nationalbank ist es, eine Position „am Rande des Geldmarktes im engeren Sinn“ einzunehmen, sie ist nicht „ordentlicher“ Teilnehmer auf dem so definierten Geldmarkt. In Verfolgung ihrer währungspolitischen Ziele (insbe-

sondere der Wechselkurspolitik und der dieser untergeordneten Zinspolitik) kann sie jedoch zeitweise zu einem Marktteilnehmer besonderer Art werden. So wurden z. B. in der Zeit von Jänner bis August 1980 zusätzlich zur Bereitstellung von Zentralbankgeld im Eskont- und Lombardwege im Rahmen des Offenmarktgeschäftes Taggeldoperationen („Geldmarktintervention“) durchgeführt.

Die geringe Zahl von Marktteilnehmern auf dem Geldmarkt im engeren Sinn, insbesondere auf dem 1. Markt hat zur Folge, daß der Markt von außen betrachtet als wenig transparent erscheint. Es gibt keine publizierten Geldmarktsätze oder Daten über die gehandelten Geldmengen. Für die Marktteilnehmer ist der Markt auf Grund seiner Überschaubarkeit und der persönlichen Beziehungen zwischen den Geldhändlern ausreichend transparent. Auf dem 2. Markt (Kontrollbankmarkt) ist durch die etwas größere Teilnehmerzahl und die zentrale Stellung der Kontrollbank mehr Transparenz gegeben. Die (publizierten) Geldmarktsätze der Kontrollbank stimmen nicht ganz mit den Zinssätzen auf dem 1. Markt überein, geben jedoch die Schwankungen wider.

### **3. Bestimmungsgründe der Zinsentwicklung und Zinsstruktur auf den österreichischen Finanzmärkten**

#### **3.1 Auslandsabhängigkeit der Zinsen**

Schon seit den frühen siebziger Jahren sind jene Faktoren wirksam, die das heimische Zinsniveau vom Ausland (insbesondere von der BRD) abhängig machen. Es sind dies die Hartwährungspolitik (DM-Wechselkursstandard), die starke Außenhandelsverflechtung und der Vorstoß der Großbanken ins internationale Geschäft. Noch älter ist die Tatsache, daß die heimische Geldversorgung über den Aufbau von Währungsreserven erfolgt, die Inlandsliquidität demnach vom Ergebnis der Zahlungsbilanz abhängt.

Seit dem Auftreten der strukturellen Leistungsbilanz- und Budgetdefizite ab 1975 wirkte sich in Österreich der internationale Zinszusammenhang verstärkt aus, wollte man die Hartwährungspolitik fortsetzen. Konkret bedeutete dies, daß zumindest die österreichischen Zwischenbankzinsen immer nur größer oder gleich den bundesdeutschen waren. Das DM-Zinsniveau am Zwischenbankgeldmarkt stellt dabei