

Neben den laufenden Berichten zum Wirtschaftsgeschehen und Untersuchungen zu selbst gewählten Themen erstellt das Österreichische Institut für Wirtschaftsforschung Studien für öffentliche und private Auftraggeber zu wichtigen wirtschaftspolitischen Fragen. Ein Teil dieser Arbeiten wird vom WIFO publiziert und steht Interessenten gegen einen Druckkostenbeitrag zur Verfügung. Um den Inhalt dieser Bände einem größeren Leserkreis zugänglich zu machen, bringen die WIFO-Monatsberichte unter der Rubrik „Aus WIFO-Studien“ jeweils Auszüge mit den wichtigsten Ergebnissen (Bestellungen dieser Bücher bitte an das Österreichische Institut für Wirtschaftsforschung, Frau Holzer, Postfach 91, A-1103 Wien, Tel. (222) 78 26 01/282, Fax (222) 78 93 86)

# Zinsniveau und Zinsstruktur in Österreich

Peter Brandner, Albert Jaeger

Studie im Auftrag der Oesterreichischen Kontrollbank

Wien, 1992

Hektographiert

110 Seiten, S 290,-

In den achtziger Jahren veränderten sich die Rahmenbedingungen für die Bestimmung des Zinsniveaus und die Relation verschiedener Zinssätze zueinander in Österreich grundlegend. Die Neustrukturierung der Geld- und Kapitalmärkte in Österreich kann sowohl auf einheimische als auch auf internationale Faktoren zurückgeführt werden: In Österreich waren die Entscheidung für eine enge Bindung des Schillings an die DM und die schrittweise Liberalisierung des Kapital- und Zahlungsverkehrs mit dem Ausland von besonderer Bedeutung. Auf internationaler Ebene hat vor allem die zunehmende Globalisierung der Finanzmärkte – gekoppelt mit einer Welle von Finanzinnovationen – neue Rahmenbedingungen für die Bestimmung der Zinssätze geschaffen. Die vorliegende Studie dokumentiert die Entwicklung des Zinsniveaus und der Zinsstruktur in Österreich in den achtziger Jahren und deren wesentliche Bestimmungsfaktoren

Vergleicht man die Periode 1974/1979 mit dem Zeitraum 1980/1990, so stiegen die Nominalzinssätze (für langfristige Staatsschuldverschreibungen) in den fünf großen Industrieländern USA, Japan, BRD, Frankreich und Großbritannien nur leicht. Dies verdeckt die drastische Zunahme der

## Drastischer Anstieg des internationalen Realzinnsniveaus

Realzinssätze zwischen diesen beiden Zeitabschnitten von -0,6% auf etwa 4,5%. In der zweiten Periode lag das Realzinnsniveau deutlich über dem durchschnittlichen realen Wirtschafts-

wachstum in den genannten Ländern von etwa 2,5%; in den 18 Monaten seit Anfang 1991 betragen die Realzinssätze in dieser Ländergruppe 4,0%.

Ausgelöst wurde die Zunahme der Realzinssätze Anfang der achtziger Jahre durch die restriktive Geldpolitik nach dem zweiten Erdölpreisschock. In der Folge blieben die Realzinssätze hoch, weil

- mit sinkenden Sparquoten das Angebot an investierbaren Mitteln knapper wurde und
- mit steigender Rentabilität der Kapitalinvestitionen die Nach-

frage nach investierbaren Mitteln zunahm.

## Wechselkurserwartungen dominieren längerfristig den Zinsabstand zu Deutschland

Die Zinsdifferenziale zwischen Österreich und Deutschland können für die achtziger Jahre zu einem wesentlichen Teil mit erwarteten Wechselkursänderungen erklärt werden. Insbesondere zwischen 1982 und Mitte 1988 wurde mit der Möglichkeit gerechnet, daß der Schilling gegenüber der DM an Wert verlieren könnte. Erst gegen Ende der achtziger Jahre

Entwicklung des internationalen Zinsniveaus

Übersicht 1

	Nominell		Langfristiges Zinsniveau			
	1965/1973	1974/1979	1980/1990	1965/1973	Ex post real <sup>1)</sup> 1974/1979	1980/1990
	In %					
USA	59	81	10.4	1.8	-0.5	4.9
Japan	70	80	6.6	0.8	-2.0	4.0
BRD	77	77	7.7	4.0	3.1	4.8
Frankreich	71	95	11.6	2.2	-1.2	4.6
Großbritannien	83	136	11.1	2.4	-2.1	4.5
G 5 <sup>2)</sup>	68	89	9.4	1.9	-0.6	4.5
Österreich	7.3	8.7	8.2	2.9	2.4	4.3

Q: WIFO, IFS eigene Berechnungen - <sup>1)</sup> Differenz zwischen Nominalzinssatz und Inflationsrate - <sup>2)</sup> Gewichteter Durchschnitt

hat sich diese Einschätzung zugunsten einer vollen Glaubwürdigkeit der Hartwährungspolitik geändert

Die Wechselkurserwartungen können kurzfristig von spekulativen Wellen überlagert werden. Im Zeitraum 1967 bis 1978 unterlagen die Zinsdifferenziale zu Deutschland auch makroökonomischen Einflüssen

Fiskal- und geldpolitische Einflüsse spielten ebenso eine Rolle wie die Selbstfinanzierungsmöglichkeiten der Unternehmen aus Gewinnen. Seit dem Übergang zur Hartwährungspolitik Anfang der achtziger Jahre kommt diesen Einflüssen nur noch geringe Bedeutung zu. Einfache Berechnungen zeigen, daß die unterschiedliche Besteuerung von nominellen Zinserträgen ausgeprägte nominelle Zinsdifferenziale zwischen verschiedenen Ländern hervorrufen kann. Die Einführung unterschiedlicher Zinsenbestimmungsvorschriften in der EG oder auch zwischen Österreich und Deutschland könnte daher die Zinsdifferenziale neuerlich beeinflussen

Gleichklang der realen Wirtschaftsentwicklung in Österreich und in Deutschland durch die Hartwährungspolitik

Zwischen 1965 und 1978 verliefen die Wachstumsschwankungen nur im exportierten Sektor der österreichischen Wirtschaft parallel zur Entwicklung der Gesamtwirtschaft der BRD. Seit 1979 - mit zunehmender Bedeutung der Hartwährungspolitik - entwickelt sich hingegen die gesamte österreichische Wirtschaft real immer mehr synchron zu jener der BRD.

Die vorliegende Studie kommt zum Schluß, daß das reale Wirtschafts-

wachstum in einigen Bundesländern Deutschlands nicht stärker als das österreichische Wachstum mit der Entwicklung in der BRD insgesamt synchronisiert ist. Unter den kleinen europäischen Ländern sind neben Österreich nur die Niederlande ähnlich eng mit der Wirtschaft der BRD synchronisiert.

Langfristige Zinssätze nur schwer zu prognostizieren

Geht man davon aus, daß die Entwicklung wichtiger Bestimmungsfak-

toren von Angebot und Nachfrage auf den Finanzmärkten vorhersehbar ist, so könnte man annehmen, daß Veränderungen des Zinsniveaus gleichermaßen prognostiziert werden können. Andererseits wird häufig unterstellt, daß Finanzmärkte „effizient“ sind, daß sich also die erwarteten Angebots- und Nachfrageänderungen schon in den gegenwärtigen Zinssätzen spiegeln.

Obwohl die Effizienz der Kapitalmärkte empirisch keineswegs gesichert erscheint, ergibt die Studie, daß Veränderungen der langfristigen Zinssätze in Österreich und in anderen Ländern nur in einem sehr eingeschränkten Sinn zu prognostizieren sind. Hingegen hängen Bewegungen der kurzfristigen Zinssätze eng mit der Geldpolitik und dem Konjunkturverlauf zusammen und können daher eher prognostiziert werden.

In der wirtschaftspolitischen Diskussion wird häufig eine weitere Erhöhung des Realzinssniveaus in den neunziger Jahren befürchtet. Es wird argumentiert, daß die globale Spartätigkeit weiter sinken und die Nachfrage nach investierbaren Mitteln

Bestimmungsfaktoren des internationalen Zinsniveaus

Übersicht 2

	1965/1973	1974/1979	1980/1989
Sparquote der privaten Haushalte In % des verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte			
USA	7.8	8.0	5.5
Japan	17.0	21.6	16.0
BRD	12.9	13.3	12.3
Frankreich	18.0	19.4	14.4
Großbritannien	8.8	10.7	9.5
G 5	11.3	12.8	9.7
Österreich	9.5	9.8	10.0
Staatsschuldenquote In % des BIP			
USA	44.0	40.3	46.9
Japan	15.0	31.8	66.2
BRD	18.5	26.8	40.6
Frankreich	48.0	39.3	43.3
Großbritannien	74.5	61.4	50.3
G 5	37.3	38.4	50.4
Österreich	18.2	28.4	49.2
Kapitalrentabilität 1961/1973 = 100			
USA	101.3	83.5	91.5
Japan	111.9	61.5	72.1
BRD	96.7	80.7	82.8
Frankreich	103.1	74.3	79.4
Großbritannien	101.0	71.0	95.9
G 5	103.2	76.6	86.6

Q: OECD Europäische Wirtschaft Dezember 1991

(auch wegen des Kapitalbedarfs der ehemaligen Planwirtschaften) spürbar steigen könnte. Die Prognose eines weiteren Anstiegs des Realzinsniveaus erscheint jedoch wenig plausibel, wenn – wie oben dargelegt – die vorhersehbaren Entwicklungen auf dem globalen Kapitalmarkt im gegenwärtigen internationalen Zinsniveau bereits berücksichtigt sind

---

#### Erwartungstheorie der Zinsstruktur für den österreichischen Geldmarkt nicht nachzuweisen

---

Folgt man der Erwartungstheorie der Zinsstruktur, so können Zinsspannen auf dem Geldmarkt als Indikatoren für künftige Veränderungen der kurzfristigen Zinssätze herangezogen werden. Nach ökonometrischen Tests für die Spanne zwischen lang- und kurzfristigem Zinssatz werden die qualitativen Implikationen der Erwartungstheorie von den Daten unterstützt, indem sich Änderungen des Einmonatszinssatzes in der Spanne niederschla-

gen: Eine nach oben gerichtete Zinskurve signalisiert ein Steigen des kurzfristigen Zinssatzes und umgekehrt

Dennoch kann die Gültigkeit der Erwartungstheorie selbst nicht bestätigt werden. Insbesondere schwanken die unter der Annahme rationaler Erwartungen berechneten Risikoprämien stärker als die Zinsspannen. Dies spricht für das Vorhandensein zeitabhängiger Risikoprämien und ist damit weder mit der reinen Erwartungstheorie noch mit deren Erweiterung um eine konstante Risikoprämie im Einklang. Für Prognosen der kurzfristigen Zinssätze empfehlen sich daher Einflußfaktoren, die nicht aus der Erwartungstheorie folgen

---

#### Neues Schätzverfahren für Renditekurven

---

Die Oesterreichische Kontrollbank veröffentlicht regelmäßig Renditekurven für die Fristigkeitsstruktur der Zinssätze auf dem österreichischen

Rentenmarkt. Die verwendete Schätzmethode läßt derzeit nur zwei Kurvenverläufe zu, die Interpretationsmöglichkeiten werden dadurch stark eingeschränkt

Das WIFO schlägt ein Verfahren vor, das eine Vielfalt an Kurvenverläufen zuläßt und vor allem am kurzen Ende der Renditestruktur eine hohe Anpassungsflexibilität zeigt:

Als Folge des Kapitalmarktgesetzes 1992 sind verstärkt Emissionen mit Laufzeiten unter 5 Jahren zu erwarten. Für die Konditionengestaltung bzw. -bewertung ist daher auch die genaue Kenntnis der Renditestruktur in diesem Fristigkeitsbereich von Bedeutung. Das in der Studie vorgeschlagene Schätzverfahren ergibt die bessere Anpassung an die tatsächlichen Renditen. Anhand ausgewählter Zeitpunkte wird darüber hinaus gezeigt, daß Situationen, in denen die Renditen bis zu einer bestimmten Restlaufzeit steigen und dann fallen, mit dem neuen Verfahren korrekt erfaßt werden