

wifo

ÖSTERREICHISCHES  
INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG

---

Der Finanzierungssektor in  
den achtziger Jahren

---

ÖSTERREICHISCHES INSTITUT  
FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG



Der Finanzierungssektor in  
den achtziger Jahren

Im Auftrag der Creditanstalt Bankverein  
Verfasser: Dr. Heinz Handler  
Wien, im Mai 1983

# I N H A L T

	Seite
Der Finanzierungssektor in den achtziger Jahren	
Ausgangsbasis und künftige Strukturen	
1. Internationale Ausgangslage	1
a) Restriktive Wirtschaftspolitik zur Beschleunigung der realwirtschaftlichen Anpassung	1
b) Leistungsbilanz- und Verschuldenslage nach der Ölpreissenkung	3
c) Ungelöste Probleme im internationalen Finanzierungssystem	6
2. Geldpolitik, Wechselkurs und Zinsniveau	9
a) Der Stellenwert monetärer Zwischenziele in der österreichischen Wirtschaftspolitik	9
b) Hierarchie monetärer Zwischenziele	11
c) Annahmen über die Grundhaltung der Geldpolitik in den achtziger Jahren	13
3. Saldenmechanische Zusammenhänge in Österreich	16
a) Grundzüge einer Finanzierungsrechnung	16
b) Entwicklung der sektoralen Finanzierungssalden Österreichs	19
c) Sektorsalden und Finanzintermediation	23
d) Finanzierungsbedarf in Abhängigkeit künftiger Sektorsalden	30
4. Struktur und Entwicklung österreichischer Finanzmärkte	34
a) Einige übergreifende Beziehungen	34
b) Bilanzstruktur der Kreditunternehmungen	38
c) Geldmarkt und Liquidität der Kreditunternehmungen	42
d) Einlagen	43
e) Direktkredite	45
f) Rentenmarkt	49
g) Auslandstransaktionen	53
5. Internationaler Vergleich monetärer Kennzahlen	56
6. Abschließende Bemerkungen	59
Literaturverzeichnis	61

## Der Finanzierungssektor in den achtziger Jahren

### Ausgangsbasis und künftige Strukturen

#### 1. Internationale Ausgangslage

##### a) Restriktive Wirtschaftspolitik zur Beschleunigung der realwirtschaftlichen Anpassung

Die wirtschaftspolitische Grundhaltung, die heute die internationale Wirtschaft dominiert, unterscheidet sich grundlegend von jener um die Mitte der siebziger Jahre. Als auf den ersten Ölpreisschock von 1973/74 die weltweite Rezession des Jahres 1975 folgte, antworteten viele Industriestaaten mit expansiven Maßnahmen, um den durch die verteuerten Ölimporte bedingten Nachfrageausfall zumindest teilweise aufzufangen. Selbst jene Staaten, die sich damals nicht zu einer expansiven Strategie entschließen konnten, behinderten den Weg aus der Rezession nicht entscheidend. Dadurch dauerten die nachfragedämpfenden Folgen des Ölschocks nur kurze Zeit. Der Preis für diese Strategie der "Schockverteilung" über mehrere Jahre lag in der raschen Zunahme von länderweisen Schuldner- und Gläubigerpositionen, einer Zunahme der weltweiten Inflation, die auch durch Wechselkursflexibilität nicht auf einzelne Länder begrenzt werden konnte, und einer Aushöhlung des fiskalpolitischen Bewegungsspielraumes zur Überbrückung künftiger Nachfragekrisen.

Vor diesem Hintergrund ist die neue wirtschaftspolitische Strategie zu sehen, auf die sich die international dominierenden Staaten nach dem zweiten Ölpreisschock der Jahre 1979/80 verlegten. Weltmachtpolitische Überlegungen, regionale Ungleichgewichte in finanziellen Bestandspositionen und die in den Industriestaaten neuerlich drohende Inflationierung (bei gedämpftem Realwachstum und steigender Arbeitslosigkeit) bewogen vor allem die USA und Großbritannien, die nunmehrigen Anpassungserfordernisse nicht neuerlich hinauszuschieben.

Die Antiinflationpolitik in den genannten Ländern bediente sich vornehmlich einer restriktiven Geldpolitik. Ihr war in den ersten achtziger Jahren ein deutlicher Erfolg an der Inflationsfront beschieden, doch standen dem enorme Kosten in den güterwirtschaftlichen Bereichen und auf den Arbeitsmärkten gegenüber. Die monetäre Restriktion dämpfte über ein Ansteigen der Nominal- und dann der Realzinsen die kreditfinanzierte Nachfrage und erhöhte die relative Attraktivität von Finanz- im Vergleich zu Realanlagen.

Die realen Schocks und die forcierte Antiinflationpolitik der siebziger und beginnenden achtziger Jahre belasten noch heute die Weltwirtschaft:

- Da die Inflationsraten in den Industriestaaten rascher sinken als die Nominalzinssätze, bleiben die Realzinssätze hoch und die Nachfrage gedämpft.
- Die Akkumulierung hoher Gläubiger- und Schuldnerpositionen hat wegen der gestiegenen Zinssatzbelastung und der verminderten Exportchancen auf der Schuldnerseite zu Liquiditätsschwierigkeiten geführt und die Risikodiversifikation der Gläubiger erschwert.
- Unterschiede in den nationalen wirtschaftspolitischen Auffassungen lösten starke Schwankungen in den Wechselkursen der großen Weltwährungen aus. Die Wertverminderung des Dollars im Laufe der siebziger Jahre mag die starke Zunahme der Dollarverschuldungen begünstigt haben. Seine Wertsteigerung seit Ende 1979 hat dann zu den Liquiditätsschwierigkeiten der Dollarschuldner in den letzten Jahren beigetragen.

Diese Faktoren werden allerdings in jüngster Zeit durch neue Entwicklungen überlagert, die eine Entspannung der internationalen Finanzierungsprobleme mit sich bringen könnten:

- Die bisherigen Erfolge der Antiinflationpolitik lassen erwarten, daß in den Industriestaaten der Restriktionspolitik die Schärfe genommen werden wird. Gleichzeitig ist aber anzunehmen, daß dies wegen der Inflationserfahrungen der letzten zehn Jahr nicht zu einer Wiederkehr einer traditionellen Expansionspolitik führen wird. Schon aus diesem Grund kann ein kommender Konjunkturaufschwung in den Industriestaaten zunächst nur zu mäßigen Wachstumsraten und nur zu einem sehr langsamen Abbau der Arbeitslosigkeit führen.
  
- Unterstützt wird die "Normalisierung" der Wirtschaftsentwicklung in den Industriestaaten (weiterer Abbau der Inflationserwartungen, Wiederherstellung des außenwirtschaftlichen Gleichgewichts) durch die Senkung der Rohölpreise. Da diese Entwicklung überwiegend Staaten trifft, die derzeit noch eine Netto-Gläubigerposition gegenüber dem Ausland aufweisen, werden sich die retardierenden Wirkungen auf die Weltwirtschaft in Grenzen halten (solche Wirkungen gehen allerdings von den Nettoschuldnern unter den ölexportierenden Staaten aus. Andererseits profitieren die übrigen Entwicklungsländer und die Industriestaaten. Insbesondere die Wirtschaftskraft der Industriestaaten sollte dazu beitragen, daß der Effekt auf die Weltnachfrage per Saldo positiv ist.

b) Leistungsbilanz- und Verschuldenslage nach der Ölpreissenkung

Geht man von den im Dezember 1982 von der OECD veröffentlichten Prognosen für 1983 aus und berücksichtigt die inzwischen eingetretene Senkung der Rohölpreise, kommt man (unter der Annahme eines durchschnittlichen Rohölimportpreises der OECD-Länder im laufenden Jahr von 28,5 \$ je Barrel) zu folgenden Ergebnissen für die Leistungsbilanzentwicklung der großen Länderblöcke (vgl. Guger et al. 1983):

Die OPEC, die nach der ursprünglichen Schätzung der OECD etwa 233 Mrd.\$ aus ihren Erdölexporten erlöst hätte, bringt es nach der vom WIFO

revidierten Schätzung nur noch auf Exporteinnahmen von 197 Mrd.\$ . Die Mindereinnahmen von 36 Mrd.\$ kehren den ursprünglich angenommenen Leistungsbilanzüberschuß der OPEC von 14 Mrd.\$ in ein geschätztes Defizit von 22 Mrd.\$ um.

Diese Mindereinnahmen entsprechen ziemlich genau den errechneten Minderausgaben der OECD-Staaten für ihre Rohölimporte. Das von der OECD für ihre Mitgliedstaaten prognostizierte Leistungsbilanzdefizit für 1983 von etwa 55 Mrd.\$ beträgt daher nach der WIFO-Schätzung nur noch etwa 20 Mrd.\$.

Die Saldenverschiebung zwischen der OPEC und der OECD bedeutet, daß sich die Ölpreissenkung auf die Leistungsbilanz der übrigen Länder insgesamt praktisch nicht auswirkt. Für die Staatshandelsländer und die Nicht-OPEC-Entwicklungsländer zusammengenommen erwartete die OECD im Dezember des vergangenen Jahres ein aggregiertes Leistungsbilanzdefizit von 50 Mrd.\$, ein Wert, der auch in der neuen Situation eintreten dürfte. Allerdings darf nicht übersehen werden, daß es zu starken Verschiebungen innerhalb dieser Restgruppe kommen wird, da sie auch prominente Ölexportländer einschließt (etwa Mexiko, UdSSR). Soweit die Ölexportländer in dieser Gruppe auch beträchtliche Nettoschuldnerländer sind (Mexiko), kann die Stabilität der internationalen Finanzmärkte beeinträchtigt werden.

#### Übersicht 1: Leistungsbilanzentwicklung nach Länderblöcken

Alle angeführten Schätzungen sind mit großen Unsicherheiten behaftet, weil schon die Datenbasis ex post mit einer Statistischen Differenz auf Weltbasis behaftet ist, die weit größer ist, als jeder einzelne Leistungsbilanzsaldo einer der genannten Ländergruppen. Sie bewegt sich für 1982 in der Größenordnung von 100 Mrd.\$ und für 1983 von 90 Mrd.\$ . Nach einer OECD-Untersuchung (Veil, 1982) handelt es sich dabei wahrscheinlich in erster Linie um nicht erfaßte Dienstleistungstransaktionen, die einzelnen Ländern oder Ländergruppen nicht eindeutig zuzuordnen sind.

Übersicht 1

Leistungsbilanzentwicklung nach Länderblöcken

	OECD	OPEC	Sonstige Entwick- lungsländer	Staatshandels- länder	Statistische Differenz
	in Mrd. \$1)				
1981	-30	65	-75	-10	-45
1982	-40	0	-65	0	-100
1983 <sup>2)</sup>	-55	15	-50	0	-90
Bei Ölpreissenkung <sup>3)</sup> um					
10%	-40	-5		-50	-
20%	-20	-20		-50	-
30%	-5	-40		-50	-

1) Alle Daten auf 5 Mrd. \$ gerundet. - 2) OECD-Schätzung von Ende 1982 (Annahme unveränderter Ölpreise gegenüber 1982). - 3) Ölpreissenkung um den angegebenen Prozentsatz im Durchschnitt der letzten 3 Quartale 1983 gegenüber dem Vergleichszeitraum des Vorjahres. Für den Rohölimportpreis der OECD ergeben sich daraus im Jahresdurchschnitt 1983 folgende Werte: bei 10%iger Preissenkung 31,1 \$/Barrel, bei 20%iger Preissenkung 28,5 \$/Barrel und bei 30%iger Preissenkung 26,0 \$/Barrel.

Q: WIFO: Monatsberichte 2/1983.



Die ungenügende Datenlage läßt weder aus den Zahlungsbilanzen noch aus den nur für Teilbereiche verfügbaren Bestandsdaten der länderweisen Auslandspositionen exakt auf die internationale Verschuldenslage schließen. Versucht man, die (miteinander nicht direkt vergleichbaren) Datenquellen zu einer nach Ländergruppen aufgeschlüsselten Bestandsstatistik an Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten zusammenzufassen, kommt man zu folgendem näherungsweise Ergebnis:

Die Auslandsforderungsposition (in nationaler und in Fremdwährung) der westlichen Industriestaaten hat nach der BIZ-Statistik (die für diese Ländergruppe am ehesten ein umfassendes Bild ergibt) zuletzt 1979 - vor den Auswirkungen des zweiten Ölpreisschocks - eine kräftige Nettozunahme erfahren. Seither ist sie mehr oder weniger unverändert geblieben, dürfte aber im laufenden Jahr wieder kräftig steigen. Ein Grund dafür, daß die Nettoforderungsposition dieser Staatengruppe nach dem zweiten Ölpreisschock nicht schrumpfte, liegt in der schon besprochenen Durchsetzung drastischer Anpassungsmaßnahmen.

Für die ölexportierenden Entwicklungsländer zeigt die BIZ-Statistik, daß ihre Bruttoforderungen seit 1981 rückläufig sind, wogegen die Bruttoverbindlichkeiten kräftig zugenommen haben. Dadurch hat sich ihre Nettoforderungsposition deutlich verringert, eine Entwicklung, die 1983 anhalten dürfte.

Die Nettoverschuldung der Oststaaten hat nach der gleichen Quelle seit Mitte der siebziger Jahre von Jahr zu Jahr zugenommen, erst 1982 dürfte es gelungen sein, diesen Trend zu stoppen.

Für die übrigen Länder ist die BIZ-Statistik viel weniger aussagekräftig, weil von ihr der gesamte Bereich der von offiziellen Stellen an Entwicklungsländer gewährten Kredite nicht erfaßt wird. Daher wurde für die nicht-ölexportierenden Entwicklungsländer auch auf andere Datenquellen (IWF und Weltbank) zurückgegriffen, wodurch sich allerdings Inkonsistenzen mit den übrigen Daten in Übersicht 2 ergeben. Für diese

Ländergruppe bedeutete der zweite Ölpreisschock eine besonders starke Zunahme der Nettoschuldnerposition. Wegen der heterogenen Zusammensetzung dieser Ländergruppe (zu ihr wird auch noch Mexiko gezählt) wird sich für sie als Ganzes durch Ölpreissenkungen allein diese Entwicklung nicht umkehren können. Hierzu bedarf es vor allem einer Verbesserung der Exportmöglichkeiten (als Folge eines Konjunkturaufschwunges in den Industriestaaten) und einer Verminderung der Schuldendienstbelastung (durch sinkende Zinssätze bzw. durch Umschuldungen).

#### Übersicht 2: Schuldner- und Gläubigerpositionen nach Ländergruppen

Mit den Umschuldungsverträgen für die in Liquiditätsschwierigkeiten geratenen Entwicklungsländer soll es diesen Schuldnern ermöglicht werden, aus aufgenommenen Krediten einen positiven "Cash Flow" zu behalten, aus dem Investitionen zur Sicherstellung künftiger Schuldendienstleistungen finanziert werden können. In den vergangenen Jahren hat sich dieser "Cash Flow"<sup>1)</sup> auf niedrigem Niveau stabilisiert, obwohl die Bruttoverschuldung merklich zugenommen hat, seit 1982 ist er sogar negativ geworden und droht - nach einer von Calverley (1982) zitierten Berechnung - bei unveränderten Voraussetzungen auch in den nächsten Jahren negativ zu bleiben.

#### c) Ungelöste Probleme im internationalen Finanzierungssystem

Die Periode bis zum Ende dieses Jahrzehnts wird aus der Sicht des internationalen Finanzierungsgeschehens zweifellos von der Verschuldensproblematik der Entwicklungsländer und Oststaaten dominiert bleiben. Das Gesamtproblem tritt in einer "Stock"-Facette und einer "Flow"-Facette auf. In den letzten ein bis zwei Jahren, seit die Überschuldung einer ganzen Reihe von Staaten offenbar wurde, sind zwar entscheidende Maßnahmen gesetzt worden, um einen unmittelbaren Kollaps des Weltfinanzierungssystems hintanzuhalten. Sie betrafen aber alle nur das Problem, die Illiquidität der Schuldnerländer zu beseitigen und den

Schuldner- und Gläubigerpositionen  
nach Länderblöcken

	1979	1980	1981 Mrd. \$	1982	1983
<u>Oststaaten1)</u>					
Forderungen	15,4	15,6	15,2	16,4	.
Verbindlichkeiten	55,9	59,8	60,7	53,3	.
Davon:					
Kurzfristige Verbindlichkeiten	(22,9)	(22,0)	(24,0)	.	.
Saldo	-40,5	-44,2	-45,5	-36,9	.
<u>Ölexportierende Entwicklungsländer1)</u>					
Forderungen	85,8	122,1	126,1	103,6	.
Verbindlichkeiten	60,4	64,6	67,9	74,4	.
Davon:					
Kurzfristige Verbindlichkeiten	(30,5)	(34,3)	(38,6)	.	.
Saldo	25,4	57,5	58,2	29,2	.
<u>Nicht-ölexportierende Entwicklungsländer</u>					
Forderungen1)	104,4	108,0	119,2	126,9	.
Verbindlichkeiten2)	396,4	464,8	547,1	599,0	647,9
Davon:					
Kurzfristige Verbindlichkeiten2)	(58,4)	(77,7)	(94,5)	(92,7)	(84,0)
Saldo3)	-292,0	-356,8	-427,9	-472,1	.

1) Forderungen und Verbindlichkeiten vis-a-vis dem BIZ-Berichtssystem. Bis 1981: Daten aus "Die Fälligkeitsverteilung der internationalen Bankausleihungen"; 1982: Vorjahresveränderungen aus "Das internationale Bankgeschäft" zu 1981 hinzugezählt (mit den Vorjahren nicht unbedingt vergleichbar. - 2) Weltbank, "Debtor Reporting System" und IWF-Schätzungen. - 3) Dieser Saldo ist nur beschränkt interpretierbar, weil Forderungen und Verbindlichkeiten unterschiedlich definiert sind.

Q: Internationaler Währungsfonds, Weltbank, Bank für internationalen Zahlungsausgleich.

Gläubigern einen gewissen Einkommensstrom aus ihren Forderungen sicherzustellen. Bisher gibt es noch keine operationalen Vorschläge, wie man mit dem Bestandsproblem der Verschuldung zu Rande kommen wird.

Die Bestandsfrage könnte sich nur dann mehr oder weniger von selbst lösen, wenn es in den westlichen Industriestaaten bald zu einem wirtschaftlichen Aufschwung käme, der die Preise und Absatzchancen für Produkte der Entwicklungsländer steigerte. Alle Anzeichen deuten aber im Moment darauf hin, daß der Erholungsprozeß nur sehr langsam in Gang kommen und bei flachen Wachstumsraten keine entscheidende Verbesserung der Einkommenssituation der Entwicklungsländer nach sich ziehen wird. Es ist daher zu erwarten, daß auch in nächster Zukunft immer wieder Umschuldungsfälle eintreten, die die Zusammenarbeit von Schuldnerländern, Gläubigerbanken, internationalen Finanzorganisationen und den hinter diesen stehenden geldgebenden Industriestaaten erfordern werden.

Die Krise des Jahres 1982 hat ad hoc ein System der Zusammenarbeit erzwungen, das die Rolle des Internationalen Währungsfonds (IWF) teilweise auf Kosten der Handlungsfähigkeit der international tätigen Banken stärkte. Gleichzeitig wurde der Prozeß einer Aufweichung in der Konditionalität der IMF-Kreditvergabe gestoppt, da gerade darin das Interesse der Banken in der Zusammenarbeit mit dem IWF liegt. Vergleichsweise zurückhaltend dürfte hingegen nach ihren eigenen Aussagen in Zukunft die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich agieren. Die westlichen Zentralbanken hatten in ihrem Rahmen für einige Schuldnerländer bis zur Verhandlung von IWF-Krediten "Feuerwehraktionen" vorbereitet, sie wollten diese aber nicht als generelle Hilfsfazilität für in Not geratene Schuldnerländer verstanden wissen. Der Bedeutungszuwachs für den IWF wird sich wohl auch in einer weiteren Polarisierung der Mitgliederinteressen äußern. Als Kreditnehmer werden vermutlich überwiegend Entwicklungsländer auftreten, die eine Erweiterung ihres Mitspracherechtes fordern könnten. Wie in der Vergangenheit werden die Gläubigerländer kaum auf die Forderungen der

Schuldnerländer, z.B. Erstreckung der Zahlungsbilanzanpassung eingehen. Die Gläubigerländer werden von den Entwicklungsländern vielmehr eine Verstärkung der Maßnahmen fordern, die eine rasche Zahlungsbilanzanpassung sicherstellen.

Einer Lösung dieser Probleme wird man wahrscheinlich am ehesten näherkommen, wenn neben der Rolle der internationalen Finanzinstitutionen (IWF, Weltbank und BIZ) auch die Gläubigerstaaten selbst bereit sind, stärker als in der Vergangenheit Verantwortung im Bereich der Entwicklungshilfe und der langfristigen Finanzierung von Entwicklungsprojekten zu übernehmen. Für die internationalen Banken würde eine solche Konstellation allerdings bedeuten, daß ihr in der Vergangenheit ziemlich ungeschmälerter Einfluß in der Entwicklungsländerfinanzierung etwas zurückgenommen werden würde. Dies ist wohl der Preis für die früher ungehemmte Expansion ihrer Kreditengagements mit den nun in Schwierigkeiten geratenen Ländern.

Gerade jetzt jährt sich zum zehnten Mal die Einführung des allgemeinen Floatens in das internationale Währungssystem, mit dem die Versuche, das Bretton-Woods-System zu retten, endgültig scheiterten. Die Diskussionen über Erfolg und Mißerfolg des Systems flexiblerer Wechselkurse sind noch in vollem Gang, doch dürfte international das Verlangen überwiegen, die in diesen Jahren aufgetretenen exorbitanten Kursschwankungen so weit wie möglich einzudämmen. Es ist jedoch als sicher anzunehmen, daß dieser Wunsch nicht in einer Rückkehr zu einem System fester Wechselkurse münden wird. Am ehesten erscheint derzeit ein Weg politisch gangbar, der aus einem "Policy-Mix" aus koordinierten binnenwirtschaftlichen Maßnahmen, flexibler Wechselkursanlehnung in Sinne loser Währungszonen und gezielten Einzelinterventionen auf den Devisenmärkten besteht. Mit solchen Interventionen könnte versucht werden, jene kurzfristigen Wechselkursschwankungen aufzufangen, die sich nicht auf eine fundamentale Änderung in den realwirtschaftlichen Grunddaten rechtfertigen lassen.

## 2. Geldpolitik, Wechselkurs und Zinsniveau

### a) Der Stellenwert monetärer Zwischenziele in der österreichischen Wirtschaftspolitik

Wirtschaftspolitik ist in Österreich immer an einer ziemlich festen Prioritätenskala von Endzielen orientiert gewesen. Angeführt wird diese Skala vom Ziel der Vollbeschäftigung, für das - zumindest temporär - auch andere Zielsetzungen geopfert werden. Wirtschaftswachstum ist in der Nachkriegszeit überwiegend als ein subsidiäres Ziel angesehen worden, das zunächst die Vollbeschäftigung wiederherstellen und seit den sechziger Jahren die Angleichung der Einkommen an die in anderen Industriestaaten gewährleisten sollte. Sieht man das Wachstumsziel daher in enger Abhängigkeit vom Vollbeschäftigungsziel, kann die Inflationsbekämpfung als zweitwichtigstes Ziel der Wirtschaftspolitik gesehen werden. Es schien in der praktischen Politik der siebziger Jahre (die sich mit dem weltweiten Phänomen hoher Preissteigerungsraten konfrontiert sah) einige Male in den Vordergrund zu treten, allerdings nur dann, wenn gleichzeitig das Vollbeschäftigungsziel gesichert schien. Im Vergleich zu diesen beiden Zielgrößen spielte das außenwirtschaftliche Gleichgewicht eine geringere Rolle und wurde nur beachtet, wenn durch ein Ungleichgewicht in der Zahlungsbilanz auch andere Ziele beeinträchtigt worden wären. Kaum je ernsthaft diskutiert wurden Fragen der Verteilungsgerechtigkeit, weil das System der Sozialpartnerschaft nur marginale Änderungen der Einkommensverteilung gestattet.

Als Folge der ziemlich starren Palette von Endzielen hat sich auch das Spektrum wirtschaftspolitischer Zwischenziele und Instrumente nur allmählich an die geänderten Rahmenbedingungen im banktechnologischen Bereich und in der internationalen Wirtschaft angepaßt. Die relative Stabilität der wirtschaftspolitischen Zielsetzungen und des wirtschaftspolitischen Instrumentariums brachte Österreich auch in einer turbulenten internationalen Umwelt relativ nahe an seine Ziele heran.

Die praktische Ausprägung der österreichischen Wirtschaftspolitik der Nachkriegszeit ist als "Austro-Keynesianismus" bezeichnet worden (Seidel, 1982), umschrieben als "keynesianische Nachfragesteuerung plus sozialpartnerschaftliche Einkommenspolitik" (Seidel) oder als "Keynesianismus (antizyklische Budgetpolitik) + 'Hartwährungspolitik' + österreichische Einkommenspolitik" (Socher, 1982). Das Wesen des Austro-Keynesianismus besteht nach Tichy (1982) darin, "daß er die Instabilitätsargumente des radikalen Keynesianismus ernstgenommen und in ein relativ marktwirtschaftliches Konzept eingebaut hat ... Sein Hauptinteresse liegt in der Reduzierung der tiefliegenden Destabilisierungstendenzen, wodurch einerseits der Bedarf an Nachfragesteuerung verringert wird, andererseits überhaupt erst die Voraussetzungen ihres zielführenden Einsatzes geschaffen werden."

Im System des Austro-Keynesianismus ist nur beschränkt Platz für eine eigenständige Geldpolitik. Die Aufgaben, die in einem traditionellen Schema der Nachfragesteuerung von der Geldpolitik zu lösen sind (etwa im Sinne des Mundell'schen Assignationsproblems, nach dem der Geldpolitik bei flexiblen Wechselkursen die Aufrechterhaltung der internen Stabilität und bei fixen Wechselkursen der externen Stabilität zugeordnet wird<sup>2</sup>), werden in Österreich vorwiegend über andere als geldpolitische Kanäle gelöst: Der Preisstabilität dienen verschiedene Maßnahmen zur Beeinflussung des Wechselkursgeschehens sowie des Lohn- und Preisverhaltens, die gleichzeitig auch den Expenditure-switching-Aspekt der außenwirtschaftlichen Steuerung mitbetreuen.

Diese Konstellation bedeutet allerdings nicht, daß die österreichische Wirtschaftspolitik auf die Steuerung monetärer Größen verzichtet. Sie vermeidet nur die ausschließliche Steuerung eines bestimmten Zielbereiches durch geldpolitische Maßnahmen - insbesondere von Maßnahmen der Geldmengenpolitik - weil sie unterstellt, daß dies zu unerwünschten Ausschlägen in der Entwicklung anderer volkswirtschaftlich bedeutender Größen (etwa Zinssätze) führen und damit die Wirtschaftssubjekte verunsichern könnte. Dagegen ist - nach Tichy - "die

Verstetigung und das Kalkulierbarmachen wichtiger Planungsgrößen ... wohl die bedeutendste Innovation des Austro-Keynesianismus". Alle wichtigeren monetären Zwischenziele dienen in Österreich diesem Grundgedanken: Die Hartwährungspolitik verstetigt die Wechselkurserwartungen der im exponierten Sektor agierenden Wirtschaftssubjekte, wodurch wiederum die Unsicherheiten in der heimischen Preis- und Kostenentwicklung reduziert werden. Die lange Zeit hindurch aufrechterhaltene "aktive Politik der Nominalzinskonstanz" (Winckler, 1979) diente ebenfalls diesem Ziel. Ergänzt werden diese Maßnahmen durch Zinssubventionen, Bundeshaftungen und Kreditkontrollmaßnahmen.

Zusammenfassend kann man daher sagen, daß keines der wirtschaftspolitischen Endziele in Österreich direkt mit monetären Maßnahmen angesteuert wird, daß solche Maßnahmen allerdings die Erwartungen stabilisieren. Da Erwartungen in allen Verhaltensbeziehungen eine nicht zu vernachlässigende Rolle spielen, kommt gesamtwirtschaftlich auch der Geldpolitik in Österreich eine große Bedeutung zu.

#### b) Hierarchie monetärer Zwischenziele

Seit Beginn der achtziger Jahre hat sich in Österreich eine deutliche Hierarchie monetärer Zwischenziele herauskristallisiert (Handler, 1981a). Vorher stand die Gestaltung von Wechselkursen, Zinssätzen und Gelamengenaggregaten teilweise ohne Rücksicht auf ihre wechselseitige Abhängigkeit nebeneinander; dies war zuletzt im Jahr 1979 der Fall, als die Währungsbehörden versuchten, bei aufrechter Hartwährungspolitik mit dem österreichischen Zinsniveau unter dem relevanten ausländischen (insbesondere also deutschen) Zinsniveau "durchzutauchen" - dieser Versuch mußte wegen der durch die Zinsdifferenz induzierten Kapitalabflüsse abgebrochen werden.



Ausgangspunkt der monetären Steuerung ist heute die Hartwährungspolitik in der Ausprägung, wie sie seit 1976 besteht: also einer engen Anbindung des Schillings an die D-Mark-Entwicklung, seit 1979 zeitweise noch durch eine Orientierung am realen effektiven Wechselkurs des Schilling überlagert (Handler, 1982). Angemerkt muß hier werden, daß diese Politik nur in dem Sinne einer Fixkurspolitik gleicht, wegen der erforderlichen Devisenmarktinterventionen der Notenbank die Auslandskomponente der Geldbasis nicht mehr frei gesteuert werden kann; nicht hingegen bedeutet diese Politik, daß Wechselkursbewegungen keinen Einfluß auf inländische Wirtschaftsgrößen ausüben: Die gewogene Schillingkursbewegung gegenüber allen Auslandwährungen ("effektiver" Wechselkurs) kann bei dieser Form der Hartwährungspolitik nicht mehr autonom festgelegt werden (Handler, 1983). Die Hartwährungspolitik ist als Vorleistung auf die Einkommenspolitik anzusehen und dient somit unmittelbar der Dämpfung der Nominallohnforderungen. Gleichzeitig soll sie den Lohnerhöhungsspielraum der Unternehmungen begrenzen bzw. die Grenzproduzenten zu produktivitätssteigernden Rationalisierungen veranlassen.

In der zweiten Stufe der Hierarchie monetärer Zwischenziele steht das heimische Zinsniveau, d.h. die Notenbank bemüht sich, auf ein Zinsniveau einzuwirken, das mit den Erfordernissen der Hartwährungspolitik konsistent ist. Zumindest bei den kurzfristigen Zinssätzen ist also das inländische Zinsniveau eng an das deutsche gebunden. Eingriffe der Währungsbehörden in den Geldmarkt sollen institutionelle Rigiditäten ausgleichen, die das österreichische Zinsniveau zu einem Überschießen über die deutschen Sätze tendieren lassen.

Erst in der dritten Stufe spielen Geldmengenentwicklungen eine Rolle, soweit sie nämlich zur Erzielung eines mit der Hartwährungspolitik konsistenten Zinsniveaus erforderlich sind. So hat die Nationalbank nach dem gescheiterten Versuch des Jahres 1979, mit dem kurzfristigen österreichischen Zinsniveau unter dem deutschen durchzutauchen, ab Mitte 1980 die Zentralbankgeldmenge gesteuert, um das österreichische Zinsniveau anzuheben und damit Kapitalabflüsse zu vermeiden. Im übrigen

dienen die täglichen Nationalbankaktivitäten im Offenmarkt- und Devisenswapbereich dem kurzfristigen Ausgleich von Liquiditätsschwankungen.

Die längerfristige Bereitstellung von Basisgeld erfolgt in Österreich traditionell über den Gegenwert von Devisenreserven, wogegen die Inlandskomponente (in erster Linie die Notenbankrefinanzierung der Kreditunternehmungen) eine vergleichsweise geringe Rolle spielt; Veränderungen der Inlandskomponente dienen vorwiegend dem Ausgleich von unerwünschten kurzfristigen Schwankungen der Auslandskomponente. Da in Österreich sowohl der Geldschöpfungsmultiplikator als auch die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes kurzfristig wenig stabil sind, beschränken sich aktive Eingriffe der Notenbank auf jene (meist nur temporären) Fälle, in denen bei festem Wechselkurs auch die gegebene Kapitalmobilität nicht in der Lage ist, Zinsdifferenzen zum Ausland auszugleichen.

Wie sehr auch bei permissiver Geldpolitik die Geldmengenentwicklung an die Vorgaben durch die Wechselkurspolitik gebunden ist, zeigt eine Analyse des längerfristigen Geldmengenwachstums im internationalen Vergleich (Handler, 1981b). Danach wurde die österreichische Geldmenge im Laufe der siebziger Jahre auch nicht stärker ausgeweitet, als mit einer bewußten Politik der monetären Restriktion (wie sie zur Dämpfung des Preisauftriebs etwa in Deutschland und der Schweiz verfolgt wurde) vereinbar gewesen wäre.

#### c) Annahmen über die Grundhaltung der Geldpolitik in den achtziger Jahren

Die optimistischere der beiden einangs vorgestellten Wachstumsvarianten legt nahe, daß sich das soziale Gefüge zu Ende der achtziger Jahre nicht wesentlich vom heutigen unterscheidet. In einer solchen Umgebung könnte die Sozialpartnerschaft ähnliche Funktionen erfüllen wie in der Vergangenheit, sie würde also nach wie vor einen wichtigen

Transmissionskanal für die Wirtschaftspolitik darstellen. Dies gilt insbesondere für die Preis- und Lohngestaltung und für den relativ hohen Stellenwert, den die Inflationsbekämpfung gleich hinter dem Vollbeschäftigungsziel einnimmt.

Von der internationalen Wirtschaftspolitik wurde angenommen, daß sie im Rest der achtziger Jahre nicht im gleichen Maße restriktiv sein würde wie zu Beginn dieses Jahrzehnts, weil sich im gegebenen sozialen Rahmen der Auslastungsgrad der Produktionsfaktoren (insbesondere der personellen Kapazitäten) nicht beliebig drücken läßt und weil die ursprüngliche Motivation für die Restriktionspolitik (Inflationsbekämpfung) mehr und mehr schwindet. Andererseits kann angenommen werden, daß jene großen Länder, die sich in der Vergangenheit als Hartwährungsländer etabliert haben, auch in Zukunft dem Ziel der Inflationsbekämpfung einen relativ höheren Rang einräumen werden als andere Länder.

Für Österreich bedeutet dies, daß Hartwährungsländer wie die BRD (die im österreichischen Außenhandel weiterhin dominieren wird) auch in den kommenden Jahren als Leitwährungsländer in Betracht kommen, aus denen Stabilität importiert werden kann. Die Fortsetzung der Hartwährungspolitik erscheint aber nur dann problemlos, wenn die beiden Faktoren gemeinsam auftreten: die BRD bleibt ein Hartwährungsland und in Österreich ermöglicht eine funktionierende Sozialpartnerschaft eine Aufwertungsspirale ("virtuous circle"), bei der eine nominelle Aufwertung in einer heimischen Preis- und Kostendämpfung resultiert, wodurch der ursprüngliche - kostensteigernde - Aufwertungseffekt zumindest kompensiert wird oder sogar in eine reale effektive Abwertung mündet. Eine solche Wirkungskette könnte wie bisher die heimische Wirtschaftspolitik von der Last einer gezielten monetären Steuerung befreien, die Geldpolitik könnte weiterhin akkommodierend agieren.

Die Hartwährungspolitik selbst wird möglicherweise flexibel angewendet werden, sodaß der reale effektive Wechselkurs des Schillings konstant

bleibt, weil beim derzeitigen Leistungsbilanzüberschuß eine Stärkung der österreichischen Wettbewerbsposition auf den Auslandsmärkten durch eine reale effektive Abwertung nicht erforderlich erscheint. Die Hartwährungspolitik selbst impliziert eine nominelle effektive Aufwertung, sodaß Österreichs Inflationsrate langsamer steigen würde als im gewogenen Durchschnitt des Auslands.

Den Projektionen liegt eine Wechselkursannahme zugrunde, nach der der reale effektive Wechselkurs des Schillings konstant bleibt und der nominelle effektive Schillingkurs bis 1990 jährlich um 2% an Wert gewinnt.

### 3. Saldenmechanische Zusammenhänge in Österreich

#### a) Grundzüge einer Finanzierungsrechnung

Eine konsistente Analyse des Finanzierungssektors muß versuchen, von einem geschlossenen Definitionssystem auszugehen, in dem die systemimmanenten Verhaltensbeschränkungen offengelegt werden.

Einen umfassenden Rahmen für Verhaltensanalysen in einem gegebenen Land stellt die Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung (VGR) in der "Idealform" des System of National Accounts der Vereinten Nationen dar. Sie erfaßt die realen Transaktionen in der Volkseinkommensrechnung und in einem Input-Output-Schema sowie die finanziellen Transaktionen in der Finanzierungsrechnung. Über die Aufzeichnung von Stromgrößen hinaus gibt es im Idealfall noch eine Bestandsrechnung, die die realwirtschaftlichen und die geldwirtschaftlichen Vermögensbestände enthält.

Im Gegensatz zu erfolgreichen Bemühungen der statistischen Behörden anderer Länder (zu nennen sind hier vor allem die USA, BRD, Großbritannien) ist man in Österreich bisher nicht über die Erfassung des realen Bereichs hinausgekommen. Für die Erstellung einer konsistenten Finanzierungsmatrix, die die einzelnen Finanztransaktionen nach Wirtschaftssektoren gliedert mit den realen Transaktionen verbindet, fehlt es derzeit an offiziellen Bestrebungen, obwohl seit einiger Zeit zwei Ansätze für Österreich vorliegen (Handler-Lehner, 1981a und Mooslechner-Nowotny, 1981).

Auf die Methodenprobleme, die mit der Erstellung von Finanzierungsstatistiken verbunden sind, wird in den beiden zitierten Arbeiten näher eingegangen. Hier soll nur kurz auf die Hauptschwierigkeiten hingewiesen werden:

- Die statistische Anknüpfung zwischen realen und finanziellen Transaktionen gelingt nur selten, weil die Quellen der statistischen

Erfassung und die konzeptuelle Abgrenzung meist verschieden sind. Die vorhandenen Statistiken lassen sich daher häufig weder hinsichtlich des Erfassungszeitpunktes einer Transaktion, noch ihres Wertes, noch auch hinsichtlich ihrer Abgrenzung nach Wirtschaftssektoren auf einem gemeinsamen Nenner bringen.

- Die vorhandenen monetären Statistiken reichen meist nicht aus, alle Elemente einer Finanzierungsmatrix zu füllen bzw. Überschneidungen zwischen einzelnen Elementen zu vermeiden.

Die aus solchen Daten abgeleiteten Sektorsalden sind daher problematisch, weil zwischen den aus dem realen und den aus dem finanziellen Bereich hergeleiteten Salden oft erhebliche statistische Diskrepanzen bestehen, deren ökonomische Bedeutung nicht eruiert werden kann. Diese Probleme vermindern zwar den Wert der Daten für Verhaltensanalysen, dennoch sollte aus Konsistenzgründen nicht auf den Versuch der Erstellung einer Finanzierungsmatrix verzichtet werden.

In der allgemeinen Konzeption der VGR besteht ein definitiver Zusammenhang zwischen den realen und finanziellen Transaktionen eines Wirtschaftssubjektes, eines Sektors und der gesamten Volkswirtschaft. An Hand der Übersicht 3 ist dieser Zusammenhang in Form von nach Funktionsbereichen gegliederten Einnahmen-Ausgaben-Konten eines Wirtschaftssektors schematisch und daher sehr vereinfacht dargestellt. Relevant für die folgende Analyse sind zunächst die Vorgänge im Einkommenskonto, in dem die laufenden Einkommen den laufenden Ausgaben (Konsum) gegenübergestellt sind, als deren Saldo sich das (positive oder negative) Sparen ergibt. In den Finanzierungskonten i.w.S. wird die Vermögensbildung und deren Finanzierung verzeichnet: Die Sachvermögensbildung (Brutto-Investitionen) und die Geldvermögensbildung (Veränderung der Forderungen) werden über Innenfinanzierung (Sparen, netto empfangene Kapitaltransfers, Abschreibungen) bzw. über Außenfinanzierung (Veränderung der Verbindlichkeiten) gedeckt. Der Finanzierungssaldo eines Sektors entspricht der Veränderung seiner

Forderungen abzüglich der Veränderung seiner Verbindlichkeiten gegenüber allen anderen Sektoren, m.a.W. seiner Brutto-Geldvermögensbildung abzüglich seiner Außenfinanzierung. Dieser Saldo müßte vom Konzept her identisch sein mit der Differenz zwischen Innenfinanzierung und Brutto-Investitionen.

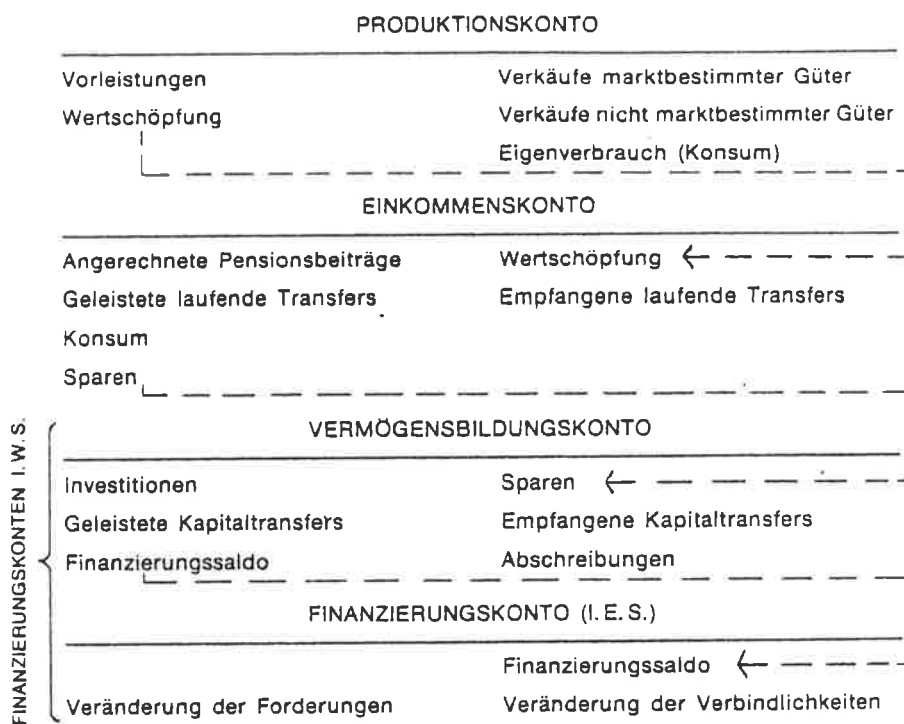
### Übersicht 3: Ableitung des sektoralen Finanzierungskontos

Im Rahmen der Finanzierungsmatrix werden nun folgende Datenbeschränkungen wirksam. Einmal muß definitionsgemäß gelten, daß alle Mittelverwendungen (Güterkäufe, Finanzanlagen) gleich sein müssen allen Mittelaufbringungen (Einkommen, Kreditaufnahmen), und zwar sowohl für jedes Wirtschaftssubjekt als auch für die ganze Volkswirtschaft. Andererseits gilt für die Sektorsalden, daß ihre Summe über die Sektoren (einschließlich des Auslandssektors) gleich Null sein muß, weil jeder Forderung eine Verbindlichkeit eines anderen Wirtschaftssubjektes gegenübersteht. Mit diesen Beschränkungen können Inkonsistenzen in den Daten der Vergangenheit teilweise aufgedeckt werden, sie helfen aber auch, Projektionen in die Zukunft zu erstellen, weil nicht alle Teilaggregate unabhängig voneinander geschätzt werden müssen.

Eine Finanzierungsmatrix ist ein System von Daten, dessen Elemente in zweifacher Weise disaggregiert sind: Die gesamte Volkswirtschaft ist zunächst derart in Wirtschaftssektoren untergliedert, daß den in diesen Sektoren zusammengefaßten Wirtschaftssubjekten homogene Tätigkeiten zugeschrieben werden können. Um weitgehende Homogenität zu erreichen, können einzelne Wirtschaftssubjekte auch mehreren Sektoren zugeordnet sein. So wird etwa die Sachkapitalbildung eines privaten Haushaltes (der in der VGR definitionsgemäß nicht investiert - dies ist eine Unternehmertätigkeit) dem Unternehmenssektor eingegliedert.

In der zweiten Disaggregationsebene erfolgt eine Aufgliederung nach Transaktionsklassen. Im Finanzierungskonto i.e.S. handelt es sich dabei um Finanzierungsinstrumente, die mehr oder weniger nach dem Grad der

Ableitung des sektoralen Finanzierungskontos



Q: Handler-Lehner (1981a)



Liquidität geordnet sind, die aber auch eine Trennung nach Transaktionen zwischen Inländern sowie zwischen In- und Ausländern zulassen. Eine vollständige Erfassung der Finanztransaktionen eines Sektors mit einem anderen Sektor (in der sektoralen Gliederung werden in der Regel nur intersektorale, nicht aber intrasektorale Transaktionen erfaßt<sup>3</sup>) ist nur möglich, wenn für diesen Sektor Bilanzdaten verfügbar sind (etwa im Bereich der Finanzierungsinstitute). Auf die übrigen Sektoren (insbesondere die privaten Nichtbanken) kann nur aus den bilanzierenden Sektoren bzw. aus den wenigen anderen Quellen zurückgeschlossen werden, doch besteht keine Gewähr, daß auch alle relevanten Transaktionen erfaßt wurden.

#### Übersicht 4: Schematische Darstellung der Finanzierungsmatrix

##### b) Entwicklung der sektoralen Finanzierungssalden Österreichs

Die nachfolgend dargestellten Finanzierungssalden (Finanzierungsüberschüsse bzw. -defizite) sind aus der Volkseinkommensrechnung abgeleitet und entsprechen (wegen der erwähnten statistischen Diskrepanzen) meist nicht exakt den über die monetären Statistiken erfaßten Werte. Die sektorale Gliederung ist daher ebenfalls jene der Volkseinkommensrechnung, die sich in dieser Form kaum unmittelbar auf Zeitreihen aus dem monetären Bereich übertragen läßt. Insbesondere ist eine Trennung der privaten Nichtbanken in Haushalte und Unternehmungen nur für wenige der in monetären Statistiken erfaßten Transaktionen möglich.

Die einzelnen Wirtschaftssektoren sind folgendermaßen voneinander abgegrenzt:

- Der öffentliche Sektor ist in den Bund und die sonstigen öffentlichen Haushalte gegliedert. Zum Bund zählen neben dem Bundeshaushalt noch einige verhältnismäßig unbedeutende Gebarungen wie die der Hochschülerschaft und der Akademie der Wissenschaften. Nicht enthalten

Schematische Darstellung der Finanzierungsmatrix

	Private Haushalte	Private Unternehmungen	Bund	Sonstige öffentliche Haushalte	Finanzierungs-institute	Ausland	Summe aller Sektoren
Laufende Einnahmen	$LE_b$	$LE_u$	$LE_b$	$LE_o$	-	$LE_a = M$	$LE$
Laufende Ausgaben	$LA_b$	$LA_u$	$LA_b$	$LA_o$	-	$LA_a = X$	$LA$
Sparen	$S_b = LE_b - LA_b$	$S_u = LE_u - LA_u$	$S_b = LE_b - LA_b$	$S_o = LE_o - LA_o$	-	$S_a = M - X$	$S = LE - LA$
Netto-Investitionen	-	$I_u$	$I_b$	$I_o$	-	-	$I$
Geldvermögensbildung	$B_b = S_b$	$B_u = S_u - I_u$	$B_b = S_b - I_b$	$B_o = S_o - I_o$	-	$B_a = S_a$	$B = S - I = 0$
Veränderung der finanziellen Aktiva	$\Delta F_b$	$\Delta F_u$	$\Delta F_b$	$\Delta F_o$	$\Delta F_f$	$\Delta F_a$	$\Delta F$
Veränderung der finanziellen Passiva	$\Delta V_b$	$\Delta V_u$	$\Delta V_b$	$\Delta V_o$	$\Delta V_f$	$\Delta V_a$	$\Delta V$
Finanzierungssaldo	$B_b = \Delta F_b - \Delta V_b$	$B_u = \Delta F_u - \Delta V_u$	$B_b = \Delta F_b - \Delta V_b$	$B_o = \Delta F_o - \Delta V_o$	$B_f = \Delta F_f - \Delta V_f$	$B_a = \Delta F_a - \Delta V_a$	$B = \Delta F - \Delta V = 0$

Zur Notation: M = Importe, X = Exporte; die übrigen Bezeichnungen ergeben sich aus den Spalten- und Zeilenüberschriften.

Q: Handler-Lehner (1981a)

sind hier die Bundesbetriebe (Gruppe 7 des Bundeshaushalts); sie sind Teil des Unternehmenssektors und schlagen sich nur mit ihren Salden im Bundessektor nieder. Diese und andere Abgrenzungsunterschiede (insbesondere auch zeitlicher Natur) sind die Ursache, daß der Finanzierungssaldo des Bundes laut VGR nicht voll mit dem Budgetdefizit übereinstimmt (siehe Lehner, in diesem Gutachten).

- Die "sonstigen öffentlichen Haushalte" umfassen die Gebietskörperschaften und Sozialversicherungsträger sowie die Kammern und die öffentlichen Fonds (z.B. ERP-Fonds, Wasserwirtschaftsfonds, Wohnbaufonds, Reservefonds für Familienbeihilfen).
- Die Finanzierungsinstitute (Oesterreichische Nationalbank, Kreditunternehmungen und Vertragsversicherungsgesellschaften) sind nach der VGR im Unternehmenssektor enthalten, sie werden hier zur Verdeutlichung ihrer Funktion als Finanzintermediäre bzw. wirtschaftspolitische Entscheidungsträger (nur) in dieser Funktion getrennt ausgewiesen. Dies bedeutet, daß alle Transaktionen dieser Institutionen, die das Vermögensbildungskonto betreffen, vom Konzept her zu den privaten Unternehmungen gezählt werden (also Investitionen, Abschreibungen etc.), wogegen die Veränderungen der finanziellen Forderungen und Verbindlichkeiten im Sektor "Finanzierungsinstitute" aufscheinen. Eine Doppelzählung ergibt sich allerdings daraus, daß für diese Institutionen deren Bilanzdaten verwendet werden (müssen) und eine Ausgliederung der in den Bilanzen aufscheinenden realwirtschaftlichen Transaktionen (volkswirtschaftliche Abschreibungen, Gewinne laut VGR) nicht möglich war. Solche Transaktionen gehen im Sektor "Finanzierungsinstitute" in die Transaktionsklasse "Sonstige" ein, die schon aus diesem Grund einer ökonomischen Interpretation nur schwer zugänglich ist.
- Die privaten Nichtbanken sind in der VGR in Haushalte und Unternehmungen unterteilt. Der Unternehmenssektor besteht allerdings aus Datenerfassungsgründen praktisch nur aus den Kapitalgesellschaften

(in der hier verwendeten Form ohne Finanzierungsinstitute) und den Bundesbetrieben (Bahn, Post etc.). Die Sondergesellschaften des Bundes und die verstaatlichten Industrieunternehmungen werden ebenfalls nicht zum öffentlichen, sondern zum privaten Sektor gezählt.

- Sehr heterogen setzt sich der Sektor der privaten Haushalte zusammen, weil die Datenabgrenzung zum Unternehmenssektor sehr schwierig ist. Daher sind in diesem Sektor neben "echten" Haushalten auch alle Unternehmungen enthalten, die nicht zu den Kapitalgesellschaften und den Bundesbetrieben zählen. Dies erschwert zweifellos die ökonomische Interpretation der Entwicklung des Finanzierungssaldos für diesen Sektor, doch dürfte das Verhalten der "echten" privaten Haushalte den gesamten Sektor dominieren. Eine zusätzliche Schwierigkeit ergibt sich allerdings aus der Behandlung der Investitionen und Abschreibungen in der VGR, die dort zur Gänze dem Unternehmenssektor angerechnet werden. Bei einer der Sektorabgrenzung entsprechenden Zuordnung wäre der Finanzierungsüberschuß der privaten Haushalte und das Finanzierungsdefizit der privaten Unternehmungen jeweils niedriger als derzeit ausgewiesen.
- Das Datensystem wird durch den Sektor Ausland geschlossen. Der Finanzierungssaldo dieses Sektors entspricht dem nominellen Außenbeitrag laut VGR, zuzüglich der Faktoreinkommen, der unentgeltlichen Leistungen und der Statistischen Differenz, also der Leistungsbilanz einschließlich Statistischer Differenz.

#### Übersicht 5: Sektorale Finanzierungssalden

#### Abbildung 1: Entwicklung der sektoralen Finanzierungssalden

Ein grober Überblick über die längerfristige Entwicklung der sektoralen Finanzierungssalden zeigt einige markante Tendenzen und Positionen, die sich auch in den nächsten Jahren nicht grundlegend ändern dürften. Zunächst erzielten die privaten Haushalte in allen Jahren seit 1964

UEBERSICHT 5

SEKTORALE FINANZIERJUNGSALDEN 1)

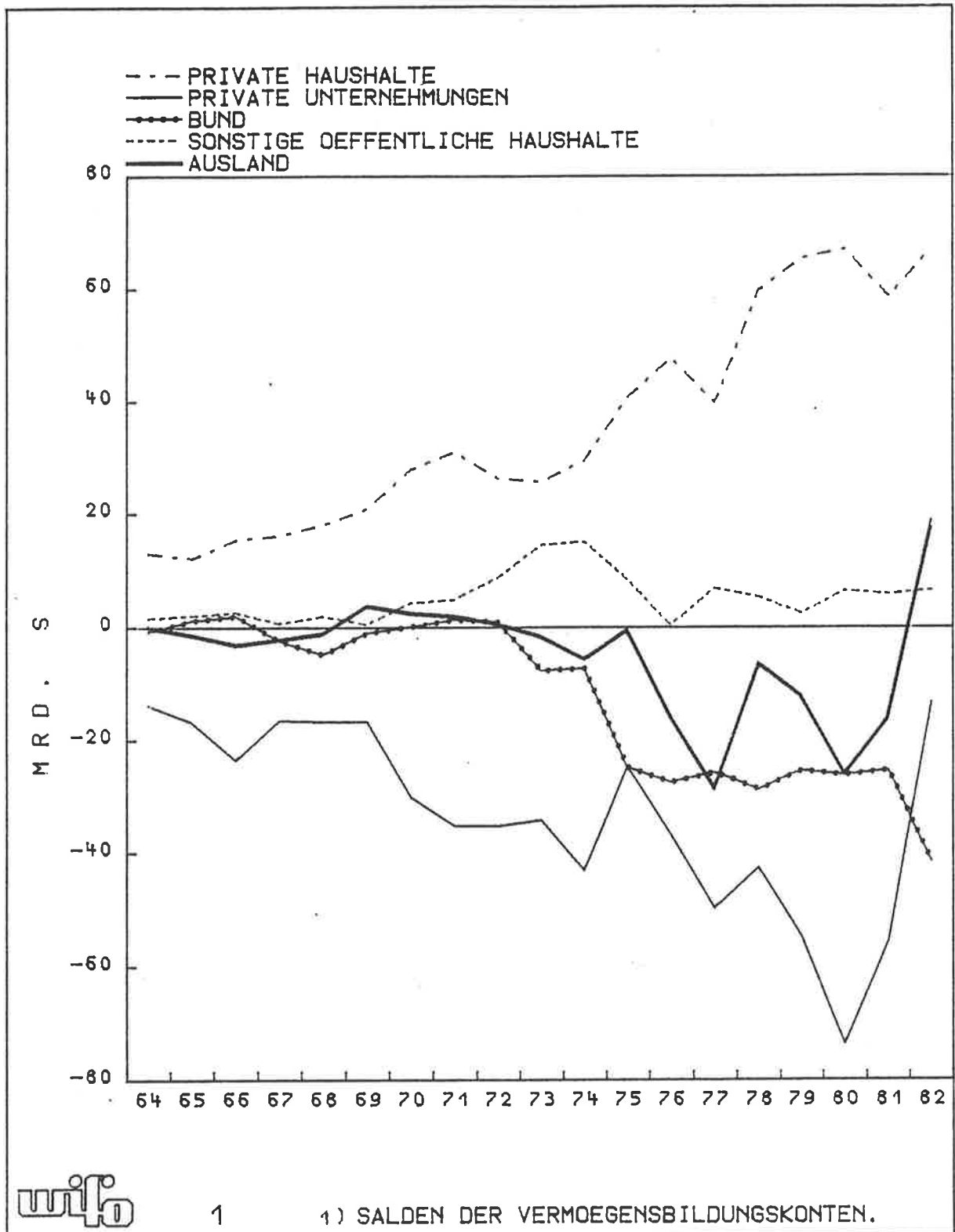
\*\*\*\*\*

MILL. S

	I	PRIVATE HAUS- HALTE	PRIVATE UNTER- NEHMUNGEN	BUND	SONSTIGE OEFFENTL. HAUSH.	OEFFENTL. HAUS- HALTE	AUSLAND
1964 I	12978	-13808	-780	1760	980	-150	
1965 I	12151	-16791	1250	2110	3360	1280	
1966 I	15514	-23514	2010	2660	4670	3330	
1967 I	16174	-16454	-2400	670	-1730	2010	
1968 I	18168	-16608	-4840	2010	-2830	1270	
1969 I	21010	-16620	-950	480	-470	-3920	
1970 I	27848	-30078	150	4340	4490	-2260	
1971 I	30895	-35205	1340	4950	6290	-1980	
1972 I	26129	-35229	960	8770	9730	-630	
1973 I	25578	-34098	-7630	14540	6910	1610	
1974 I	29390	-43110	-7270	15080	7810	5910	
1975 I	40544	-24674	-24700	8460	-16240	370	
1976 I	47650	-36820	-27440	300	-27140	16310	
1977 I	39579	-49769	-25660	6910	-18750	28940	
1978 I	59692	-42602	-28660	5340	-23320	6230	
1979 I	65411	-54601	-25280	2440	-22840	12030	
1980 I	66993	-73723	-26980	6530	-19550	26280	
1981 I	58520	-55370	-25230	5890	-19340	16190	
1982 I	67092	-13192	-41400	6500	-34900	-19000	

1) SALDEN DER VERMOEGENSBIILDUNGSKONTEN.

ENTWICKLUNG DER SEKTORALEN FINANZIERUNGSSALDEN 1)



(frühere Daten sind nach dem derzeitigen Revisionsstatus der VGR nicht vergleichbar) einen Finanzierungsüberschuß, d.h. sie gaben weniger für Konsumzwecke aus, als sie laufend an Einkommen bezogen. Gerade umgekehrt verhält es sich mit den privaten Unternehmungen, die in allen Jahren der betrachteten Periode ein Finanzierungsdefizit aufwiesen, d.h. ihre Innenfinanzierung reichte nicht aus, die Bruttoinvestitionen voll zu decken. Kann man daher die privaten Haushalte als Netto-Sparer bezeichnen, so sind die privaten Unternehmungen Netto-Investoren, sodaß bereits ein großer Teil der sektoralen Finanzierungsungleichgewichte über direkte Kreditbeziehungen (ohne Einschaltung von Finanzintermediären) oder über die Finanzierungsinstitute ausgeglichen werden könnte.

Für die "sonstigen öffentlichen Haushalte" ergibt sich wie bei den privaten Haushalten durchgehend ein (kleiner) Überschuß. Eine wichtige Bestimmungsgröße für diese Konstellation sind die von den Ländern gewährten Wohnbaudarlehen sowie die Darlehen des Wasserwirtschaftsfonds und des ERP-Fonds. Die sonstigen öffentlichen Haushalte verwenden also ihre laufenden Einnahmen nicht zur Gänze für laufende Ausgaben und die Sachkapitalbildung, sondern bauen darüber hinaus auch ihre Netto-Geldvermögensposition aus.

Der Finanzierungssaldo des Bundes war lange Zeit hindurch mehr oder weniger ausgeglichen. Erst in der Rezession des Jahres 1975 und dann wieder 1982, als die Folgen der nach dem zweiten Ölpreisschock eingetretenen Stagnation auszugleichen waren, kompensierte der Bund durch sprunghafte und anhaltende Ausweitungen des Budgetdefizits den Ausfall an privater Nachfrage. In beiden Jahren waren es zunächst die privaten Haushalte und Unternehmungen, die ihre Finanzierungssalden zu verbessern trachteten: Die Haushalte steigerten ihre "Nettoersparnisse" und die Unternehmungen verminderten ihre "Nettoinvestitionen". In beiden Jahren gelang es wegen dieser Verhaltensweise des Bundes - die bei der jeweils gegebenen gesamtwirtschaftlichen Kapazitätsauslastung nicht zu "Crowding-out" von privater Nachfrage führte (vgl. Handler, 1983) -

drastischere Einschränkungen der Gesamtnachfrage zu vermeiden. Eine Folge davon war aber auch, daß mit zeitlicher Verzögerung der Auslandssektor Finanzierungsüberschüsse akkumulieren konnte, d.h. die österreichische Leistungsbilanz befand sich in der zweiten Hälfte der siebziger Jahre und Anfang der achtziger Jahre immer im Defizit. Hingegen konnte 1982 nicht einmal die Ausweitung des Budgetdefizits einen Leistungsbilanzüberschuß "verhindern", weil die privaten Nichtbanken per Saldo ihren Finanzierungsüberschuß kräftig erhöhten.

### c) Sektorsalden und Finanzintermediation

Finanzmärkte entwickeln sich im allgemeinen nur dann, wenn die Finanzierungssalden vieler Wirtschaftssubjekte einer Volkswirtschaft von Null verschieden sind, wenn es also viele Nettoschuldner und daher auch viele Nettogläubiger gibt. In einer Wirtschaft, in der die Finanzierungssalden aller Wirtschaftssubjekte ausgeglichen sind, könnte es zwar auch zu Bruttotransaktionen im Finanzierungsbereich kommen (ein bestimmtes Wirtschaftssubjekt würde Kredite aufnehmen und den Erlös in Finanztiteln anlegen), doch könnte dies nur für einen Teil der Transaktoren und auch nur dann ertragbringend sein, wenn die übrigen Transaktoren auf die für sie entstehenden Verluste nicht reagierten.

In der Realität spielen freilich für das Ausmaß der Finanzintermediation nicht nur die Sektorsalden, sondern auch die Bruttotransaktionen eine große Rolle, weil die sektorale Saldenbildung die Schuldner- und Gläubigerpositionen innerhalb eines Sektors kompensiert und darüber hinaus die in einer arbeitsteiligen Finanzwirtschaft gegebene "stufenweise Finanzintermediation" (also die schrittweise - über viele Finanzintermediäre erfolgende - Heranführung von Finanzierungsüberschüssen an die kapitalnachfragenden Wirtschaftssubjekte) verwischt.

In sehr einfach organisierten Volkswirtschaften mit nur wenigen Wirtschaftssubjekten kann es möglich sein, daß die anlage- und



kreditsuchenden Wirtschaftssubjekte einander direkt gegenüber treten und ohne Einschalten Dritter Forderungs- und Verpflichtungsverhältnisse eingehen (direkte Finanzmärkte). Je komplizierter eine Volkswirtschaft organisiert ist, umso mehr wird es zum Ausbau indirekter Finanzmärkte kommen, auf denen eigene Institutionen (Finanzintermediäre) jeweils getrennt Forderungsverhältnisse mit Kreditnehmern und Verpflichtungsverhältnisse mit Anlegern eingehen. Je mehr Wirtschaftssubjekte die indirekten Finanzmärkte benutzen, umso länger wird auch die aggregierte Bilanz der Kreditunternehmungen werden. Gleichermaßen verlängert sich diese Bilanz, wenn die Finanzierungssalden der einzelnen Wirtschaftssubjekte wachsen ("Spreizwirkung", Stützel 1958) und über Finanzintermediäre ausgeglichen werden. Schließlich tritt wie erwähnt eine Bilanzverlängerung auch bei "reinen" Finanztransaktionen ein, wenn etwa eine Kreditaufnahme dazu dient, Einlagen zu bilden, ohne dadurch den Saldo zu beeinflussen.

Somit stellen die sektoralen Finanzierungssalden den einen möglichen Anhaltspunkt für die Beurteilung einer möglichen Beanspruchung der Finanzintermediäre dar. Nicht geeignet hierfür ist natürlich der (über die gesamte Wirtschaft einschließlich Auslandssektor) aggregierte Finanzierungssaldo, weil sein Wert in allen Perioden Null ist. Wohl aber müßte man entsprechend dem "Spreizeffekt" aus der Summe der Absolutwerte aller Sektorsalden gewisse Rückschlüsse auf den Intermediationsbedarf ziehen können: Je höher die Überschüsse einzelner Sektoren sind, umso höher müssen auf der anderen Seite auch die Defizite einzelner Sektoren sein, woraus sich ein hoher Bedarf an Dienstleistungen der Finanzintermediäre ergibt, die als "Vermittler" zwischen Überschuß- und Defizitsektoren fungieren.

Eine erste empirische Untersuchung dieses theoretischen Zusammenhangs zeigt allerdings, daß die Sektorsalden ein zu grobes Maß sind, um aus ihrer Entwicklung unmittelbar die Ausweitung der Bilanzsumme der Kreditunternehmungen ableiten zu können. Um dies zu veranschaulichen, ist in Abbildung 2 der Absolutwertsumme aller Sektorsalden die

Jahresendstandsveränderung der aggregierten Bilanzsumme der Kreditunternehmungen (jedoch nach Ausklammerung der Zwischenbankpassiva) gegenübergestellt.

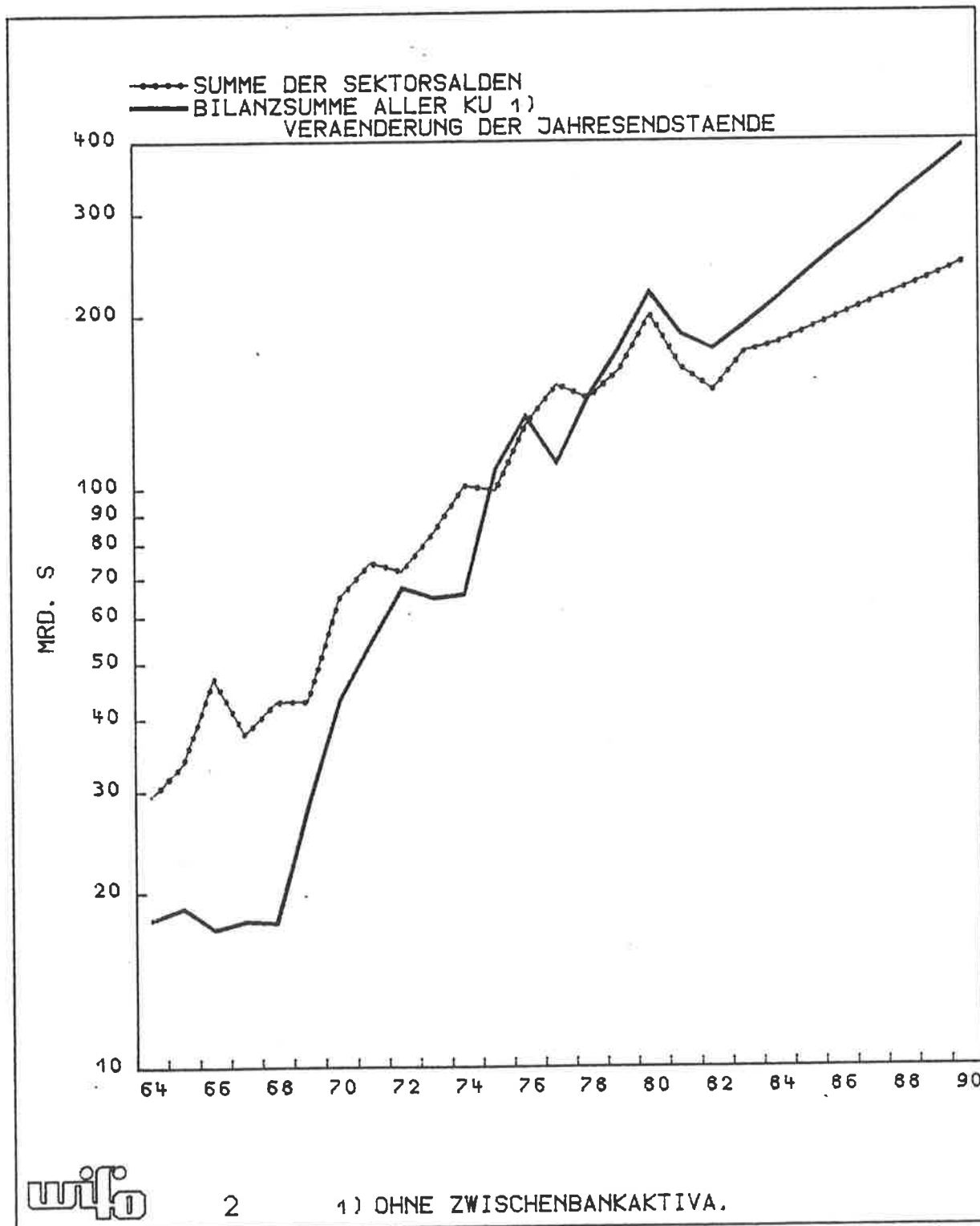
Abbildung 2: Sektorsalden und Bilanzsummenwachstum

Durch die Kompensation vieler Transaktionen in der Saldenbetrachtung wächst die Summe der Sektorsalden tendenziell langsamer als die aggregierte Bilanzsumme der Kreditunternehmungen. Die durchschnittliche Wachstumsrate pro Jahr betrug zwischen 1964 und 1982 für die Summe der Sektorsalden 10,2%, für die Vorjahresveränderung der aggregierten Bilanzsumme hingegen 12,7%. Der lose Zusammenhang zwischen diesen beiden Variablen kommt auch zum Ausdruck, wenn man die gesamte Periode unterteilt: Bis Ende der sechziger Jahre war die Wachstumsrate beider Größen niedriger als im Laufe der siebziger Jahre, in jüngster Zeit hat sie sich für beide Größen wiederum abgeschwächt. Dennoch kann man aus der Entwicklung der Sektorsalden nicht für einzelne Jahre auf die Entwicklung der Bilanzsummen schließen.

Für die Extrapolation des Bilanzsummenwachstums der Kreditunternehmungen kann dieser Zusammenhang nur auf mittlere Sicht ausgenutzt werden, und auch dann nur für grobe Aussagen etwa der Art, daß der Jahresabstand der Bilanzsummen im allgemeinen signifikant größer ist als die entsprechende Sektorsaldensumme.

Das Bilanzsummenwachstum der Kreditunternehmungen wird also letztlich durch die Brutto-Finanztransaktionen der einzelnen Sektoren (nach Eliminierung der direkten Kreditbeziehungen, die nicht in den Bilanzen der Kreditunternehmungen erfaßt sind) bestimmt. In Ergänzung zur reinen Saldenbetrachtung soll daher im folgenden die Entwicklung der aggregierten Bilanzsumme noch mit der Brutto-Geldvermögensbildung und der Außenfinanzierung der Volkswirtschaft (bzw. mit Komponenten dieser Transaktionssummen) in Beziehung gebracht werden. Diese Komponenten wiederum werden auf die Entwicklung des Brutto-Inlandsprodukts bezogen,

# SEKTORSALDEN UND BILANZSUMMENWACHSTUM



das die realen Transaktionen der Volkswirtschaft repräsentiert. Aus der Projektion des BIP bis 1990 und einer Projektion des "Intermediationsgrades" der österreichischen Wirtschaft (des Verhältnisses von Finanzanlagen oder deren Veränderung zum BIP) läßt sich dann eine Extrapolation von Finanzierungskomponenten ableiten.

In diesem Zusammenhang muß darauf hingewiesen werden, daß solche Extrapolationen nicht mehr darstellen als einen Versuch, für zukünftige Daten ein konsistentes Gebäude aufzustellen, das mit einigen wenigen Schlüsselannahmen (die etwa den früher dargestellten Szenarien über die künftigen weltwirtschaftlichen Rahmenbedingungen entsprechen können) vereinbar ist. Solche Datenkonstellationen erheben lediglich einen gewissen Plausibilitätsanspruch, ohne als konkrete Aussage über bestimmte Verhaltensweisen verstanden werden zu wollen. Daher sind auch Detailentwicklungen und Entwicklungen von Strukturen innerhalb des gesamten Datensystems nur als Konsistenzanalyse zu verstehen.

Wie weiter unten noch ausgeführt wird, liegt den Überlegungen in dieser Arbeit die Annahme zugrunde, daß das österreichische Brutto-Inlandsprodukt im Durchschnitt der restlichen achtziger Jahre (d.i. von 1984 bis 1990, für 1983 wird die März-Prognose des WIFO zugrundegelegt) nominell mit rund 6% pro Jahr wachsen wird, sodaß sich für 1990 ein Wert von etwas mehr als 1.800 Mrd.S ergibt.

Für die Vergangenheit kann man nun verschiedene Relationen von Finanzierungsbeständen zum BIP definieren wie etwa die Kreditquote einer Volkswirtschaft, die im internationalen Vergleich bestimmte Aussagen über den Finanzintermediationsgrad einer Volkswirtschaft zuläßt. Die Kreditquote ist definiert als das Verhältnis des aushaftenden Kreditvolumens (Direktkredite oder Gesamtkredite) zum jeweiligen BIP. Bei aller Problematik von Stock-Flow-Vergleichen ist dies doch eine Größe, die auf jährliche Schwankungen im Finanzierungsbereich nicht besonders stark reagiert, wohl aber die längerfristigen Tendenzen deutlich widerspiegelt.

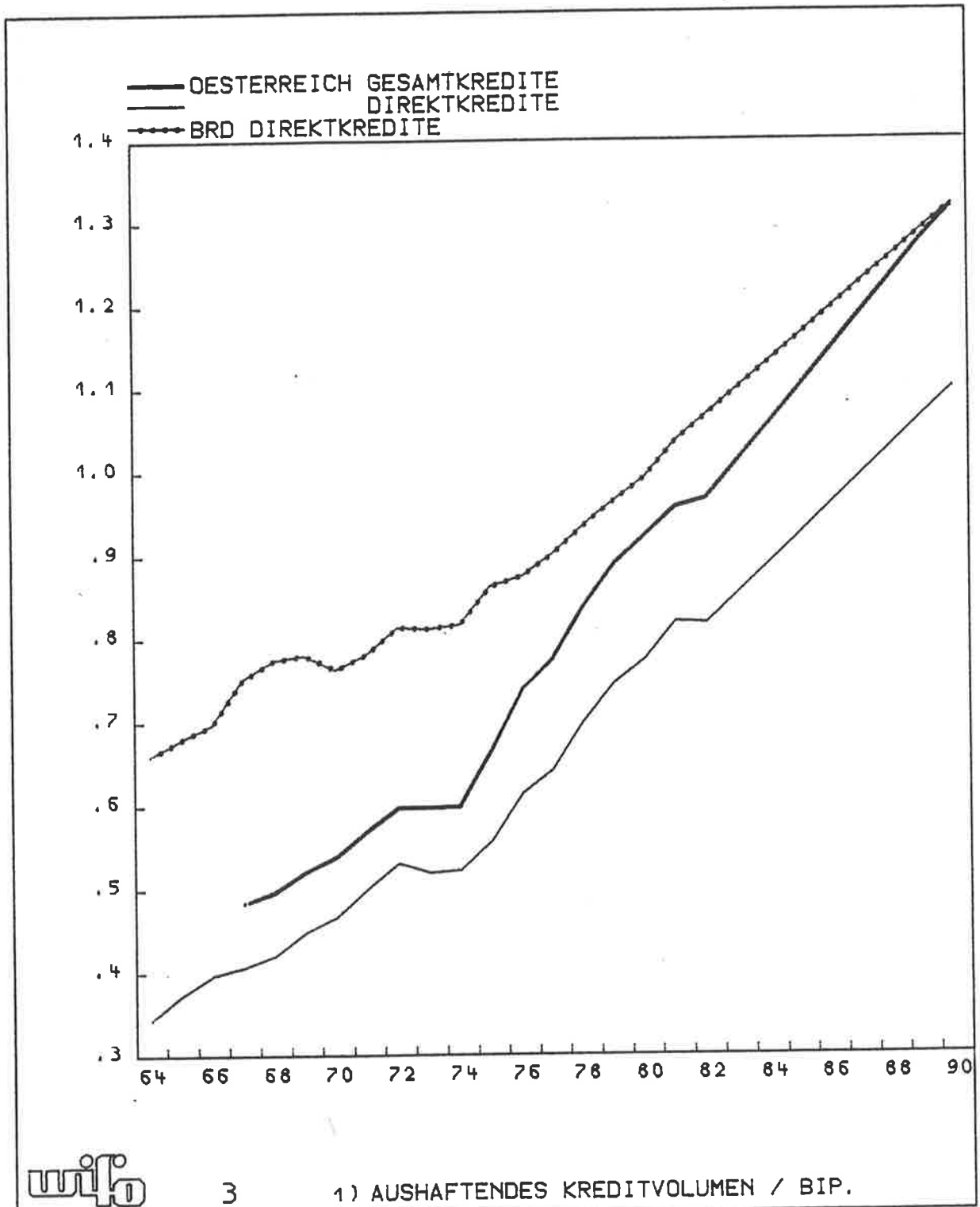
Abbildung 3: Kreditquoten

Mißt man die österreichische Kreditquote als Verhältnis der am jeweiligen Jahresende aushaftenden Direktkredite zum BIP, dann ist sie zwischen 1960 und 1982 von 29% auf 82% gestiegen. Besonders rasch nahm sie in den Jahren seit 1975 zu, als sich auch einige der Sektorsalden stark auseinanderzuentwickeln begannen. Erst zu Beginn der achtziger Jahre, als sich auch die Summe der Sektorsalden verringerte, zeichnete sich eine Stagnation der Kreditquote ab. Eine ganz ähnliche Entwicklung nahm die weiter definierte Kreditquote, in der die Gesamtkredite (titrierte und nichttitrierte Kredite der Kreditunternehmungen an die Nichtbanken) dem BIP gegenübergestellt werden; sie ist erst ab dem Jahre 1967 verfügbar und betrug damals 48% (die Direktkreditquote 41%). Inzwischen ist sie bis auf 97% (1982) gestiegen.

Ein interessanter Vergleich bietet sich mit der Gesamtkreditquote der BRD4). Sie ist zwischen 1960 und 1981 von 48% auf 104% gestiegen, und damit deutlich langsamer als die österreichische. Dies geht in erster Linie auf die höhere Kreditverflechtung der deutschen Wirtschaft zu Beginn der Periode zurück, und es ist daher anzunehmen, daß auch die österreichische Kreditquote nach Erreichen eines dem deutschen ähnlichen Niveaus in Zukunft nur noch abgeschwächt weiter steigen wird. Ende dieses Jahrzehnts wird die österreichische Gesamtkreditquote mit der deutschen gleichgezogen haben und etwa 132% betragen. Unter den gleichen Annahmen (und unter Berücksichtigung der Tendenz etwas stärker steigender titrierter Kredite) läßt sich die Direktkreditquote für 1990 auf einen Wert von etwa 110% extrapolieren, d.h. das Niveau der aushaftenden Direktkredite wird dann bereits um 10% höher sein als das nominelle BIP.

Diese Extrapolation der Kreditquoten kann noch weiter auf ihre Plausibilität untersucht werden, indem man durchschnittliche Wachstumsraten von Krediten und BIP für einzelne Teilperioden zueinander in Beziehung setzt, also BIP-"Elastizitäten" des Kreditwachstums berechnet.

# KREDITQUOTEN 1)



Übersicht 6: BIP-Elastizitäten des Kredit- und Bilanzsummenwachstums

Geht man wegen des längeren Stützbereichs wiederum von den Direktkrediten aus, so sind diese (gemessen an Jahresendstandswerten) zwischen 1960 und 1982 durchschnittlich um 14,6% pro Jahr gewachsen. Gleichzeitig stieg das nominelle BIP mit einer Jahresrate von 9,3%, sodaß sich aus der Relation dieser beiden Werte ein Elastizitätskoeffizient von 1,57 errechnet. In der Teilperiode 1960/1974 stieg das BIP mit durchschnittlich 10,0% noch relativ rasch (insbesondere auch wegen der Boomphase zu Beginn der siebziger Jahre), die Direktkredite hingegen expandierten mit einer nur knapp über dem Durchschnitt der Gesamtperiode liegenden Wachstumsrate von 14,8%, sodaß der Elastizitätskoeffizient in dieser Teilperiode nur 1,48 betrug. In der zweiten Teilperiode (1974/1982) verminderte sich das BIP-Wachstum auf durchschnittlich 8,0%, das Kreditwachstum aber nur auf 14,2%. Der Elastizitätskoeffizient machte in dieser Phase 1,78 aus. Ähnliche Relationen lassen sich für die kürzere Zeitreihe der Gesamtkredite ableiten.

Für den Zeitraum 1982/1990 läßt sich nun die weiter oben vorgenommene Projektion des BIP (+6% jährlich) und der Kreditquote auf BIP-Elastizitäten übertragen. Die Extrapolation der Direktkreditquote auf einen Wert von 1,10 im Jahre 1990 entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate in der Periode 1982/1990 von 10,0% (Gesamtkredite: 10,2%). Daraus resultiert eine BIP-Elastizität von 1,67, also ein Wert, der höher ist als in der Periode 1960/1982, aber niedriger als in der Teilperiode 1974/1982. Die heute viel stärkere Durchdringung der Volkswirtschaft mit Kreditbeziehungen läßt für die Zukunft ein überproportionales Wachstum der Kredite erwarten, das weiter über dem BIP-Wachstum liegen wird als noch in den sechziger Jahren und zu Beginn der siebziger Jahre; allerdings wird das Kreditwachstum nicht mehr in dem Maße überproportional sein wie in der zweiten hier untersuchten Teilperiode. Überhaupt ist zu erwarten, daß die durchschnittliche Kreditwachstumsrate bis Ende der achtziger Jahre für

BIP-Elastizitäten des  
Kredit- & Bilanzsummenwachstums<sup>1)</sup>

	Ø 1960/82	Ø 1960/74	Ø 1974/82	Ø 1982/90
<u>1. Durchschnittliche</u>				
<u>jährliche Wachstumsraten</u>				
BIP, nominell	9,3	10,0	8,0	6,0
Bilanzsumme der KU	16,0	15,1	16,6	11,0
Bilanzsumme der KU ohne Zwischenbank-				
passiva	15,3	14,7	16,5	10,8
Direktkredite	14,6	14,8	14,2	10,0
Gesamtkredite	14,9 <sup>2)</sup>	15,1 <sup>2)</sup>	14,7	10,2
<u>2. BIP-Elastizitäten</u>				
Bilanzsumme der KU	1,72	1,51	2,08	1,83
Bilanzsumme der KU ohne Zwischenbank-				
passiva	1,65	1,47	2,06	1,80
Direktkredite	1,57	1,48	1,78	1,67
Gesamtkredite	1,60 <sup>2)</sup>	1,51 <sup>2)</sup>	1,84	1,70

1) Jahresendstände. - 2) Ab 1967.



sich gesehen einen - verglichen mit den vergangenen Jahrzehnten - niedrigen Wert einnehmen wird, weil sich auch die Transaktionen des realen Sektors (ausgedrückt im Wachstum des nominellen BIP) entsprechend der "gemäßigt optimistischen" Zukunftsvariante mit verringerter Dynamik weiterentwickeln werden.

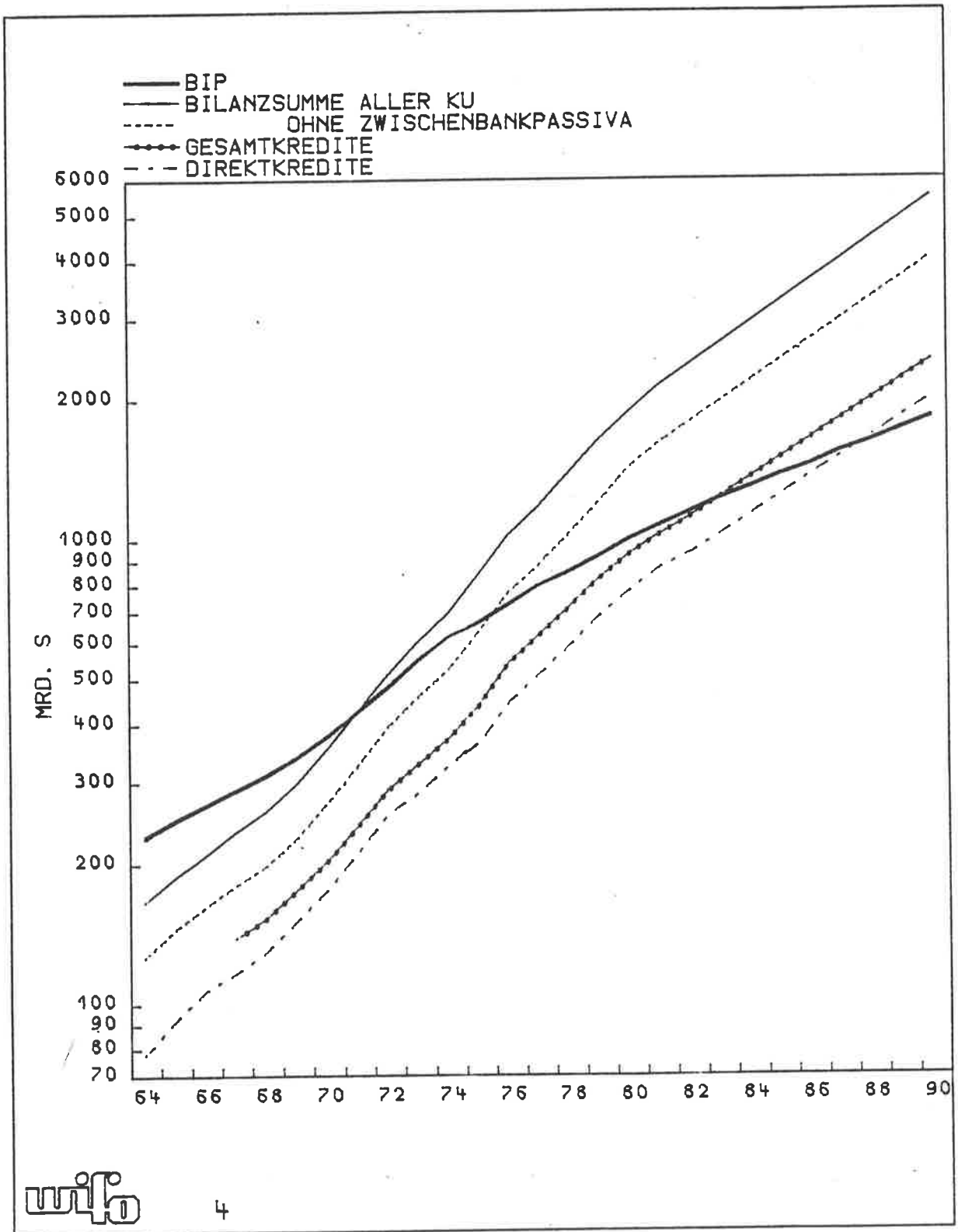
Ähnlich wie für die Kredite lassen sich BIP-Elastizitäten auch für die aggregierte Bilanzsumme der Kreditunternehmungen ableiten (Übersicht 6). Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, daß sich die Bilanzsumme nur in der ersten Teilperiode (1960/1974) mit der gleichen BIP-Elastizität erweitert hat wie die Direktkredite. In der zweiten Teilperiode erfolgte eine Strukturverschiebung innerhalb der aggregierten Bilanzen zulasten der Direktkredite und zugunsten der Auslandsaktiva. Die BIP-Elastizität der Bilanzsummen ist entsprechend stark über die für die Direktkredite (1,78) auf 2,08 gestiegen. Da anzunehmen ist, daß sich diese Strukturumschichtung in den nächsten Jahren nicht mit gleicher Intensität fortsetzen wird, wird die BIP-Elastizität der Bilanzsummen stärker fallen als die der Direktkredite. Der projizierte Wert von 1,83 bedeutet einen leichten Wachstums"knick" in den Bilanzsummen, der auf diese Erwartung einer schwächer steigenden Auslandsdynamik zurückgeht (siehe Abbildung 4).

Abbildung 4: Zusammenhang zwischen Bilanzsumme, Krediten und BIP

Für die Analyse dieser Zusammenhänge wurde immer auch von einer aggregierten Bilanzsumme der Kreditunternehmungen unter Ausschluß der Zwischenbanktransaktionen ausgegangen, weil die Bilanzsummen durch diese Transaktionen beliebig aufgebläht werden könnten. Es zeigte sich allerdings, daß der Anteil der Zwischenbanktransaktionen über die Zeit ziemlich stabil bleibt, sodaß von ihnen kein verzerrender Einfluß auf die gesamte Bilanzsumme ausgegangen ist.

Legt man für die Projektion des Bilanzsummenwachstums (einschließlich der Zwischenbanktransaktionen) die obige Elastizität zugrunde, ergibt

# ZUSAMMENHANG ZWISCHEN BILANZSUMME, KREDITEN UND BIP



sich zwischen 1982 und 1990 eine durchschnittliche Rate von 11%. Im Jahre 1990 würde unter diesen Annahmen die aggregierte Bilanzsumme etwa 5.400 Mrd.S betragen.

#### d) Finanzierungsbedarf in Abhängigkeit künftiger Sektorsalden

Bei aller Unzulänglichkeit der Sektorsalden als Indikator für den künftigen Finanzierungsbedarf zwingt ihre Extrapolation jedenfalls zur Konsistenzüberprüfung von Projektionen für die einzelnen Sektoren. An anderer Stelle in diesem Gutachten wird über die grundlegenden Verhaltensannahmen bezüglich der zu erwartenden Weiterentwicklung in einzelnen Wirtschaftssektoren berichtet (insbesondere für den öffentlichen Sektor und die privaten Haushalte). Hier sollen nach einigen Ergänzungen, die sich vor allem auf die Ergebnisse einer Projektion mit dem ökonometrischen WIFO-Jahresmodell stützen, die einzelnen Sektorsalden für den Rest der achtziger Jahre einer gemeinsamen Betrachtung unterzogen werden.

Geht man von der "gemäßigt optimistischen" Prognosevariante für die Weltwirtschaft aus, so läßt sich mit dem Modell ein Wachstumspfad für die österreichische Wirtschaft ableiten, der einem jährlichen Zuwachs des realen BIP von durchschnittlich 2% bis 2 1/2% entspricht. Das nominelle Wachstum würde durchschnittlich 6% betragen. Diese Werte bauen auf den Werten der WIFO-Konjunkturprognose vom März 1983 für das laufende Jahr auf, soweit dadurch nicht unplausible Brüche in den Zeitreihen entstehen. Zyklische Schwankungen wurden dem vorliegenden Projektionszweck entsprechend vernachlässigt. Angelpunkt der Projektion ist das Jahr 1990, die einzelnen Jahreswerte zwischen 1983 und 1990 sind nicht als eigenständige Prognosewerte zu verstehen, sondern zeigen nur an, auf welchem durchschnittlichen Pfad das Jahr 1990 zu erreichen sein könnte. Dieser Pfad bedeutet nicht unbedingt, daß er über das Jahr 1990 hinaus verlängert werden kann.

Übersicht 7: Projektion der sektoralen Finanzierungssalden 1983 bis 1990

Den getroffenen Annahmen entsprechend unterscheidet sich der Wachstumspfad in den nächsten Jahren deutlich von jenem in der Vergangenheit. Die durchschnittliche Wachstumsrate des nominellen BIP, die in der Periode 1960/1974 10% und in der Periode 1974/1982 8% betragen hat, wird im Durchschnitt der Periode 1982/1990 nur noch 6% ausmachen. Allerdings wird diese Wachstumsverminderung zwischen den beiden letzten Perioden in erster Linie auf die Abschwächung des Preisauftriebes zurückzuführen sein (durchschnittlicher BIP-Deflator 1974/1982 5 1/2%, 1982/1990 3 1/2%). Das mäßige reale Wachstum in der vor uns liegenden Periode wird einen raschen Abbau der Arbeitslosigkeit nicht gestatten. Erst gegen Ende der achtziger Jahre ist teilweise aus demographischen Gründen mit einer Verminderung der Arbeitslosenquote unter 4% zu rechnen.

Der Projektion liegt die Annahme zugrunde, daß ungeachtet des anhaltenden Arbeitslosenproblems die Fiskalpolitik bestrebt sein wird, das Nettodefizit des Bundesbudgets nur langsam weiter steigen zu lassen bzw. in Prozent des nominellen BIP sogar leicht zurückzuführen (wenn auch nicht bis auf die "Seidel-Marke" von 2 1/2% des BIP; siehe hierzu Lehner, in diesem Gutachten).

Die Finanzierungssalden der übrigen öffentlichen Haushalte (die insbesondere wegen der Darlehensgewährung im Wohnbaubereich traditionell einen Anlageüberschuß aufweisen) werden sich in absoluten Werten etwa auf heutigem Niveau stabilisieren.

Von den privaten Haushalten kann angenommen werden, daß sie den realen privaten Konsum etwa um 2% jährlich ausweiten werden, nominell um etwa 6%. Unterstellt man, daß die Sparquote einen längerfristigen Durchschnittswert von etwa 10,3% einnehmen wird (damit liegt sie höher als 1982, aber etwas niedriger, als für 1983 prognostiziert wird), dann

UEBERSICHT 7

PROJEKTION DER SEKTORALEN FINANZIERUNGSSALDEN 1983 BIS 1990  
 \*\*\*\*\*

M R D . S

	PRIVATE HAUS- HALTE	PRIVATE UNTER- NEHMUNGEN	BUND	SONSTIGE OEFFENTL. HAUSH.	OEFFENTL. HAUS- HALTE	AUSLAND
1983 I	78.9	-10.6	-51.2	7.1	-44.1	-24.2
1984 I	81.6	-16.3	-52.4	7.2	-45.2	-20.1
1985 I	86.5	-22.3	-53.7	7.1	-46.6	-17.6
1986 I	91.7	-29.2	-54.9	7.1	-47.8	-14.7
1987 I	97.2	-36.5	-56.2	7.1	-49.1	-11.6
1988 I	103.1	-44.4	-57.2	6.8	-50.4	-8.3
1989 I	109.2	-53.4	-58.2	6.4	-51.8	-4.0
1990 I	115.8	-62.9	-59.3	6.1	-53.2	.3

1) SALDEN DER VERMOEGENSRIILDUNGSKONTEN.

kommt man zu einer kontinuierlichen Zunahme des Finanzierungsüberschusses der privaten Haushalte, der allerdings in Prozent des BIP bei 6,4% konstant bleibt.

Die privaten Unternehmungen haben in der Stagnationsphase seit 1981 ihr Finanzierungsdefizit rasch abgebaut. Das mäßige gesamtwirtschaftliche Wachstum der kommenden Jahre geht zum Teil auch auf eine weiterhin nicht überschäumende Investitionsnachfrage zurück, die jedoch etwas höher sein könnte als das BIP-Wachstum insgesamt. Dadurch wird der Finanzierungssaldo der privaten Unternehmungen absolut und in Prozent des BIP wieder zunehmen, ohne an den Trend rasch zunehmender Defizite in den siebziger Jahren anzuschließen.

Als Ergebnis dieser Bewegungen wird auch der Auslandssektor 1983 den Höhepunkt der Überschussituation in der Leistungsbilanz erreichen. Dieser Überschuß (vom Standpunkt des Inlands gesehen) des Auslandsfinanzierungssaldos (Leistungsbilanz + Statistische Differenz) wird die gesamten achtziger Jahre hindurch erhalten bleiben und erst 1990 einem ausgeglichenen Saldo Platz machen. Die Leistungsbilanz selbst wird einen um die Statistische Differenz niedrigeren Überschuß (bzw. ein höheres Defizit) aufweisen. Schreibt man die Statistische Differenz (deren Entstehungsursachen ungeklärt sind und die sich daher einer verhaltensorientierten Projektion entzieht) mit einer Zunahme von 1 Mrd.S pro Jahr fort, erreicht das Defizit in der Leistungsbilanz 1990 eine Größenordnung von etwa 20 Mrd.S.

Insgesamt handelt es sich bei dieser Extrapolation um ein Szenario, in dem es kein außenwirtschaftliches Problem gibt und in dem es den staatlichen Stellen "gelingt", die Expansion des Budgetdefizits in den Griff zu bekommen. Die Summe der Absolutwerte der Sektorsalden wird demgemäß mit einer Rate weitersteigen, die deutlich niedriger ist als noch in den siebziger Jahren. Daher ist auch anzunehmen, daß die Defizitsektoren ohne Schwierigkeiten in der Lage sind, ihren

Finanzierungsbedarf zu decken. Für die Finanzintermediäre bedeutet diese Situation relativ langsam wachsender realwirtschaftlicher Aggregate und Finanzierungssalden, daß auch ihr Bilanzwachstum schwächer werden wird.

#### 4. Struktur und Entwicklung österreichischer Finanzmärkte

##### a) Einige übergreifende Beziehungen

Die Analyse im vorhergehenden Abschnitt konzentrierte sich auf die eine Ebene der Finanzierungsmatrix: die vertikale Gliederung der Finanztransaktionen nach Sektoren. Nun soll zusätzlich die horizontale Ebene - die Gliederung nach Transaktionsklassen - stärker berücksichtigt werden. Wie die Gliederung nach Sektoren bezweckt auch die Gliederung nach Transaktionsklassen eine Zusammenfassung von einigermaßen homogenen Transaktionen, sodaß sie einer gemeinsamen Verhaltensanalyse unterzogen werden können. Solche Abgrenzungen sind jedoch nicht nur unterschiedlichen Verhaltensweisen zu danken, sondern häufig auch institutionellen Gegebenheiten oder auch nur der entsprechenden Definition in den Datenpublikationen. In der Praxis erweist es sich daher meist sehr schwierig, theoretische Verhaltensweisen mit den aus den Daten gewonnenen Beobachtungen in Übereinstimmung zu bringen.

Einzelne Transaktionsklassen oder Gruppen von Transaktionsklassen werden auch als Finanzmärkte bezeichnet, auf denen Wirtschaftssubjekte aus den verschiedensten Sektoren als Nachfrager nach Finanzierungsmitteln (potentielle Kreditnehmer) und Anbieter von solchen (potentielle Kreditgeber) einander gegenüber treten. Finanzierungsverträge enthalten implizit oder direkt Abmachungen über die Ertragsrate (Zinssatz), die mit dem konkreten Finanzierungsinstrument verbunden ist. Zinssätze sind daher zwar meist spezifisch für einen bestimmten Finanzmarkt, doch stehen die einzelnen Finanzmärkte mit ihren Vor- und Nachteilen in der Regel untereinander in Beziehung.

Bevor auf einzelne wichtige Finanzmärkte näher eingegangen wird, erscheint es sinnvoll, einige übergreifende Größen darzustellen. Die künftige Entwicklung einzelner Finanzierungsinstrumente läßt sich leichter beurteilen, wenn zuvor die Fremdfinanzierung der Nichtbanken, die gesamte sektorale Außenfinanzierung und Brutto-Geldvermögensbildung,



das Phänomen der Geldkapitallücke und ihrer Finanzierung sowie die Struktur der aggregierten Bilanzen der Kreditunternehmungen analysiert wurde.

Vernachlässigt man zunächst die weniger bedeutenden Finanzierungsinstrumente, dann kann man unter der Fremdfinanzierung der Nichtbanken die Kreditaufnahmen der privaten Nichtbanken, des Bundes und der sonstigen öffentlichen Haushalte verstehen, die in titrierter oder nichttitrierter Form beim Finanzierungssektor (also bei den Kreditunternehmungen, den Vertragsversicherungen und der Oesterreichischen Nationalbank) getätigt werden. Da in einer solchen Analyse der "Nichtbanken" als ein Sektor verstanden werden, fallen alle intrasektoralen Kreditbeziehungen weg. Dies betrifft etwa die von den sonstigen öffentlichen Haushalten an die privaten Nichtbanken gewährten Wohnbaudarlehen.

#### Übersicht 8: Fremdfinanzierung der Nichtbanken

Bestandsdaten für eine derartige Aufstellung sind vollständig erst ab 1975 (seit es eine genauere Aufgliederung der Wertpapierbestände der Kapitalsammelstellen gibt) bzw. - wenn man auch die Lieferantenkredite im Außenhandelsgeschäft mit einbeziehen will - seit 1976 verfügbar. Der jährliche Fremdfinanzierungsbedarf, wie er in Übersicht 8 definiert ist, unterliegt beträchtlichen konjunkturellen Schwankungen, hat sich aber insgesamt seit den späten siebziger Jahren nicht entscheidend erhöht. Die Schwankungen werden von der Direktkreditvergabe an die privaten Nichtbanken dominiert. Die Fremdfinanzierung des Bundes schwankt in der Regel gegenläufig zu jener der privaten Nichtbanken. Wie in Handler (1983) dargelegt wurde, handelt es sich dabei allerdings nicht um das Phänomen des "Crowding-out" von privaten durch öffentliche Kreditnachfrager, weil der Bund vor allem dann die inländischen Kreditmärkte in Anspruch nahm, wenn sich der Kreditapparat in einer günstigen Liquiditätsslage befand. 1982 betrug die Fremdfinanzierung der

ÜBERSICHT 8

FREMDFINANZIERUNG DER NICHTBANKEN  
 BRUTTOVERÄNDERUNG DER JAHRESENDSTÄNDE IN MILL. S

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
1. PRIVATE NICHTBANKEN								
DIREKTKREDITE DER KU	3213	6507	56131	63069	78918	77290	72795	46084
- FW-KREDITE DER KU	2066	1367	1515	2210	622	3284	4694	1573
TITR.-KREDITE DER KU	*	237	-307	-109	-1453	-981	-659	940
TITR.-KREDITE DER VVU	*	118	-10	57	-83	-210	-183	142
AUSLAND (OHNE HANDELSKRED.)	6983	3647	3320	6379	319	6856	6949	1813
INSGESAMT	*	71326	60649	71606	78323	86239	83596	50552
HANDELSKREDITE	*	*	5200	-100	-4000	-2700	-900	-900
INSGES. +HANDELSKR.	*	*	65849	71506	74323	83539	82696	49652
2. BUND								
DIREKTKREDITE DER KU (NB)	3932	5540	4980	6149	9952	5479	13042	14783
- FW-KREDITE DER KU	4080	257	1936	2787	2876	4964	7620	4563
S-DIREKTKREDITE DER KU (RUND)	-148	5283	3004	3162	7076	515	5422	10220
DIREKTKREDITE DER VVU	-232	1967	1461	951	2134	744	823	637
BUNDESSCHATZSCHEINE	5807	2172	-1583	824	853	5979	1148	9530
ÖFNB-FORD.-GG-BUNDESSCHATZ	-77	-174	-174	-165	-376	-431	-656	187
TITR.-KREDITE DER KU	*	17197	13216	10653	13852	9284	2613	8178
TITR.-KREDITE DER VVU	*	782	251	868	2137	1552	138	789
S-KREDITE INSGESAMT	*	28780	16252	16563	23932	17096	7722	33104
FJ-KREDITE DER KU	4080	257	1936	2787	2876	4964	7620	4563
FW-KREDITE DES AUSLANDS	14443	2638	10533	9812	753	4022	14304	9223
FJ-KREDITE INSGESAMT (RUND)	18523	2896	12469	12599	3629	8986	21925	13786
S+FW-KREDITE INSGESAMT	*	31675	28721	29162	27561	26082	29646	46890
3. SONSTIGE ÖFFENTLICHE HAUSHALTE								
DIREKTKREDITE DER KU	5775	7808	5131	7782	7913	5402	8292	6232
DIREKTKREDITE DER VVU	673	109	872	1815	1077	1761	1654	1890
TITR.-KREDITE DER KU	*	1838	1307	1080	1438	646	-256	178
TITR.-KREDITE DER VVU	*	319	107	251	697	313	-176	260
NETTOKAP.-TYP.-ÖEFF.-STILLEN 1)	16283	2966	12515	11429	2439	2109	14272	12796
- FW-KRED. AUSLAND - BUND	14443	2638	10533	9812	753	4022	14304	9223
NETTOKAPITALIMP.-SO.ÖEFF.-HAUSH.	1840	328	1982	1617	1686	-1913	-32	3573
INSGESAMT	*	10402	9399	12545	12811	6209	9482	12133
INSGESAMT	*	113403	98769	113313	118695	118530	122724	109575
INSGESAMT INKL.-HANDELSKR.	*	*	103969	113213	114695	115830	121824	108675

1) 1982 VORLÄUFIG.

Nichtbanken insgesamt 108,7 Mrd.S (um 13,1 Mrd.S weniger als ein Jahr zuvor), davon entfielen 46% auf die privaten Nichtbanken, 43% auf den Bund und 11% auf die sonstigen öffentlichen Haushalte.

Umfassender und für die Herstellung der Konsistenz mit den Überlegungen zum realen Sektor der Wirtschaft ist eine Darstellung der gesamten Außenfinanzierung für jeden einzelnen Sektor (womit nicht wie in der soeben besprochenen Definition der Fremdfinanzierung die intersektoralen Transaktionen zwischen Bund, sonstigen öffentlichen Haushalten und privaten Nichtbanken aus der Analyse herausfallen) und ihr Vergleich mit der gesamten sektoralen Brutto-Geldvermögensbildung. Wie erwähnt müßte der Saldo aus Brutto-Geldvermögensbildung und Außenfinanzierung gleich sein dem Saldo aus Innenfinanzierung und Sachvermögensbildung. In der Praxis ist ein solcher Ausgleich für die Vergangenheit praktisch nie zu erreichen. Für die Fortschreibung der einzelnen Zeitreihen bis 1990 wird allerdings von der Gleichheit der beiden Salden ausgegangen, weil es unmöglich ist (und von der quantitativen Bedeutung nicht gerechtfertigt erscheint), statistische Diskrepanzen zu prognostizieren.

#### Übersicht 9: Brutto-Geldvermögensbildung und Außenfinanzierung

Die in Übersicht 9 enthaltenen Werte, die aus der viel detaillierteren Finanzierungsmatrix abgeleitet wurden, ergeben für 1982 eine gesamte Außenfinanzierung von 390 Mrd.S (um 38 Mrd.S weniger als ein Jahr zuvor). Der große Niveauunterschied zur vorher besprochenen Fremdfinanzierung der Nichtbanken ergibt sich weniger aus den Eigenfinanzierungselementen, und neben der Fremdfinanzierung noch in der Außenfinanzierung enthalten sind, als vielmehr aus dem höheren "Bruttograd" der Darstellung, weil eben auch die Transaktionen zwischen Bund, sonstigen öffentlichen Haushalten und privaten Nichtbanken mitgezählt werden; außerdem - und dies macht den Hauptunterschied aus - entspricht dem höheren "Bruttograd" eine Erfassung der Finanzierungsinstitute als eigenen Sektor. Klammert man die Finanzierungsinstitute aus der Betrachtung aus (weil sie in der für die

Übersicht 9

Brutto-Geldvermögensbildung und Außenfinanzierung

	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
	Mrd. S						
<u>1) Brutto-Geldvermögensbildung</u>							
Private Nichtbanken	92,5	62,9	105,3	105,4	107,6	103,0	113,4
Bund	4,6	4,8	0,4	1,0	-3,7	2,6	-0,6
Sonstige öffentliche Haushalte	13,1	14,4	16,9	13,9	16,6	10,0	19,7
Finanzierungsinstitute	196,9	170,5	226,1	270,0	253,5	288,4	258,3
Insgesamt	307,1	252,7	348,7	390,4	374,0	404,0	390,8
ohne Finanzierungsinstitute	110,2	82,2	122,6	120,3	120,5	115,6	132,5
<u>2) Außenfinanzierung</u>							
Private Nichtbanken	88,2	77,1	89,1	96,7	103,5	103,1	69,9
Bund	36,1	29,6	32,8	30,0	27,8	28,7	43,1
Sonstige öffentliche Haushalte	10,9	10,5	15,3	14,9	11,7	8,2	18,9
Finanzierungsinstitute	196,9	170,5	226,1	270,0	253,5	288,4	258,3
Insgesamt	332,2	287,7	363,2	411,7	396,4	428,5	390,2
ohne Finanzierungsinstitute	135,3	117,2	137,2	141,7	142,9	140,0	131,9
<u>3) Saldo Brutto-Geldvermögensbildung-Außenfinanzierung</u>							
Private Nichtbanken	4,3	-14,2	16,2	8,6	4,1	-0,1	43,5
Bund	-31,5	-24,8	-32,4	-29,0	-31,5	-26,1	-43,7
Sonstige öffentliche Haushalte	2,2	3,9	1,7	-1,0	4,9	1,8	0,8
Finanzierungsinstitute	0	0	0	0	0	0	0
Insgesamt	-25,1	-35,0	-14,5	-21,3	-22,4	-24,4	0,6

Finanzierungsmatrix verwendeten Definition die Außenfinanzierung und die Brutto-Geldvermögensbildung um den gleichen Betrag aufblähen), dann betrug die Außenfinanzierung 1982 nur 132 Mrd.S (nach 140 Mrd.S ein Jahr zuvor).

Die Brutto-Geldvermögensbildung, die nach den gleichen Grundsätzen errechnet wird, machte 1982 einschließlich der Finanzierungsinstitute 391 Mrd.S (1981: 404 Mrd.S) und ohne Finanzierungsinstitute 133 Mrd.S (116 Mrd.S) aus. Die Salden zwischen diesen beiden Größen (1981 -24,4 Mrd.S; 1982 +0,6 Mrd.S) sollten mit dem aus den realwirtschaftlichen Transaktionen abgeleiteten Saldo des Sektors Außenwirtschaft identisch sein, der 1981 -16,2 Mrd.S und 1982 +19,0 Mrd.S betrug. Die zwischen diesen Salden auftretenden statistischen Diskrepanzen zeigen die Grenzen auf, denen die Analyse solcher Datensysteme beim derzeitigen Stand der statistischen Aufbereitung unterliegen.

Hier soll noch kurz auf ein Schlagwort eingegangen werden, das zu Beginn der achtziger Jahre in Österreich eine gewisse Bedeutung erlangte, inzwischen allerdings seiner geringen ökonomischen Bedeutung wegen aus der laufenden Diskussion verschwunden ist - das der Geldkapitallücke und ihrer Finanzierung. Es handelt sich dabei nicht um ein Bilanzstrukturproblem, sondern um eine Bilanzsaldenerscheinung: Elemente von beiden Seiten der aggregierten Bilanz der Kreditunternehmungen werden herausgegriffen und saldiert (Schilling-Kreditgewährung minus Schilling-Geldkapitalbildung = Schilling-Geldkapitallücke) und dann den übrigen Bilanzkomponenten (den "Finanzierungskomponenten" der Geldkapitallücke) gegenübergestellt. Sieht man den Geldkapitalsaldo als ein Ergebnis von Verhaltensweisen der inländischen Nichtbanken (Handler-Schebeck, 1981), dann handelt es sich dabei nicht um ein eigenständiges Problem, sondern um eine andere Ausdrucksweise für das Zahlungsbilanzproblem: Die Entwicklung der Leistungsbilanz gemeinsam mit der des Kapitalverkehrs der Nichtbanken ergibt (unter den Rahmenbedingungen einer vorgegebenen Geldpolitik) eine bestimmte

Entwicklung des Geldkapitalsaldos. Sieht man den Geldkapitalsaldo hingegen als eine Folge von Verhaltensweisen im Kreditapparat (Winckler, 1983), dann spiegelt sich in seiner Entwicklung in erster Linie die Umschichtung der Abdeckung von Exportkrediten der Kreditunternehmungen von ihren Primärmitteln zur Oesterreichischen Kontrollbank.

Welche Kausalbeziehung auch immer unterstellt wird, die Geldkapitallücke ist kein Indikator, dem eine selbständige Bedeutung zukäme, oder der gar von der Wirtschaftspolitik gesteuert werden müßte; vielmehr ist er Ausdruck der Kapitalbildungs- und Außenfinanzierungsaktivitäten verschiedener Sektoren (einschließlich des Finanzierungssektors), bei welchen die Verhaltensanalysen unmittelbar anzusetzen wären.

#### b) Bilanzstruktur der Kreditunternehmungen

Die Bilanzstruktur der Kreditunternehmungen ergibt sich aus dem Zusammenwirken von Angebot und Nachfrage auf den einzelnen Kreditmärkten, und zwar sowohl durch die Aktionen der Kreditunternehmungen selbst als auch durch deren Reaktion auf die Anlage- und Kreditwünsche der anderen Sektoren. Hinzu kommen noch Einflüsse institutioneller Art, sei es durch die Geldpolitik oder die Veränderung von gesetzlichen und organisatorischen Rahmenbedingungen.

Die Aktivastruktur hat seit Beginn der sechziger Jahre einige markante Veränderungen erfahren. Zwar stellen die Direktkredite nach wie vor die bei weitem überwiegende Anlageform der Kreditunternehmungen dar, doch hat ihr Anteil an der Bilanzsumme seit dem Höhepunkt in der zweiten Hälfte der sechziger Jahre (im Jahresdurchschnitt 1967: 51,4%) tendenziell abgenommen und im Jahresdurchschnitt 1982 nur noch 40,6% betragen. In die gleiche Richtung - aber weniger eindeutig - entwickelte sich der Anteil der Wertpapiere und Beteiligungen: Dieser machte zu Beginn der sechziger Jahre noch fast 20% der Bilanzsumme aus, 1982 waren es nur noch 10,9%. Allerdings wurde der Tiefpunkt bereits in den Jahren 1973/74 (durchschnittlicher Anteil 10,8%) erreicht. Danach folgte bis

Ende der siebziger Jahre eine Periode mit höheren Anteilen, weil die Kreditunternehmungen bei teilweise schwacher privater Kreditnachfrage und stark expandierender Nachfrage des Bundes nach titrierten Krediten ihre Mittel relativ weniger in Direktkrediten und relativ mehr in festverzinslichen Wertpapieren veranlagten.

Den Ausgleich für die sinkende Bedeutung dieser und anderer Positionen (zwischen 1960 und 1982 sank der Anteil der Kassenliquidität von fast 5% auf 2,1% und der sonstigen Aktiva von 7% auf 4,4%) stellten die Auslandsaktiva dar. Ihr Anteil an der aggregierten Bilanzsumme stieg von 1 1/2% zu Beginn der sechziger Jahre mehr oder weniger kontinuierlich bis auf 19,3% (1982). Besonders stark war die Zunahme im Laufe der siebziger und zu Beginn der achtziger Jahre und hier wieder besonders in den Jahren 1980 und 1981.

Die österreichischen Kreditunternehmungen haben sich seit den frühen siebziger Jahren zunehmend in das internationale Finanzierungsgeschehen eingeschaltet, sodaß heute - zumindest für die Großinstitute - eine mehr oder weniger vollständige Anbindung an die internationalen Finanzmärkte besteht.

Für die Projektion der Aktivastruktur bis 1990 sind folgende Überlegungen anzustellen: Legt man die bisherigen Überlegungen zur Kreditquote einer Fortschreibung des Bilanzanteils der Direktkredite zugrunde, würde dieser weiter sinken und im Jahr 1990 nur noch 36,9% betragen. Der Direktkreditanteil sinkt demnach in Zukunft langsamer als etwa in der Periode zwischen 1972 und 1982. Diese Annahme erscheint gerechtfertigt, wenn man bedenkt, daß auf der anderen Seite nicht mehr im gleichen Ausmaß wie seit 1972 mit einer Expansion des Auslandsanteils zu rechnen ist: Einerseits ist die Integrationsphase abgeschlossen und andererseits dürfte es wegen der internationalen Verschuldensprobleme zu einer Konsolidierungsphase in diesem Geschäftsbereich kommen. Unter diesen Annahmen kann für 1990 ein Bilanzanteil der Auslandsaktiva von etwa 22,5% erwartet werden.

Der Bereich der festverzinslichen Wertpapiere war nach dem Boom in der zweiten Hälfte der siebziger Jahre durch ein vorsichtiges Anlageverhalten der Kreditunternehmen gekennzeichnet: Die stark steigenden Zinsen belasteten die Bilanzen wegen des hohen Abschreibungsbedarfs der im Umlaufvermögen befindlichen Titel. Da der "gemäßigt optimistischen" Entwicklungsvariante bei mäßigem Wachstum eine weniger restriktive Geldpolitik zugrundeliegt, sollte es nicht wieder zu einem dauerhaften und merklichen Anziehen der Zinssätze kommen. Daher ist es plausibel, von einer Stabilisierung des Wertpapieranteils auszugehen (1990 11,6%).

Für die übrigen Aktivposten sind keine speziellen Annahmen erforderlich, sie können etwa ihrem bisherigen Trend entsprechend extrapoliert werden. Der Anteil der Zwischenbankaktiva ist sehr stabil und könnte 1990 bei 23,5% liegen. Der Anteil der Kassenliquidität wird weiter abnehmen (1990 1,7%), ebenso der Anteil der sonstigen Aktiva (1990 3,8%).

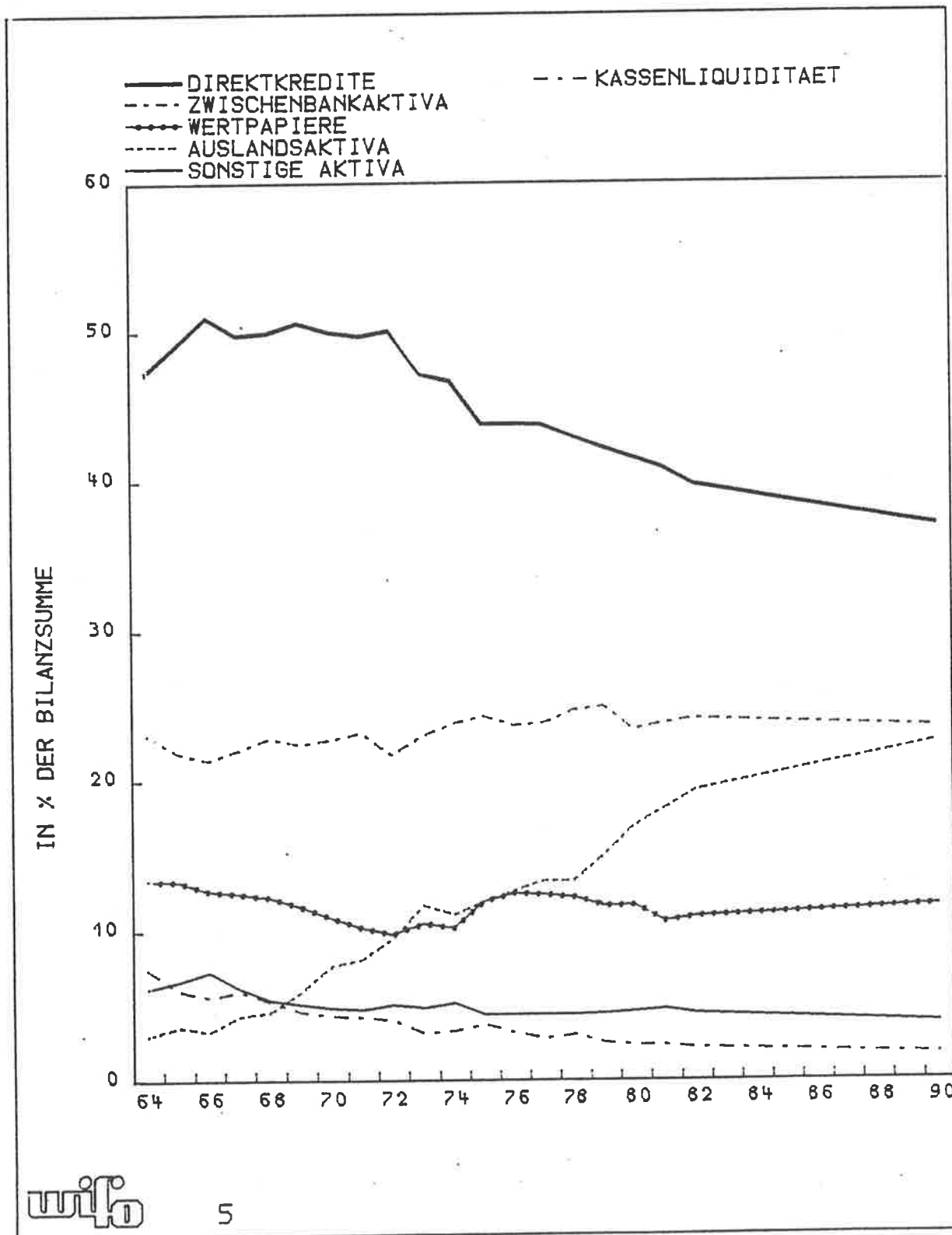
Abbildung 5: Aktivastruktur der Kreditunternehmen

Abbildung 6: Passivastruktur der Kreditunternehmen

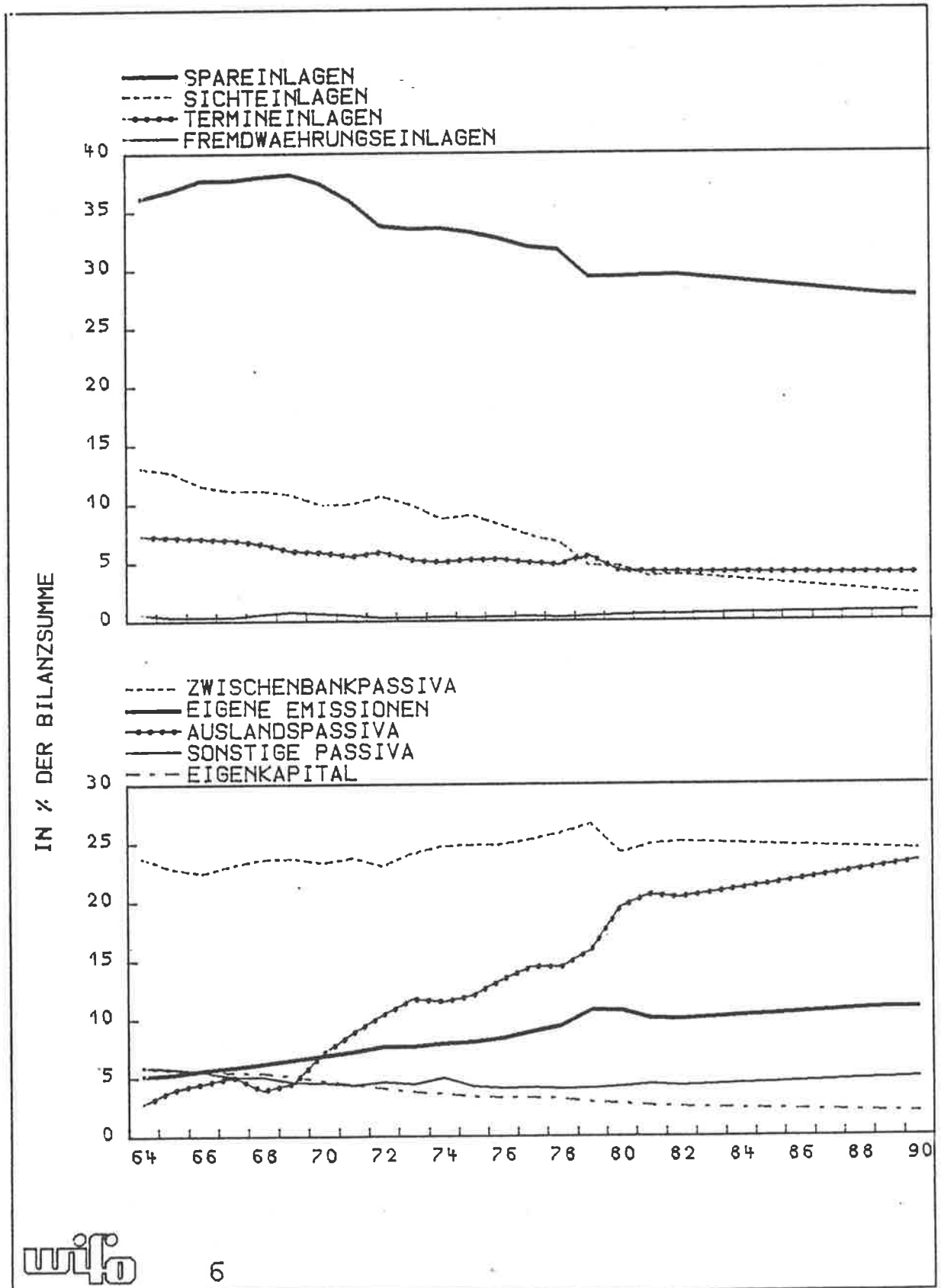
Ähnlich wie auf der Aktivseite erfolgt in den letzten Jahrzehnten auch starke Umschichtungen in der Passivastruktur. Hauptmerkmal dieser Umschichtungen ist wie auf der Aktivseite die starke Anteilssteigerung der Auslandspassiva. Die Fremdwährungsposition der Geschäftsbanken ist über die Zeit gesehen im großen und ganzen ausgeglichen (siehe Winckler, 1983), die Auslandsposition der Kreditunternehmen ist es langfristig gesehen ebenfalls, doch können sich von Jahr zu Jahr Anteilsdifferenzen bis zu 2 Prozentpunkten ergeben: So überwogen etwa im Jahr 1981 die Auslandspassiva um 2,1 Prozentpunkte, worin sich hauptsächlich die nicht kursgesicherten Auslandsemissionen der Oesterreichischen Kontrollbank niederschlugen. Die auch in Österreich seit 1980 verfolgte restriktive Geldpolitik bei gleichzeitiger liberaler Handhabung der Kapitalimporte durch die Kontrollbank hat die Geschäftsbanken veranlaßt, sich verstärkt



# AKTIVASTRUKTUR DER KREDITUNTERNEHMUNGEN



# PASSIVSTRUKTUR DER KREDITUNTERNEHMUNGEN



Mittel über diesen Kanal zu beschaffen. Dies war der Hauptgrund für die besonders starke Anteilssteigerung der Auslandspassiva in den Jahren 1980 und 1981. Klammert man die Bilanz der Kontrollbank aus der aggregierten Bilanz der Kreditunternehmen aus, so lag der Anteil der Auslandspassiva Ende 1982 um etwa 2 Prozentpunkte unter dem Gesamtanteil an der aggregierten Bilanzsumme.

Die wichtigste Position auf der Passivseite sind die Spareinlagen. Als Folge der Ausweitung des Auslandsanteils ist ihre Bedeutung seit Ende der sechziger Jahre rückläufig. Ihr Anteil liegt heute (1982 29,4%) etwa auf dem Niveau der späten fünfziger Jahre. Im Laufe der sechziger Jahre hatte ihre Bedeutung auf Kosten anderer Einlageformen kräftig zugenommen und in der Periode 1967 bis 1969 Spitzenanteile von durchschnittlich 38% der Bilanzsumme erreicht. Seither ist die Bedeutung auch aller anderen Einlageformen deutlich gesunken, besonders jene der Sichteinlagen, deren Anteil zwischen 1960 und 1982 von 15,6% auf 3,7% fiel. Die Tendenz zur "Rationalisierung" bei nicht zinsbringenden Finanzanlagen ist in den meisten Staaten festzustellen. Er wurde in Österreich noch dadurch begünstigt, daß den Nichtbanken auch ein Großteil der Spareinlagen als täglich fälliges Geld zur Verfügung steht. Dazu kam 1979 die Aufkündigung der Habenzinsabkommens, die gemeinsam mit der etwas später einsetzenden monetären Restriktion zu einem Konditionenwettbewerb um Einlagen führte und zusätzliche Umschichtungen von Sichteinlagen zu höher verzinsten Spareinlagen induzierte. Bei den Termineinlagen (einschließlich aufgenommenen Gelder) traten tendenziell ebenfalls Anteilsverluste ein, allerdings mäßiger als bei den Sichteinlagen: Zwischen 1960 und 1982 sank ihr Anteil von 8,7% auf 4,2%.

Teilweise wettgemacht wurden die Anteilsverluste bei den Einlagen durch die Eigenen Emissionen der Kreditunternehmen, die in der gleichen Periode von 3,9% auf 9,9% der Bilanzsumme stiegen. Die größte Expansion erfolgte im Anschluß an die rechtliche Neuregelung des Kreditwesens im Jahr 1979, mit der der Zugang zum Rentenmarkt für potentielle Emittenten erleichtert wurde. Nach dem Höhepunkt des Jahres 1980

(Bilanzanteil 10,8%) ergaben sich aber wegen der Erwartung sinkender Zinssätze die schon erwähnten Absatzschwierigkeiten im Kreditapparat selbst, so daß der Anteil der Eigenen Emissionen seither wieder rückläufig ist. Interessant ist auch noch die Entwicklung der Eigenkapitalquote, die 1960 6,6% betrug und seither fast kontinuierlich bis auf 2,5% (1982) gefallen ist.

Für die Projektion bis 1990 können die Passivpositionen teilweise mit den schon projizierten Anteilen auf der Aktivseite verknüpft werden. So liegen die Zwischenbankpassiva in der statistischen Erfassung der Oesterreichischen Nationalbank etwa 0,8 Prozentpunkte über dem Anteil der Zwischenbankaktiva; für 1990 kann daher mit einem Anteil der Zwischenbankaktiva von etwa 24,4% gerechnet werden. Ähnlich liegen aus den schon besprochenen Gründen die Auslandspassiva etwas über den Auslandsaktiva. Unter der Voraussetzung, daß sich die Kontrollbankaktivitäten in den nächsten Jahren nicht so stürmisch ausweiten wie zu Beginn der achtziger Jahre, kann man den Anteil der Auslandspassiva im Jahr 1990 mit 23,4% annehmen. Bleiben die Zinssätze einigermaßen stabil, und sind daher die Kreditunternehmungen wieder eher bereit, in festverzinslichen Wertpapieren anzulegen, kann auch wieder mit einer leichten Zunahme des Anteils der Eigenen Emissionen gerechnet werden. Ihr Anteil könnte unter dieser Annahme im Jahr 1990 etwa 11% erreichen. Dieser Bedeutungszuwachs ist auch konsistent mit der Erwartung, daß der Rentenmarkt in Zukunft noch stärker als bisher von den Kreditunternehmungen dominiert werden wird. Weiterhin sinken dürften hingegen die Anteile von Spareinlagen (1990 27,4%), Sichteinlagen (2%), Termineinlagen (4%) und Eigenkapital (2%). Der Anteil der Fremdwährungseinlagen kann mit 0,8% und jener der sonstigen Passiva mit 5% angesetzt werden.

### c) Geldmarkt und Liquidität der Kreditunternehmungen

Aus der Bilanzstruktur der Kreditunternehmungen ist ersichtlich, daß der Anteil der Liquiditätsposition im Laufe der Zeit kontinuierlich

vermindert wurde, um ertragbringenden Aktiva Platz zu machen. Besonders deutlich wurde dies in den siebziger Jahren, als die Geldmarktaktivitäten der Kreditunternehmungen zunehmend marktorientiert wurden. Mit dem seit etwa 1972 zu beobachtenden Ausscheren des Geldmarktsatzes aus der von der Wirtschaftspolitik angestrebten Konstanz der Nominalzinssätze kam es zu einer knappen Mengenkalkulation bei liquiden Mitteln und damit auch zu einer steigenden Bedeutung des Geldmarktes für den Spitzenausgleich.

Eine weitere Quelle für den Liquiditätsausgleich ergab sich mit der zunehmenden Integration des österreichischen Kreditapparates in die internationalen Finanzmärkte. Kurzfristige Auslandsveranlagungen der österreichischen Geldinstitute sicherten ihnen die potentielle Liquidität, um auch unabhängig von der jeweiligen Situation auf dem österreichischen Geldmarkt im Rahmen der von der Nationalbank gewährten Möglichkeiten Liquiditätsprobleme auszugleichen (vgl. Beirat, 1983).

Diese Tendenzen werden sich unter den bestehenden institutionellen Voraussetzungen (also etwa bei unveränderter Mindestreservepolitik der Oesterreichischen Nationalbank) in ähnlicher Weise weiterentwickeln wie in der Vergangenheit. Die Inlandsliquidität der Kreditinstitute wird zwar absolut zunehmen, relativ zur Bilanzsumme jedoch weiter an Bedeutung verlieren.

#### d) Einlagen

Die Struktur der Einlagen wurde bereits im Zusammenhang mit der Entwicklung der Passivstruktur der Bankbilanzen besprochen. Eine weitergehende Aufgliederung, insbesondere eine Sektorgliederung nach privaten Haushalten und Unternehmungen ist datenmäßig nicht verfügbar. Grobe Schätzungen aus einzelnen Kreditinstituten lassen zwar die Vermutung zu, daß etwa die Spareinlagen zu 3/4 bis 9/10 privaten Haushalten gehören dürften und der Rest von privaten Unternehmungen hinterlegt worden ist, doch ist es kaum möglich, solche Informationen in Zeitreihenform zu gießen und einer Verhaltensanalyse zu unterziehen.

In Ergänzung zu den Überlegungen über die Entwicklung der Bilanzstruktur kann die wahrscheinliche Entwicklung der Spareinlagen noch mit dem Haushaltseinkommen und der möglichen zukünftigen Zinsenstruktur in Beziehung gesetzt werden. Ökonometrische Sparfunktionen weisen in der Regel eine signifikante Beeinflussung der Spareinlagen durch das nominelle Einkommen nach (oder getrennt durch das Realeinkommen und die Preisentwicklung). Zinseinflüsse lassen sich oft nur in Form von Substitutionselastizitäten nachweisen, wenn als Folge einer Veränderung der Zinsstruktur eine Umschichtung von einer zu einer anderen Finanzanlageform erfolgt. Einflüsse einer Veränderung des allgemeinen Realzinsniveaus werden erst bei markanten Änderungen meßbar. Kaum erkennbar sind in Österreich Formen des "Angstsparens", wie sie in anderen Ländern als Folge einer kräftig steigenden Arbeitslosigkeit nachgewiesen werden konnten. Institutionelle Einflüsse (etwa die Ankündigung einer Änderung der Steuereinhebungsform auf Zinserträge) können ebenfalls zu Substitutionsbewegungen führen, die jedoch meist nur kurzfristig zu einer Veränderung der Liquiditätsstruktur von Finanzanlagen beitragen.

Für die längerfristige Entwicklung der Spareinlagen ist hingegen die Einkommenselastizität ein wichtiger Anknüpfungspunkt. Sie liegt für die Spareinlagen der Wirtschaftsunternehmungen und Privaten, gemessen am verfügbaren persönlichen Einkommen, bei etwa  $1 \frac{1}{2}$ , d.h. steigt das Einkommen über eine längere Periode gesehen im Durchschnitt um einen bestimmten Prozentsatz, dann nimmt erfahrungsgemäß der Spareinlagenstand um das Eineinhalbfache dieses Prozentsatzes zu (vgl. auch Gugerell, 1980). Dies ist konsistent mit der in der Projektion der Bilanzstruktur der Kreditunternehmungen unterstellten durchschnittlichen Jahreswachstumsrate der Spareinlagen für die Periode 1982/1990 von 10% sowie der Expansion des privaten Konsums mit durchschnittlich 6% im Jahr bei konstanter Sparquote.

### e) Direktkredite

Die Direktkredite an inländische Nichtbanken werden nach den vorliegenden Annahmen zwar etwas schwächer expandieren als die gesamte Bilanzsumme der Kreditunternehmungen, aber mit einer durchschnittlichen Jahresrate zwischen 1982 und 1990 von 10% gut eineinhalbmal so rasch wie das nominelle BIP. Die Finanzierung über Direktkredite ist die bedeutendste Art der Fremdfinanzierung inländischer Nichtbanken durch die inländischen Finanzierungsinstitute. Die Ende 1982 aushaftenden Direktkredite waren mit 935 Mrd.S etwa sechsmal so hoch wie die von Nichtbanken emittierten Rentenwertbestände der Kreditunternehmungen (159 Mrd.S).

Aus der Sicht der Finanzierungsstruktur der Kreditnehmer sind die Direktkredite von recht unterschiedlicher Bedeutung. So dominiert in der Verschuldensstruktur des Bundes mit einem Anteil an der Finanzschuld Ende 1982 von 53,2% bei weitem die titrierte Schillingschuld vor der Fremdwährungsschuld mit 31,7%. Faßt man die Direktkredite der inländischen Kreditunternehmungen in Schilling und Fremdwährung zusammen (d.s. die Direktkredite an den Bund lt. Kreditstatistik), ergibt sich ein Anteil an der gesamten Finanzschuld von 19,5%. Über die Zeit ist dieser Anteil jedoch deutlich gestiegen: Nach nur 1,9% im Jahr 1970 stieg er bis 1975 auf 6,7% und betrug 1980 bereits 14,9%.

Im Gegensatz dazu waren von der gesamten Finanzschuld der Länder und Gemeinden im Jahr 1980 (letzter verfügbares Jahr) in der Höhe von 108,9 Mrd.S etwa 51% in der Form von Direktkrediten österreichischer Kreditinstitute. 1970 betrug dieser Anteil 45,9% und 1975 49,7%. Die Länder und Gemeinden sind also anders als der Bund (dem sowohl der inländische Rentenmarkt als auch die ausländischen Finanzmärkte in weitaus höherem Maße als Finanzierungsquelle zur Verfügung stehen) immer schon sehr stark auf die Direktfinanzierung durch die Kreditinstitute angewiesen gewesen.

#### Übersicht 10: Struktur der öffentlichen Verschuldung

Die privaten Nichtbanken verschulden sich ebenfalls überwiegend in Form von Direktkrediten. Ende 1980 machten die aushaftenden Direktkredite an private Nichtbanken (einschließlich der Kredite an die Sondergesellschaften des Bundes und die Verstaatlichte Industrie) 688,4 Mrd.S aus. Der Umlauf der von vergleichbaren Kreditnehmergruppen emittierten Anleihen erreichte hingegen nur 28,8 Mrd.S. Von diesen entfiel wiederum mehr als die Hälfte auf die Elektrizitätswirtschaft und mehr als ein Viertel auf die Sondergesellschaften des Bundes.

Der Direktkreditfinanzierung der privaten Nichtbanken kommt in Österreich besondere Bedeutung zu, weil sich hier - im Gegensatz zum anglo-amerikanischen Finanzierungssystem - ein eingeständiger Geld- und Kapitalmarkt neben den Geschäftsbanken nicht im gleichen Maße entfalten konnte. Außerdem halten nach Streißler und Tichy (1978) in Österreich die Produktionsunternehmungen ihre liquiden Mittel in erster Linie in Einlagenform bzw. in Form von nicht ausgenützten Kreditrahmen.

Die Struktur der Direktkredite nach Kreditnehmern hat sich in den letzten zwei Jahrzehnten zu Lasten der privaten Dienstleistungs- und Produktionsbereiche und zugunsten von Krediten an die privaten und öffentlichen Haushalte verlagert. Der hohe Finanzierungsbedarf des Bundes seit 1975 hat seinen früher unbedeutenden Anteil stark steigen lassen. Wegen der zeitweisen Stilllegung des Rentenmarktes (etwa im Frühjahr 1981) mußte der Bund seine Inlandsfinanzierung verstärkt auf den Direktkreditmarkt konzentrieren. Als zusätzlicher Faktor, der die Aufnahme von (variabel verzinsten) Direktkrediten begünstigte, kam in den letzten Jahren das hohe Niveau hinzu. Nimmt man an, daß diese Faktoren in den nächsten Jahren nicht dominieren werden, sollte der Anteil des Bundes an den gesamten Direktkrediten zwar weiter steigen, aber nicht mehr im gleichen Tempo wie in den Jahren 1981 und 1982. Bei einer angenommenen Wachstumsrate von jährlich 20% würde sich dieser Anteil von 7,1% Ende 1982 bis Ende 1990 auf 10,2% erhöhen. Für die



Struktur der öffentlichen Verschuldung

	Bund1)	Länder Gemeinden1)	Insgesamt
<u>1970:</u>			
1. Endstände in Mrd.S:			
Direktkredite d. KU	0,9	11,8	12,1
Sonstige Kredite	46,2	13,9	60,1
Gesamt	47,1	25,7	72,8
2. Prozentanteile:			
Direktkredite d. KU	1,9	45,9	16,6
Sonstige Kredite	98,1	54,1	83,4
Gesamt	100,0	100,0	100,0
<u>1975:</u>			
1. Endstände in Mrd.S:			
Direktkredite d. KU	6,7	28,2	34,9
Sonstige Kredite	93,7	28,5	122,2
Gesamt	100,4	56,7	157,1
2. Prozentanteile:			
Direktkredite d. KU	6,7	49,7	22,2
Sonstige Kredite	93,3	50,3	77,8
Gesamt	100,0	100,0	100,0
<u>1980:</u>			
1. Endstände in Mrd.S:			
Direktkredite d. KU	38,8	55,9	94,7
Sonstige Kredite	222,4	53,0	275,4
Gesamt	261,2	108,9	369,9
2. Prozentanteile:			
Direktkredite d. KU	14,9	51,3	25,6
Sonstige Kredite	85,1	48,7	74,4
Gesamt	100,0	100,0	100,0

1) Direktkredite lt. Kreditstatistik.

Q: PSK: Finanzschuldenbericht 1982; OeNB: Halbjährliche Kreditstatistik.

Struktur der Bundesfinanzierung würde dies unter den nachstehend getroffenen Annahmen über die Rentenmarktentwicklung (bei konstantem Verhältnis zwischen Schilling- und Fremdwährungsschuld) eine Erhöhung des Direktkreditanteils an der Finanzschuld von 19,5% (Ende 1982) auf etwas mehr als 24% bedeuten. Für die sonstigen öffentlichen Haushalte kann unterstellt werden, daß ihre aushaftenden Direktkredite wie in der Vergangenheit etwa gleich rasch wachsen wie das Gesamttaggregat, sodaß ihr Anteil bei 8,6% konstant bleibt. Der Anteil des gesamten öffentlichen Sektors steigt somit zwischen 1982 und 1990 von 15,7% auf 18,8%.

Alle anderen großen Kreditnehmergruppen werden in den nächsten Jahren unter den hier getroffenen Annahmen ihre Direktkreditfinanzierung etwas schwächer wachsen lassen als dem durchschnittlichen Wachstum der Direktkredite entspräche. Nur Industrie und Gewerbe dürften nach dem "Verlust" an Direktkreditanteilen bis in die zweite Hälfte der siebziger Jahre (die vor allem der rapiden Ausweitung der Konsum- und Wohnbaukredite zuzuschreiben war) und dem seither mehr oder weniger stagnierenden Anteil auch in den kommenden Jahren bei etwa 30% verharren. Hingegen wird der Anteil der übrigen Produktions- und Dienstleistungsbereiche (insbesondere also Land- und Forstwirtschaft, Handel, Verkehr und Fremdenverkehr) insgesamt eher leicht sinken, sodaß er (einschließlich der "sonstigen" Kreditnehmer) nach 32,0 (1982) im Jahr 1990 nur noch 30,7% betragen könnte.

Nach dem Aufholprozeß, den die Kreditgewährung an unselbständig Erwerbstätige und Private sowie an freie Berufe noch bis in die späten siebziger Jahre durchmachte und der dann durch die Kreditbeschränkungen des Limes und die Angebotsbeschränkungen bei Bausparkrediten beendet wurde, ist auch in Zukunft nicht mit einer Wiederaufnahme dieses Prozesses zu rechnen. Vielmehr wird der Anteil dieser Kreditnehmergruppe etwas zurückgehen (von 22% im Jahr 1982 auf etwa 20 1/2% im Jahr 1990), wenn auch nicht so rasch wie in der Periode von 1978 bis 1982, in der neben den schon erwähnten Faktoren auch die steigenden Zinssätze den

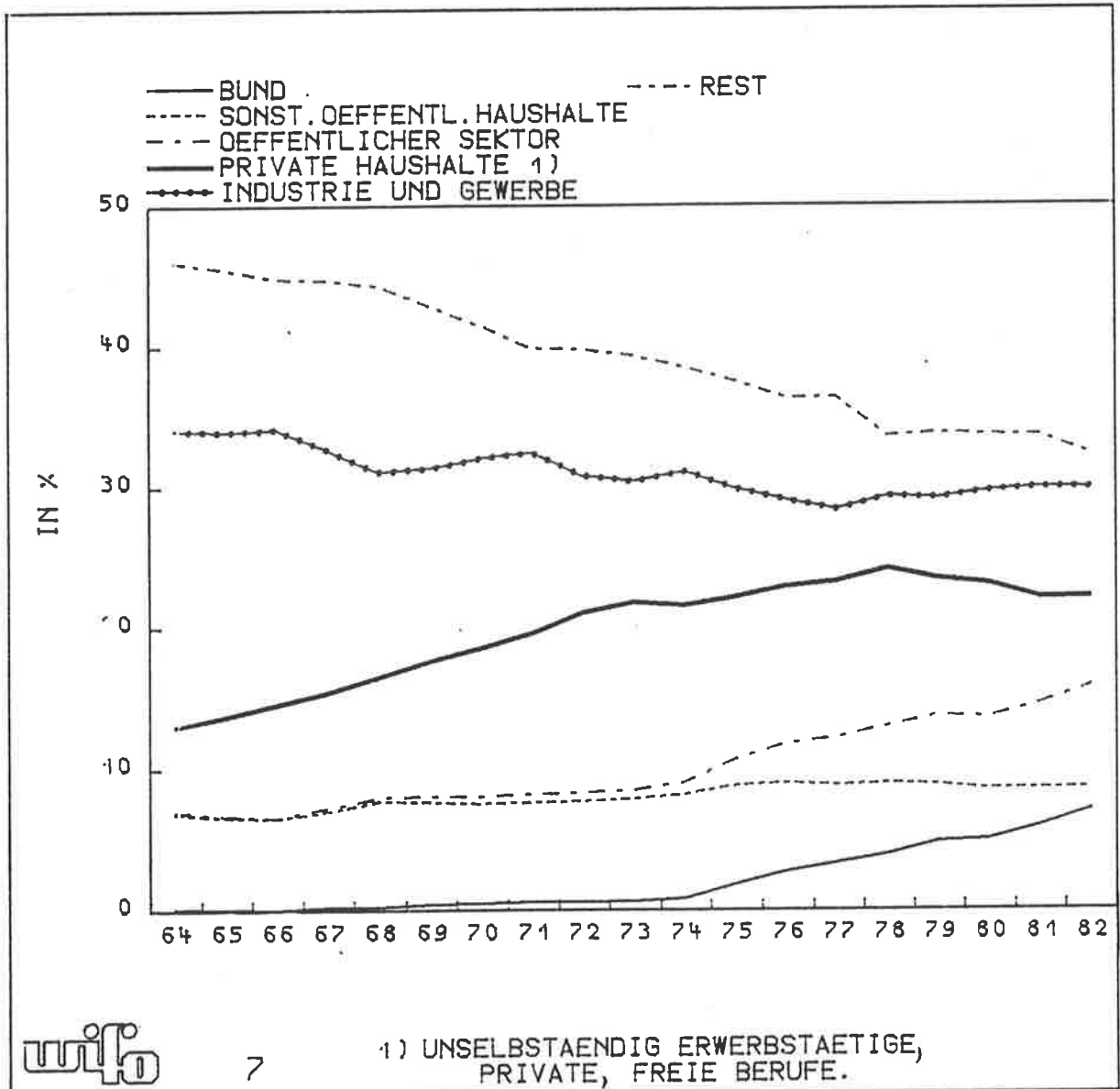
kreditfinanzierten Konsum dämpften. Diese Vorschau impliziert jedoch, daß die "Haushaltskreditquote" (aushaftendes Kreditvolumen in Prozent des privaten Konsums) von 32,2% im Jahr 1982 auf fast 41% im Jahr 1990 steigt.

Abbildung 7: Struktur der Direktkredite nach Kreditnehmergruppen

Gliedert man die Direktkredite nicht nach Kreditnehmern, sondern nach Verwendungsarten, sind insbesondere jene für Wohnbau und Hausreparatur erwähnenswert. Ihr Anteil an den gesamten Direktkrediten ist über die Zeit sehr stabil und beträgt etwa ein Fünftel. Kurzfristige Abweichungen von diesem Verhältnis sind in der Vergangenheit überwiegend auf institutionelle Eingriffe zurückzuführen gewesen. So kann es beispielsweise nach der Reform der öffentlichen Wohnbauförderung im Jahr 1968 zu einer überdurchschnittlichen Ausweitung der Wohnbaukredite, ebenso 1973 nach der Änderung des Aufteilungsschlüssels für die Finanzierung öffentlich geförderter Wohnungen zugunsten der Bankendarlehen (vgl. hierzu Handler-Lehner, 1981b).

Die stabile Entwicklung des Anteils der Wohnbaukredite verdeckt allerdings die Unterschiede, die zwischen der Bewegung der von den Bausparkassen vergebenen Darlehen und den sonstigen Wohnbaukrediten bestanden. Wegen der günstigen Zinssatzgestaltung bei den Darlehen der Bausparkassen ist die Nachfrage nach diesen in der Vergangenheit stets höher gewesen als das längerfristig an die Bauspareinlagen gebundene Angebot. Schwankungen in der Entwicklung der Bauspareinlagen, die in der Vergangenheit häufig als Echoeffekt zur Änderung staatlicher Förderungsbestimmungen auftraten, können daher auch zu Schwankungen im Angebot von Bauspardarlehen führen. Da der Planungshorizont im Wohnbau relativ lang ist, erfolgt der Ausgleich in der Kreditaufnahme zunächst bei den Wohnbaukrediten der übrigen Kreditinstitute. Die Bausparkkredite lagen früher traditionell unter dem Niveau der sonstigen Wohnbaukredite. Sie sind jedoch seit den späten siebziger Jahren besonders stark gewachsen und erreichten 1981 erstmals mehr als die Hälfte der gesamten

### STRUKTUR DER DIREKTKREDITE NACH KREDITNEHMERGRUPPEN



wifo

7

1) UNSELBSTAENDIG ERWERBSTAETIGE,  
PRIVATE, FREIE BERUFE.

aushaftenden Wohnbaukredite. 1982 wurde diese Entwicklung jedoch gedämpft, weil die Bauspareinlagen rückläufig waren und die Bausparkasse wegen des 1984/85 bevorstehenden Auszahlungsbooms die Kreditvergabe nur zögernd ausweiteten.

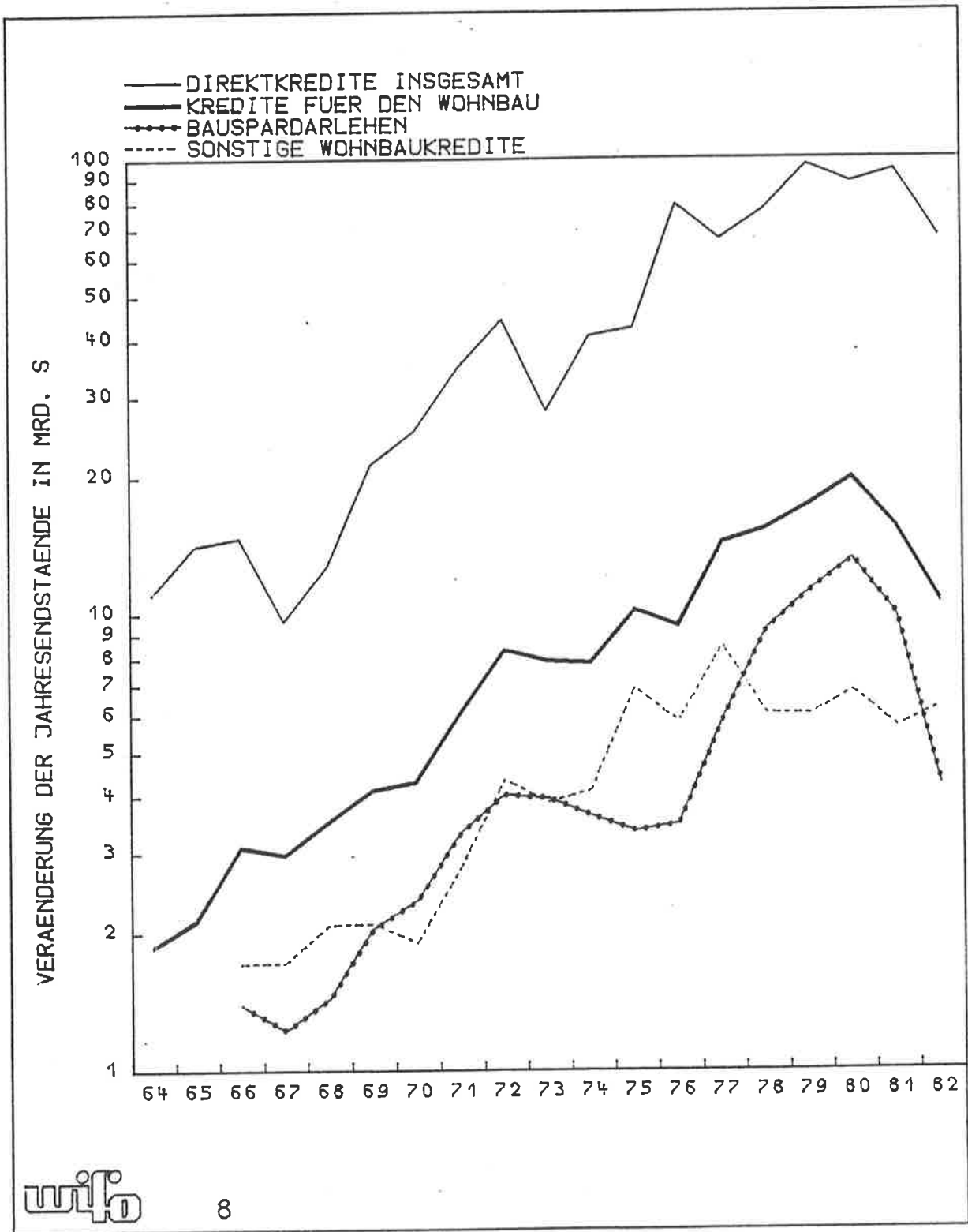
Abbildung 8: Ausweitung der Wohnbaukredite

Für die kommenden Jahre ist entsprechend den Modellberechnungen von einem unterdurchschnittlichen realen Wachstum der Wohnbauinvestitionen auszugehen. Die zweckgebundenen Mittel für die Wohnbauförderung haben in der jüngsten Vergangenheit eine Änderung in der Verwendungsstruktur erfahren, weil im Zuge der Hochzinsphase immer mehr Mittel für Annuitätenzuschüsse und Wohnbeihilfen und weniger für Wohnbaudarlehen vergeben wurden. Dies dämpfte auch die Nachfrage nach ergänzenden Kapitalmarkt- und (kreditfinanzierten) Eigenmitteln. Geht man davon aus, daß das derzeitige Wohnbauförderungssystem unverändert bestehen bleibt, ist auch weiterhin eine nur schwache Ausweitung des geförderten Wohnbauvolumens zu erwarten. Da nicht anzunehmen ist, daß die Dämpfung im geförderten Wohnbau zu einer im Umfang gleichen Steigerung des frei finanzierten Wohnbaus führt, wird auch die Nachfrage nach Wohnbaukrediten der Kreditunternehmen nicht besonders stark expandieren. In den nächsten Jahren ist ferner mit einer Fortsetzung des beschränkten Angebots an Bauspardarlehen zu rechnen, so daß etwas mehr Raum für eine Ausweitung der sonstigen Wohnbaukredite (und auch der Zwischenkredite der Bausparkassen) besteht. Der Anteil der Wohnbaukredite an den gesamten Direktkrediten wird vermutlich leicht sinken.

f) Rentenmarkt

Der Rentenmarkt erfüllt heute weniger als je zuvor die Funktion eines "direkten Finanzmarktes", auf dem einander die Kapitalnachfrager und -anleger unmittelbar gegenüber stehen. Vielmehr ist der Rentenmarkt zunehmend zu einem "indirekten Finanzmarkt" geworden, auf dem die

# AUSWEITUNG DER WOHNBAUKREDITE



Mittelbeschaffung und Mittelverwendung durch die bilanzmäßige Einschaltung von Finanzintermediären vermittelt wird. Er unterscheidet sich von anderen Kreditmärkten (Direktkreditmärkten) zwar noch in der Form der Kreditvergabe und (seit die Direktkredite überwiegend variabel verzinst werden) in der Konditionengestaltung, aber kaum noch in der Funktion.

Für die Entwicklung gibt es mehrere Gründe, die zum Teil institutioneller Natur sind. So ist etwa die Fremdfinanzierung der Unternehmungen über Direktkredite in der Regel einfacher und kostengünstiger als über die Emission festverzinslicher Wertpapiere, vor allem auch wegen der Vielzahl staatlicher Programme, über die die Kosten für den Direktkreditnehmer herabgestützt werden. Für die Emission von Rentenwerten kommen daher nur einige wenige Großunternehmungen mit hohem Bedarf an festverzinslicher Fremdfinanzierung in Betracht, insbesondere solche aus staatsnahen Bereichen wie die Verstaatlichte Industrie und die E-Wirtschaft; dazu kommen in Zukunft wohl verstärkt auch jene Finanzierungsgesellschaften des Bundes, über welche die aus dem Budget ausgegliederten öffentlichen Aktivitäten (etwa im Autobahnbau) finanziert werden.

Schuldner aus diesen Bereichen sind jedoch heute praktisch ohne Bedeutung für die Gestaltung des Rentenmarktes. Ihr Anteil am Rentenumlauf betrug Ende 1982 nicht einmal 7%. Die dominierenden Schuldnergruppen sind die Kreditunternehmungen (mit einem Anteil von 54,2%) und der Bund (32,5%). Der Bund ist nicht nur einer der wichtigsten Emittenten, sondern zugleich Aufsichtsbehörde, die die Emissionsgenehmigungen erteilt. Eine weitere Institution, die geeignet ist, die derzeitigen Strukturen festzuschreiben, ist der Kapitalmarktausschuß zur Beratung der Aufsichtsbehörde: Seine beschlußfassenden Mitglieder setzen sich ausschließlich aus Vertretern von Kreditunternehmungen bzw. deren Dachverbände zusammen.

Die Entwicklung des Rentenmarktes zum indirekten Finanzmarkt wird auch durch die Emissionssyndikate begünstigt, die sich gegen eine Prämie zur Übernahme der jeweiligen Emission verpflichten. Das Prämiensystem und die immer wieder auftretenden Probleme des Wertpapierabsatzes an nichtinstitutionelle Inländer fördern die endgültige Übernahme von Fremdemissionen in die Portefeuilles der Kreditunternehmungen, die sich wiederum je nach Bedarf und Placierungsmöglichkeiten die Mittel durch eigene Emissionen beschaffen. Dabei ist natürlich zu berücksichtigen, daß die Kreditunternehmungen ihre Wertpapierbestände nicht überwiegend "unfreiwillig" halten, sondern zur optimalen Strukturierung ihrer Portefeuilles einen originären Veranlagungsbedarf haben.

In der heutigen Struktur des Rentenmarktes (gemessen am Umlauf zum Jahresende 1982) dominieren also die Kreditunternehmungen auf der Schuldner- und Gläubigerseite. Wie erwähnt besteht der Rentenumlauf zu mehr als der Hälfte aus eigenen Emissionen der Kreditinstitute. Von diesen wird etwa ein Drittel (16,8% des Rentenumlaufs) von Kreditunternehmungen selbst gehalten und etwa zwei Drittel (37,4% des Rentenumlaufs) von Nichtbanken. Als Schuldner treten die Nichtbanken im Ausmaß von 45,8% des Rentenumlaufs auf, ihre Schuldtitel werden zu drei Fünftel von Kreditunternehmungen und zu zwei Fünftel (oder 18,3% des Rentenumlaufs) von Nichtbanken gehalten. Diese 18,3% entsprechen dem Anteil der "direkten" Kreditbeziehungen auf dem Rentenmarkt (wenn man für den Zweck dieser Darstellung den originären Finanzierungsbedarf der Kreditunternehmungen vernachlässigt, der kaum empirisch gemessen werden kann). Seit Beginn der siebziger Jahre ist dieser Anteil drastisch gesunken.

#### Übersicht 11: Schuldner- und Gläubigerstruktur des Rentenmarktes

Auf der Anlegerseite ergibt sich ein besonderes Datenproblem in der Erfassung des Wertpapierbestandes der privaten Haushalte und Unternehmungen, der nur als Restgröße mit allen Unzulänglichkeiten einer solchen Vorgangsweise bekannt ist. Eine Aufgliederung dieser Restgröße



UEBERSICHT 11

SCHULDNER- UND GLAEBIGERSTRUKTUR DES RENTENMARKTES  
GEMESSEN AM UMLAUF

1970		S C H U L D N E R		SUMME
	I	KU	SOMSTIGE	
G L A E U B I G E R				
KU				
MRD.S		8.6	15.9	23.6
IN % DER GESAMTSUMME		13.6	23.7	37.4
S O N S T I G E				
MRD.S		15.8	23.8	39.6
IN % DER GESAMTSUMME		25.0	37.6	62.6
S U M M E				
MRD.S		24.4	38.8	63.2
IN % DER GESAMTSUMME		38.6	61.4	109.0
1976		S C H U L D N E R		SUMME
	I	KU	SOMSTIGE	
G L A E U B I G E R				
KU				
MRD.S		29.4	62.0	91.4
IN % DER GESAMTSUMME		16.0	33.7	49.7
S O N S T I G E				
MRD.S		55.1	37.6	92.7
IN % DER GESAMTSUMME		29.9	20.4	50.3
S U M M E				
MRD.S		84.5	99.7	184.1
IN % DER GESAMTSUMME		45.9	54.1	109.0
1982		S C H U L D N E R		SUMME
	I	KU	SOMSTIGE	
G L A E U B I G E R				
KU				
MRD.S		72.3	118.3	190.5
IN % DER GESAMTSUMME		16.8	27.5	44.3
S O N S T I G E				
MRD.S		161.2	78.9	249.1
IN % DER GESAMTSUMME		37.4	18.3	55.7
S U M M E				
MRD.S		233.5	197.1	430.6
IN % DER GESAMTSUMME		54.2	45.8	109.0

auf die beiden genannten Sektoren ist nicht möglich. Dadurch ergeben sich vor allem für die Projektion des künftig zu erwartenden Anlagebedarfs große Probleme. Ein Lösungsversuch liegt in der Ableitung eines "Anlagepotentials der nichtinstitutionellen Inländer" aus der Finanzierungsrechnung. Zu diesem Zweck werden aus der Volkseinkommensrechnung das Sparen der privaten Haushalte und die Geldvermögensbildung der privaten Unternehmungen ermittelt. Zu diesen aus dem Einkommenskreislauf stammenden Mitteln werden noch die Kreditaufnahmen des privaten Sektors im In- und Ausland gezählt und sodann die alternativen Finanzanlagen (insbesondere die Einlagenbildung des privaten Sektors) abgezogen. Daraus ergibt sich das Anlagepotential der nichtinstitutionellen Inländer. Stellt man dieses Potential dem in der Vergangenheit tatsächlich (gemäß Restgröße) erforderten Nettoerwerb an Rentenwerten durch diese Anlegergruppe gegenüber, kommt man zwar in einzelnen Jahren auf erhebliche Abweichungen, doch stimmt das Bewegungsmuster der beiden Größen mehr oder weniger überein. Auffallend ist vielleicht noch, daß es einzelne Jahre gibt, in denen das Anlagepotential negativ wird, ein Fall, der nach den hier verwendeten Definitionen ausgeschlossen sein müßte. Daran erkennt man neuerdings die Grenzen jedes Versuchs, mit den vorhandenen Statistiken die Volkseinkommensrechnung und die Daten aus dem Finanzierungsbereich miteinander zu verknüpfen.

Übersicht 12: Rentenmarkt: Anlagepotential der nichtinstitutionellen Inländer

Abbildung 9: Nichtinstitutionelle Inländer: Anlagepotential für Rentenwerte

Für die Projektion der Rentenmarktentwicklung bis zum Ende dieses Jahrzehnts kann man von der weiter oben besprochenen Extrapolation mit Hilfe von Kreditquoten ausgehen und die bereits bisher besprochenen Teilaggregate des Rentenmarktes in das Gesamtbild übernehmen (z.B. aus der Bilanz der Kreditunternehmungen). Der gesamte Rentenumlauf, der in

UEBERSICHT 12

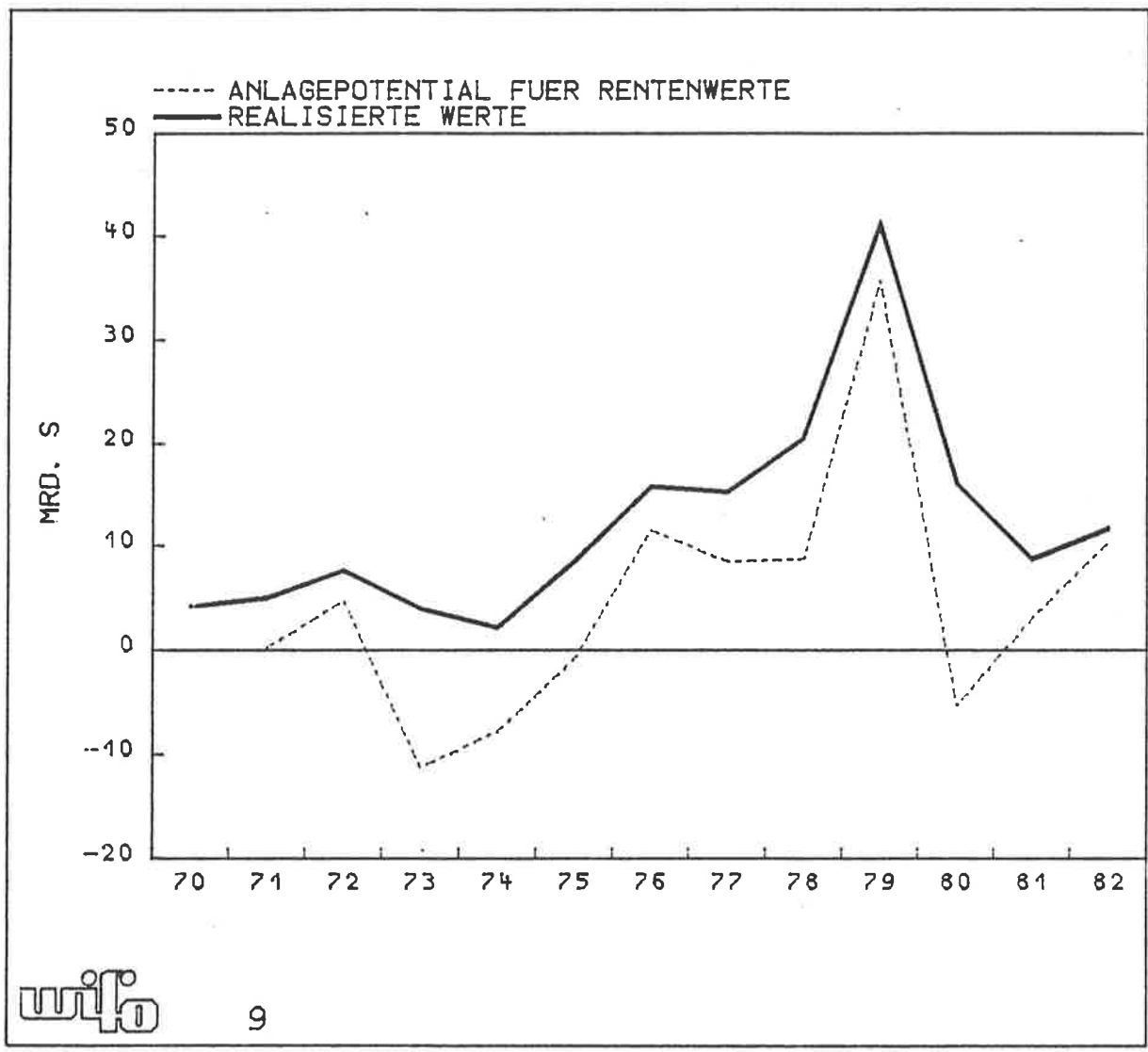
RENTENMARKT: ANLAGEPOTENTIAL DER NICHTINSTITUTIONELLEN INLAENDER

\*\*\*\*\*

MRD.5

	I	1970	1975	1980	1981	1982
-----						
1.PRIVATE HAUSHALTE:	I					
*****	I					
+VERFUEGBARES VOLKSEINKOMMEN	I					
PRIVATER HAUSHALTE	I	233.1	408.8	618.9	654.3	707.7
-PRIVATER KONSUM	I	205.3	368.3	552.0	595.7	640.6
+  =HAUSHALTSSPAREN	I	27.8	40.5	67.0	58.5	67.1
2.PRIVATE UNTERNEHMUNGEN:	I					
*****	I					
+UNVERTEILTE GEWINNE D.KAP.GES.	I	24.7	37.4	66.3	59.1	81.3
-LFD.TRANSFERS NETTO D.KAP.GES.	I	7.4	13.4	17.5	18.3	17.1
+  =VERFUEGBARES VOLKSEINKOMMEN	I					
D.KAP.GESELLSCHAFTEN	I	17.3	24.0	48.8	40.8	64.2
+KAPITALTRANSFERS+NETTO	I	3.7	12.6	15.4	18.5	17.6
+GESAMTE ABSCHREIBUNGEN	I	43.8	77.4	113.4	124.7	134.0
-OEFFENTLICHE ABSCHREIBUNGEN	I	2.6	5.0	7.1	8.0	8.8
+  =PRIVATE ABSCHREIBUNGEN	I	41.3	72.5	106.3	116.7	125.2
-BRUTTO-ANLAGEINVEST. INSGESAMT	I	97.2	174.9	250.2	263.6	263.7
+OEFFENTL. BRUTTO-ANLAGEINVEST.	I	17.5	34.2	41.6	41.8	41.9
-  =PRIVATE BRUTTO-ANLAGEINV.	I	79.7	140.7	208.7	221.8	221.8
-LAGERVERAENDERUNG+ STAT. DIFF.	I	14.5	-4.3	38.1	12.3	1.2
-LIEGENSCHAFTSERWERB+ NETTO	I	-1.8	-2.5	-2.5	-2.5	-2.8
+  ==GELDVERMOEGENSBILDUNG	I					
PRIVATER UNTERNEHMUNGEN	I	-30.1	-24.7	-73.8	-55.4	-13.1
3.ALTERNATIVFINANZIERUNG:	I					
*****	I					
+PRIVATE RENTENEMISSIONEN NETTO	I	.5	4.1	-3.1	-1.3	1.5
+DIREKTKREDITE INSGESAMT	I	25.3	42.5	88.2	94.1	67.1
-OEFFENTLICHE DIREKTKREDITE	I	2.0	9.7	10.9	21.3	21.0
+  =PRIVATE DIREKTKREDITE	I	23.3	32.8	77.3	72.8	46.1
-(M3+GEFOERDERTE SPAREINLAGEN)	I	24.9	71.4	75.5	79.6	96.7
+OEFFENTLICHE EINLAGENBILDUNG	I	1.3	10.9	-4.0	1.2	3.9
-  =PRIVATE EINLAGENBILDUNG	I	23.6	60.4	79.5	78.4	92.8
NETTOKAPITALIMPORTE DER WIRTSCHAFTS-	I					
UNTERNEHMUNGEN UND PRIVATEN:	I					
+  LANGFRISTIG	I	.6	7.0	5.9	6.1	4.0
+  KURZFRISTIG O.HKRI	I	-.2	.0	1.0	.9	-2.2
+  HANDELSKREDITE	I	.0	.0	-2.7	-.9	-.9
+  =INSGESAMT	I	.4	7.0	4.2	6.0	.9
+  GESAMTE ALTERNATIVFINANZ.	I					
OHNE HANDELSKREDITE	I	.5	-16.6	-1.2	-.8	-44.3
MIT HANDELSKREDITE	I	.5	-16.6	-3.9	-1.7	-45.2
4.ANLAGEPOTENTIAL FUER RENTENWERTE:	I					
*****	I					
OHNE LAGER, OHNE HANDELSKR.	I	12.8	-5.1	39.1	14.5	10.9
MIT LAGER, OHNE HANDELSKR.	I	-1.7	-.7	-8.0	2.2	9.6
OHNE LAGER, MIT HANDELSKR.	I	12.8	-5.1	27.4	13.6	10.0
MIT LAGER, MIT HANDELSKR.	I	-1.7	-.7	-10.7	1.3	8.7
5.REALISIERTE WERTE:	I					
*****	I					
NETTOERWERB VON RENTENWERTEN DURCH NICHT-	I					
INSTITUTIONELLE INLAENDER	I	4.1	8.5	16.0	8.6	11.9

NICHTINSTITUTIONELLE INLAENDER:  
ANLAGEPOTENTIAL FUER RENTENWERTE



seiner starken Wachstumsphase ab 1975 bis 1982 noch mit einer durchschnittlichen Jahresrate von 17% expandierte, wird sich unter Berücksichtigung der bisher betrachteten Entwicklungen zwischen 1982 und 1990 nur noch mit einer Jahresrate von durchschnittlich 10,8% ausweiten und Ende 1990 ein Niveau in der Größenordnung von 976 Mrd.S erreichen. Die Emittentenstruktur wird sich dann weiter zugunsten der Kreditunternehmungen verschoben haben: Ihr Anteil am Gesamtumlauf wird von 54,2% im Jahr 1982 auf 59% gestiegen sein. Der Bundesanteil wird sich hingegen kaum verändert haben und die übrigen Schuldnersektoren werden weiterhin leicht an Bedeutung eingebüßt haben. Eine der Voraussetzungen für eine solche Entwicklung besteht darin, daß sich die derzeitigen institutionellen Voraussetzungen nicht entscheidend in die eine oder andere Richtung verschieben.

Unter dieser Voraussetzung und der schon besprochenen Entwicklung der Bilanzstruktur der Kreditunternehmungen wird deren Anteil unter den Anlegergruppen von 44,2% im Jahr 1982 auf mehr als die Hälfte (51,1%) des Rentenumlaufs gestiegen sein. Demgegenüber ist anzunehmen, daß die Bereitschaft der privaten Nichtbanken zur Veranlagung in festverzinslichen Wertpapieren bei Fortschreibung der heutigen Situation, in der Bankeinlagen eine eng substitutive Anlageform darstellen, weiterhin unterdurchschnittlich sein wird. Die nichtinstitutionellen Inländer werden nach 42,5% im Jahr 1982 am Ende der hier betrachteten Periode nur noch etwas mehr als ein Drittel der umlaufenden Rentenwerte halten. In allen diesen Überlegungen wird davon ausgegangen, daß Ausländer weder als permanente Anleger noch als Emittenten eine wesentliche Rolle spielen werden.

#### g) Auslandstransaktionen

Da die außenwirtschaftlichen Transaktionen Österreichs das Spiegelbild der Inlandstransaktionen darstellen, mögen hier einige ergänzende Bemerkungen genügen. Zunächst sei erwähnt, daß sich Österreich von einem strukturellen Netto-Kapitalimporteuer zu einem Land entwickelt hat, das

zumindest temporär in der Lage ist, netto Kapital zu exportieren. Nach den vorangegangenen Überlegungen ist dies zwar in erster Linie auf Faktoren zurückzuführen, die nicht von bleibender Natur sein sollten (unter der Annahme, daß die Wiedererlangung der Vollbeschäftigung weiterhin als oberstes Ziel der Wirtschaftspolitik gilt und daß es keine exogenen Zahlungsbilanzschocks gibt), dennoch könnten bei dem unterstellten langsamen Wirtschaftswachstum die Leistungsbilanzüberschüsse noch einige Jahre anhalten.

Die Auslandsnettoposition Österreichs, die nach der "einfachen" Berechnungsmethode der Oesterreichischen Nationalbank bis 1975 positiv war, hat sich als Folge der Leistungsbilanzdefizite der folgenden Jahre drastisch verschlechtert und 1981 mit einer Nettoschuldnerposition Österreichs von 78,5 Mrd.S ihren Tiefpunkt erreicht. Zwar weitete die Oesterreichische Nationalbank in dieser Phase ihre Währungsreservenbestände kontinuierlich aus, doch wurde dies durch die Verschuldungsrate der anderen Sektoren - insbesondere wegen der raschen Zunahme der Auslandsverschuldung des Bundes - bei weitem überkompensiert. In den Jahren 1980 und 1981 waren auch die Kreditunternehmungen maßgeblich an dieser Entwicklung beteiligt. Hier spiegelt sich wiederum in erster Linie die in diesen beiden Jahren eingetretene Umschichtung der Refinanzierung von Exportkrediten zur Oesterreichischen Kontrollbank, die sich ihre Mittel verstärkt im Ausland besorgen mußte. 1982 ist eine Umkehr dieser Entwicklung eingetreten. Sie äußerte sich im realen Bereich in einer Aktivierung der traditionell passiven Leistungsbilanz und im Kapitalverkehrsbereich in einer Nettorückführung der Kontrollbankrefinanzierungen, weil sich wegen der Leistungsbilanzentwicklung die Liquiditätssituation im Inland entspannt hatte und die Währungsbehörden diese Entwicklung angesichts der internationalen Zinssenkungen dulden konnten.

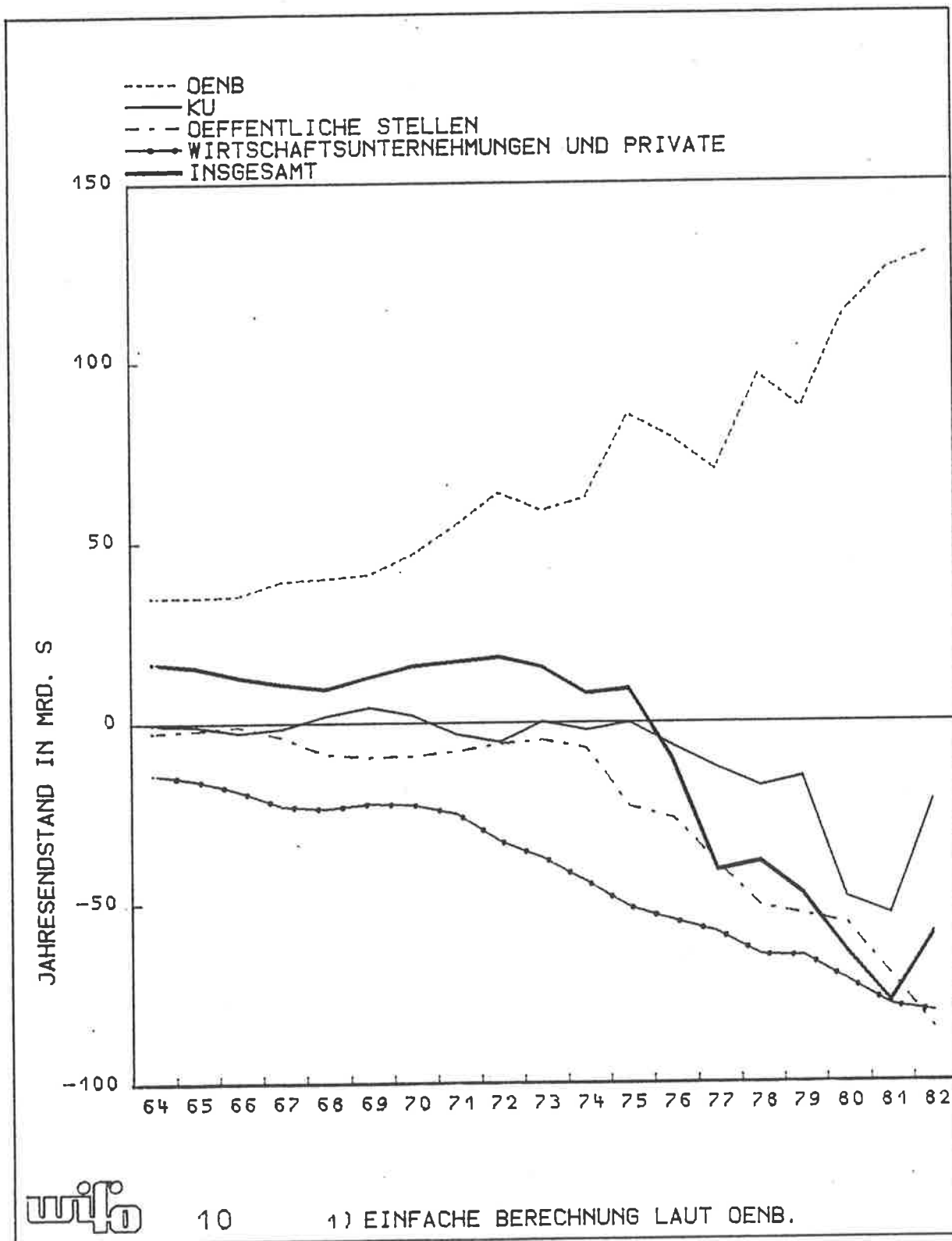
Abbildung 10: Auslandsnettoposition Österreichs nach Sektoren

Die bisher für die einzelnen Sektoren getroffenen Annahmen implizieren, daß sich die Auslandsnettoposition Österreichs noch einige Jahre hindurch etwas verbessern wird, anschließend - wenn die Leistungsbilanz wieder defizitär wird - steigt auch Österreichs Nettoverschuldung gegenüber dem Ausland wieder, und zwar bis 1990 etwa auf den absoluten Wert, der in der Extremsituation des Jahres 1981 erreicht worden war. Die relative Verschuldung wird jedoch deutlich niedriger sein: Betrug die Nettoverschuldung im Jahr 1981 etwa  $7 \frac{1}{2}\%$  des nominellen BIP, so dürften es 1990 nur noch etwa  $4 \frac{1}{2}\%$  sein. Diesen Berechnungen liegt die Annahme zugrunde, daß die Währungsreservenposition der Oesterreichischen Nationalbank etwa mit der Wachstumsrate des nominellen BIP steigen wird.

In dieser Nettobetrachtung kommt die Dynamik des Kapitalverkehrs mit dem Ausland nicht ausreichend zum Ausdruck. Wie bereits im Zusammenhang mit der Besprechung der Bilanzstruktur der Kreditunternehmungen ausgeführt wurde, waren es gerade die Finanzintermediäre, die die Umverteilung ihres Transaktionsvolumens zugunsten der Auslandstransaktionen forcierten (vgl. hiezu auch Mooslechner, 1983). Diese Entwicklung wird sich nach dem weiter oben Gesagten in Zukunft sowohl in den Bruttogrößen abschwächen, als auch weniger starke Ausschläge in der Nettoverschuldung der Kreditunternehmungen zeigen.

Eine derartige Aussage hängt eng mit der Vorstellung zusammen, die man sich in diesem Zusammenhang über die künftige Rolle der Kontrollbankrefinanzierung von Exportkrediten machen muß. Die Erfahrungen der Jahre 1980 und 1981 haben zu einem besseren Verständnis der monetären Wirkungen der Exportfinanzierung geführt (Winckler, 1983) und lassen daher erwarten, daß es in Zukunft bei ähnlicher wirtschaftspolitischer Konstellation nicht mehr zu vergleichbaren Umschichtungen kommen wird, weil rechtzeitig mit Reaktionen der Währungsbehörden zu rechnen sein wird.

AUSLANDSNETTOPOSITION OESTERREICHS NACH SEKTOREN 1)





## 5. Internationaler Vergleich monetärer Kennzahlen

Gewisse Anhaltspunkte über den allgemeinen Entwicklungsstand der österreichischen Finanzwirtschaft erhält man durch einen internationalen Vergleich monetärer Kennzahlen. Den nachfolgenden Daten liegen die einschlägigen Statistiken des Internationalen Währungsfonds zugrunde, die am ehesten den Anspruch erheben können, auf möglichst einheitlicher Basis erhoben worden zu sein. Dennoch ist es nicht zu vermeiden, daß bei einem internationalen Vergleich solcher Daten nicht nur die Unterschiede im monetären Entwicklungsstand, sondern auch die teilweise davon unabhängigen institutionellen Charakteristika der einzelnen Länder zum Ausdruck kommen.

In einem vor wenigen Jahren angestellten ähnlichen Vergleich (Handler, 1980) wurde festgestellt, daß Österreich gegen Ende der siebziger Jahre bereits eine Finanzierungsstruktur entwickelt hatte, die jener in anderen hochentwickelten Industriestaaten nicht mehr entscheidend nachhinkte. In Übersicht 13 ist der Betrachtungszeitraum bis 1982 erweitert, sodaß auch die jüngsten Entwicklungen berücksichtigt werden können.

### Übersicht 13: Internationaler Vergleich monetärer Kennzahlen

Wie bereits in den Abschnitten über die Vorausschätzungen von Finanzierungsgrößen in Österreich dargelegt wurde, ist die Kreditquote, also das Verhältnis von aushaftenden Krediten und BIP, in den meisten Ländern ein Indikator mit ziemlich stabilem Trend, sodaß sich aus ihm nicht nur mit gewisser Wahrscheinlichkeit künftige Tendenzen ableiten lassen, sondern auch die gegenwärtige Position im internationalen Vergleich erkennbar wird. Hier soll nur wiederholt werden, daß die österreichische Kreditquote heute zwar noch etwas unter jener von Deutschland liegt, daß sie aber in Österreich steiler ansteigt als in der BRD, so daß gegen Ende dieses Jahrzehnts mit einer Angleichung zu rechnen ist. Sieht man neben der BRD auch noch von der Schweiz ab, ist

INTERNATIONALER VERGLEICH MONETAERER KENNZAHLEN  
 \*\*\*\*\*  
 PERIODENDURCHSCHNITTE

	I	OESTER- REICH	BRD	FRANK- REICH	GROSS- BRIT.	USA	ITALIEN	BELGIEN	SCHWEIZ	SCHWEDEN
GELDMULTIPLIKATOR	1952/1966 I	1.229	1.885	2.491	2.240	2.898	2.271	1.895	1.766	1.952
	1967/1971 I	1.281	1.607	2.611	2.172	2.807	2.692	1.992	1.642	1.956
	1972/1976 I	1.426	1.431	2.877	2.054	2.732	2.895	2.106	1.564	1.854
	1977/1981 I	1.261	1.595	3.663	2.494	2.596	2.629	2.163	1.671	1.841
UPLAUFGESCHW. INDIGK.	1952/1966 I	5.232	6.290	2.772	4.477	3.827	2.803	2.582	2.193	5.837
	1967/1971 I	5.573	6.227	3.160	5.095	4.279	2.204	3.102	2.434	6.573
	1972/1976 I	5.717	6.357	3.430	5.706	4.923	1.818	3.582	2.715	6.950
	1977/1981 I	6.804	6.030	3.891	6.515	5.936	1.930	4.100	2.507	6.900
M 1 / M 2	1952/1966 I	-629	-587	6.580	1.601	1.660	1.307	4.125	.742	-406
	1967/1971 I	-468	-463	2.529	1.215	1.288	1.581	2.264	.608	-341
	1972/1976 I	-393	-430	4.374	.763	1.071	1.655	1.439	-535	-327
	1977/1981 I	-249	-431	1.051	.822	.927	1.421	1.313	.461	-339
SICHTEINLAGEN / GESAMTEINLAGEN	1952/1966 I	.210	-.255	-.761	-.516	-.566	-.466	-.543	-.252	-.176
	1967/1971 I	-.177	-.227	-.562	-.447	-.502	-.532	-.419	-.211	-.153
	1972/1976 I	-.173	-.220	-.449	-.335	-.449	-.561	-.340	-.188	-.148
	1977/1981 I	-.113	-.220	-.399	-.356	-.403	-.535	-.292	-.175	-.156
KU: AUSLANDS- / INLANDSAKTIVA	1952/1966 I	-.041	-.043	.	.	.031	-.064	-.216	-.225	-.052
	1967/1971 I	-.094	-.088	.	-.818	.028	.129	-.501	-.506	-.062
	1972/1976 I	-.193	-.094	-.258	1.545	.063	-.163	-.838	-.647	-.096
	1977/1981 I	-.273	-.114	-.419	2.285	.154	.136	1.168	-.705	-.115
KREDITE AN OEFFENTLICHE STELLEN/GES.-KREDITE	1952/1966 I	.114	-.097	-.299	-.591	.312	-.262	-.591	-.127	-.166
	1967/1971 I	-.128	-.095	-.208	-.501	.243	-.265	-.479	-.136	-.149
	1972/1976 I	-.151	-.083	-.125	-.303	.194	-.334	-.391	-.147	-.175
	1977/1981 I	-.199	-.141	-.102	-.232	.174	-.398	-.356	-.132	-.222
KREDITQUOTE 1)	1952/1966 I	-.437	-.657	-.762	-.549	.487	-.607	-.395	1.226	-.596
	1967/1971 I	-.533	-.770	-.425	-.519	.521	-.741	-.428	1.241	-.645
	1972/1976 I	-.644	-.836	-.490	-.546	.555	-.983	-.450	1.176	-.631
	1977/1981 I	-.894	-.965	-.547	-.432	.522	-.926	-.542	1.408	-.678
BARGELD / M 1	1952/1966 I	.577	-.412	-.373	-.331	.209	-.301	-.524	-.399	-.472
	1967/1971 I	-.539	-.362	-.334	-.334	.216	-.232	-.485	-.402	-.469
	1972/1976 I	-.467	-.341	-.264	-.336	.237	-.182	-.444	-.398	-.470
	1977/1981 I	-.493	-.343	-.223	-.321	.271	-.154	-.447	-.371	-.454

Österreichs Kreditquote im Vergleich mit großen und kleinen Industriestaaten ziemlich hoch. Dies hängt zweifellos auch mit der starken Konzentration der heimischen Finanztransaktionen beim österreichischen Kreditapparat zusammen. In Ländern, in denen das Phänomen der "Disintermediation" (also der Errichtung neuer Finanzmärkte außerhalb des Bereichs der traditionellen Finanzintermediäre - in den USA etwa in Form der Money Market Funds) sichtbar wird, erfaßt die Kreditquote wahrscheinlich einen zu geringen Teil relevanter Finanztransaktionen.

Ein Vergleich des Anteils an Krediten, die an die öffentliche Hand vergeben werden, zeigt, daß dieser in Österreich seit vielen Jahren ununterbrochen steigt und 1982 mit 21% (in der Kreditabgrenzung des IMF) auch deutlich höher lag als etwa in der BRD (16%). Andererseits gibt es eine Reihe von Ländern, (z.B. Italien, Belgien, Schweden), in denen dieser Anteil noch weit über dem österreichischen liegt. In diesen Unterschieden kommt allerdings eine unterschiedliche Staatsquote an den realwirtschaftlichen Transaktionen nur teilweise zum Ausdruck, hier schlagen sich vor allem auch unterschiedliche Kanäle für die Finanzierung des öffentlichen Sektors nieder. Je höher beispielsweise seine direkte Auslandsfinanzierung ist, umso niedriger wird der Anteil an der inländischen Kreditfinanzierung sein.

Den Grad der internationalen Verflechtung des Kreditapparates kann man aus einem Vergleich der Auslandsaktiva in Prozent der Inlandsaktiva ersehen. Wie bereits erwähnt, haben sich die österreichischen Kreditunternehmungen als Ganzes gesehen besonders in den letzten zehn Jahren in das internationale Finanzierungsgeschehen integriert. Betrug die Auslandsaktiva im Jahr 1960 erst 1 1/2% der Inlandsaktiva, so waren es 1970 bereits 12% und 1980 mehr als 30%. Ende 1982 hielt der Anteil bei 35%. In diesem Jahr lag das gleiche Verhältnis für die Kreditunternehmungen in Schweden bei 16%, in der BRD bei 12% und in den USA bei 20%. Viel höher als in Österreich liegt der Auslandsanteil allerdings in Ländern mit traditionellen internationalen Bankenzentren wie Großbritannien, Schweiz, Frankreich und Belgien.

Die "Effizienz" des Finanzierungssystems läßt sich (allerdings in starker Abhängigkeit von den in jedem Land vorgegebenen Institutionen) an der absoluten Höhe und der Entwicklung von Relationen wie der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes (BIP im Verhältnis zur Geldmenge i.e.S.), Geldmultiplikator (Geldmenge i.e.S. im Verhältnis zur Geldbasis), dem Verhältnis von Geldmenge i.e.S. zur Geldmenge i.w.S. ( $M1/M2$ ) oder des Bargeldanteils an der Geldmenge i.w.S. erkennen. Wie stark sich institutionelle Änderungen auf solche Größen auswirken können, zeigt gerade das österreichische Beispiel, weil hier der Geldmenge  $M1$  weniger exklusiv als in anderen Ländern die Zahlungsmittelfunktion zukommt: Es verschwimmen wegen des hohen Liquiditätsgrades der meisten Spareinlagen die Unterschiede zwischen  $M1$  und der Geldmenge i.w.S. Daher schlagen sich zwar Umschichtungen von Sichteinlagen zu (höher) verzinsten Finanzanlagen in den oben genannten Kennzahlen nieder, doch bedeutet dies (wie etwa in der Periode seit 1979) keine grundsätzliche Änderung in der Effizienz des Finanzierungssystems.

Dies ist zu berücksichtigen, wenn man in den letzten Jahren einen Bruch im langfristig steigenden Trend des Geldmultiplikators erkennt. Wenn das Niveau des Geldmultiplikators in Österreich niedriger ist als in allen in den Vergleich einbezogenen Staaten, so ist dies ebenfalls auf die weitgehende Gleichwertigkeit von Sicht- und ungebundenen Spareinlagen für Transaktionszwecke zurückzuführen. Dem entspricht auch, daß das Verhältnis  $M1/M2$  ( $M2$  umfaßt in der Definition des IWF auch die Spareinlagen) in Österreich heute niedriger als in allen Vergleichsstaaten ist, aber auch, daß der Bargeldanteil an  $M1$  relativ hoch ist. Der Anteil der Sichteinlagen an den Gesamteinlagen des Kreditapparates machte 1981 in Österreich nur 9% aus, in der BRD hingegen 21%, in den Niederlanden 22%, in Belgien 26% und in Italien sogar 55%. Deutlich erhöht hat sich auf Grund der institutionellen Änderungen im österreichischen Finanzierungsberich vom Jahr 1979 auch die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes, die nun höher ist als in allen Vergleichsstaaten.

## 6. Abschließende Bemerkungen

Die in dieser Arbeit angestellten Überlegungen über die Ausgangsbasis und mögliche weitere Entwicklungen des Finanzierungssektors in den achtziger Jahren konnten sich nur auf einige wenige Aspekte beziehen, deren Auswahl auch von den Wünschen des Auftraggebers bestimmt wurde. Um ein umfassenderes Bild zu erhalten, in dem einige der hier getroffenen Aussagen möglicherweise noch zu modifizieren wären, müßten grundsätzliche Überlegungen hinsichtlich der gesamtwirtschaftlichen und weltwirtschaftlichen Relevanz von Finanztransaktionen sowie der Probleme angestellt werden, die sich im Zuge einer mehr oder weniger unkontrollierten bzw. unkoordinierten Expansion des Finanzierungssektors ergeben. Darüber hinaus wäre es notwendig, den internationalen Vergleich zu intensivieren, um aus den Erfahrungen anderer Länder Rückschlüsse über mögliche Zukunftstendenzen in Österreich zu ziehen. Daraus ergäbe sich auch die Chance, ausländische Fehlentwicklungen besser beurteilen und normative Aussagen über die künftige Entwicklung des österreichischen Finanzierungssystems ableiten zu können.

Einige der Problembereiche, die bisher kaum einer Kosten-Nutzen-Betrachtung aus gesamtwirtschaftlicher Sicht - und einem Vergleich mit alternativen Systemen - unterzogen worden sind, wurden im Rahmen dieser Arbeit nur am Rande erwähnt. Zusammenfassend soll hier nochmals darauf hingewiesen werden, daß sich der österreichische Finanzierungssektor in der Praxis - aber auch durch die legislativen Maßnahmen des Jahres 1979 - sehr weit in Richtung eines echten Universalbankensystems hinbewegt hat. Die Diskussion über den Nutzen dieses Schrittes und die unmittelbaren Kosten (auch an den Nebenfronten dieser Entwicklung wie der Bankstellenfreigabe und der Zinsliberalisierung) ist noch lange nicht abgeschlossen. Selbst wenn es international eine starke Tendenz zum Universalbankensystem gibt (etwa in den USA, dem früheren Musterland für ein Trennbankensystem), sind in den letzten Jahren (vor allem in der BRD) auch die Nachteile eines solchen Systems ausführlich diskutiert worden.

Eine Entwicklung, die in der Periode hoher Budgetdefizite und der weltweiten Wirtschaftsstagnation an Bedeutung gewonnen hat, ist die Stellung des öffentlichen Sektors in der Finanzintermediation. Dies gilt sowohl für die aus der Aufsichtsfunktion des Staates gegenüber den Kreditinstituten resultierenden Agenden, die sich im Zuge der internationalen Finanzkrise stark vermehrt haben, Darüber hinaus ist aber gerade in Österreich nicht auszuschließen, daß der Staat selbst immer stärker in die Rolle eines Finanzintermediärs gerät, der Mittel auf den Kreditmärkten aufnimmt, um auf der anderen Seite (rückzahlbare oder nicht rückzahlbare) Mittel an Defizitsektoren zu vergeben; eine ähnliche Entwicklung spielt sich außerhalb des Budgetbereichs ab, wenn öffentliche Aufgaben zunehmend über Sondergesellschaften finanziert werden. Solche über den öffentlichen Sektor laufenden Finanzierungen können gesamtwirtschaftliche Vorteile bringen, wenn sich im privaten Bereich hierfür kein effizienter Markt etabliert. Für die übrigen Finanzintermediäre bedeuten sie eine Konkurrenz, die in einer Analyse künftiger Strukturen stärker, als es hier möglich war, berücksichtigt werden müßten.

Ausgeklammert bleiben mußten auch einige Problembereiche der österreichischen Geldpolitik, die in den letzten Jahren immer wieder für Diskussion in der Öffentlichkeit sorgten. Hierzu gehört etwa die Frage, die während der weltweiten Zinshausse relevant wurde, ob und wie weit sich Österreich vom internationalen Zinstrend abkoppeln könne, ohne die wichtigsten Grundlagen seiner bisherigen Geldpolitik opfern zu müssen. Damit im Zusammenhang kam immer wieder die Frage auf, ob es in Österreich auch nach der Zinsliberalisierung des Jahres 1979 weiterhin entscheidende Zinsrigiditäten gäbe. Schließlich ist im Zusammenhang mit der Exportfinanzierung, der Bundesfinanzierung und der Finanzierung des Strukturwandels das Problem der selektiven Geldschöpfung und der damit verbundenen Entwicklung der Liquiditätsversorgung der Kreditunternehmungen aus inländischen Quellen diskutiert, aber bisher kaum einem allgemeinen Einverständnis über die optimalen Vorgangsweisen zugeführt worden.

Literaturverzeichnis

Beirat für Wirtschafts- und Sozialfragen, Arbeitsgruppe Finanzmärkte:  
Zusammenfassender Bericht der Unterarbeitsgruppe 1, unveröffentlichtes  
Diskussionspapier, Wien, März 1983.

J. Calverley: How the Cash Flow Crisis Floored the LDCs, Euromoney,  
August 1982.

A. Guger - H. Handler - H. Kramer - F. Schebeck - J. Stankovsky:  
Wirtschaftliche Folgen einer Erdölverbilligung, WIFO-Monatsberichte,  
2/1983.

G. Gugereil: Bestimmungsfaktoren des Sparverhaltens in Österreich,  
Mitteilungen des Direktoriums der Oesterreichischen Nationalbank,  
10/1980.

H. Handler: Internationale und nationale Rahmenbedingungen für die  
monetäre Entwicklung, in: H. Seidel - H. Kramer (Hrsg.): Die  
österreichische Wirtschaft in den achtziger Jahren, Wien 1980.

H. Handler: Geänderte Zwischenziele in der Geldpolitik? DIE ERSTE,  
Wirtschaftsanalysen, 1/1981 (a).

H. Handler: Wechselkurs-Preis-Spiralen in offenen Volkswirtschaften: Das  
österreichische Beispiel im internationalen Vergleich, in: G. Bombach -  
B. Gahlen - A. E. Ott (Hrsg.): Zur Theorie und Politik internationaler  
Wirtschaftsbeziehungen, Schriftenreihe des Wirtschaftswissenschaftlichen  
Seminars Ottobeuren, Band 10, Tübingen 1981 (b).

H. Handler: Die österreichische Harwährungspolitik, in: H. Abele -  
E. Nowotny - S. Schleicher - G. Winckler (Hrsg.): Handbuch der  
österreichischen Wirtschaftspolitik, Wien 1982.

H.Handler: Crowding-out in einer kleinen offenen Volkswirtschaft, WIFO-Monatsberichte, 4/1983.

H.Handler - G.Lehner: Finanzielle Interdependenzen in Österreich, Beilage zum Finanzschuldenbericht 1981 der Österreichischen Postsparkasse, Wien 1981 (a).

H.Handler - G.Lehner: Bausparfinanzierung und Wohnbau, Wien, Juni 1981 (b) (hektographiert).

H.Handler - F.Schebeck: Die Geldkapitallücke und ihre wirtschaftspolitische Bedeutung, WIFO-Monatsberichte, 11/1981.

P.Mooslechner: Die österreichische Kapitalbilanz 1954 bis 1981, internes WIFO-Papier, 1983 (erscheint demnächst in den WIFO-Monatsberichten).

P.Mooslechner - E.Nowotny: Gesamtwirtschaftliche Finanzierung und öffentliche Verschuldung, Dr.-Stigleitner-Schriftenreihe, Band 20, Wien 1981.

R.Mundell: The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy for Internal and External Stability, International Monetary Fund, Staff Papers, March 1962.

H.Seidel: Austro-Keynesianismus, Wirtschaftspolitische Blätter, 3/1982.

K.Socher: Vom Austro-Keynesianismus zum Austro-Monetarismus, Wirtschaftspolitische Blätter, 3/1982.

E.Streißler - G.Tichy: Die Transmission monetärer Impulse über den Kreditmarkt, in: W.Ehrlicher - A.Oberhauser (Hrsg.): Probleme der Geldmengensteuerung, Schriften des Vereins für Socialpolitik, Berlin 1978.



W.Stützel: Volkswirtschaftliche Saldenmechanik - Ein Beitrag zur Geldtheorie, Tübingen 1958.

G.Tichy: Austro-Keynesianismus - Gibt's den? Angewandte Psychologie als Konjunkturpolitik, Wirtschaftspolitische Blätter, 3/1982.

E.Veil: The World Current Account Discrepancy, OECD Economic Outlook, Occasional Studies, June 1982.

G.Winckler: Probleme der Zinspolitik in Österreich, Wirtschaft und Gesellschaft, 1/1979.

G.Winckler: Exportfinanzierung, Geldkapitalücke und Geldpolitik, Österreichisches Bankarchiv, 3/1983.

- 1) Definiert als Nettozuflüsse aus Finanztransaktionen mit Banken:  
Zuflüsse aus Kreditaufnahmen und Zinserträgen abzüglich der Abflüsse aus Zins- und Tilgungszahlungen an Banken.
- 2) Zum "assignment problem" siehe Mundell (1962).
- 3) Die im folgenden verwendeten Daten (die im wesentlichen der bei Handler - Lehner verwendeten Klassifikation entsprechen) enthalten in einigen Ausnahmefällen auch intrasektorale Daten, wenn dies der Vollständigkeit oder Übersichtlichkeit entgegenkommt (z.B. Zwischenbanktransaktionen).
- 4) Gemessen an der IWF-Reihe "Domestic Credit", die ähnlich definiert ist wie die Gesamtkredite.