

Die Wertpapierkäufe des Publikums

Inländische Wirtschaftsunternehmen und Private erwerben zur Zeit mehr als die Hälfte der Netto-Emissionen an festverzinslichen Wertpapieren; ihr Anteil erscheint auf längere Sicht noch stark ausweitungsfähig. Es ist daher für die weitere Entwicklung des Wertpapiermarktes besonders wichtig, diese Absatzchancen möglichst zu nutzen. Die vorliegende Studie analysiert Höhe und Entwicklung der Publikumskäufe in der Vergangenheit und erörtert Maßnahmen zur Ausweitung des Marktes.

Der österreichische Obligationenmarkt entwickelte sich seit der zweiten Hälfte der fünfziger Jahre verhältnismäßig günstig. 1956 befanden sich erst etwa 9 Mrd. S österreichische Rentenwerte in den Portefeuilles in- und ausländischer Anleger, 1962 waren es 27 Mrd. S, 1967 52 Mrd. S. Die jährlichen Netto-Emissionen (Brutto-Emissionen abzüglich Tilgungen) stiegen von wenig mehr als 1 Mrd. S im Jahre 1956 auf etwa 5 Mrd. S in den Jahren seit 1964.

Von der Absatzausweitung profitierten vor allem Kreditunternehmen, die eigene Emissionen anbieten (hauptsächlich die Hypothekarinstitute). Ihr Anteil am (Netto)-Emissionsvolumen stieg von 18% in der Periode 1956/61 auf 29% in den Jahren 1962/67. Der Anteil der öffentlichen Hand ging geringfügig zurück (von 49% auf 48%), jener der Elektrizitätswirtschaft, die in beiden Perioden absolut etwa gleich viel emittierte, sank von 29% auf 17%. Von den Anlegern steigerten Wirtschaftsunternehmen und Private ihre Obligationenkäufe von 7 Mrd. S in der Periode 1956/61 auf 15 Mrd. S im Zeitraum 1962/67, ihr Anteil am Absatz erhöhte sich dadurch von 45% auf 52%. Der Anteil des Kreditapparates sank von 37% auf 35%, der der Versicherungen von 14% auf 11% und der des Auslandes von 4% auf 1%.

Bevor die Bestimmungsgründe der Wertpapierkäufe analysiert werden, empfiehlt sich eine kurze Beschreibung, wie die Zeitreihen ermittelt wurden und wie stark der Absatz an einzelne Käufergruppen, insbesondere an Wirtschaftsunternehmen und Private, von Jahr zu Jahr schwankte.

Die Ermittlung der Daten

Der endgültige Absatz von Wertpapieren an Wirtschaftsunternehmen und Private wird statistisch nicht erfaßt. Bekannt ist nur der sogenannte Ersterwerb, und auch der nur für Anleihen. Die Erst-

erwerbsstatistik unterschätzt jedoch den Anteil des Publikums, weil die Kreditunternehmen als Puffer zwischen dem stoßweisen Angebot von Wertpapieren und ihrem kontinuierlichen Absatz an das Publikum fungieren. Der Kreditapparat übernimmt bei der Emission relativ viel Wertpapiere (hoher Anteil am Ersterwerb), kann jedoch einen Teil dieser Papiere verhältnismäßig rasch wieder verkaufen. Nach der Ersterwerbsstatistik übernahmen die Kreditunternehmen in den Jahren 1966 und 1967, für die vergleichbare Angaben vorliegen, 1'66 und 1'76 Mrd. S Anleihen, nach der Bilanzstatistik aber nur 0'76 und 1'12 Mrd. S. Selbst wenn man berücksichtigt, daß die Ersterwerbsstatistik Brutto-Käufe, die Bilanzstatistik Netto-Käufe (also abzüglich Tilgungen) erfaßt, dürften die Angaben der Ersterwerbsstatistik für die Kreditunternehmen um mindestens ein Drittel zu hoch, und dementsprechend die für das Publikum entsprechend zu niedrig sein. Wie in anderen Arbeiten des Institutes¹⁾, wurde daher versucht, die Wertpapierkäufe der Wirtschaftsunternehmen und Privaten als Restgröße aus der Bestandsveränderung und den Netto-Käufen der anderen Gruppen zu ermitteln.

Nach dieser Methode werden von den jährlichen Brutto-Emissionen die Tilgungen und der Saldo der kapitalmarkunwirksamen Transaktionen (z. B. Umschuldung, Anerkennung alter Schulden, Aufwertung wertgesicherter Anleihen) abgezogen (Veränderung des Wertpapierbestandes zu Nominalwerten). Berücksichtigt man ferner die Kosten der Emission unter pari, erhält man die Bestandsveränderung zum Emissionswert, zu jenem Wert also, zu dem die inländischen Sektoren die Summe der Wert-

¹⁾ Siehe dazu: Die Entwicklung des Marktes für festverzinsliche Wertpapiere, Monatsberichte des Österreichischen Institutes für Wirtschaftsforschung, Jg. 1964, Nr. 2, S. 56, sowie den Abschnitt: Währung, Geld- und Kapitalmarkt in den Heften Nr. 3 der Monatsberichte ab Jahrgang 1964.

Entwicklung des Obligationenmarktes

	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	Bestand Anfang 1968
	Mrd. S															
Netto-Emissionen der öffentlichen Hand	0 21	1 15	0 10	0 77	0 38	0 92	3 16	1 33	1 12	1 59	2 32	3 48 ¹⁾	2 76	1 42	2 18	24 76
Elektrizitätswirtschaft	0 66	—	1 52	—	0 63	1 25	1 28	0 83	0 54	0 53	0 59	0 58	0 77	1 33	1 02	11 80
Kreditunternehmen	0 11	0 40	0 59	0 25	0 39	0 47	0 43	0 63	0 64	1 06	1 48	1 28	1 47	1 45	1 63	13 38
Sonstige inländische Emittenten	—	0 02	-0 01	0 07	0 06	0 08	—	0 20	0 16	0 32	-0 01	0 13	0 48	0 08	0 20	1 91
Ausländische Emittenten	—	—	—	—	—	—	—	—	—	0 13	0 06	0 02	—	0 12	0 11	0 38
Netto-Emissionen, Summe	0 98	1 57	2 20	1 09	1 46	2 72	4 87	2 99	2 46	3 63	4 44	5 49 ¹⁾	5 48	4 40	5 14	52 23
Kapitalmarktunwirksame Transaktionen	0 18	-0 29	0 09	0 08	0 05	-0 12	0 15	-0 11	0 20	0 07	0 03	0 03	0 09	0 76	0 02	
Bestandsveränderung Nominalwert	1 16	1 28	2 29	1 17	1 51	2 60	5 02	2 88	2 66	3 70	4 47	5 52 ¹⁾	5 57	5 16	5 16	
Minus Disagio	0 01	0 02	0 03	0 01	0 02	0 04	0 04	0 03	0 06	0 06	0 09	0 10	0 12	0 21	0 27	
Bestandsveränderung Emissionswert	1 15	1 26	2 26	1 16	1 49	2 56	4 98	2 85	2 60	3 64	4 38	5 42 ¹⁾	5 45	4 95	4 89	

Q.: Monatsberichte des Österreichischen Institutes für Wirtschaftsforschung, Mitteilungen des Direktoriums der Oesterreichischen Nationalbank — ¹⁾ Einschließlich 1 Mrd. S (Schatzschein-) Konversionsanleihe.

Käufe festverzinslicher Wertpapiere

	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967
	Mrd. S											
Im Inland aufgelegte Netto-Emissionen ¹⁾	1 16	1 49	2 56	4 98	2 85	2 60	3 64	4 37	5 40 ²⁾	5 45	4 93	4 89
Erworben von												
Kreditinstituten ³⁾	0 87	0 85	1 02	2 02	1 07	0 00	0 88	1 33	2 67 ³⁾	2 05	1 82	1 36
Versicherungen ⁴⁾	0 22 ⁵⁾	0 10 ⁶⁾	0 45	0 47	0 43	0 47	0 45	0 46	0 50	0 53	0 58	0 70 ⁶⁾
Ausländern	0 05	0 10	0 10	0 30	-0 02	0 12	0 32	1 04	0 10	-0 12	-0 30	-0 67
Wirtschaftsunternehmungen und Privaten ⁷⁾ (Inland)	0 02	0 44	0 99	2 19	1 37	2 01	1 99	1 54	2 13	2 99	2 83	3 50
davon Investmentfonds	—	—	—	0 05	0 04	0 13	0 11	0 10	0 16	0 23	0 24	0 24 ³⁾

Q.: Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung — ¹⁾ Ohne Fremdwährungsanleihen — ²⁾ Einschließlich 1 Mrd. S (Schatzschein-) Konversionsanleihe — ³⁾ Emissionen inländischer Emittenten. — ⁴⁾ Inlandsgeschäft. — ⁵⁾ Geschätzt — ⁶⁾ Vertragsversicherungen teilweise geschätzt. — ⁷⁾ Restgröße.

papiere erwerben. Die Käufe des Kreditapparates sind aus der Bilanzstatistik der Oesterreichischen Nationalbank, die der Vertrags- und Sozialversicherungen aus den Berichten der Verbände und der Oesterreichischen Nationalbank bekannt; über Auslandstransaktionen informiert die Kapitalbilanz. Als Rest bleiben die Netto-Käufe der Gruppe, die üblicherweise als Publikum bezeichnet wird, also hauptsächlich inländische Wirtschaftsunternehmungen und Private, allerdings einschließlich der hier systematisch nicht hergehörenden Gewerkschaften, Kammern, Kirchen usw. Die globalen Käufe der Versicherungen werden erst ab 1958 und die Käufe des Auslandes erst ab 1960 erfaßt. Aus den Bilanzen der einzelnen Vertragsversicherungen, Angaben des Hauptverbandes der österreichischen Sozialversicherungsträger und aus der Kapitalbilanz¹⁾ konnten aber die Daten für die fehlenden Jahre bis 1956 zurück ziemlich gut geschätzt werden.

Die Entwicklung der Wertpapierkäufe

Der Absatz an die einzelnen Käufergruppen entwickelte sich in der Periode 1956/67 sehr uneinheitlich.

¹⁾ Die Zahlungsbilanz bietet für die Jahre 1956 bis 1960 eine Kreuzklassifikation des langfristigen Kapitalverkehrs nach Deviseneingängen und -ausgängen einerseits und Transaktionen von Deviseninländern bzw. -ausländern andererseits. Da die Wertpapierkäufe der größte und am stärksten schwankende Teil des langfristigen Kapitalverkehrs sind, konnten daraus die Wertpapierkäufe relativ genau geschätzt werden.

Von Jahr zu Jahr schwankten vor allem die Wertpapierkäufe des *Auslandes* sehr stark (ihr Variationskoeffizient betrug 454%²⁾; in einzelnen Jahren, etwa 1959, 1962 und vor allem 1963, kauften Devisenausländer relativ viel österreichische Rentenwerte, in anderen Jahren (1960 und ab 1965) verkauften sie per Saldo. Maßgebend für die Entwicklung dürfte neben Sonderfaktoren, wie Ankündigung oder Einführung von Sondersteuern, vor allem die Liquiditätssituation im Ausland gewesen sein. Höhere Zinssätze für die österreichischen Wertpapiere dürften zwar eine Voraussetzung dafür sein, daß Ausländer den Erwerb österreichischer Wertpapiere erwägen. Zu Käufen kommt es aber erst, wenn auf dem jeweiligen ausländischen Markt weniger Wertpapiere angeboten, als nachgefragt werden.

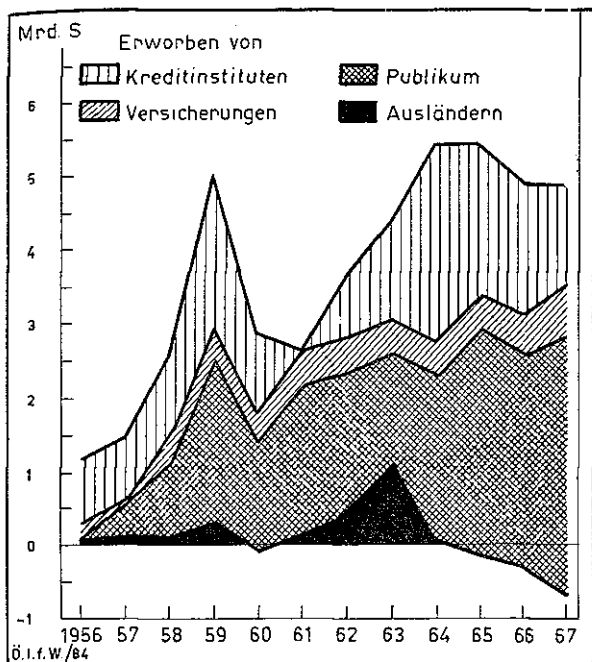
Die Wertpapierkäufe des *Kreditapparates* entwickelten sich viel stetiger als die ausländischen, ihr Variationskoeffizient liegt bei 51%. Wie schon in früheren Arbeiten festgestellt wurde³⁾, sind die Käufe der Kreditunternehmen hauptsächlich eine Funktion

²⁾ Der Variationskoeffizient (V) ist ein Streuungsmaß, das die Standardabweichung (s) einer Reihe, also die Wurzel aus der Summe der Quadrate der Abweichungen vom Mittelwert (x), in Prozent dieses Mittelwertes ausdrückt:

$$V = \frac{s}{\bar{x}}; \quad s = \sqrt{\frac{\sum (x - \bar{x})^2}{n}}; \quad n = \text{Zahl der Beobachtungen}$$

³⁾ Wertpapierkäufe und Liquidität des Kreditapparates, Monatsberichte des Österreichischen Institutes für Wirtschaftsforschung, Jg. 1963, Nr. 1, S. 29 ff.

Absatz festverzinslicher Wertpapiere
(Normaler Maßstab; Mrd. S)



Der Absatz festverzinslicher Wertpapiere konnte in der zweiten Hälfte der fünfziger Jahre und in der ersten Hälfte der sechziger Jahre stark ausgeweitet werden. Die Nachfrage ging zunächst vor allem vom Kreditapparat aus, etwas später vom Ausland. In den letzten vier bis fünf Jahren gewannen die Käufe des heimischen Publikums stark an Bedeutung.

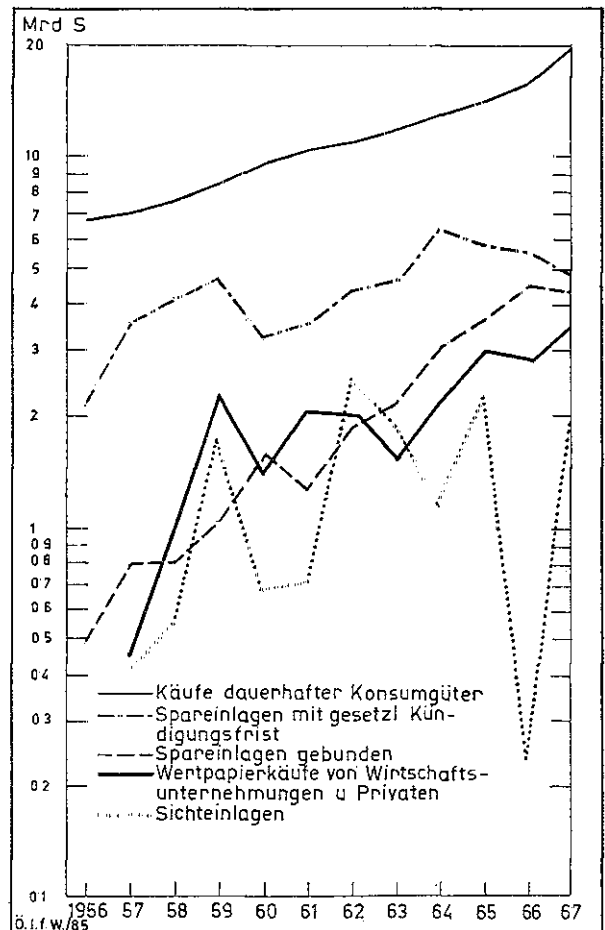
ihrer Liquidität. Die Kreditunternehmen sehen ihre Hauptaufgabe darin, den Bedarf der Wirtschaft an (nicht-titrierten) Krediten zu decken und erwerben bei angespannter Liquidität relativ wenig Wertpapiere. Im Trend sank der Anteil der Käufe der Kreditunternehmen am gesamten Wertpapierabsatz, da die Wertpapiermärkte rascher wuchsen als die geplanten Portefeuilles der Kreditunternehmen. Die Versicherungen kauften relativ gleichmäßig, der Variationskoeffizient ihrer Käufe betrug 33%. Offenbar glich die Veranlagung der mehr oder weniger zufälligen Überschüsse in der Sozialversicherung die unterschiedlich hohe Nachfrage nach Direktkrediten in der Vertragsversicherung weitgehend aus. Im Trend blieb auch die Nachfrage der Versicherungen zurück, vor allem weil die Vertragsversicherungen immer mehr Mittel in Direktkrediten anlegen¹⁾.

Die Wertpapierkäufe der *Wirtschaftsunternehmen und Privaten* schwankten ziemlich kräftig um einen stark steigenden Trend, ihr Variationskoeffizient betrug in der Periode 1956/67 53%. Die Käufe wuchsen ab 1956 sehr stark und erreichten 1959 einen Höhe-

¹⁾ Anlagen der Versicherungen, Monatsberichte des Österreichischen Institutes für Wirtschaftsforschung, Jg. 1962, Nr. 11, S. 506 f.

punkt, der erst 1965 übertroffen werden konnte; dazwischen waren sie vor allem 1963 gering. 1966 stagnierten sie auf dem hohen Niveau von 1965, 1967 dürften sie einen neuen Rekord erreicht haben. Die Wertpapierkäufe der *Wirtschaftsunternehmen und Privaten* enthalten auch die Käufe der *Investmentfonds* (siehe Übersicht S. 276). Sie setzten 1959 sehr bescheiden ein und erreichten seither etwa 1/4 Mrd. S pro Jahr. Da die Käufe der Investmentfonds nur einen kleinen Teil der gesamten Publikumskäufe ausmachen und von Jahr zu Jahr wenig schwanken, können sie die jährlichen Schwankungen der Publikumskäufe nicht erklären. Sie auszuscheiden, wäre auch insofern problematisch, als die von den Investmentfonds gekauften Rentenwerte indirekt, nämlich über den Kauf von Investmentzertifikaten, vom Publikum übernommen wurden.

Entwicklung einzelner Vermögensbestandteile der Wirtschaftsunternehmen und Privaten
(Semi-logarithmischer Maßstab; Mrd. S)



Einzelne Vermögensbestandteile der *Wirtschaftsunternehmen und Privaten* wuchsen in den letzten Jahren deutlich schwächer, vor allem Sichteinlagen und Spareinlagen mit gesetzlicher Kündigungsfrist. Gebundene Spareinlagen und Wertpapierkäufe nahmen dagegen in der ganzen Periode überdurchschnittlich rasch zu und konnten ihren Anteil deutlich vergrößern.

Verglichen mit anderen Vermögensanlagen wuchsen die Wertpapierkäufe des Publikums durchaus nicht ungewöhnlich stark. In der Periode 1958/67 nahmen die Sichteinlagen des Publikums um durchschnittlich 2,6% pro Jahr zu, die Spareinlagen mit gesetzlicher Kündigungsfrist um 4,8%, die Investitionen der Unternehmungen um 9,9%, die Käufe dauerhafter Konsumgüter um 10,0% und die Wertpapierkäufe um 10,8%. Nur die gebundenen Spareinlagen hatten mit 21,6% pro Jahr eine viel höhere Zuwachsrate. Im allgemeinen wuchsen liquidere Anlageformen weniger rasch als solche mit längerer Bindungsfrist; offenbar konnten die kürzerfristigen Aktiva nach ihrer Entwertung und Zerstörung durch Krieg und Inflation rascher wieder aufgefüllt werden und hatten daher um die Mitte der fünfziger Jahre bereits wieder die von den Unternehmungen und Haushalten erwünschte Höhe erreicht¹⁾. Dafür spricht auch, daß die Steigerungsraten in der Periode 1956/67 viel höher waren (siehe folgende Tabelle). Eine Ausnahme machten nur die gebundenen Spareinlagen, die viel rascher stiegen, als auf Grund ihrer Fristigkeit erwartet werden konnte. Die Erklärung dürfte zum Teil darin liegen, daß in dieser Gruppe die steuerlich stark begünstigten und daher rasch wachsenden Einlagen bei BauSparkassen enthalten sind (etwa 25%). Außerdem gehören Sparbuchparer und Wertpapiersparer anderen soziologischen Gruppen an; der Buchsparer geht zwar häufig zu längerfristiger Bindung, selten aber zu Käufen von Wertpapieren über²⁾.

Durchschnittliche Zuwachsrate der Käufe einzelner Vermögensbestandteile¹⁾

	1956/67	% je Jahr	1958/67
Sichteinlagen	7		2,6
Spareinlagen mit gesetzlicher Kündigungsfrist	7		4,8
Gebundene Spareinlagen	22		21,6
Wertpapiere	33		10,8
Dauerhafte Konsumgüter	10		10,0
Unternehmensinvestitionen	10		9,9

¹⁾ Ermittelt durch Regression auf die Zeit

Bestimmungsgründe der Wertpapierkäufe des Publikums

In theoretischen Arbeiten wird häufig angenommen, daß die Käufe von Wertpapieren wie andere Bestandteile des Geldvermögens vom Einkommen oder Vermögen und vom Zinssatz abhängen; in Österreich wird man zusätzlich die Steuerbegünstigung als Bestimmungsgrund in Betracht ziehen müssen. Es ist jedoch schwierig, die Wertpapierkäufe in den einzelnen Jahren aus diesen Bestimmungsgründen

¹⁾ Siehe dazu: W. Stützel, Banken, Kapital und Kredit in der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts. Schriften des Vereins für Socialpolitik, NF, Band 30/II, S. 530 ff.

²⁾ Siehe S. 282 f.

quantitativ zu erklären, da sich das Publikum aus recht heterogenen Untergruppen (Kapitalgesellschaften, Personengesellschaften, Einzelunternehmer, Freiberufliche, Unselbständige usw.) zusammensetzt, in denen die einzelnen Ursachen verschieden stark wirken. Unternehmer werden Wertpapiere vor allem dann kaufen, wenn ihre Gewinne hoch sind. Diese bestimmen auch den Umfang des steuerbegünstigten Erwerbs. Aber die Gewinne beeinflussen auch die Investitionen im eigenen Betrieb, mit denen die Wertpapieranlagen konkurrieren. In den Vermögensdispositionen der Freiberuflichen und Unselbständigen, deren Einkommen sich sehr unterschiedlich entwickeln, konkurrieren Wertpapiere mit anderen Finanzanlagen und mit dauerhaften Konsumgütern. Richtigerweise müßten die Wertpapierkäufe jeder dieser Gruppen mit ihrem Einkommen und mit den für sie in Frage kommenden alternativen Anlageformen in Beziehung gebracht werden. Eine weitere Aufteilung der Wertpapierkäufe des Publikums ist aber nicht möglich, die Analyse muß sich daher auf das Aggregat beschränken.

Steuerbegünstigt wurden ab 1958 Käufe von Anleihen der öffentlichen Hand und der Elektrizitätswirtschaft. Einkommen- und Körperschaftsteuerpflichtige konnten Käufe begünstigter Papiere bis zur Höhe von 10% ihres steuerpflichtigen Einkommens absetzen, Lohnsteuerpflichtige erhielten eine Prämie von 15% des Nominales ihrer Käufe begünstigter Wertpapiere (bis maximal 50.000 S)³⁾. Ab 1968 wurden die Begünstigungen für Körperschaft- und Einkommensteuerpflichtige abgeschafft bzw. eingeschränkt, doch betrifft diese Änderung nicht mehr den Untersuchungszeitraum.

Statistisch erfaßt wurden bisher die Käufe steuerbegünstigter Wertpapiere von Einkommen- und Körperschaftsteuerpflichtigen für die Jahre 1958 bis 1960 und 1962 bis 1964. Da sich aber die Relation: Steuerbegünstigung zu unverteilteten Gewinnen bzw. Einkommen aus Besitz und Unternehmung relativ gleichmäßig entwickelte, konnten die fehlenden Daten leicht interpoliert bzw. fortgeschrieben werden. Die Käufe von begünstigten Wertpapieren durch Lohnsteuerpflichtige (Unselbständige) wurden nur für die Jahre 1958 bis 1960 erhoben. Für die folgenden Jahre wurden sie mit Hilfe der sonstigen steuerbegünstigten Wertpapierkäufe fortgeschrieben, ein sehr grobes und wenig verlässliches Verfahren. Da aber die begünstigten Wertpapierkäufe der Unselbständigen nur ein Viertel bis ein Drittel der gesamten begünstigten Käufe ausmachen, dürfte die

³⁾ Der steuerbegünstigte Erwerb von Wertpapieren, Monatsberichte des Österreichischen Institutes für Wirtschaftsforschung, Jg. 1964, Nr. 7, S. 273 ff.

Entwicklung der gesamten Reihe nicht allzusehr gestört werden.

Entwicklung der steuerbegünstigten Wertpapierkäufe

Jahr	Kapitalgesellschaften		Einkommensteuerpflichtige		Summe Sp 1+3 Mrd S 5	Lohnsteuerpflichtige Mrd S % ²⁾ 6	Insgesamt Sp. 5+6 Mrd S 8	
	Mrd S	% ¹⁾	Mrd S	% ¹⁾			Mrd S	% ¹⁾
	1	2	3	4			7	8
1958	0 09	1 07	0 05	0 14	0 14	0 06	23	0 20
1959	0 19	2 00	0 10	0 30	0 29	0 12	24	0 31
1960	0 29	2 34	0 10	0 26	0 39	0 14	28	0 53
1961	0 23	2 2	0 10	0 23	0 33	0 12	30	0 48
1962	0 26	2 21	0 09	0 21	0 35	0 11	32	0 46
1963	0 28	2 40	0 11	0 25	0 39	0 12	32	0 51
1964	0 37	2 90	0 12	0 25	0 49	0 16	32	0 65
1966 a	0 41	3 0	0 13	0 25	0 54	0 17	32	0 71
b	0 48	3 5	0 16	0 30	0 64	0 20	32	0 84

Q: Steuerstatistiken. — Anmerkung: Kursive Zahlen geschätzt; a = optimistische Version. b = pessimistische Version — ¹⁾ In Prozent des unverteiltern Gewinns — ²⁾ In Prozent der Einkommen aus Besitz und Unternehmung — ³⁾ In Prozent von Spalte 5.

Die begünstigten Wertpapierkäufe expandierten in den Jahren unmittelbar nach der Einführung der steuerlichen Absetzungsmöglichkeit sehr stark und erreichten 1960 bereits 0 53 Mrd. S. Seither dürften sie viel langsamer zugenommen haben, für 1966 können sie auf 0 7 bis 0 8 Mrd. S geschätzt werden; knapp drei Fünftel davon dürften auf Körperschaftsteuerpflichtige entfallen, knapp ein Fünftel auf Einkommensteuer- und ein gutes Fünftel bis ein Viertel auf Lohnsteuerpflichtige. Verglichen mit den gesamten Wertpapierkäufen der Wirtschaftsunternehmen und Privaten machten die begünstigten Käufe ein Viertel bis ein Drittel aus; im Zeitablauf wuchsen sie ziemlich stetig und trugen nur wenig zur Erklärung der Schwankungen der gesamten Publikumskäufe bei. Deswegen und wegen des Fehlens einer exakten Zeitreihe wird in der folgenden quantitativen Analyse von den gesamten und nicht bloß von den nichtbegünstigten Wertpapierkäufen des Publikums ausgegangen.

Von den üblichen Bestimmungsgründen der Wertpapierkäufe scheint vor allem dem *Einkommen* eine besondere Rolle zuzukommen. In der Periode 1956 bis 1967 lassen sich die Wertpapierkäufe statistisch (nicht notwendigerweise auch kausal) zu 89% auf die Entwicklung des nominellen Brutto-Nationalproduktes zurückführen: Wenn das Brutto-Nationalprodukt um 1 Mrd. S zunahm, stiegen die Wertpapierkäufe des Publikums um 17 Mill. S (siehe Gleichung Nr. 1 der Tab. S. 280). Auch die einzelnen Einkommenskomponenten (Masseneinkommen, Einkommen aus Besitz und Unternehmung sowie unverteilter Gewinne der Kapitalgesellschaften) können jede für sich 86% bis 88% der Wertpapierkäufe erklären (Gleichungen Nr. 2 bis 4). Da sich aber alle drei Komponenten im Zeitablauf ähnlich entwickelten, dürfte jeder einzelne Bestimmungsgrund Elemente der anderen repräsentieren

(Multikollinearität). Diese Vermutung bestätigt sich, wenn alle drei Komponenten gemeinsam herangezogen werden (Gleichung Nr. 13). Sie können dann zwar 90% der Wertpapierkäufe erklären, der Beitrag der einzelnen Komponenten läßt sich aber nicht mehr isolieren¹⁾. Insbesondere der Beitrag der Besitzeinkommen wird — vor allem von den Masseneinkommen — aufgesogen.

Auf die gleichen statistisch-ökonomischen Schwierigkeiten stößt auch die Untersuchung des Einflusses *alternativer Vermögensanlagen*. Sowohl Unternehmungsinvestitionen als auch Käufe dauerhafter Konsumgüter und Einlagen auf Sparkonten beeinflussten die Wertpapierkäufe sehr stark (Gleichungen Nr. 7 bis 9), sie entwickelten sich aber so ähnlich, daß ihre Einflüsse nicht getrennt werden können (Gleichungen Nr. 16 und 17). Trotz diesen Schwierigkeiten zeigen die Ergebnisse ziemlich deutlich, daß sich die Wertpapierkäufe parallel zu den anderen Vermögensanlagen entwickelten; sie sind also keine Alternative, sondern eine Ergänzung. Diese Erkenntnis überrascht zumindest für die Investitionen. Die Erklärung dürfte zum Teil darin zu suchen sein, daß das Publikum bestimmte Vermögensrelationen anstrebt, etwa auch mehr Geldvermögen halten möchte, wenn der Besitz an dauerhaften Konsumgütern steigt. Zum Teil dürfte sie aber auch darin liegen, daß Einkommenszuwächse von verschiedenen Gruppen verschieden verwendet werden: Ein Teil der Unternehmer wird im Augenblick keine realisierungsreifen Investitionsprojekte haben und daher zunächst Geldvermögen bilden; Haushalte mit höheren Einkommen werden Wertpapiere erwerben, die mit niedrigeren werden dauerhafte Konsumgüter kaufen oder Geld auf Sparbücher einlegen²⁾. Versucht man Einkommen und alternative Vermögensanlagen gleichzeitig als Erklärung heranzuziehen (Gleichungen Nr. 18 bis 22), verlieren die Koeffizienten wieder an Signifikanz; allerdings werden davon die Einkommen weniger stark betroffen als die Vermögensanlagen, die ihrerseits sehr wahrscheinlich eine Funktion des Einkommens sind. Das legt nahe, die Einkommen als Erklärungsgrund der Wertpapierkäufe stärker zu betonen als andere Anlageformen.

Als weitere Erklärung wurde der *Zinssatz* herangezogen, und zwar sowohl die Obligationenrendite (Gleichung Nr. 6) als auch die Spanne zwischen ihr und der Spareinlagenverzinsung (Gleichung Nr. 5). Theoretisch müßten beide die Wertpapierkäufe positiv

¹⁾ Die Werte der partiellen Regressionskoeffizienten sind nicht mehr signifikant. Auf weitere ökonomische Versuche zur Bestimmung der echten Koeffizienten wurde verzichtet, da die Reihe sehr kurz ist (12 Werte) und die relativen Zuwächse in der „Aufbauperiode“ bis 1960 sehr hoch waren.

²⁾ Siehe dazu S. 282 f.

Ökonometrische Analyse der Wertpapierkäufe des Publikums

Gleichung Nr.	a	Y_N	Y_M	Y_B	G	D	R	I_U	C_D	ΔS	R^2	s
1	-1 41	0 017 0'003									0 887	0'498
2	-1 094		0 032 0'005								0 885	0'502
3	-2 657			0 108 0'020							0 865	0'541
4	-2 384				0 380 0'072						0 859	0'552
5	+4 828					-0 881 0'945					0 283	1'034
6	+6 040						-0 602 0'679				0 270	1'038
7	-0 949							0 094 0'015			0 887	0'498
8	-0 764								0 232 0'039		0 883	0'506
9	-0 463									0 363 0'071	0 852	0'564
10	-1 022		0 033 0'028	-0 005 0'095							0 885	0'529
11	-2 725				0'185 0'172						0 881	0'537
12	-1 733		0 021 0'012		0'146 0'150						0 897	0'503
13	-1 167		0 032 0'028	-0 043 0'102	0'173 0'169						0 899	0'528
14	-1 685	0 017 0'003				0'073 0'510					0 887	0'525
15	-1 739	0 017 0'003					0 044 0'363				0 887	0'525
16	-0 917							0 053 0'059	0 104 0'146		0 893	0'511
17	-0 849							0 011 0'079	0 133 0'153	0 137 0'168	0 902	0'521
18	-0 186			-0 045 0'115				0 131 0'097			0 889	0'520
19	-1 514				0'124 0'169			0 066 0'040			0 894	0'510
20	-0 977		0 018 0'025						0 108 0'181		0 889	0'519
21	-1 013		0 025 0'015							0 088 0'181	0 888	0'523
22	-0 644			0 054 0'118	0 131 0'178			0 110 0'104			0 894	0'534
23	-1 280		0 032 0'006			0 050 0'513					0 885	0'529
24	-2 991			0 109 0'022		0 084 0'557					0 865	0'570
25	-2 846				0 386 0'081	0 116 0'570					0 860	0'580
26	-1 616		0 032 0'006				0 070 0'367				0 885	0'528
27	-2 803			0 108 0'022			0 019 0'394				0 865	0'571
28	+0 172				0 371 0'073		-0 351 0'366				0 873	0'554
29	-3 324			0 061 0'051	0 190 0'183	0 150 0'558					0 882	0'567
30	-1 374			0 048 0'038	0 218 0'198		-0 176 0'428				0 884	0'564

- Y_N = Nominelles Brutto-Nationalprodukt
- Y_M = Masseneinkommen
- Y_B = Einkommen aus Besitz und Unternehmung
- G = Unverteilte Gewinne der Kapitalgesellschaften
- D = Differenz zwischen Wertpapierrendite und Spareinlagenverzinsung
- R = Wertpapierrendite
- I_U = Investitionen des Unternehmungssektors
- C_D = Käufe dauerhafter Konsumgüter
- ΔS = Veränderung der Spareinlagen

Die in der Tabelle angeführten Werte sind die a- und b-Koeffizienten von Gleichungen der Form

$$W = a + b_1 X_1 + b_2 X_2 + \dots + u$$

wobei W für Wertpapierkäufe steht, für die X-Werte eine oder mehrere der obigen Variablen eingesetzt wurden und u die Zufallsvariable darstellt. Die Zinsvariablen (D und R) wurden in den Gleichungen in Prozenten, alle anderen in Mrd. S ausgedrückt. R^2 ist das Bestimmtheitsmaß, s der Standardfehler der Funktion (in Mrd. S). **Halbfette Zahlen** sind mit einer Irrtumswahrscheinlichkeit von 1% signifikant. Die *Kursivzahlen* unter den Regressionskoeffizienten sind ihre Standardfehler. Die Regressionen wurden unter Leitung von Dipl. Ing. Franz Glinsner auf der Rechenanlage des Institutes für Höhere Studien, Wien, gerechnet.

Materialtabelle

Jahr	W	Y _N	Y _M Mrd S	Y _B	G	D %	R %	I _U	C _D Mrd. S	ΔS
1956	0 02	118 01	54 82	29 59	7 09	3 37	6 87	16 60	6 71	2 55
1957	0 44	130 82	60 84	32 63	8 04	3 68	7 18	19 51	7 05	4 17
1958	0 99	136 67	64 56	34 40	8 39	3 71	7 21	19 29	7 49	4 68
1959	2 19	143 32	68 72	33 22	9 62	3 26	6 76	21 11	8 43	5 50
1960	1 37	161 29	74 34	38 18	12 41	3 46	7 98	25 30	9 57	4 68
1961	2 01	177 47	82 83	42 61	10 52	3 76	7 26	29 11	10 37	4 44
1962	1 99	188 27	91 90	40 74	12 00	3 67	7 17	30 39	10 88	6 01
1963	1 54	202 78	99 80	45 12	11 69	3 29	6 79	32 01	11 76	6 68
1964	2 13	221 15	108 38	48 50	12 68	2 87	6 36	35 16	12 65	9 24
1965	2 99	240 22	118 03	50 34	13 19	2 80	6 30	39 47	13 98	9 20
1966	2 83	260 50	129 96	51 66	13 78	3 20	6 69	43 72	15 53	9 66
1967	3 50	276 50	140 49	54 00	13 78	3 72	7 30	45 17	20 00	9 02

Q: Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung Österreichs Volkseinkommen im Jahre : Monatsberichte, Jg. 1967, Nr. 11 S. 359 und Jg. 1968, Nr. 5, S. 178.

beeinflussen, empirisch ergibt sich in beiden Fällen kein statistisch signifikanter Zusammenhang, und das Vorzeichen tendiert in die verkehrte Richtung. Auch zusammen mit dem Einkommen (Gleichungen Nr. 14 und 15) oder einzelnen Einkommenskomponenten (Gleichungen Nr. 23 bis 30) können die Zinssätze zur Erklärung der Wertpapierkäufe nichts beitragen.

Die Untersuchung der Zeitreihen läßt somit vermuten, daß die Wertpapierkäufe des Publikums vor allem von der Einkommensentwicklung und sekundär von der Bildung anderer Vermögensanlagen beeinflusst werden; Zinsänderungen bleiben ohne nachhaltigen Einfluß. Da sich die meisten Erklärungsgründe ähnlich entwickeln, war es mit Hilfe der statistischen Analyse nicht möglich, die Beiträge einzelner Käufergruppen oder den Einfluß einzelner Anlageformen zu isolieren.

Die Wertpapierkäufe der Privatpersonen

Einige weitere Informationen über Bestimmungsgründe und Motive der Wertpapierkäufe bietet eine Repräsentativbefragung aus dem Jahr 1966¹⁾. Allerdings bezog sie sich nur auf Private und nicht auf Gesellschaften. Es war daher nötig, wenigstens in der Größenordnung Vorstellungen über die Aufteilung der Wertpapierkäufe auf Private und Kapitalgesellschaften zu gewinnen. Die Veränderungen der Wertpapierbestände der Aktiengesellschaften können aus der Bilanzstatistik errechnet werden, Gesellschaften mit beschränkter Haftung wurden durch einen Zuschlag von einem Drittel erfaßt²⁾.

Niveau und Entwicklung dieser Reihe lassen vermuten, daß sie im allgemeinen keine steuerbegün-

stigten Wertpapiere enthält, daß also diese Papiere üblicherweise sofort zu Lasten des Gewinns abgeschrieben und nur zum Erinnerungswert in die Bilanz aufgenommen werden. Zählt man die Käufe begünstigter Wertpapiere durch Körperschaftsteuerpflichtige zu den Bilanzwerten, ergibt sich ein Anteil der Kapitalgesellschaften an den gesamten Publikumskäufen von durchschnittlich etwa einem Fünftel bei starken Schwankungen von Jahr zu Jahr. Nimmt man weiters Käufe der im „Publikum“ enthaltenen Organisationen (Gewerkschaften, Kammern, Kirchen usw.) von etwa 1/4 Mrd S pro Jahr an, bleiben für „Privatpersonen“ knapp drei Viertel der gesamten Publikumskäufe³⁾. Schätzungsweise dürften davon nur 15% bis 20% steuerbegünstigt erworben worden sein

Die Befragung ergab, daß Anleihen zwar 70% der Bevölkerung bekannt sind, daß sich aber Wertpapierkäufe auf einen kleinen Personenkreis beschränken: Nur 7% der Befragten hatten je Anleihen und nur 1% Pfandbriefe gekauft; weitere 8% hatten einmal daran gedacht, Anleihen zu kaufen, diesen Entschluß aber (noch) nicht realisiert. Unter den Käufern dominierten Selbständige und Freiberufliche mit 11%⁴⁾, obwohl ihr Anteil an der Bevölkerung nur 5% ausmacht, und Angestellte mit 20% (17%); 67% (51%) der Käufer waren älter als 45 Jahre und 38% (25%) hatten ein Haushaltseinkommen von mehr als 4 000 S, der höchsten erfragten Gruppe. Allerdings dürfte die Stichprobe gerade in dieser Beziehung etwas verzerrt sein; der Anteil der Empfänger hoher Einkommen dürfte unter den typischen

³⁾ Zu ähnlichen Ergebnissen kann man auch durch eine „heroische“ Interpretation der ökonometrischen Ergebnisse kommen. Schätzt man nämlich die „richtigen“ Regressionskoeffizienten für Masseneinkommen, Besitzeinkommen und unverteilte Gewinne auf 0,03, 0,06 und 0,15, kommt man zu Anteilen von 40% für Unselbständige, 35% für Selbständige und Freiberufliche sowie 25% für Kapitalgesellschaften.

⁴⁾ Die Auswertung der Befragung bezieht sich immer auf die Gesamtzahl der Zeichner; gemessen am Zeichnungsbetrag wäre der Anteil der Selbständigen und Freiberuflichen sicher höher, da sie wohl höhere Beträge zeichnen

¹⁾ „Anleihen 1966“ durchgeführt im Auftrag der Werbe-stelle für Anleihen-Ges. m. b. H., Wien. Das Institut dankt der genannten Gesellschaft dafür, daß ihm das Material zugänglich gemacht wurde.

²⁾ Nach der Betriebszählung 1954, den letzten verfügbaren Daten, verhielten sich Beschäftigte von Aktiengesellschaften zu Beschäftigten der Ges. m. b. H. wie 3,7 : 1, die Netto-Produktionswerte wie 3,1 : 1.

Zeichnern noch viel größer sein: 66% der Zeichner kauften nämlich nur einmal Anleihen und die erste Zeichnung fiel bei 50% in die Jahre 1953 bis 1957¹⁾. Damals bemühten sich einzelne Emittenten durch Lohnzeichneraktionen mit der Möglichkeit von Ratenzahlungen Schichten mit relativ niedrigem Einkommen anzusprechen²⁾. Offenbar war aber das Einkommen dieser Zeichnerkreise für Wertpapierkäufe zu niedrig, so daß es vielfach bei dieser einen Zeichnung blieb. Als Begründung dafür, daß der ersten Zeichnung keine weitere folgte, wurde von einem Drittel der Mangel an Geld und von einem Zehntel „schlechte Erfahrungen“ angegeben.

Als Vorteile der Anleihe sahen 70% der Zeichner und 48% der „Kenner“ (jene Befragten, die Wertpapiere kannten, aber nicht zeichneten) hohe Verzinsung, 28% und 14% Steuerbegünstigung sowie 21% und 11% Sicherheit der Anlage; Verzinsung und Sicherheit wurden vor allem von leitenden Angestellten, Steuerbegünstigung von Selbständigen hervorgehoben. Nachteile der Anleihe sahen 35% der Zeichner und 28% der Kenner in der langen Bindung, 20% und 13% im Risiko und 18% und 7% im „Zinsverlust durch Wertminderung“. Nach ihren Vorstellungen über Anleihen befragt, gaben Zeichner wie Kenner an, daß man etwa 15.000 S übrig haben müsse, damit es sich auszahle, Anleihen zu kaufen; die durchschnittliche Bindung des Kapitals betrage 10 bis 11 Jahre; die Verzinsung wurde von Zeichnern mit durchschnittlich 8,7%, von Kennern mit 6,5% angegeben.

Die Befragung zeigte sehr klar, daß der Kauf von Wertpapieren gefühlsmäßig unter den Begriff „Vermögensanlage“ fällt, mit dem große Summen, Sicherheit der Anlage und Zinselastizität verbunden wird. Spareinlagen dagegen werden gefühlsmäßig dem Begriff „Sparen“ zugeordnet, gekennzeichnet durch Konsumverzicht, Anhäufen kleinerer Beträge und geringe Zinselastizität³⁾. Sparbuchsparer und Wertpapierkäufer sind daher verschiedene Gruppen von Personen, eine Konkurrenz zwischen beiden Sparformen besteht kaum, und dementsprechend fällt es

¹⁾ Nach der Studie eigentlich 18% in die Jahre 1950 bis 1953 und 32% in die Jahre 1954 bis 1957; 1950 bis 1952 wurden aber keine Anleihen emittiert, so daß die Jahre 1953 bis 1957 hier zusammengezogen werden konnten.

²⁾ An den drei Ratenzeichneraktionen dieser Jahre beteiligten sich rund 272.000 Personen, die zusammen 174 Mill. S zeichneten. Später ging die Zahl der Ratenzeichner stark zurück: 1963 waren es nur noch 3.600, die etwas über 11 Mill. S zeichneten.

³⁾ Mangelnde Zinsreagibilität der Masse der Sparer, nicht jedoch von Großeinlegern, zeigten auch ausländische Untersuchungen. Siehe dazu z. B.: B. W i s s m a n n, Die Zinsempfindlichkeit der deutschen Sparer (Berlin 1960) vor allem S. 40; OECD, Committee for Invisible Transactions, Capital Markets Study; General Report (Paris 1967), S. 14, § 12.

schwer, die Sparbuchsparer zur längerfristigen Wertpapieranlage zu führen⁴⁾.

Daß langfristige Obligationen nur von einem relativ kleinen Kreis gekauft werden, lassen auch ausländische Untersuchungen vermuten. Nach einer groß angelegten Studie des (amerikanischen) Board of Governors of the Federal Reserve System gemeinsam mit dem Census Bureau auf repräsentativer Basis für das Jahr 1962⁵⁾ spielen festversinsliche Wertpapiere nur in den Geldvermögen von älteren und reichen Privatpersonen eine nennenswerte Rolle (siehe folgende Tabelle). Da diese Geldvermögen sehr viel höher sind als die der übrigen Bevölkerung, kommt man zu dem Schluß, daß für den Absatz von längerfristigen Rentenwerten an Privatpersonen nur die höchsten Einkommensschichten ins Gewicht fallen. Andererseits findet sich in den Portefeuilles der weniger reichen Haushalte ein nicht zu unterschätzender Anteil von Savings Bonds, fünf- bis zwölfjährigen Spezialobligationen des Staates, die nicht laufend verzinst werden, sondern deren kapitalisierte Zinsen vom Emissionsbetrag abgezogen werden.

Zu ähnlichen Ergebnissen kam auch eine Befragung des Michigan Survey Research Center über die Anlagegewohnheiten der Bezieher hoher Einkommen⁶⁾. Die Untersuchung bezog sich nur auf Einkommen über 10.000 \$, die etwa zwei Fünftel aller persönlichen Einkommen ausmachen und von etwa einem Fünftel aller Einkommensbezieher bezogen werden. Selbst hier zeigte sich, daß Spareinlagen und Savings Bonds hauptsächlich von den weniger reichen Haushalten als Anlageform gewählt wurden, Grundstücke, Aktien und langfristige Obligationen aber nur von den reichsten.

Zusammensetzung der Geldvermögen in den USA

	Alter des Anlegers in Jahren					
	Unter 35	35 bis 54		Über 54		
	a)	a)	b)	a)	b)	
Sichteinlagen	9	5	1	4	3	
Spareinlagen	28	20	3	17	4	
Savings Bonds	6	4	0	5	1	
Anderere Obligationen	2	3	13	6	15	
Aktien	32	37	65	45	64	
Sonstige	24	31	17	24	15	
Insgesamt	% 100	100	100	100	100	
\$ je Kopf	1.716	8.757		22.259		

Q: D. S. Projector Consumer Asset Preferences, American Economic Review, May 1965, S. 245, Tab 7 — Anmerkung: a) = Insgesamt — b) = Geldvermögen über 500.000 \$.

⁴⁾ Im gleichen Sinn auch: B. W i s s m a n n, a. a. O., S. 130 ff

⁵⁾ D. S. Projector, Consumer Asset Preferences. American Economic Review, May 1965, S. 227 ff.

⁶⁾ J. N. Morgan — R. Barlow — H. E. Brazer, A Survey of Investment Management and Working Behavior Among High Income Individuals. American Economic Review, May 1965, S. 252 ff.

Die Ergebnisse von Zeitreihenanalyse, Befragung und ausländischen Studien lassen sich wie folgt zusammenfassen: Nimmt man an, daß Selbständige und Freiberufliche im Einzelfall doppelt soviel zeichnen wie Unselbständige, dürften sich die Käufe von Kapitalgesellschaften, Selbständigen-Freiberuflichen und Unselbständigen wie 2:3:4 verhalten. Die Käufe der Privatpersonen sind offenbar auf wenige Personen mit hohem Einkommen konzentriert, weil nur die Bezieher hoher Einkommen größere Teile ihres Einkommens länger binden können und weil die Käufe von Wertpapieren von großen Teilen der Bevölkerung als für sie nicht geeignet empfunden werden. Weniger reiche Haushalte greifen zu anderen Vermögensanlagen wie Spareinlagen oder sie kaufen dauerhafte Konsumgüter, die sich daher im Zeitablauf parallel zu den Wertpapierkäufen entwickeln.

Internationaler Vergleich und wirtschaftspolitische Schlußfolgerungen

Der österreichische Obligationenmarkt ist seit Kriegsende durch ein Überangebot an Papieren gekennzeichnet, obwohl die Nachfrage kräftig stieg. Der Mangel an längerfristigen Ersparnissen ist nicht nur eine österreichische, sondern eine gesamteuropäische Erscheinung¹⁾; er betrifft sowohl den Primärmarkt (den Markt der Neu-Emissionen) als auch in noch viel stärkerem Ausmaß den Sekundärmarkt (Markt früher begebener Wertpapiere)²⁾. In Österreich scheint dieses Problem aber noch gravierender zu sein als in den meisten anderen entwickelten Ländern. Nach einer Untersuchung der OECD in 14 Industriestaaten waren in der Periode 1960/65 die Netto-Emissionen je Kopf der Bevölkerung nur in Spanien und Großbritannien und bezogen auf das Brutto-Nationalprodukt nur in Großbritannien, Frankreich, Norwegen und den Niederlanden niedriger als in Österreich.

Auch dürften Wertpapiere in den Geldvermögen des österreichischen Publikums schwächer vertreten sein als im Ausland. Soweit internationale Statistiken Vergleiche zulassen, entfallen in Österreich von der — absolut geringeren — Bildung von Geldvermögen

¹⁾ The requirement of domestic capital formation and net investment abroad determine in the last analysis the capacity demanded of the financial markets. In the present phase of economic development, these needs for finance are tending in most countries to grow more quickly than financial saving. Hence the fundamental aim shared by almost all the governments of the countries examined, of promoting the formation of financial saving OECD, Committee for Invisible Transactions: Capital Markets Study, General Report (Paris 1967), S. 217 f., § 269; ebenso EWG-Kommission, Der Aufbau eines europäischen Kapitalmarktes (Brüssel 1966), vor allem S 80 f., S. 114.

²⁾ OECD, a. a. O., S 195 ff.

Netto-Emissionen von Rentenwerten auf nationalen Kapitalmärkten 1960 bis 1965

Land	Insgesamt Mill \$	Pro Kopf \$	in % des BNP
Österreich	157	21.5	2.1
Belgien	637	64.6	4.7
Dänemark	384	80.0	4.9
Frankreich	1 151	23.3	1.5
BR Deutschland	2 591	45.1	2.8
Italien	1 954	37.7	4.3
Japan	2 499	25.3	4.0
Niederlande	299	24.0	2.0
Norwegen	87	23.2	1.6
Spanien	473	14.8	3.0
Schweden	603	77.2	3.9
Schweiz	497	82.1	4.5
Großbritannien	1 122	20.4	1.3
USA	14 298	72.6	2.4

Q: OECD Committee for Invisible Transactions: Capital Markets Study, General Report (Paris 1967), S 167, Tab. 26

durch das Publikum nur etwa 12% auf festverzinsliche Wertpapiere, gegen 13% in der Bundesrepublik Deutschland, 14% in Frankreich und je 21% in Belgien und den USA. Die Publikumskäufe sind aber für die Entwicklung des Obligationenmarktes besonders wichtig, weil der Anlagebedarf des Kreditapparates nur schwach zunehmen wird, die Versicherungen immer Direktkredite vergeben und das Ausland in absehbarer Zeit nur wenig österreichische Wertpapiere kaufen dürfte (die Maßnahmen zur Sanierung der US-amerikanischen Zahlungsbilanz haben zu einer starken Verknappung längerfristiger Mittel auf den europäischen Märkten geführt). Der Anteil der Wirtschaftsunternehmungen und Privaten am (Brutto-) Wertpapierabsatz wird wahrscheinlich auch künftig steigen, nicht zuletzt deshalb, weil mit dem Wachsen der Bestände immer mehr Tilgungen fällig werden, die großteils wieder in Wertpapieren angelegt werden. Ob die *Obligationen* ihren Marktanteil halten können, ist jedoch nicht sicher, da auch andere Wertpapierformen, insbesondere ausländische Investment-Zertifikate mit aufwendigen Werbe- und Vertriebsmethoden um die Ersparnisse konkurrieren

Aufgliederung des Zuwachses der Geldvermögensanlagen der Wirtschaftsunternehmungen und Privaten 1960 bis 1964

	A	D	F	I	NL	B	GB	USA
			¹⁾	²⁾		³⁾	⁴⁾	
Festverzinsl Wertpapiere	12	13	14	11	14	21	-12	21 ⁵⁾
Aktien	2	6	7	11		11		
Bargeld	22	12	32	6	8	20	40	52
Sichteinlagen	11		23	7				
Termineinlagen	6	2	26	33	4	5		
Spareinlagen	48	22			28	20		
Sonstige	—	45	21	16	39 ⁶⁾	23	66 ⁶⁾	22 ⁶⁾
Insgesamt	100	100	100	100	100	100	100	100

Q: Österreich: Eigene Schätzungen Sonstige Staaten: EWG-Kommission, Der Aufbau eines europäischen Kapitalmarktes Brüssel 1966, S. 375, Tab. 12 — Anmerkung: A: Österreich — D: Bundesrepublik Deutschland — F: Frankreich — I: Italien — NL: Niederlande — B: Belgien — GB: Großbritannien — USA: Vereinigte Staaten von Amerika — ¹⁾ 1959/63 — ²⁾ 1963/65. — ³⁾ 1959/63. — ⁴⁾ 1962/65. — ⁵⁾ Einschließlich Savings Bonds. — ⁶⁾ Überwiegend Pensionskassen

und die bisher ziemlich schwachen Aktienkäufe an Bedeutung gewinnen könnten. Besonders staatliche Wertpapiere könnten von dieser Konkurrenz getroffen werden, da sie aus verschiedenen Gründen (hoher Anteil an den Emissionen der letzten Jahre, steuerliche Förderung) in den Portefeuilles des Publikums stärker vertreten sind, als den Diversifikationsbedürfnissen entsprechen dürfte.

Es ist zu erwarten, daß der steigende Finanzbedarf der öffentlichen Hand und der Unternehmungen die Nachfragerlücke auf dem Wertpapiermarkt künftig noch vergrößern wird. Man wird sich daher bemühen müssen, den Marktanteil der Obligationen (bzw. der inländischen Wertpapiere generell) wenigstens zu halten und ihren Absatz absolut auszuweiten. Dieses Ziel ließe sich zum Teil dadurch erreichen, daß traditionelle Formen durch bessere Marktpflege, stärkere Verkaufsbemühungen und Vereinfachung des Verkaufsvorganges attraktiver gemacht werden. Die Emittenten sollten aber auch neue Obligationenformen erwägen, die den besonderen Anlagewünschen bestimmter Schichten entgegenkommen und neue Käuferschichten gewinnen könnten. Die Anleihe entsprach besonders gut den soziologischen Gegebenheiten des 19. Jahrhunderts; sie ist auf den Anlagebedarf des mittelgroßen Privatanlegers (Rentier) zugeschnitten, der heute kaum mehr ins Gewicht fällt. Für den viel größeren Anlagebedarf der Kapitalsammelstellen erscheint die Anleihe eher schwerfällig und teuer; ihr Vorteil der Verkäuflichkeit kann von Großanlegern wegen der Schwäche des Sekundärmarktes kaum ausgenützt werden. Den heute vorherrschenden Massensparer spricht die Anleihe, wie die erwähnte Befragung zeigte, nur wenig an. Ihre Laufzeit übersteigt seinen Planungshorizont, und die jährliche Einlösung der Zinsen macht mehr Mühe, als sie einbringt.

Diese Fragen werden zur Zeit in der Arbeitsgruppe „Staatsschuldenpolitik“ des Beirates für Wirtschafts- und Sozialfragen diskutiert. Als Ergänzung der heute

üblichen Form der 10- bis 15jährigen Tilgungsanleihe (mit einer mittleren Laufzeit von 7 bis 10 Jahren) wären zwei Wertpapierarten denkbar: gesamtständige, schuldscheinartige Formen für Kapitalsammelstellen und „Sparscheine“ nach Art der anglo-amerikanischen Savings Bonds für Massensparer. Solche Sparscheine werden nicht jährlich verzinst, sondern zu einem entsprechend niedrigeren Abgabekurs verkauft. (Ein Papier von 1.000 S und einer Laufzeit von 5 Jahren z. B. hätte einen Begebungskurs von 780 S, wenn man eine durchschnittliche Verzinsung von 5% zugrunde legt.) Als Käufer kämen vor allem verschiedene in der erwähnten Befragung abgegrenzte Sparergruppen in Frage, für die die Anleihe keine voll befriedigende Anlageform ist: Die 8% „Anleihekennner“, die sich bisher nicht zur Zeichnung entschließen konnten, die 28% der Nicht-Zeichner, die die Bindungsfrist des Kapitals bei Anleihen für zu lange halten, und die 35% der Zeichner, die die gleichen Einwände gegen Anleihen hatten und daher möglicherweise zur Wiederanlage kürzerfristige Sparformen wählen werden. Vertriebsform und Werbung könnten darauf abgestellt werden, daß diese Sparscheine vom Publikum gefühlsmäßig dem Bereich des „Sparens“ und nicht der „Vermögensanlage“ zugerechnet werden. Dadurch ließen sich Massensparer mit größeren Ersparnissen allmählich für längerfristige Sparformen gewinnen.

Selbstverständlich müssen Kosten und Risiken einer neuen Sparform und ihr Einbau in das Gefüge von Anlagemöglichkeiten eingehend von Finanzfachleuten geprüft werden, bevor man sich entschließt, sie einzuführen. Es ist jedoch wichtig, den grundsätzlichen Strukturwandel auf den Finanzmärkten zu erkennen und sich ihm anzupassen. Produktdifferenzierung und Marketing gewinnen nicht nur im Absatz von Industrie- und Agrarprodukten, sondern auch im Wertpapierabsatz zunehmend Bedeutung, wenn man breitere Käuferschichten ansprechen will.

Gunther Tichy