

# Die Geldkapitallücke und ihre wirtschaftspolitische Bedeutung

## Einleitung

Die wirtschaftspolitische Diskussion in Österreich bedient sich seit geraumer Zeit des Schlagwortes "Geldkapitallücke". Insbesondere in den Auseinandersetzungen der letzten zwei Jahre zwischen den Währungsbehörden und dem Kreditapparat wurde die Entstehung und Wirkung der Geldkapitallücke extrem ausgelegt. Die Interpretation ging teils über die ökonomische Bedeutung dieses Phänomens hinaus, teils wurden bestimmte Zusammenhänge einseitig überbetont.

Ohne die später folgende genauere Definition vorwegzunehmen, kann der Geldkapitalsaldo zunächst als jener Betrag verstanden werden, der sich ergibt, wenn in der konsolidierten Bilanz des Kreditapparates das Primärmittelaufkommen (also vor allem die Einlagen bei den Kreditinstituten) von der Kreditgewährung abweicht. Ist das aushaftende Kreditvolumen höher als das Primärmittelaufkommen, so liegt eine "Geldkapitallücke" vor. Solange diese klein war, ist sie in der wirtschaftspolitischen Diskussion kaum beachtet worden. Erst mit der starken Ausweitung in den Jahren 1979 und 1980 sind ihr unerwünschte Wirkungen auf die Liquidität des Kreditapparates, das österreichische Zinsniveau und die Ertragsentwicklung bei den Kreditunternehmen zugeschrieben worden<sup>1)</sup>. Wenig Einigkeit scheint bisher über die Ursachen, die zum Entstehen der Geldkapitallücke führen, zu herrschen. Als Hauptfaktoren werden das Leistungsbilanzdefizit sowie die schwache Einkommensentwicklung bei den privaten Haushalten und damit deren geringe Spareinlagenbildung genannt.

Noch Ende der sechziger Jahre verzeichneten die Kreditinstitute einen Überschuß der Schilling-Geldkapitalbildung über die Schilling-Kreditgewährung. Zu Beginn der siebziger Jahre war der Saldo zwischen diesen beiden Größen mehr oder weniger ausgeglichen. Etwa ab Mitte 1973 entstand erstmals eine merkliche Geldkapitallücke, die im II. Quartal 1974 einen vorläufigen Höchstwert von saisonbereinigt mehr als 11 Mrd. S erreichte, und die bis Anfang 1975 bestand. Bis Mitte 1976 lag dann das Niveau der Geldkapitalbildung wieder über dem der aushaftenden Kredite. Zur Jahresmitte 1976 drehte sich der Saldo, und die Geldkapitalbildung hat seither das Ni-

## Übersicht 1

### Der Geldkapitalsaldo und seine Komponenten

	Schilling-Geld-	Schilling-Kredite	Differenz
	kapitalbildung		
Jahresendstände in Mrd. S			
1970	201,3	200,2	1,1
1971	236,1	234,6	1,5
1972	279,3	280,5	-1,2
1973	317,7	322,1	-4,4
1974	356,7	361,5	-4,9
1975	435,4	424,7	10,7
1976	518,3	525,2	-7,0
1977	574,9	599,5	-24,6
1978	668,5	687,8	-19,3
1979	754,5	797,6	-43,1
1980	837,7	890,3	-52,6

veau der Kredite nicht wieder erreicht. Die Geldkapitallücke weitete sich bis Dezember 1977 auf etwa 27 Mrd. S aus, bildete sich dann aber bis Anfang 1979 auf etwa 19 Mrd. S zurück. Darauf folgte eine kräftige Ausweitung mit einem neuerlichen Höhepunkt von saisonbereinigt 67 Mrd. S im Durchschnitt des III. Quartals 1980. Die anschließende Verringerung bis Ende 1980 auf 55 Mrd. S erwies sich als nicht von Dauer: bis Oktober 1981 stieg die Geldkapitallücke saisonbereinigt auf 79 Mrd. S.

Die Diskussion um die Geldkapitallücke erweckte zuletzt den Eindruck, daß ihr im Ziel-Mittel-Denken der Währungsbehörden zunehmend die Eigenschaft eines monetären Indikators oder Zwischenzieles zugemessen wird. So hat die Nationalbank ihre Maßnahmen wiederholt auch mit der Entwicklung der Geldkapitallücke begründet<sup>2)</sup>. Daraus läßt sich ableiten, daß sie die Geldkapitallücke zu steuern versucht oder doch beobachtet, weil sie davon bestimmte Wirkungen auf die wirtschaftspolitischen Endziele im realen Sektor erwartet.

Um Aussagen über die gesamtwirtschaftlichen Wirkungen der Geldkapitallücke und ihrer Bestimmungsgründe zu erlauben, wird sie zunächst definiert und in den Rahmen eines gesamtwirtschaftlichen Finanzierungssystems gestellt. Die definitorischen Beziehungen werden dann an Hand der tatsächlichen Entwicklung der Geldkapitallücke und ihrer Komponenten sowie der Zusammenhänge mit gesamtwirtschaftlichen Zielgrößen analysiert. Daraus lassen sich Schlußfolgerungen über die wirtschaftspolitische Bedeutung der Geldkapitallücke ziehen.

<sup>1)</sup> Vgl. *Verband österreichischer Banken und Bankiers* (1980, S. 11) *Koren* (1981 S. 5)

<sup>2)</sup> Mitteilungen des Direktoriums der Oesterreichischen Nationalbank 11/1981 S. 3 S. 12f. 6/1981, S. 2

**Die Geldkapitallücke im Rahmen der Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung — Ein System definitorischer Beziehungen**

Die Geldkapitallücke sei zunächst als definitorisches Konzept angesehen, das bestimmte Positionen der konsolidierten Bilanz der Kreditunternehmen (laut Zwischenausweis in den Mitteilungen der Notenbank) umfaßt. Die Bilanz der Kreditunternehmen stellt eines der Sektorkonten der Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung (GFR) dar. Die GFR wiederum ist nach dem System of National Accounts 1968 (SNA 1968), wie die Input-Output-Rechnung, integrierter Bestandteil der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (VGR)<sup>3)</sup> In der folgenden Darstellung wird in vereinfachter Form der Zusammenhang zwischen Volkseinkommensrechnung (VER) und GFR gezeigt, dann wird die Finanzierungsrechnung (auch Geldstromrechnung genannt) in sektoraler Aufgliederung an Hand eines Zahlenbeispiels für ein bestimmtes Jahr präsentiert, und schließlich wird aus dem Finanzierungskonto "Kreditunternehmen" die Definition der Geldkapitallücke herausgehoben und ihre "Deckung" durch die übrigen Bilanzpositionen in einer bestimmten Gliederungsform gezeigt

Für die Zwecke dieser Arbeit genügt es, die definitorischen Zusammenhänge zwischen dem Volkseinkommen und seiner Verwendung und den Finanzierungsströmen in etwas vereinfachter Form schematisch darzustellen. Angemerkt sei, daß analog zur Volkseinkommensrechnung, wo es sich um Stromgrößen in einer bestimmten Zeitperiode (Jahr) handelt, auf der Finanzierungsebene Ströme (Geldströme, flows of funds) betrachtet werden, also Veränderungen finanzieller Bestände innerhalb eines Jahres.

In Übersicht 2 sind Transaktionen des güterwirtschaftlichen und des finanziellen Bereichs nach Transaktoren aufgespalten und in Matrixform dargestellt. Die Bildung von Zwischensummen und End-

summen nach Zeilen und Spalten zeigt, daß bestimmte definitorische Beschränkungen vorgegeben sind. Die Transaktionen (Zeilen) beziehen sich auf die Einkommens- und Finanzierungskonten, aber auch auf die Konsum- und Sachkapitalbildungskonten laut SNA. Die Spaltengliederung folgt weitgehend den im SNA vorgesehenen Transaktoren der Einkommens- und Finanzierungskonten, nämlich private Haushalte, Unternehmen, Staat, Finanzinstitutionen, wobei es zweckmäßig erscheint, Staat und Finanzinstitutionen weiter aufzuspalten, und zwar in Bund und sonstige öffentliche Haushalte (Länder, Gemeinden, Sozialversicherungsträger, öffentlich-rechtliche Körperschaften) bzw. in Oesterreichische Nationalbank, Kreditunternehmen und eventuell Vertragsversicherungen. Die Transaktoren "sind jene Einheiten, wo die Entscheidungen über Einkommen, Investitionen und Finanzierung fallen, und wo die Verantwortlichkeit dafür liegt (Transaktoren der *institutionellen Ebene*)"<sup>4)</sup>. Die in der Matrix verwendeten Symbole bedürfen keiner weiteren Erklärung, da sie sich aus der Zeilen- und Spaltenbezeichnung ergeben.

Es wird von der bekannten Definition

$$(1) Y = C + I + X - M$$

ausgegangen, wobei *Y* das Volkseinkommen (oder Netto-Nationalprodukt) zu Marktpreisen, *C* den Konsum, *I* die Netto-Investitionen einschließlich Lagerbildung und *X - M* die Exporte minus Importe im weiteren Sinn (einschließlich des Saldo der Faktoreinkommen aus dem Ausland und an das Ausland) darstellen. In Spalte 11 der Übersicht 2 ist die Definition (1) unter Berücksichtigung der stets gültigen Ex-post-Identität  $S = I$  dargestellt als

$$(2) Y - C + M - X = S - I = 0.$$

Zeile 1 zeigt die Verteilung des Volkseinkommens auf die Sektoren; der Einfachheit halber wird angenommen, daß die Finanzinstitutionen nicht in die güter-

<sup>3)</sup> Siehe dazu *Österreichisches Statistisches Zentralamt* (1979 S 7ff)

<sup>4)</sup> *Österreichisches Statistisches Zentralamt* (1979, S. 10); im folgenden wird der Begriff Sektoren synonym für Transaktoren verwendet

Übersicht 2

**Die sektorale Aufspaltung der Verwendung des Volkseinkommens und der finanziellen Transaktionen**

Transaktionen	Sektoren										
	Private Haushalte	Private Unternehmen	Private Nichtbanken	Bund	Sonstige öffentliche Haushalte	Öffentliche Haushalte	OeNB	Kreditunternehmen	Inland	Ausland	Gesamt
	(1)	(2)	(3) <sup>1)</sup>	(4)	(5)	(6) <sup>2)</sup>	(7)	(8)	(9) <sup>3)</sup>	(10)	(11) <sup>4)</sup>
1 Einkommen	$Y_h$	$Y_u$	$Y_p$	$Y_b$	$Y_s$	$Y_o$			$Y$		$Y$
2 + Netto-Transfers	$T_h$	$T_u$	$T_p$	$T_b$	$T_s$	$T_o$			$T_i$	$T_e$	0
3 - Konsum	$C_h$		$C_p$	$C_b$	$C_s$	$C_o$			$C$		$C$
4 + Außenhandelsbilanz i w S										$M - X$	$M - X$
5 = Sparen	$S_h$	$S_u$	$S_p$	$S_b$	$S_s$	$S_o$			$S$	$S_e$	$S$
6 - Netto-Investitionen		$I_u$	$I_p$	$I_b$	$I_s$	$I_o$			$I$		$I$
7 = Finanzierungssalden bzw Geldvermögensbildung	$FS_h$	$FS_u$	$FS_p$	$FS_b$	$FS_s$	$FS_o$			$FS_i$	$FS_e$	0
8 - Veränderung der finanziellen Aktiva	$\Delta A_h$	$\Delta A_u$	$\Delta A_p$	$\Delta A_b$	$\Delta A_s$	$\Delta A_o$	$\Delta A_c$	$\Delta A_k$	$\Delta A_i$	$\Delta A_e$	$\Delta A$
9 + Veränderung der finanziellen Passiva	$\Delta P_h$	$\Delta P_u$	$\Delta P_p$	$\Delta P_b$	$\Delta P_s$	$\Delta P_o$	$\Delta P_c$	$\Delta P_k$	$\Delta P_i$	$\Delta P_e$	$\Delta P$
10 =	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

<sup>1)</sup> (3) = (1) - (2) - (6) = (4) + (5) - (9) = (3) + (6) + (7) + (8) - (4) (11) = (9) + (10)

wirtschaftlichen Transaktionen involviert sind, sondern nur als Finanzintermediäre agieren. Zeile 2 erfaßt die laufenden Transfers (u. a. direkte Steuern, Sozialversicherungsbeiträge, Sozialtransfers). Unter Einbeziehung der Transfers aus dem/an das Ausland muß die Summe der Transfers über die Sektoren Null ergeben. Einkommen (einschließlich laufender Transfers) der Sektoren, das nicht für den Konsum verwendet wird, bildet das Sparen (Zeile 5). In einer offenen Wirtschaft leistet das Ausland im Ausmaß des Leistungsbilanzdefizits (-überschusses) einen positiven (negativen) Beitrag zum gesamtwirtschaftlichen Sparen. Die Zeilen 5 bis 9 stellen in verkürzter Form sektoral und gesamtwirtschaftlich die Finanzierungskonten in einem weiteren Sinn dar. Sie zeigen, wie in den einzelnen Sektoren die Vermögensbildung (Sachvermögensbildung und Geldvermögensbildung) durch Sparen finanziert wird. Bildet ein Sektor kein Sachvermögen, wie dies in Zeile 6 für das Ausland und — idealtypisch — für die privaten Haushalte der Fall ist, so ist das Sparen gleich der Geldvermögensbildung (dem Finanzierungssaldo). Übersteigt die Sachvermögensbildung eines Sektors sein Sparen, so verringert sich sein Geldvermögen oder er muß sich netto verschulden (negativer Finanzierungssaldo). Der Differenzbetrag zwischen dem Sparen der inländischen Sektoren und der gesamten Sachvermögensbildung (im vorliegenden Fall die Netto-Investitionen und Lagerbildung), also der inländische Finanzierungssaldo, entspricht dem Finanzierungssaldo des Auslands (allerdings mit umgekehrtem Vorzeichen). Oder anders ausgedrückt: Besteht ein Leistungsbilanzdefizit, so hat das Ausland dementsprechend einen positiven Finanzierungssaldo, d. h. es erhöht gegenüber der nationalen Wirtschaft seine Netto-Forderung oder verringert seine Netto-Verschuldung. Im gleichen Ausmaß erhöht sich die Netto-Verschuldung oder vermindert sich die Netto-Forderung der heimischen Wirtschaft gegenüber dem Ausland. Addiert ergeben die Finanzierungssalden Null, sodaß in Spalte 11 die Ex-post-Identität  $S = I$  gewahrt bleibt.

Soweit bisher besprochen kann die Matrix (Zeilen 1 bis 7) mit den vom Statistischen Zentralamt erstellten Daten der VER besetzt werden. Die Finanzierungskonten im engeren Sinn (Zeilen 8 und 9), also die Darstellung der Veränderungen der verschiedenen finanziellen Aktiva und Passiva der einzelnen Sektoren, waren bis vor kurzem ein weißer Fleck in der Datenlandschaft der VGR. Zwei in jüngster Zeit erschienene Arbeiten haben hier pionierhaft Abhilfe geschaffen<sup>5)</sup>. Die Summe der Veränderungen von finanziellen Aktiva und Passiva jedes Sektors entspricht seinem

<sup>5)</sup> *Handler — Lehner* (1981) und *Mooslechner — Nowotny* (1980); *Handler — Lehner* weisen eine Finanzierungsmatrix für ein Jahr (1977) aus (S. 102f), *Mooslechner — Nowotny* hingegen erarbeiteten eine Finanzierungsrechnung für die Jahre 1960 bis 1979 (S. 53ff).

Finanzierungssaldo. Da jede Veränderung eines sektoralen Finanzaktivums eine gleich große Veränderung von Passiva in anderen Sektoren bedeutet, muß die Summe aller Veränderungen von Aktiva und Passiva über die Sektoren Null ergeben. Von Bedeutung ist nun die Rolle der Finanzierungsinstitute (deren Finanzierungssaldo idealtypisch Null ist) als Vermittler und Schöpfer von Finanzierungsinstrumenten. Der überwiegende Teil der Veränderungen von Finanzpositionen der nichtfinanziellen Sektoren findet seinen Niederschlag in den Positionen der Finanzierungsinstitute.

Als Beispiel für die datenmäßige Darstellung der Finanzierungskonten im engeren Sinn (Zeilen 8 und 9) wird ein Auszug aus der Finanzierungsmatrix 1977 von *Handler — Lehner* gewählt.

Mängel in den verfügbaren Daten erlauben es in der Praxis nicht, die in der Matrix der Übersicht 2 postulierten definitorischen Beschränkungen genau zu erfüllen; dies gilt sowohl für die Verbindung der VER mit der GFR als auch für die Summenbeschränkung der Finanzierungskonten im engeren Sinn. Auf die bestehenden statistischen Diskrepanzen braucht man in diesem Zusammenhang nicht einzugehen; sie sind in den zitierten Arbeiten von *Handler — Lehner* und *Mooslechner — Nowotny* ausführlich diskutiert. Greift man aus Übersicht 3<sup>6)</sup> den Sektor Kreditunternehmen (die konsolidierte Bilanz der Kreditunternehmen) heraus, kann man zeigen, wie die Veränderung der Geldkapitallücke "entsteht" und wie sie "gedeckt" wird<sup>7)</sup>.

Die Spalten 1 und 2 der Übersicht 4 zeigen, wie die Geldkapitallücke aus der konsolidierten Bilanz der Kreditunternehmen definitorisch herausgeschält wird. Es handelt sich hier um den in WIFO-Analysen verwendeten Begriff der "Schilling-Geldkapitallücke"<sup>8)</sup>. Die Veränderung der Geldkapitallücke ist demnach der Saldo aus den Veranlagungen der Kreditunternehmen in Schilling:

- Direktkredite an inländische Nichtbanken in Schilling,
- Bundesschatzscheine,
- inländische Rentenwerte ohne Bankschuldverschreibungen im Besitz der Kreditunternehmen,

<sup>6)</sup> Abweichend von der sektoralen Gliederung in Übersicht 2 sind die Finanztransaktionen der privaten Haushalte und Unternehmen in einem Sektor Private Nichtbanken zusammengefaßt, da die verfügbaren Daten eine entsprechende Aufspaltung nicht zulassen.

<sup>7)</sup> Es sei angemerkt, daß die Begriffe "entstehen" und "decken" in diesem definitorischen Zusammenhang nichts über Verursachung und Wirkung oder über Aktion und Reaktion (also über Verhaltenszusammenhänge) aussagen können.

<sup>8)</sup> Ausführlich beschrieben wird die Entwicklung der Kreditgewährung an inländische Nichtbanken und der Geldkapitalbildung bei inländischen Kreditunternehmen in verschiedenen möglichen Abgrenzungen sowie die sich daraus ergebende Entwicklung der Geldkapitallücke für die Jahre 1970 bis 1980 von *Höller* (1981). Ferner wird dort auch die Deckung der Geldkapitallücke im Bilanzzusammenhang dargestellt.

**Finanzierungsmatrix 1977**  
 (Auszug)

Transaktionsklassen	Private Nichtbanken		Bund		Sonstige öffentliche Haushalte		Öffentliche Haushalte		OeNB		Kreditunternehmen		Vertragsversicherungen		Finanzierungsinstitute		Inland		Ausland		Gesamt		Statistische Diskrepanz		
	Soll	Haben	Soll	Haben	Soll	Haben	Soll	Haben	Soll	Haben	Soll	Haben	Soll	Haben	Soll	Haben	Soll	Haben	Soll	Haben	Soll	Haben			
<i>Inlandstransaktionen</i>																									
1 Banknoten	3.194	—	201	—	—	—	201	—	—	3.331	—	67	—	3	—	64	3.331	3.331	3.331	—	—	3.331	3.331	—	
2 Scheidemünzen	750	—	—	744	—	—	744	—	6	—	—	—	—	—	—	6	—	744	744	—	—	744	744	—	
3 Sichteinlagen	1.410	—	1.455	—	1.507	—	2.962	—	—	—	—	1.584	32	—	32	1.584	1.584	1.584	—	—	—	1.584	1.584	—	
4 Termineinlagen einschl. aufgenommene Gelder	1.421	—	899	—	2.132	—	3.031	—	—	—	—	4.604	152	—	152	4.604	4.604	4.604	—	—	—	4.604	4.604	—	
5 Spareinlagen	37.593	—	6	—	1.194	—	1.200	—	—	—	—	38.959	165	—	166	38.959	38.959	38.959	—	—	—	38.959	38.959	—	
6 Fremdwährungseinlagen	931	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	931	—	—	—	931	931	931	—	—	—	931	931	—	
7 Zwischenbanktransaktionen	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	37.457	35.246	—	100	37.457	35.346	37.457	35.346	—	—	—	37.457	35.346	2.111	
8 Rediskonto und Lombarde	—	—	—	—	—	—	—	—	10.678	—	—	10.678	—	—	—	10.678	10.678	10.678	10.678	—	—	—	10.678	10.678	—
9 OeNB-Forderungen gegen den Bund	—	—	—	174	—	—	—	174	174	—	—	—	—	—	—	174	—	174	—	—	—	—	174	174	—
10 Guthaben bei der OeNB	—	—	769	—	227	—	996	—	—	1.349	123	—	—	—	—	123	1.349	1.119	1.349	—	—	—	1.119	1.349	230
11 Direktkredite	—	56.131	—	3.004	—	5.131	—	8.135	—	—	—	66.202	—	—	—	66.202	—	66.202	64.266	—	—	—	66.202	64.266	1.936
12 ERP-Kredite	—	585	—	—	440	—	440	—	145	—	—	—	—	—	—	145	—	585	585	—	—	—	585	585	—
13 Darlehen an öffentliche Haushalte	—	9.090	497	75	9.720	1.202	10.217	1.127	—	—	—	—	—	—	—	—	10.217	10.217	—	—	—	—	10.217	10.217	—
14 Versicherungsanlagen	4	1.515	—	1.461	—	872	—	2.333	—	—	—	—	3.848	4	3.848	4	3.852	3.852	—	—	—	—	3.852	3.852	—
15 Anteilswerte und Beteiligungen	2.377	4.178	787	—	—	—	787	—	—	0	1.394	248	199	331	1.593	579	4.757	4.757	—	—	—	—	4.757	4.757	—
16 Investmentzertifikate	—	46	—	46	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	46	46	—	—	—	—	46	46
17 Bundesschatzscheine	—	—	—	1.583	—	—	—	1.583	0	—	—	1.506	—	77	—	1.583	—	1.583	1.583	—	—	—	—	1.583	1.583
18 Inländische Rentenwerte	14.873	1.685	—	15.697	334	1.566	334	17.263	3.647	—	17.895	18.637	513	—	22.055	18.637	36.594	37.585	1.103	109	—	37.697	37.476	221	
<i>Auslandstransaktionen</i>																									
19 Direktinvestitionen	1.343	2.009	—	—	—	—	—	—	—	—	54	41	—	—	—	54	41	1.397	2.050	2.050	1.397	3.447	3.447	—	
20 Aktien und Investmentzertifikate	18	27	—	—	—	—	—	—	—	—	7	1	—	—	—	7	1	25	28	28	25	3	3	—	
21 Festverzinsliche Wertpapiere	654	2.320	—	8.371	5	989	5	9.360	—	—	702	7.861	—	—	—	702	7.861	1.361	19.541	19.541	1.361	20.902	20.902	—	
22 Kredite	688	1.891	—	4.136	4	1.196	4	2.940	—	—	18.117	4.196	—	—	—	18.117	4.196	18.809	9.027	9.027	18.809	27.836	27.836	—	
23 Sonstige langfristige Auslandsposition	18	2.551	247	38	12	12	259	50	171	—	348	232	5	2.122	172	2.354	105	247	187	196	—	82	51	31	
24 Kurzfristiger Kapitalverkehr	248	190	—	—	490	42	490	42	6.732	275	8.433	20.062	—	—	—	1.701	20.337	1.460	20.568	20.568	1.460	22.028	22.028	—	
25 Sonstiges	—	—	—	—	—	—	—	—	1.425	4.200	6.592	11.777	1.434	3.718	9.451	19.695	9.451	19.695	—	—	—	—	9.451	19.695	10.244
Summe (1 bis 25)	62.656	76.970	4.861	31.543	14.417	8.594	19.278	40.137	9.155	9.155	155.055	155.055	6.275	6.275	170.485	170.485	252.419	287.592	52.075	23.139	304.494	310.731	6.237		
Finanzierungssaldo	—	-14.314	—	-26.682	—	5.823	—	-20.859	—	0	—	0	—	0	—	0	—	-35.173	—	28.936	—	—	6.237	—	

— Elemente, die definitionsgemäß keine Daten enthalten.

.. Elemente, deren Daten nicht verfügbar sind.

“Entstehung“ und “Deckung“ des Geldkapitalsaldos 1977

Transaktionsklassen	Entstehung		Transaktionen mit der OeNB		Deckung		Sonstige Transaktionen	
	Nur Transaktionen in Schilling		Veränderung gegen das Vorjahr in Mill. S		Transaktionen mit dem Ausland bzw. in fremder Währung			
	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva
<i>Inlandstransaktionen</i>								
Banknoten und Schemidemünzen	—	—	—67	—	—	—	—	—
Sichteinlagen	—	1 584	—	—	—	—	—	—
Termineinlagen einschließl. aufgenommene Gelder	—	4 604	—	—	—	—	—	—
Spareinlagen	—	38 959	—	—	—	—	—	—
Fremdwährungseinlagen	—	—	—	—	—	931	—	—
Zwischenbanktransaktionen	—	—	—	—	—	—	37 457	35 246
Rediskonte und Lombarde	—	—	—	10 678	—	—	—	—
Guthaben bei der OeNB	—	—	123	—	—	—	—	—
Direktkredite in Schilling	61 390	—	—	—	—	—	—	—
Direktkredite in Fremdwährung	—	—	—	—	4 812	—	—	—
Anteilswerte und Beteiligungen	—	—	—	—	—	—	1 394	248
Bundesschatzscheine	—1 506	—	—	—	—	—	—	—
Inländische Rentenwerte	14 381	11 505	—	—	—	—	—	—
Bankschuldverschreibungen im Besitz der Kreditunternehmen	—	—	—	—	—	—	3 981	3 981
Differenz	—	—	—	—	—	—	—467	—
Offenmarktgeschäft	—	—	—	3 151	—	—	—	—
<i>Auslandstransaktionen</i>								
Insgesamt	—	—	—	—	26 965	32 391	—	—
Sonstiges	—	—	—	—	—	—	6 592	11 777
Endkapitallücke	—	17 613	13 773	—	1 545	—	2 295	—

und der Schilling-Geldkapitalbildung bei den Kreditunternehmen:

- Sichteinlagen,
- Termineinlagen einschließlich aufgenommener Gelder,
- Spareinlagen,
- eigene Emissionen der Kreditunternehmen ohne Bankschuldverschreibungen im Besitz der Kreditunternehmen und der Notenbank

Die wichtigsten Transaktionen, die im Bilanzzusammenhang die Veränderung der Geldkapitallücke decken, können zweckmäßigerweise in drei Kategorien eingeteilt werden:

- 1 Transaktionen mit der Oesterreichischen Nationalbank:
  - Banknoten,
  - Rediskonte und Lombarde,
  - Guthaben bei der Notenbank,
  - Offenmarktgeschäfte;
- 2 Transaktionen mit dem Ausland bzw. in fremder Währung:
  - Fremdwährungseinlagen inländischer Nichtbanken,
  - Direktkredite an inländische Nichtbanken in fremder Währung,
  - Veränderung der Auslandsposition;
- 3 Sonstige Transaktionen:
  - Zwischenbanktransaktionen,
  - Anteilswerte und Beteiligungen,
  - Sonstige Aktiva und Passiva

Somit wird die bilanzmäßige Schließung der Schilling-

Geldkapitallücke im wesentlichen in zwei Komponenten aufgespalten: Eine schlägt sich in der Notenbankbilanz nieder, die andere ist von den Auslands- und Fremdwährungstransaktionen der Kreditunternehmen bestimmt. Der Rest besteht im wesentlichen aus Veränderungen im Sachvermögen, im Eigenkapital und aus statistischen Diskrepanzen.

Von der Matrix der Transaktoren ausgehend (Übersicht 2) werden nun die Finanzierungskonten im engeren Sinn explizit dargestellt in T-Konten für fünf Sektoren (private Nichtbanken, öffentliche Haushalte, Oesterreichische Nationalbank, Kreditunternehmen und Ausland) werden — ausgehend von den Finanzierungssalden — die Veränderungen der finanziellen Aktiva und Passiva jedes Sektors symbolhaft eingetragen. Diese Darstellung ist zwar für die Zwecke dieser Arbeit hinreichend detailliert, wird aber gegenüber der Wirklichkeit vereinfacht, um eine gewisse Übersichtlichkeit zu wahren.

Aus dem Identitätserfordernis, daß über die Sektoren hinweg die Summe der Aktiva gleich der Summe der Passiva sein muß:

$$(3) \quad B + E + WP_p + G_o + WR + REF + R + K_p + K_o + WP_k + FWK + KV_p + KV_o + KV_k = FS_p + FS_o + FS_a + K_p + FWK + KV_p + K_o + WP_o + KV_o + B + R + G_o + REF + E + EE + KV_k + WR,$$

werden aus der Bilanz der Kreditunternehmen die Komponenten herausgegriffen, die den Geldkapitalsaldo (GKS) von der “Entstehung“ her konstituieren:

$$(4) \quad GKS = E + EE - WP_k - K_p - K_o.$$

Übersicht 5

Die Finanzierungskonten im engeren Sinn

Private Nichtbanken	Öffentliche Haushalte	Oesterreichische Nationalbank	Kreditunternehmungen	Ausland
$B$	$FS_p$	$FS_o$	$B$	$FS_a$
$E$	$K_p$	$K_o$	$R$	$KV_p$
$EE$	$FWK$	$WP_o$	$K_f$	$E$
$FS$	$G_o$	$KV_o$	$G_r$	$EE$
$FS_o$			$WP_k$	$KV_k$
$FS_p$			$FWK$	
$FWK$				
$G_r$				
$K_o$				
$K_p$				
$KV_k$				
$KV_o$				
$KV_p$				
$R$				
$REF$				
$WP_k$				
$WP_o$				
$WP_p$				
$WR$				

Nach Umordnen der Komponenten in (3) und Wegkürzen kann man schreiben:

$$(5) \quad GKS = (B + E + WP_p + G_o - K_p - FWK - KV_p - K_o - WP_o - KV_o) + (KV_p + KV_o) + FWK - B - G_o$$

Wie leicht zu sehen ist, entspricht der erste Klammerausdruck auf der rechten Seite in Definition (5) den Finanzierungssalden der privaten Nichtbanken und der öffentlichen Haushalte und damit — wie in Übersicht 2 gezeigt wurde — dem Saldo der (erweiterten) Leistungsbilanz (LB). Der zweite Klammerausdruck auf der rechten Seite stellt den Kapitalverkehr der inländischen Nichtbanken mit dem Ausland dar (KV). Man kann also (5) schreiben als

$$(6) \quad GKS = LB + KV + FWK - B - G_o$$

Definition (6) stellt die fundamentale Beziehung für die weitere Behandlung des Geldkapitalsaldos dar. Der Geldkapitalsaldo wird also in diesem definitiven Zusammenhang "bestimmt" von der Leistungsbilanz, vom Kapitalverkehr der Nichtbanken mit dem Ausland, den Fremdwährungskrediten (netto) der Kreditunternehmen an inländische Nichtbanken, der Bargeldhaltung und den Guthaben (netto) öffentlicher Stellen bei der Notenbank; diese Faktoren stellen quasi die unmittelbaren Bestimmungsgründe

(proximate determinants)<sup>9)</sup> der Geldkapitallücke dar. Ceteris paribus führt also ein Leistungsbilanzdefizit, eine Erhöhung der Bargeldhaltung oder der von Nichtbanken bei der Notenbank gehaltenen Guthaben zu einer Verringerung des Geldkapitalsaldos (die Geldkapitalbildung ist schwächer als die Kreditausweitung), während Kapitalimporte der Nichtbanken und Fremdwährungskredite in die entgegengesetzte Richtung wirken. Definition (6) spiegelt — neben der Leistungsbilanz — auch die Veränderung der Portefeuillestruktur der inländischen Nichtbanken wider: Der Geldkapitalsaldo repräsentiert — abgesehen vom Bargeld und den Notenbankguthaben — die Umschichtungen im Finanzportefeuille zwischen Inlandsaktiva und -passiva der Nichtbanken (in Schilling) einerseits und Auslands- bzw. Fremdwährungspositionen andererseits.

Die in diesem Abschnitt dargestellten definitiven Beziehungen müssen ex post stets erfüllt sein: Sie sagen jedoch nichts darüber aus, wodurch das Verhalten der Wirtschaftssubjekte und Institutionen bestimmt wird, inwieweit deren geplante Transaktionen im Güter- und Leistungsbereich sowie im Finanzbereich verwirklicht werden konnten bzw. wie die Planverwirklichung eines Akteurs oder einer Gruppe von Akteuren durch die Entscheidungen anderer beeinträchtigt wird und welche Reaktionen daraus folgen. Das hier dargestellte Definitionsschema, in dem einigermaßen homogene Gruppen von Entscheidungsträgern und Akteuren zu Sektoren zusammengefaßt sind, liefert jedoch einen Rahmen, innerhalb dessen eine Fülle von Verhaltensweisen und Interdependenzen, die sich in Transaktionen des Güter- und Finanzbereichs niederschlagen — unter Wahrung der definitiven Beschränkungen — diskutiert werden können.

Welche Verhaltensweisen wirken auf den Geldkapitalsaldo?

Das System der Finanzierungsrechnung ist grundsätzlich offen für alternative Hypothesen und Theorien und kann dazu beitragen, Fehlschlüsse und Inkonsistenzen zu vermeiden. Eine synoptische Betrachtung der sektoral gegliederten Transaktionen im Güter- und Finanzierungsbereich gestattet es, Interdependenzen zwischen den Sektoren, sowohl auf der güterwirtschaftlichen Ebene als auch auf der Finanzierungsebene, und gleichzeitig Interdependenzen zwischen diesen beiden Ebenen zu besprechen. Dies kann hier nicht in umfassender Weise geschehen, vielmehr seien nur einige Aspekte zunächst generell herausgehoben.

<sup>9)</sup> Ähnlich wie Cagan (1965, S. 13) die Komponenten der Geldmenge im Rahmen des Multiplikatorkonzepts als "proximate determinants" für die dahinter stehenden Verhaltensdeterminanten (ultimate determinants) bezeichnet

In gemischtwirtschaftlichen Systemen mit entwickeltem Finanzsektor, wie sie in den westlichen Industriestaaten bestehen, werden Entscheidungen über Sparen und Investition weitgehend unabhängig voneinander von verschiedenen Entscheidungsträgern getroffen. Grundsätzlich erfolgt die Konsum- und damit auch die Sparsentscheidung im Haushaltssektor, die Entscheidung über die Investition im Unternehmenssektor. Diese dezentrale Entscheidungsstruktur hat zur Folge, daß eine Übereinstimmung von geplantem Sparen und geplanter Investition höchst unwahrscheinlich ist.

Diese Entscheidungen haben Konsequenzen auf der Finanzierungsebene, und es gibt von dort Rückwirkungen auf die Realisation der realwirtschaftlichen Entscheidungen. Die Überschussektoren (typisch: der Haushaltssektor) vermehren ihre Finanzaktiva in gewünschter Zusammensetzung und/oder verringern ihre Passiva. Die Defizitsektoren (typisch: der Unternehmenssektor) müssen, sofern sie nicht Finanzaktiva abbauen können, zusätzliche Verbindlichkeiten eingehen, wozu allerdings die Bereitschaft der Kreditgeber erforderlich ist. *Mooslechner — Nowotny* (S. 131) weisen in diesem Zusammenhang auf eine grundsätzliche Asymmetrie in der Durchsetzbarkeit der Planvorstellungen hin. Der Überschussektor wird seine Pläne in der Regel weitgehend verwirklichen können, während der Defizitsektor von der Finanzierung her beschränkt werden kann.

Ungeachtet der Höhe des aus dem laufenden Einkommen gebildeten Sparens müssen zu (vor) der Durchführung Finanzierungsmittel bereitgestellt werden. Über den Einkommenseffekt der realisierten Investitionen werden dann wieder Ersparnisse hervorgerufen<sup>10</sup>. Diese Konstellation ist zunächst davon unberührt, ob geplantes Sparen und Investieren voneinander abweichen oder zufällig übereinstimmen. Es kommt vielmehr darauf an, wie die Finanzierungsüberschüsse auf das ganze Spektrum der Finanzinstrumente aufgeteilt werden (Portefeuilleentscheidung), ferner auf die Veranlagungsbereitschaft der Kreditunternehmen und schließlich auf den geldpolitischen Kurs der Währungsbehörde.

Um die Beziehung (6) für die Diskussion von Verhaltensweisen und wirtschaftspolitischer Beeinflussung zugänglich zu machen, wird die Komponente "Leistungsbilanz" aus einem einfachen Modell abgeleitet, in welches wirtschaftspolitische und Verhaltensparameter eingehen. Die Volkseinkommensdefinition (1) wird in abgeänderter Form angeschrieben, indem Steuern und sonstige Einnahmen ( $T$ ) sowie die Aus-

gaben des öffentlichen Sektors ( $A$ ) explizit eingeführt werden:

$$(7) \quad Y - T = C + I + A - T + X - M.$$

Auf der linken Seite von Gleichung (7) steht nun das verfügbare Einkommen der privaten Nichtbanken;  $C$  und  $I$  sind ihre Ausgaben für Konsum und Netto-Investitionen;  $A$  sind Konsum- und Investitionsausgaben des öffentlichen Sektors. Privater Konsum, Importe, Steuern und öffentliche Ausgaben seien einkommensabhängige Größen:

$$(8) \quad T = tY,$$

$$(9) \quad A = aY,$$

$$(10) \quad C = c(1-t)Y,$$

$$(11) \quad M = mY,$$

wobei

$t$  = Steuersatz,

$a$  = Ausgabenneigung des Staates,

$c$  = Konsumneigung

$m$  = Importneigung.

$I$  und  $X$  seien einkommensunabhängige ("autonome") Größen. Setzt man (8) bis (11) in (7) ein, so erhält man

$$(12) \quad Y = \frac{I + X}{1 - c(1-t) - a + m}.$$

Der Ausdruck  $\frac{1}{1 - c(1-t) - a + m}$  ist eine mögliche Form des Multiplikators für eine offene Wirtschaft.

Beziehung (7) kann nun so angeordnet werden, daß sie der weiter oben verwendeten Definition des Leistungsbilanzsaldos entspricht: Die Summe der Finanzierungssalden der privaten Nichtbanken und öffentlichen Haushalte ist gleich dem Finanzierungssaldo des Auslands:

$$(13) \quad (Y - T - C - I) + (T - A) = (X - M)$$

und unter Berücksichtigung von (8) bis (11)

$$(14) \quad [1 - t - c(1-t)]Y - I + (t - a)Y = X - mY.$$

Ersetzt man in Gleichung (14) die Variable  $Y$  durch Gleichung (12), so hat man die Rückkoppelungen des Multiplikatorprozesses in der Leistungsbilanz berücksichtigt. Man erhält dann

$$(15) \quad \frac{[1 - t - c(1-t)](I + X)}{1 - c(1-t) - a + m} - I + \frac{(t - a)(I + X)}{1 - c(1-t) - a + m} = X - \frac{m(I + X)}{1 - c(1-t) - a + m}.$$

Sieht man von der linken Seite der Gleichung, also von den Finanzierungssalden der beiden Inlandssektoren, ab und betrachtet nur die rechte Seite (also die Leistungsbilanz), so sieht man, daß bei gegebenen Investitionen und Exporten eine Zunahme von Konsumneigung oder staatlicher Ausgabenneigung das Einkommen erhöht und gleichzeitig die Leistungsbilanz verschlechtert. Eine Erhöhung des Steuersatzes senkt das Einkommen und verbessert die Leistungsbilanz; eine Zunahme der Importneigung senkt ebenfalls das Einkommen und verschlechtert die Lei-

<sup>10</sup> Dieser Aspekt wurde von *Keynes* (1937A, B) in der Diskussion um die "Allgemeine Theorie" betont und von einer Richtung des Postkeynesianismus wieder aufgegriffen und weiter entwickelt (u. a. *Davidson*, 1965, 1978, 1980). *Davidson* führte das Finanzierungsmotiv als viertes *Keynes*'sches Motiv der Liquiditätshaltung in die Literatur ein.

stungsbilanz. Steigen die — hier als exogen angenommenen — Investitionen, so steigt das Einkommen, während sich die Leistungsbilanz verschlechtert; höhere Exporte verbessern unmittelbar die Leistungsbilanz, steigern aber auch die Einkommen, wodurch ein Teil der ursprünglichen Leistungsbilanzverbesserung absorbiert wird.

Geht man der Einfachheit halber davon aus, daß private Nichtbanken und öffentliche Haushalte hinsichtlich ihrer Portefeuilleentscheidungen durch das Bankenverhalten und die monetäre Politik nicht beschränkt sind, so wird der Geldkapitalsaldo auf Grund von (6) von der Leistungsbilanz und von der Entscheidung der Nichtbanken über die Verteilung der Aktiva und Passiva auf inländische und ausländische (bzw. Fremdwährungs-)Finanzierungsinstrumente bestimmt. Gibt es Beschränkungen z. B. bei inländischen Krediten (kostenmäßig oder mengenmäßig) und ist eine vollständige Substitution durch Auslands- oder Fremdwährungsfinanzierung möglich, so wirkt dies positiv auf die Veränderung des Geldkapitalsaldos, ohne die wirtschaftliche Aktivität (das Einkommen) zu dämpfen. Ist diese Substitutionsmöglichkeit jedoch nicht gegeben und kommt es zu einer echten Finanzierungsbeschränkung, dann wird auch die Einkommensentwicklung und — selbst bei unveränderter Konsumneigung — damit auch die Geldkapitalbildung beeinträchtigt; eine positive Wirkung auf den Geldkapitalsaldo kann also nur in dem Maße eintreten, als sich bei unveränderter Struktur der Finanzportefeuilles die Leistungsbilanz verbessert.

Versucht man das Problem der Geldkapitalücke von der Seite der Geldkapitalbildung her zu lösen, indem man z. B. stärkere Sparanreize schafft, also die Konsumneigung ( $c$ ) senkt, so drückt dies auf die Einkommen und damit auch auf das absolute Einlagenaufkommen; auch in diesem Fall verändert sich die Geldkapitalücke in Abhängigkeit von der einkommensbedingten Leistungsbilanzwirkung. Überdies ist damit zu rechnen, daß eine reduzierte Konsumneigung über die Absatzerwartungen der Unternehmen die Investitionen und somit die wirtschaftliche Aktivität weiter dämpfen wird. Man sieht also, daß Versuche, die Geldkapitalücke über die entsprechenden Aktiv- oder Passivpositionen der Bankbilanzen zu verringern, über die Leistungsbilanzwirkung erfolgreich sein können, allerdings um den Preis einer Dämpfung der wirtschaftlichen Aktivität. Diese negativen Folgen könnten nur in dem Maße vermieden werden, als es gleichzeitig gelingt, die Importneigung ( $m$ ) zu senken und/oder die Exporte zu erhöhen.

#### **Die Entwicklung des Geldkapitalsaldos und seiner unmittelbaren Bestimmungsgründe**

Die Abbildungen, die der Beschreibung der Veränderungen der Geldkapitalücke und ihrer unmittelbaren

Bestimmungsgründe zugrunde liegen, entsprechen der Definition (6).

Die Schwingungen in der Veränderung des Geldkapitalsaldos setzen ab 1973 — zeitlich mit dem Übergang zum allgemeinen Floaten zusammenfallend — zunächst verhalten ein und werden ab 1975 vehementer. Sie haben einen ausgeprägten antizyklischen Charakter und laufen mit der *Leistungsbilanz* weitgehend parallel. Auch die Schwankungsamplitude in der Veränderung des Geldkapitalsaldos weitete sich mit jener der Leistungsbilanzsalden aus. Die Schwankungen in der Leistungsbilanz, wohl überwiegend in Übereinstimmung mit dem Geldkapitalsaldo, können die Veränderungen des Geldkapitalsaldos nur bis zu einem gewissen Grad erklären; außerdem gibt es Abweichungen in den Wendepunkten der beiden Reihen.

Die zweite wichtige Determinante des Geldkapitalsaldos sind die *Netto-Kapitalimporte* der privaten Nichtbanken und der öffentlichen Stellen. Diese gewannen ebenfalls etwa ab 1973 sowohl hinsichtlich ihrer Höhe als auch ihrer Amplitude an Bedeutung, wofür nicht zuletzt die stärkere Integration Österreichs in die internationalen Finanzmärkte ausschlaggebend war. Die Kapitalimporte der Nichtbanken haben in der Vergangenheit häufig die Wirkung der Leistungsbilanz auf die Veränderung des Geldkapitalsaldos verstärkt. In der Rezession 1974/75, als sich die Leistungsbilanz verbesserte, nahmen öffentliche Stellen (vor allem der Bund), aber auch Unternehmen in verstärktem Maße Auslandsmittel herein. Der Bund hatte rezessionsbedingt ein hohes Budgetdefizit zu finanzieren und stützte sich stark auf ausländische Finanzierungsquellen, u. a. deshalb, um den erwarteten Konjunkturaufschwung nicht durch Finanzierungsbeschränkungen im Inland zu behindern. Nachträglich konnte man feststellen, daß die Kapitalimporte höher ausgefallen waren, als es zur Budgetfinanzierung erforderlich gewesen wäre.

Der damit verbundene Aufbau von Bundesguthaben bei der Notenbank ließ den Überschuß der Geldkapitalbildung über die Kreditgewährung schon sinken, bevor sich die Leistungsbilanz im Zuge des nächsten Konjunkturaufschwungs dramatisch passivierte. Die weitere Öffnung der Geldkapitalücke ab Mitte 1976 geht ziemlich parallel mit der Ausweitung des Leistungsbilanzdefizits. Daß die Veränderung des Geldkapitalsaldos früher als die Leistungsbilanz den unteren Wendepunkt erreichte, ist in erster Linie auf die ab Anfang 1977 wieder zunehmenden Kapitalimporte der Nichtbanken zurückzuführen, in geringem Maße auch auf die Ausweitung der Fremdwährungsposition der Kreditunternehmen. Die Ende 1977 zur Sanierung der Leistungsbilanz gesetzten steuerlichen Maßnahmen waren temporär erfolgreich, insbesondere im Jahre 1978. In diesem Jahr verringerte sich auch die Geldkapitalücke. An der Jahreswende 1978/79 über-

traf die Geldkapitalbildung wieder die Kreditgewährung. Die dann einsetzende rasche Vergrößerung der Geldkapitallücke war zunächst darauf zurückzuführen, daß der Abbau des Leistungsbilanzdefizits zu Beginn des Jahres 1979, als die hausgemachte Rezession überwunden war, zum Stillstand kam und die Leistungsbilanz passiv blieb, während gleichzeitig die Netto-Kapitalimporte der Nichtbanken infolge des Anstiegs des ausländischen Zinsniveaus zusehends abnahmen und Anfang 1980 ganz aufhörten. Bedingt durch die Zinsdifferenz ging in dieser Phase auch die Fremdwährungsposition bei den Kreditunternehmen zurück. Von Ende 1979 bis ins III. Quartal 1980 wuchs das Defizit der Leistungsbilanz. Ab Mitte 1980 wurde die Ausweitung der Geldkapitallücke stark gebremst, und zwar rascher, als das Leistungsbilanzdefizit kleiner wurde. Die Notenbank hatte bei dem Versuch, mit dem heimischen Zinsniveau unter dem ausländischen "durchzutauchen", in der zweiten Jahreshälfte 1979 rund 30 Mrd S an Währungsreserven eingebüßt. Sie schaltete dann auf eine restriktive Politik um und hob damit das österreichische Zinsniveau auf das deutsche, zeitweise auch darüber hinaus. Nach der Zinswende wurden von den Nichtbanken wieder zunehmend ausländische Mittel importiert und von den Banken Fremdwährungskredite vergeben. Zusammenfassend kann gesagt werden, daß die Veränderung des Geldkapitalsaldos in der Hauptsache durch die Summe aus Leistungsbilanzsaldo und Netto-Kapitalimporten der Nichtbanken erklärt werden kann. Schwingungen und Wendepunkte stimmen gut überein. Die Entwicklung des Geldkapitalsaldos liegt tendenziell im Niveau unter den Werten der

Summe aus Leistungsbilanz und Kapitalverkehr der Nichtbanken, weil die Bargeldhaltung kontinuierlich und wenig schwankend ausgeweitet wird. Der Abstand der Veränderung des Geldkapitalsaldos von seinen Haupterklärungsgrößen zeigt noch deutliche Schwingungen, die von Zacken überlagert sind. Die Schwingungen gehen meist auf Veränderungen der Fremdwährungsposition bei den Kreditunternehmen, seltener auf Veränderungen der Netto-Guthaben der Nichtbanken bei der Notenbank zurück. Die Zacken stimmen in der Mehrzahl der Fälle mit Bewegungen in den Netto-Guthaben bei der Notenbank überein. Wie aus dem mittleren Teil der Abbildung 2 zu ersehen ist, können die fünf unmittelbaren Bestimmungsgründe die Veränderung des Geldkapitalsaldos hinreichend gut erklären. Der geringfügige nicht erklärte Rest ist auf derzeit unaufklärbare statistische Diskrepanzen zwischen Volkseinkommensrechnung und Finanzierungsdaten zurückzuführen.

Stellt man den Geldkapitalsaldo in den Gesamtzusammenhang der konsolidierten Bilanz der Kreditunternehmen, kann man Aussagen über die "Deckungskomponenten" ableiten, ohne damit die Wirkungsrichtung zwischen Geldkapitalsaldo und diesen Komponenten festzulegen. Entsprechend den früheren Ausführungen sind die Deckungskomponenten in Abbildung 3 gegliedert in die Nettoauslands- und Nettofremdwährungsposition, die Nettoposition gegenüber der Notenbank (Kassenliquidität minus Refinanzierung) und die sonstigen Positionen (netto) der Kreditunternehmen. Betrachtet man die monatlichen Vorjahresveränderungen, so sieht man, daß in den siebziger Jahren die Bewegungen des Geldkapitalsal-

Abbildung 1

**Der Geldkapitalsaldo und seine Hauptbestimmungsgründe**  
Veränderung gegen das Vorjahr in Mrd. S bzw. 12-Monatssummen

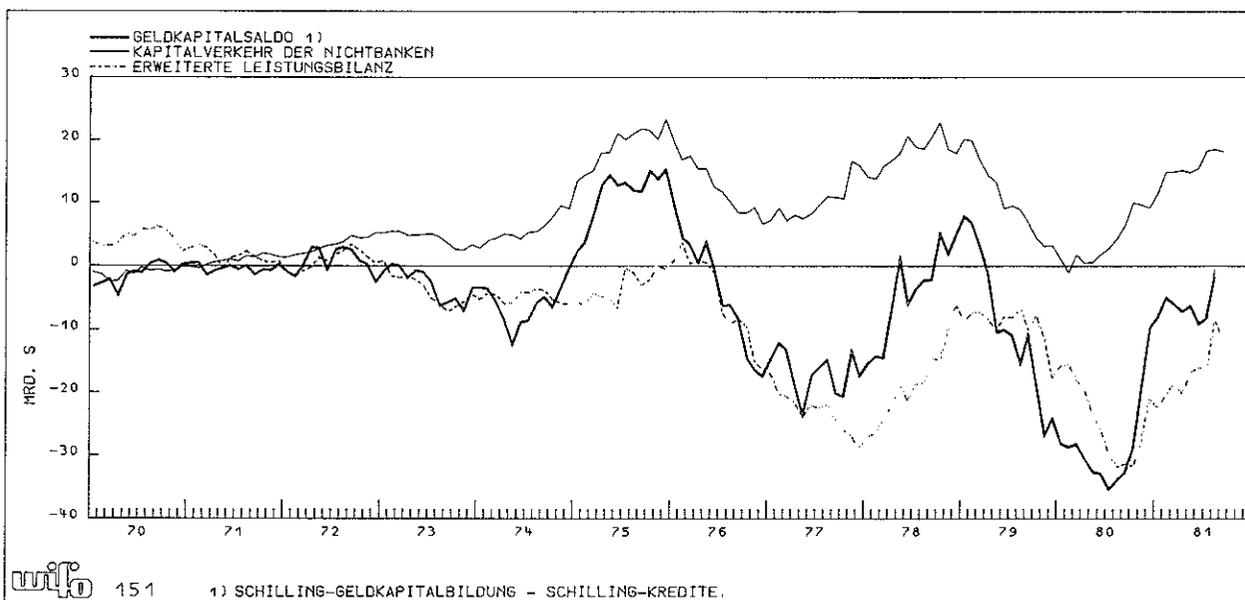
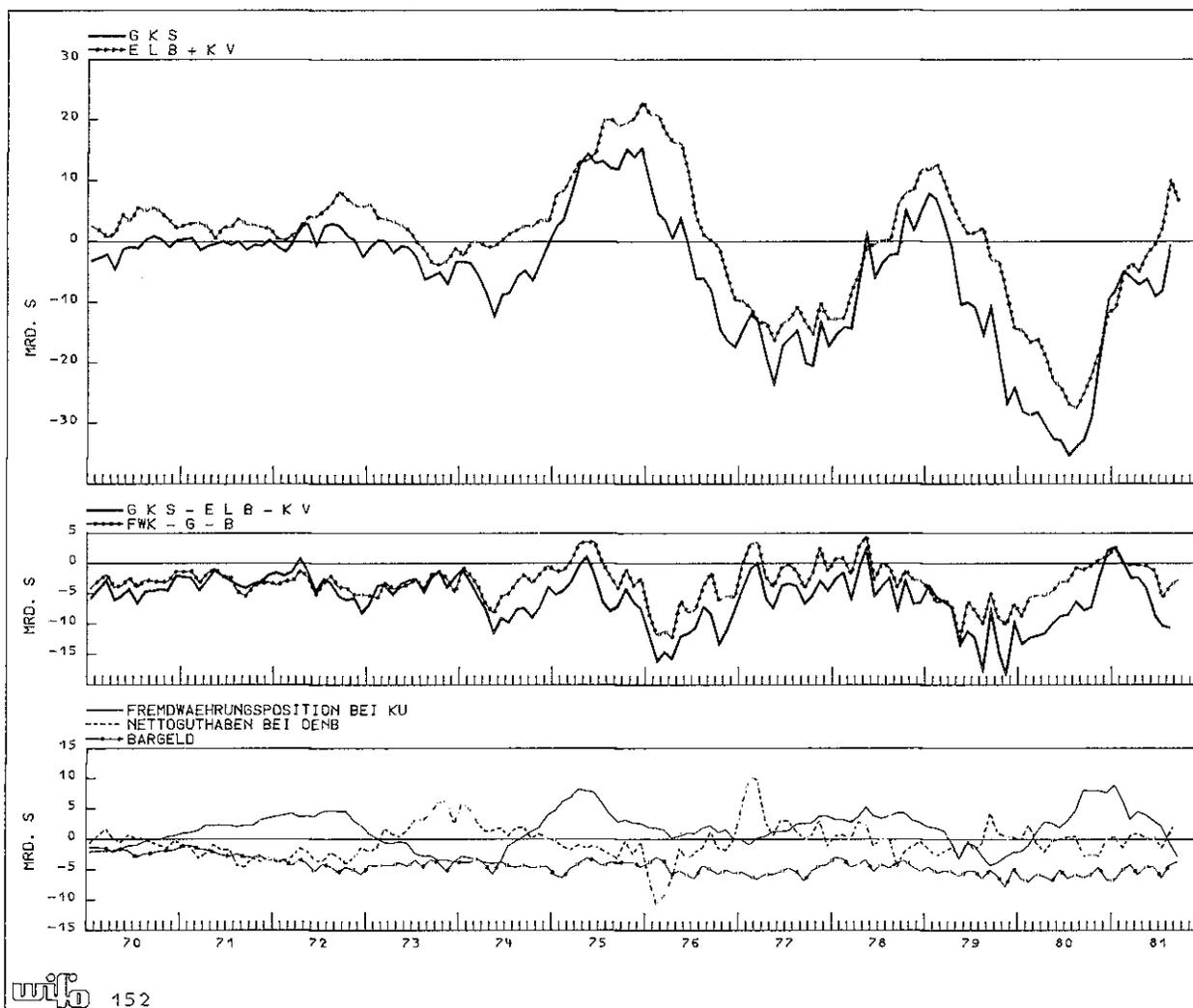


Abbildung 2

**Bestimmungsfaktoren des Geldkapitalsaldos**  
Veränderung gegen das Vorjahr in Mrd. S bzw. 12-Monatssummen



dos überwiegend durch die Veränderung der (um die Kassenliquidität bereinigten) Refinanzierung der Kreditinstitute durch die OeNB "finanziert" worden sind. Nur zwischen Anfang 1971 und Mitte 1973 und dann wieder von Anfang 1976 bis Anfang 1979 wurde ein — geringfügiger — Teil der Veränderung des Geldkapitalsaldos durch die Auslandsverschuldung der Kreditunternehmen abgedeckt.

Ein ganz anderes Bild ergibt sich seit Beginn der achtziger Jahre. Nach dem kurzfristigen (zinsinduzierten) Aufbau der Nettoauslands- und -fremdwährungsposition im Jahre 1979 änderte sich dieses Verhalten der Kreditunternehmen Anfang 1980 abrupt, nachdem die österreichischen Zinssätze an die ausländischen herangeführt worden waren. Die Refinanzierung, die 1979 noch teilweise der Aufbringung der Mittel für die Auslandsanlagen der Kreditinstitute diente, nahm bis Mitte 1980 nur noch wenig zu, er-

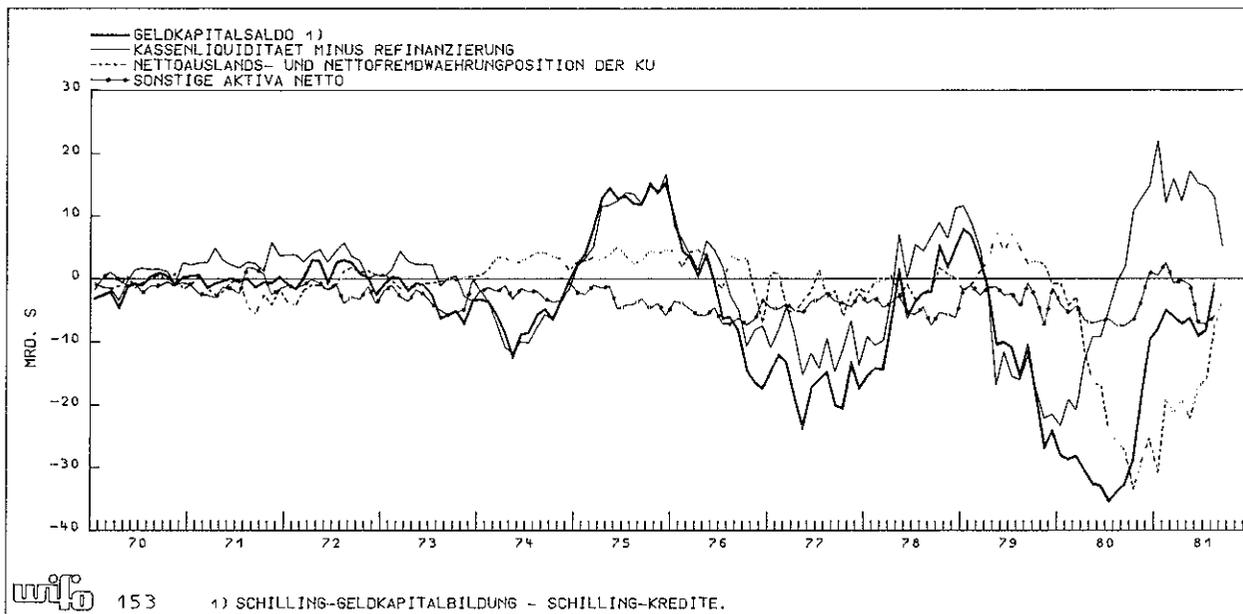
laubte aber gemeinsam mit der Auslandskomponente eine Deckung der sich ausweitenden Geldkapitallücke. Erst seit dem 2. Halbjahr 1980, als zunächst die Refinanzierung drastisch gekürzt wurde und dann die Auslandsverschuldung langsamer stieg, weitete sich die Geldkapitallücke im Vorjahresvergleich nur noch wenig aus.

Erwähnenswert scheint noch, daß die "Sonstigen Passiva" der Kreditunternehmen (wie sie in den Zwischenausweisen laut OeNB ausgewiesen werden; sie sind in der Abbildung 3 in den "Sonstigen Aktiva netto" enthalten) als Bestandsgröße im Jahresverlauf ein ausgeprägtes Saisonmuster haben. Zwischen Jänner und Dezember nimmt diese Größe fast kontinuierlich zu und "verursacht" somit eine im Jahresverlauf steigende Geldkapitallücke. Diese Bewegung geht im wesentlichen auf das buchmäßige Akkumulieren von Reserven zurück, die zum Jahresende als

Abbildung 3

### Geldkapitalsaldo und Deckungskomponenten

Veränderung gegen das Vorjahr in Mrd. S



Zinsgutschriften auf die Einlagenkonten gebucht werden und dann die Geldkapitallücke verringern. In den letzten Monaten ist auch wiederholt die Frage aufgetaucht, wie sich *Wertpapierkostgeschäfte* der Kreditunternehmen auf die Geldkapitallücke auswirken. Unter Kostgeschäft wird hier der (zeitlich befristete) Verkauf von auf Schilling lautenden Wertpapieren aus den Portefeuilles der Kreditunternehmen an Nichtbanken entweder gegen die Hereinnahme liquider Mittel oder die Auflösung von Einlagen verstanden. Im ersten Fall tritt in der konsolidierten Bilanz der Kreditunternehmen ein Aktivtausch ein: Der Erhöhung des Bestands an liquiden Mitteln steht eine gleich hohe Abnahme der Schilling-Kredite gegenüber, wodurch sich der Geldkapitalsaldo erhöht bzw. die Geldkapitallücke verringert. Für die Kreditunternehmen bietet dies gegenüber der Mittelaufbringung über neue Einlagen den Vorteil, den Mindestreservebestimmungen zu entgehen<sup>11)</sup>. In Abbildung 3 sind solche Transaktionen in der aggregierten Deckungskomponente "Kassenliquidität minus Refinanzierung" enthalten. Im zweiten Fall ergibt sich eine Bilanzverkürzung, die die Geldkapitallücke nicht beeinflusst. Ende September 1981 erreichten diese Kostgeschäfte eine Gesamthöhe von 22,7 Mrd. S. Da die von der OeNB erhobenen Daten eine Unterscheidung der beiden genannten Fälle nicht zulassen, kann der Einfluß dieser Transaktionen auf die Geldkapitallücke

<sup>11)</sup> Die OeNB hat daher im November 1981 beschlossen, die Erlöse aus Kostgeschäften mit Wirkung vom 1. Februar 1982 der Mindestreservepflicht zu unterziehen.

nicht exakt ermittelt werden. Man kann allerdings annehmen, daß die Geldkapitallücke ohne Kostgeschäfte höher wäre, als sie derzeit ausgewiesen wird.

#### Geldkapitallücke und Wirtschaftspolitik

Abschließend wird zu beurteilen versucht, wieweit sich die Geldkapitallücke als wirtschaftspolitisches Zwischenziel eignet. Wie schon eingangs erwähnt wurde, sind in letzter Zeit hin und wieder auch Maßnahmen der Währungsbehörden mit dem Hinweis auf die große, sich ausweitende Geldkapitallücke begründet worden. Eine Analyse dieses Problemkreises wird sich hauptsächlich mit folgenden Fragen beschäftigen müssen:

- Welche Stellung könnte die Geldkapitallücke in der Rangordnung der wirtschaftspolitischen Zielsetzungen einnehmen?
- Wären die Währungsbehörden in der Lage, die Geldkapitallücke zu steuern?
- Welche Wirkungen wären von einer Steuerung der Geldkapitallücke zu erwarten, und welche Konsequenzen hätte dies für die Verfolgung alternativer Ziele durch die Währungsbehörden?

Der Abbau der Geldkapitallücke kann für sich gesehen kein wirtschaftspolitisches Endziel sein. Eine gesamtwirtschaftliche Größe wird nur dann den Rang eines Endzieles einnehmen, wenn ihrer Entwicklung ein wesentlicher Einfluß auf die gegenwärtige oder künftige Wohlfahrt der Wirtschaftssubjekte zugemes-

sen werden kann. Dazu gehören heute in den westlichen Industriestaaten meist die Aufrechterhaltung oder Herstellung der Vollbeschäftigung, die Inflationsdämpfung sowie die Begrenzung von Leistungsbilanz- und Budgetdefiziten. Die Geldkapitallücke dagegen zeigt zunächst nur einen Ausschnitt aus der konsolidierten Bilanz der Kreditunternehmen und dient somit der Beurteilung der Geschäftsstruktur der Kreditinstitute. Sind darüber hinaus Informationen über die relativen Preise in einzelnen Geschäftsbereichen vorhanden, kann man außerdem auf die Entwicklung der Ertragslage des Kreditapparates schließen.

Die Geldkapitallücke eignet sich daher bestenfalls als ein wirtschaftspolitisches Zwischenziel, von dessen Steuerung prognostizierbare Impulse auf eines der Endziele zu erwarten sein könnten. Nach der Analyse im vorhergehenden Abschnitt böte sich in erster Linie die Beeinflussung der Leistungsbilanz an, weil zwischen den Bewegungen der Geldkapitallücke und der Leistungsbilanz nicht nur theoretische, sondern auch empirische Zusammenhänge bestehen.

Die Währungsbehörden stützen sich allerdings bereits jetzt auf wenigstens zwei verschiedene Kanäle, über die die Ausweitung des Leistungsbilanzdefizits in Grenzen gehalten werden soll. Der eine wirkt langfristig über eine zurückhaltende Einkommens- und Preispolitik, zu der die Währungsbehörden mit der Hartwährungspolitik eine Vorleistung erbringen. Bewirkt diese Kombination eine reale effektive Abwertung des Schillings, dann kann dank der Verbesserung der Wettbewerbsposition auch eine positive Wirkung auf die Leistungsbilanz erwartet werden.

Der zweite Kanal bedient sich der — mit der Hartwährungspolitik konsistenten — Zinspolitik bzw. der restriktiven Geld- und Kreditpolitik. Damit wird sichergestellt, daß der kurzfristige Beitrag der Kapitalbilanz und der kurz- bis mittelfristige Beitrag der Leistungsbilanz zu einer Veränderung der Währungsreserven begrenzt wird.

Welche Aufgabe könnte in diesem Rahmen die Geldkapitallücke übernehmen? Wie sich zeigt, würde die zusätzliche Steuerung der Geldkapitallücke das Mittel-Ziel-System der Währungsbehörden überbestimmen. Eine restriktive Kreditpolitik (etwa in Form der aktivseitigen Obergrenzen für die Kreditausweitung), die das außenwirtschaftliche Gleichgewicht aufrechterhalten bzw. wiederherstellen soll, verkleinert — wenn sie erfolgreich ist — ceteris paribus auch die Geldkapitallücke. Eine restriktive Geldpolitik (z. B. durch Kürzung der Refinanzierung des Kreditapparates durch die Notenbank) wird ebenfalls zu einer Verminderung der Geldkapitallücke führen, weil die Kreditunternehmen dann entweder Kredite zurückrufen (auslaufende Kredite nicht mehr vergeben) oder trachten müßten, neue Einlagen zu gewinnen.

Für die Geldkapitallücke finden sich also keine zusätzlichen Aufgaben mehr im derzeit vorgegebenen

Spektrum an wirtschaftspolitischen Zwischenzielen. Aber auch als alternatives Zwischenziel zu den bisher eingesetzten deckt sie keine neuen Zielzonen ab, weil ihre Steuerung letztlich nur über eines der derzeit schon bestehenden Zwischenziele erfolgen könnte. Damit wird auch gleich eine weitere der oben aufgeworfenen Fragen beantwortet, nämlich, ob die Währungsbehörden überhaupt in der Lage wären, die Geldkapitallücke zu steuern. Dies wäre im gleichen Ausmaß der Fall, in dem es mit den derzeitigen Mitteln gelingt, die Geldmenge und die Kredite zu steuern. Wegen der außenwirtschaftlichen Abhängigkeit Österreichs ist dies unter der gegenwärtigen Wechselkurspolitik nur beschränkt möglich.

Stellte die Geldkapitallücke ein wirtschaftspolitisches Zwischenziel dar und gelänge es den Währungsbehörden, sie zu schließen, so wären damit ganz bestimmte Folgen für den realen Sektor der Wirtschaft verbunden. Definitionsgemäß kann sich die Lücke (unter der Annahme, daß sich die privaten Nichtbanken nicht zusätzlich im Ausland verschulden) nur verringern, wenn als Folge der wirtschaftspolitischen Maßnahmen entweder die Kreditmenge zur Nachfragefinanzierung geringer wird oder Einkommen von Güterkäufen zur Einlagenbildung umgeschichtet werden. In beiden Fällen wird die Güternachfrage gedämpft. Dadurch bessert sich zwar — bei unveränderter Importquote — die Leistungsbilanz, gleichzeitig wird aber auch die inländische Produktion mit ihren Konsequenzen für Einkommen und Beschäftigung eingeschränkt.

Weder eine Verknappung der Kredite noch eine Erhöhung der Einlagen wird sich in voller Höhe in einer Veränderung der Geldkapitallücke niederschlagen. Der Nettoeffekt wird geringer sein, weil entsprechend dem Inlandsanteil der ausfallenden Kredite auch die Einlagen sinken werden, und weil umgekehrt steigende Einlagen eine Kreditausweitung ermöglichen.

Sollte im Zuge einer Verringerung der Geldkapitallücke versucht werden, das inländische Produktionsniveau aufrechtzuhalten, so könnte dies nur geschehen, indem die Auslandsnachfrage stimuliert oder die inländische Nachfrage von Importen zu Inlandsprodukten umgeschichtet wird.

Dann aber würde es sich empfehlen, den Umweg der Leistungsbilanzsanierung über eine Verringerung der heimischen Nachfrage ("expenditure reducing") erst gar nicht einzuschlagen, sondern gleich mit Maßnahmen zur Ausgabenumschichtung ("expenditure switching") vorzugehen.

Ein Versuch, das Leistungsbilanzdefizit über eine unmittelbar wirkende monetäre Steuerung der Geldkapitallücke abzubauen, ließe ferner unberücksichtigt, daß das derzeitige Leistungsbilanzdefizit Österreichs auch von Faktoren mitbestimmt wird, die sich nur langfristig anpassen. Um Friktionen im Anpassungsprozeß möglichst zu vermeiden, müssen solche Fak-

toren im Rahmen der Strukturpolitik berücksichtigt werden. Sobald sich strukturpolitische Maßnahmen in einer Verbesserung der Leistungsbilanz niederschlagen, wird sich die Geldkapitallücke wieder schließen. Aus den Darstellungen in dieser Arbeit läßt sich auch ableiten, daß die Geldkapitallücke nicht "schuld" am derzeitigen österreichischen Hochzinsniveau sein kann. Vielmehr muß man umgekehrt davon ausgehen, daß Maßnahmen, die eine Schließung der Geldkapitallücke herbeiführen würden, das Zinsniveau tendenziell weiter anheben würden. Oder anders formuliert:

Unter der Annahme zinselastischer Kredit- und Einlagentätigkeit wäre das Zinsniveau derzeit noch zu niedrig, die Geldkapitallücke zu beseitigen. Da jedoch das österreichische Zinsniveau derzeit primär auslandsdeterminiert ist, würde eine sich abzeichnende Zinssatzerhöhung unter der gegenwärtigen Wechselkurspolitik zu Kapitalimporten führen und die Zinssteigerung verhindern.

*Heinz Handler  
Fritz Schebeck*

### Literaturhinweise

*P. Cagan*: Determinants and Effects of Changes in the Stock of Money 1875-1960, Princeton 1965

*P. Davidson*: Keynes Finance Motive Oxford Economic Papers März 1965

*P. Davidson*: Money and the Real World, London 1978

*P. Davidson*: Is there a Shortage of Savings in the United States? The Role of Financial Institutions, Monetary and Fiscal Policy in Capital Accumulation During Periods of Stagflation, in: Special Study on Economic Change Vol 4; Stagflation: The Causes, Effects, and Solutions; Studies Prepared for the Use of the Special Study on Economic Change of the Joint Economic Committee Congress of the United States, Dezember 1980

*H. Handler* — *G. Lehner*: Finanzielle Interdependenzen in Österreich. Beilage zum Finanzschuldenbericht 1981 der Österreichischen Postsparkasse Wien 1981

*P. Höller*: Messung, Entwicklung und Interpretation der Geldkapitallücke der österreichischen Kreditunternehmen. Österreichisches Bank-Archiv Oktober 1981

*J. M. Keynes (1937A)*: Alternative Theories of the Rate of Interest The Economic Journal Juni 1937

*J. M. Keynes (1937B)*: The "Ex-Ante" Theory of the Rate of Interest The Economic Journal Dezember 1937

*S. Koren*: Ansprache anlässlich der Generalversammlung der Oesterreichischen Nationalbank am 28. April 1981.

*P. Mooslechner* — *E. Nowotny*: Gesamtwirtschaftliche Finanzierung und öffentliche Verschuldung, Dr. Stigleitner-Schriftenreihe Band 20 Linz 1980

*Österreichisches Statistisches Zentralamt*: Österreichs Volkseinkommen 1964-1977. Neuberechnung, Beiträge zur Österreichischen Statistik, Heft 525, Wien 1979

*Verband österreichischer Banken und Bankiers*: Jahresbericht 1980.