

**ÖSTERREICHISCHES INSTITUT
FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG**

„Vorträge und Aufsätze“

Heft 9

Investitionsfinanzierung und Kapitalmarkt

von

Dr. Franz Nemschak

Leiter des Österreichischen Institutes für Wirtschaftsforschung

Wien 1954

Investitionsfinanzierung und Kapitalmarkt

von

Dr. Franz Nemschak

Leiter des Österreichischen Institutes für Wirtschaftsforschung

Herausgeber

Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung

Wien 1954

Gliederung

	Seite
Die Investitionsfinanzierung seit Kriegsende	3
Vorteile eines leistungsfähigen Kapitalmarktes	7
Bisherige Bemühungen um den Aufbau eines Kapitalmarktes	10
Wertpapiersparen und Industriefinanzierung	12
Komplementäre Wege der Investitionsfinanzierung	14
Verwendung liquider Ersparnisse für Investitionen	15
Aufnahme langfristigen Kapitals aus dem Auslande	20
Schlußworte	21

Investitionsfinanzierung und Kapitalmarkt

von

Dr. Franz Nemschak

Vortrag, gehalten in der VII. Österreichischen
Betriebswirtschaftlichen Woche am 19. Oktober 1954
in Wien (Großer Festsaal der Wiener Messe-A.G.)

Meine Damen und Herren!

Die Investitionsfinanzierung seit Kriegsende

Die österreichische Wirtschaft hat seit Kriegsende einen bedeutenden Teil ihrer verfügbaren Güter und Leistungen dem Konsum entzogen und für den Wiederaufbau sowie für die Erneuerung der zerstörten oder demontierten und vielfach überalterten Produktionsanlagen verwendet. Im Jahre 1951 — dem letzten Jahre vor der Stabilisierung des Schilling — waren die gesamten Bruttoinvestitionen real — nach Ausschaltung der Preissteigerung — $3\frac{1}{2}$ mal so hoch wie im Jahre 1937. Es wurde mehr als viermal soviel gebaut und es wurden fast doppelt soviel Maschinen, Elektrogeräte, Fahrzeuge und andere Güter des beweglichen Anlagevermögens investiert. Die Rate der Bruttoinvestitionen — d. h. ihr Anteil am verfügbaren Güter- und Leistungsvolumen — überstieg 20%. Die umfangreichen Investitionen sicherten eine hohe Beschäftigung und steigerten rasch die Produktivität. Die österreichische Wirtschaft hatte bereits wenige Jahre nach Kriegsende nicht nur die Kriegsverluste wettgemacht, sondern sich auch, besonders in der Wiederaufbauperiode von 1948 bis 1951, aber auch in den letzten Jahren 1952 und 1953, in denen die Rate der Bruttoinvestitionen trotz vorübergehender Stagnation ungefähr 19% betrug, eine Kapitalausstattung geschaffen, die quantitativ und qualitativ bedeutend besser ist als vor dem Kriege.

Die finanziellen Mittel für die umfangreichen Investitionen stammten bis vor kurzem fast ausschließlich aus *vier Quellen*:

1. Aus den Erlösen der *Auslandshilfe*, die in den Jahren 1949 bis 1951 rund ein Drittel der gesamten Netto-Anlageinvestitionen finanzierten (in der Deutschen Bundesrepublik hatte dieser Anteil nur etwa 8% betragen);

2. aus *Steuereinnahmen*, die von den Gebietskörperschaften für öffentliche Investitionen verwendet wurden;

3. aus *Kommerzkrediten*, die nicht nur für laufende Betriebsausgaben sondern auch für Anlagezwecke verwendet wurden; und schließlich

4. wurden in größerem Umfange Investitionen aus *Unternehmergewinnen im eigenen Betriebe* finanziert.

Die von mir gewählte Reihenfolge der Finanzierungsquellen — Auslandshilfe, Steuermittel, Kommerzkredite und Selbstfinanzierung — mag ihrer effektiven Bedeutung nicht ganz gerecht werden. Wahrscheinlich müßte man der Selbstfinanzierung der Investitionen einen höheren Rang einräumen. Faktisch ist es nicht möglich, den Anteil der Kommerzkredite und die Höhe der im eigenen Betrieb investierten Mittel auch nur größenordnungsmäßig anzugeben, da die Bilanzen der Kreditinstitute und der Unternehmungen darüber keinerlei Aufschlüsse geben. Jedenfalls aber hat es bis zur Stabilisierung der Währung im Jahre 1952 in Österreich kaum Ansatzpunkte eines wirklichen Kapitalmarktes für langfristige Kredite gegeben. Der anhaltende inflatorische Auftrieb von Preisen und Löhnen lähmte die Spartätigkeit der Unselbständigen und bewog gewerbliche Unternehmer und Landwirte, ihre Betriebsüberschüsse möglichst rasch in Sachwerten anzulegen.

Dieses aus den besonderen Verhältnissen der Nachkriegswirtschaft entstandene System der Investitionsfinanzierung war sicher nur eine Notlösung und hatte viele Mängel. Das durch Steuerbegünstigungen geförderte Investieren nicht entnommener Gewinne im eigenen Betrieb führte unvermeidlich zu Fehlinvestitionen, da Gewinnmöglichkeiten und dringendster Investitionsbedarf keineswegs immer zusammenfielen. Während inflationsbegünstigte, volkswirtschaftlich aber

vielleicht weniger wichtige Betriebe Vermögen anhäufen konnten, litten lebenswichtige Wirtschaftszweige bei mäßigen Gewinnen unter würgendem Kapitalmangel, oft nur deshalb, weil die Preisbehörde aus übergeordneten Erwägungen, etwa um die Lebenshaltungskosten möglichst niedrig zu halten, die amtlichen Preise zu niedrig fixiert hatte. Andererseits verstärkte die Finanzierung von Investitionen mit kurzfristigem Bankkapital, die nicht nur durch Ersparnisse der Bevölkerung gedeckt waren, die kaufkräftige Nachfrage und nährte den inflatorischen Auftrieb. Selbst die zentrale Verteilung der ERP-Mittel war angesichts der Fülle der konkurrierenden Ansuchen und infolge der starken Dynamik der Wirtschaft nur nach groben Kriterien möglich und bot keine ausreichende Gewähr gegen Fehlinvestitionen.

So groß auch die Schwächen der in den Nachkriegsjahren dominierenden Finanzierungsmethoden waren und so wenig man ihre nicht nur wirtschaftlich, sondern auch sozial und soziologisch bedenklichen Wirkungen übersehen darf, *rückschauend* müssen wir doch feststellen, daß sie eine *gesamtwirtschaftlich wichtige Aufgabe erfüllten*: Sie erzwangen in einer ausgebluteten Wirtschaft mit niedrigem Sozialprodukt und hoher Konsumneigung der Bevölkerung eine maximale Kapitalbildung, die bei finanzieller Stabilität und, wenn ich so sagen darf, mit „orthodoxen“ Finanzierungsmethoden nicht annähernd erreicht worden wäre.

Aber was immer man von der Investitionsfinanzierung in den vergangenen Jahren halten mag, ob man sie rühmen oder in Grund und Boden kritisieren will, gegenwärtig und für die weitere Investitionstätigkeit entscheidend ist die Überlegung, daß von den vier genannten Quellen, aus denen bisher die Investitionen finanziert wurden, drei ganz oder teilweise versiegen werden oder schon versiegt sind.

Mit dem Rückgang der Auslandshilfe wurden zunächst die für Investitionen verfügbaren Counterpart-Mittel geringer. Im Jahre 1951 konnten noch über 3 Mrd. S ERP-Mittel investiert werden, in den Jahren 1953 und 1954 aber nur noch je rund 1 Mrd. S. Künftig werden nur etwa 400 bis 600 Mill. S pro Jahr auf dem Counterpart-Konto eingehen. Dabei ist zu bedenken, daß die künftigen Eingänge

nicht mehr den Gegenwert ausländischer Hilfslieferungen repräsentieren, sondern nur noch aus Zinsen und Amortisationsquoten heimischer Betriebe bestehen, die in den vergangenen Jahren ERP-Kredite erhalten haben. Volkswirtschaftlich gesehen vergrößern diese Rückflüsse die für Investitionen insgesamt verfügbaren Mittel nicht, sondern bewirken nur, daß ein Teil der Erträge der heimischen Wirtschaft, die sonst im eigenen Betrieb investiert worden wären, über das Counterpart-Konto neu verteilt werden.

Weiters hat die Stabilisierung der Währung die Möglichkeiten, Investitionen durch kurzfristige Bankkredite und aus Gewinnen zu finanzieren, erheblich beschränkt. Die Banken mußten seit 1952 wieder rigorosere Maßstäbe bei der Kreditgewährung anlegen und die Unternehmer waren seit dem Übergang vom Verkäufer- zum Käufermarkt gezwungen, knapper als bisher zu kalkulieren und ihre Gewinnspannen zu reduzieren. Gleichzeitig begann sich die hohe Belastung mit direkten Steuern voll auszuwirken. So sind die Erträge der direkten Steuern der Unternehmungen von 1951 bis 1953 sprunghaft um 860 Mill. S oder 51% gestiegen, wiewohl die im Exportförderungsgesetz verankerte Bewertungsfreiheit für Neuinvestitionen den Unternehmungen Steuererleichterungen bot, die zumindest kurzfristig kaum geringer waren als die steuerliche Investitionsbegünstigung der Jahre 1948 bis 1952. In den Inflationsjahren war die Steuerlast dadurch gemildert worden, daß die Gewinne in der Regel erst zwei Jahre nach ihrem Entstehen veranlagt wurden und die fälligen Steuern mit entwertetem Geld bezahlt werden konnten. Seit der Stabilisierung der Währung jedoch sind die nominell hohen Steuern auch real eine schwere Bürde und beschneiden fühlbar die Möglichkeit einer Selbstfinanzierung der Investitionen in den Betrieben.

Das Versiegen der Auslandshilfe, die über den Counterpart-mechanismus für die Investitionsfinanzierung fruchtbar gemacht wurde, und der Rückgang der für Investitionszwecke verfügbaren Unternehmerngewinne werden zwar durch wachsende Spareinlagen zumindest teilweise aufgewogen. Seit Anfang 1952 wurden auf Sparkonten ungefähr 5 Mrd. S eingelegt. Diese Ersparnisse sind

jedoch fast restlos jederzeit abhebbar und können daher den kapitalsuchenden Betrieben nicht ohne weiteres zugeführt werden. Zumindest waren die Kreditinstitute in den beiden ersten Jahren nach der Währungsstabilisierung nicht bereit, auf Basis kurzfristiger Einlagen langfristige Investitionskredite zu gewähren.

Angesichts dieser Situation ist es verständlich, daß immer nachdrücklicher die Wiederherstellung, oder vielleicht zutreffender der Aufbau eines leistungsfähigen Kapitalmarktes gefordert wird, der die unergiebig gewordenen alten Finanzierungsquellen ergänzen und Unternehmungen und Staat ausreichend mit langfristigem Kapital versorgen soll.

Vorteile eines leistungsfähigen Kapitalmarktes

Vielleicht ist es nützlich, zunächst Klarheit darüber zu gewinnen, was man unter „Kapitalmarkt“ verstehen soll. In der Regel denkt man, wenn man davon spricht, an einen Markt, auf dem die Sparer entweder direkt oder unter Zwischenschaltung von Kapitalsammelstellen, wie Sparkassen und Lebensversicherungen, langfristig Kapital anbieten. Im ersten Falle erwerben die Sparer selbst Aktien oder festverzinsliche Papiere, wie Industrie- oder Kommunalobligationen, Pfandbriefe und Staatsanleihen, im zweiten Falle legen die Kapitalsammelstellen die ihnen anvertrauten Mittel entsprechend an. In beiden Fällen werden mit langfristig gebundenen Spargeldern Investitionen der privaten Betriebe oder der öffentlichen Hand finanziert.

Der Kapitalmarkt in diesem idealen Sinne besitzt gesamtwirtschaftlich gesehen eine Reihe großer Vorteile, die anderen Finanzierungsarten ganz oder teilweise fehlen. Gestatten Sie mir, an einige dieser Vorteile zu erinnern:

Der Kapitalmarkt erleichtert, daß innerhalb einer Volkswirtschaft die *gesamten Ersparnisse mit den gesamten Investitionen* übereinstimmen. Wenn die Bevölkerung ihre Ersparnisse im Strumpf aufbewahrt oder formell kurzfristig bei den Kreditinstituten einlegt, dann ist es sehr schwierig, zwischen Sparen und Investieren das Gleichgewicht

zu wahren. Halten sich die Kreditinstitute in diesem Fall an die goldene Bankregel, Investitionen nur nach Maßgabe der angebotenen längerfristigen Mittel zu finanzieren, dann wird im Vergleich zu den Ersparnissen in der Regel zu wenig investiert und die Gesamtnachfrage sinkt. Entschließen sich aber die Kreditinstitute in größerem Umfange kurzfristige Einlagen in langfristiges Kapital zu „transformieren“, dann besteht — abgesehen vom Liquiditätsrisiko — die Gefahr, daß die Kreditexpansion über das Ziel schießt und inflatorische Auftriebstendenzen auslöst.

Die langfristige Bindung der Ersparnisse auf dem Kapitalmarkt festigt weiters die *finanzielle Stabilität der Gesamtwirtschaft*. Liquide Ersparnisse können unerwartet und in einem währungspolitisch ungünstigen Zeitpunkt, etwa wenn politische Ereignisse eine Hausstimmung auslösen, ausgegeben werden und eine inflatorische Nachfragesteigerung auslösen. Der Wertpapierbesitzer dagegen kann seine Ersparnisse nur dann in Geld umwandeln, wenn sich ein Käufer findet, der für ihn spart. Als ein Stabilisierungsfaktor ersten Ranges erweist sich dabei das Versicherungssparen, denn der Sparer, der für sein Alter und seine Familie vorsorgen will, wird sich gerade in unsicheren Zeiten nur ungern von seinem Versicherungsvertrage lösen und wohl auch kaum vorteilhaft lösen können.

Der Kapitalmarkt erlaubt drittens — zumindest im theoretischen Modell — die denkbar *rationellste Investitionsauslese*, indem er die verfügbaren Ersparnisse dem jeweils ergiebigsten Verwendungszweck zuführt. Diese Investitionsauslese erstreckt sich auch auf die nicht dem Kapitalmarkt zugeführten Ersparnisse, denn ein Unternehmer wird, wenn ein funktionsfähiger Kapitalmarkt existiert, seinen Gewinn nur dann in eigenen Betriebe investieren, wenn er sich davon eine höhere Rendite erhofft, als er auf dem Kapitalmarkt vorfindet. Bekanntlich ist in den vergangenen Jahren, mangels eines Kapitalmarktes, die Selbstfinanzierung zur Regel geworden. Wer Gewinne erzielen konnte, investierte diese selbst, unabhängig davon, ob die künftigen Ertragschancen zusätzliche Investitionen rechtfertigten. Die unvermeidliche Konsequenz einer Steuerpolitik, die dem Unternehmer nur die Wahl läßt, seine Gewinne im eigenen Betrieb auf

Geratewohl zu investieren oder sie vom Fiskus wegsteuern zu lassen, sind teilweise Kapitalfehlleitungen. (Ich plädiere mit meinen Bemerkungen *keineswegs gegen* die steuerliche Begünstigung von Investitionen — sie war und ist unter den gegebenen Verhältnissen absolut notwendig —, ich will nur auf die volkswirtschaftlich nachteiligen Konsequenzen dieses Notbehelfes hinweisen.)

Ein umfassender Kapitalmarkt hat ferner eine wichtige Funktion für die *Bildung des Zinsfußes*. Mit seiner differenzierten Zinsskala macht er die Investitionen zinsempfindlich und verleiht der Zinspolitik der Notenbank eine größere Tiefenwirkung. Solange der überwiegende Teil der Investitionen aus Eigenmitteln finanziert wird, ohne Rücksicht auf den Kapitalmarktzins, erweisen sich die wichtigsten Lenkungsinstrumente der Notenbank — die Diskontpolitik und die offene Marktpolitik — als unzureichend, ihre währungspolitischen Aufgaben befriedigend erfüllen zu können.

Der Kapitalmarkt hilft weiters den Unternehmungen, ihre *Verschuldung* gegenüber den Kreditinstituten in engen Grenzen zu halten. Steht den Unternehmungen ein Kapitalmarkt offen, dann läßt sich eine einseitige und konzernfördernde Abhängigkeit der Industrien von den Großbanken leichter vermeiden, aber auch der Kreditapparat selbst wird krisenfester. Bei hoher langfristiger Verschuldung der Wirtschaft gegenüber den Kreditinstituten besteht immer die Gefahr, daß schon ein mäßiger Konjunkturrückschlag eine depressionsverschärfende Finanzkrise nach sich zieht. Daß es sich hiebei keineswegs nur um eine theoretische Möglichkeit handelt, hat die österreichische Wirtschaft in den Dreißigerjahren erfahren.

Die Finanzierung von Investitionen über den Kapitalmarkt sichert auch eine *gleichmäßigere Vermögensverteilung* als die Investitionsfinanzierung über hohe Preise. Sie schafft damit wichtige soziologische und politische Voraussetzungen für ein befriedigendes Funktionieren einer Marktwirtschaft und einer demokratischen Gesellschaftsordnung. Je mehr Unselbständige sparen und Vermögen bilden, desto leichter können sie wirtschaftliche Rückschläge ohne Hilfe des Staates überbrücken und um so mehr wird eine konsequente Stabilisierungs-

politik trotz den unvermeidlichen Härten, die sie in Einzelfällen mit sich bringt, auf allgemeine Zustimmung rechnen können.

Schließlich bietet der Kapitalmarkt auch positive *konjunkturpolitische Möglichkeiten*. Auf dem Kapitalmarkt können sich Unternehmungen nicht nur fremdes Kapital, sondern auch neues eigenes Kapital durch Ausgabe von Aktien beschaffen. Diese Möglichkeit ist konjunkturpolitisch von großer Bedeutung. Für jedes Unternehmen gibt es eine Verschuldungsgrenze, die es nicht überschreiten darf, auch wenn sich noch so lohnende Investitionsmöglichkeiten bieten. Je mehr sich die durchschnittliche Verschuldung der Wirtschaft dieser Grenze nähert, desto größer ist die Gefahr eines Konjunkturrückschlages, wenn es nicht gelingt, der Wirtschaft neues Risikokapital zuzuführen.

Ein funktionsfähiger Kapitalmarkt bietet also, wie ich darzustellen versuchte, überragende Vorteile: Er erleichtert — wenn ich die Hauptpunkte nochmals wiederholen darf — das Zusammenspiel und Übereinstimmen der Gesamtersparnisse mit den Gesamtinvestitionen einer Volkswirtschaft, festigt ihre finanzielle Stabilität, ermöglicht eine denkbar rationelle Auslese der Investitionen, erfüllt eine wichtige Funktion für die Bildung des Zinsfußes, hilft den Unternehmungen, ihre Verschuldung in engen Grenzen zu halten, gewährleistet eine gleichmäßigere Verteilung der Vermögen und ist, nicht zuletzt, auch konjunkturpolitisch von großer Bedeutung.

Diese Vorzüge rechtfertigen es, den Ausbau eines Kapitalmarktes als eines der vordringlichsten wirtschaftspolitischen Ziele zu erklären und ihn mit allen verfügbaren Mitteln zu fördern. Ein wichtiger Schritt in dieser Richtung sind die Kapitalmarktgesetze.

Bisherige Bemühungen um den Aufbau eines Kapitalmarktes

Ich möchte in meinem Vortrage auf die sogenannten Kapitalmarktgesetze nicht näher eingehen. Sie werden ja, voran das Schilling-eröffnungsbilanzgesetz, im Rahmen dieser Veranstaltung von berufenen Fachleuten eingehend besprochen werden, zum Teil wurden sie schon von meinen Vorrednern erörtert. Ich werde die bisherigen

Bemühungen um den Aufbau eines Kapitalmarktes daher nur soweit kurz streifen, als sie mein Thema, „Investitionsfinanzierung und Kapitalmarkt“, unmittelbar berühren.

Die Schillingeröffnungsbilanzen, die den Käufern von Aktien und Obligationen wieder eine Übersicht über Lage und Rentabilität der Unternehmungen geben werden, weiters die Klärung der Besitzverhältnisse bei in- und ausländischen Wertpapieren, die durch Kriegs- und Nachkriegsereignisse in Unordnung geraten sind, die Wiederaufnahme des Tilgungs- und Zinsendienstes für ausländische Titel und die Möglichkeit des Devisentransfers sowie die Entschädigung der ehemaligen Eigentümer der verstaatlichten Unternehmungen, sind grundlegende Voraussetzungen für den Aufbau des Kapitalmarktes. Ohne die ehemöglichst nachzuholende Bilanzbereinigung der Kreditinstitute und Versicherungsanstalten wären diese Maßnahmen aber doch nur ein Torso. Auch die Entscheidung über das Notenbankinstitut, das der Österreichischen Nationalbank eine Schlüsselstellung für die Stabilisierung der Konjunktur einräumen soll und damit auch für den Kapitalmarkt sehr wichtig wäre, sollte nicht länger aufgeschoben werden.

Bloß die institutionellen Voraussetzungen des Kapitalmarktes zu schaffen, genügt natürlich nicht. Ebenso wichtig ist es, die Sparkraft und den Sparwillen jener sozialen Schichten zu fördern, die für die individuelle Ersparnisbildung in Frage kommen. In dieser Richtung ist in den beiden letzten Jahren sicherlich manches geschehen. Die Entnivellierung der Bezüge der privaten und öffentlichen Angestellten, die Senkung der Einkommensteuer, besonders der mittleren und höheren Einkommen, aber auch das Gewerbesteueränderungsgesetz und das Vermögenssteuergesetz sind hier zu nennen. Weniger erfolgreich waren bisher die steuerlichen Maßnahmen zur Förderung der Spartätigkeit. Das Sparbegünstigungsgesetz, das bei dreijähriger Bindung einen Zuschuß des Bundes von 10% (bei Einkommensteuerpflichtigen) und 15% (bei Lohnsteuerpflichtigen) bei Zeichnung von Wertpapieren und bei Spareinlagen vorsieht, wurde bisher wenig in Anspruch genommen. Wiewohl keine genauen Statistiken vorhanden sind, können die steuerbegünstigten Sparein-

lagen für Mitte 1954 auf etwa 100 Mill. S geschätzt werden, das sind nur rund 5% der insgesamt zugewachsenen Spareinlagen. Bei Wertpapieren dürfte der Anteil etwas höher sein, weil sich auch Kreditinstitute und Versicherungsanstalten der Steuerbegünstigung bedienen konnten.

Das gegenwärtige Sparbegünstigungsgesetz ist in vieler Hinsicht unzulänglich. Vor allem, weil es sich nur auf festverzinsliche Papiere, einschließlich Industrieobligationen bezieht, nicht aber auf Aktien. Die für die Industriefinanzierung äußerst wichtige Aktie wird nach wie vor diskriminiert. Ihre Doppelbesteuerung ist ein Hauptgrund für die allgemein übliche und beliebte Selbstfinanzierung. Die Senkung der Vermögens- und Einkommensteuer kommt zwar auch den Besitzern von Aktien zugute, durch das Sparbegünstigungsgesetz aber sind die Käufer von Aktien gegenüber den Kontensparern und Erwerbern von Obligationen relativ noch stärker ins Hintertreffen geraten. Auch das in Österreich noch geltende deutsche Aktienrecht ist einer stärkeren Belebung des Aktienmarktes abträglich. Der Kleinaktionär besitzt heute fast keine Rechte, er muß sich vielfach mit einer Dividende zufriedengeben, die erheblich kleiner ist als die Verzinsung für jederzeit abhebbare Spareinlagen. Die Aktie kann nur dann ein brauchbares Instrument der Industriefinanzierung werden, wenn die gegenwärtige Dividendenpolitik grundlegend geändert wird und der Fiskus auf eine Doppelbesteuerung der Aktienerträge verzichtet.

Erlauben Sie mir, bitte, im folgenden auf das Problem „Wertpapiersparen und Industriefinanzierung“ etwas näher einzugehen.

Wertpapiersparen und Industriefinanzierung

Als Realisten müssen wir uns mit dem Gedanken vertraut machen, daß die neuen Kapitalmarktgesetze nur ein erster Schritt in Richtung eines funktionsfähigen Kapitalmarktes sind, weit davon entfernt, das Problem der Industriefinanzierung mit einem Schlage lösen zu können. Verschiedene Erwägungen sprechen dafür, daß sich greifbare Erfolge in der Gewinnung des Sparerers für das Wert-

papier und damit in der Erschließung des Kapitalmarktes für die Industriefinanzierung nur langsam und auch günstigenfalls nur in begrenztem Umfange einstellen werden.

Bekanntlich war das Wertpapiersparen in Österreich auch vor dem Kriege den Anforderungen einer expandierenden Wirtschaft nicht gewachsen. Die Klagen über das mangelnde Interesse des österreichischen Publikums am Wertpapier reichen bis in die Zeit der Monarchie zurück. Gerade jene sozialen Schichten, die in anderen Industrieländern das Hauptkontingent der Wertpapiersparer auf dem Kapitalmarkt stellen, kleinere Unternehmer und Geschäftsleute, mittlere und höhere Beamte und Angestellte, legten in Österreich ihre Ersparnisse lieber in mündelsicheren festverzinslichen Staatspapieren an als in Aktien, die zwar höhere Gewinne versprachen, aber mit einem gewissen Risiko belastet waren. Selbst gut eingeführte Unternehmungen konnten nur unter günstigen Umständen Emissionen an der Börse unterbringen. Aus der Emissionshilfe der Banken wurde in der Regel und oft gegen den Willen der Institute eine dauernde Beteiligung von Bankkapital, da die Aktien nicht oder nur teilweise verkauft werden konnten. Aus diesem Grunde gibt es in Österreich nur wenige größere Industrieunternehmungen, die nicht mit Hilfe der Banken gegründet und finanziert worden sind. Nach dem ersten Weltkrieg veränderte sich die Situation nur wenig. Wohl fanden verschiedene Anleihen zum Ausbau der Wasserkräfte und einige Staatsanleihen einen relativ guten Absatz. Die Industrie blieb jedoch auf die Finanzierungshilfe der Banken angewiesen, die ihr bis zur Weltwirtschaftskrise mehr als reichlich gewährt, nachher aber fast vollständig versagt wurde.

Diese gleichsam traditionelle Abneigung der österreichischen Sparer gegen das Wertpapier wurde durch die Nachkriegsinflation noch verstärkt. Die Bevölkerung hat zwar nach der Stabilisierung der Währung rasch wieder zu sparen begonnen, will aber ihre Ersparnisse möglichst liquide halten, damit sie im Notfall jederzeit abgezogen werden können. Dazu kommt, daß sich mit der Verschiebung der Verbrauchsgewohnheiten zu Gunsten langlebiger Konsumgüter auch der Charakter der Ersparnisse ändert. An Stelle

der langfristigen Vorsorge für das Alter oder für Erwerbsunfähigkeit — diese Vorsorge trifft heute zum Teil die Sozialversicherung — trat immer mehr das kurzfristige Zwecksparen für die Anschaffung dauerhafter Konsumgüter. Nach einer Stichprobenbefragung des Bankenverbandes, die sich von vornherein nur an die Bezieher höherer Einkommen wandte, verfolgen mehr als die Hälfte aller Sparer kurzfristige, und nur 17% langfristige Sparziele. Für kurzfristiges Zwecksparen ist jedoch das Wertpapiersparen ungeeignet, da die An- und Verkaufskosten vielfach höher sind als der Ertrag. Im übrigen handelt es sich hierbei keineswegs um eine österreichische Besonderheit. Die gleiche Tendenz sehen wir auch in anderen Ländern, in Westdeutschland z. B. und sogar in den Vereinigten Staaten. An Hand amerikanischer Statistiken läßt sich zeigen, welch nachhaltigen Einfluß die Vorliebe der Bevölkerung für dauerhafte Konsumgüter auf die Sparformen auszuüben vermag. Während der durchschnittliche amerikanische Haushalt in den Jahren 1910 bis 1913 noch 35% seiner Ersparnisse in Wertpapieren und nur 9% in dauerhaften Konsumgütern anlegte, entfielen im Zeitraum 1946 bis 1949 nur noch 17% auf Wertpapiere, aber 32% auf dauerhafte Konsumgüter.

Die Schwierigkeiten beim Aufbau eines leistungsfähigen Kapitalmarktes liegen in Österreich aber nicht nur auf der Nachfrageseite. Voraussichtlich werden viele Industrieunternehmungen auch nach Umstellung ihrer Bilanzen wenig Neigung zeigen, attraktive Emissionen auf den Markt zu bringen. Die Aktienmehrheit des überwiegenden Teiles der österreichischen Gesellschaften befindet sich in den Händen der Banken oder in Familienbesitz. Die Großaktionäre dieser Gesellschaften haben aus steuerlichen Gründen in der Regel kein Interesse an hohen Dividendenausschüttungen, sondern sichern sich ihren Ertrag am Unternehmen durch entsprechende Tantiemen an die Geschäftsführung, deren wichtigste Stellen sie bekleiden.

Komplementäre Wege der Investitionsfinanzierung

Meine Damen und Herren, meine bisher pessimistisch scheinende Analyse und Diagnose läuft keineswegs, wie Sie vielleicht schon

befürchten werden, auf eine Resignation vor den Problemen des Kapitalmarktes und der Investitionsfinanzierung hinaus. Ich wollte nur vermeiden, daß an das Sparen in Wertpapieren übertriebene Erwartungen geknüpft werden. Der österreichische Durchschnittssparer wird voraussichtlich auch künftig seine Ersparnisse vorwiegend liquid auf Sparkonten anlegen. Vielleicht wird auch das Versicherungssparen wieder in größerem Umfang Anklang finden. Der Wertpapierverkauf an das Publikum dürfte nur sehr langsam an Bedeutung gewinnen und wird auf lange Sicht zu gering sein, die Wirtschaft ausreichend mit Fremdkapital zu versorgen. Die Wirtschaftspolitik darf jedoch ihre Hoffnungen nicht nur auf eine Karte — auf das Wertpapiersparen — setzen, sondern muß sich gleichzeitig um ergänzende Instrumente der Investitionsfinanzierung bemühen.

Ich möchte in diesem Zusammenhang zwei komplementäre Instrumente der Investitionsfinanzierung herausgreifen und ihre Probleme näher beleuchten:

- a) Die Verwendung liquider Ersparnisse für Investitionen und
- b) die Aufnahme langfristigen Kapitals aus dem Auslande.

Verwendung liquider Ersparnisse für Investitionen

Der Gedanke, daß die Kreditinstitute aus formell kurzfristigen Spareinlagen langfristiges Kapital verleihen, daß sie also nicht Kapital vermitteln, sondern schaffen, oder besser vielleicht „transformieren“ sollen, dieser Gedanke mag vielen konservativen Bank- und Finanzpolitikern ketzerisch, als ein Verstoß gegen die Prinzipien einer gesunden Finanz- und Währungspolitik erscheinen. Man wird einwenden, daß die Kreditinstitute Illiquidität riskierten, wenn sie die Fälligkeiten ihrer Einlagen und Ausleihungen nicht aufeinander abstimmten. Ein solches Vorgehen berge auch währungspolitische Gefahren. Wenn im Vertrauen auf den anhaltenden Konsumverzicht der Sparer Produktivkräfte für langfristige Investitionen eingesetzt würden, die Sparer aber ihre liquiden Ersparnisse aus irgendwelchen Gründen — etwa infolge beunruhigender politischer Ereignisse — vorzeitig verbrauchten, dann entstünde eine zusätzliche, güttermäßig nicht fundierte Nachfrage, die inflatorische Auftriebstendenzen

auslösen würde. Diese Konsequenz ließe sich, nach dieser Auffassung, gesamtwirtschaftlich vertretbar nur dadurch vermeiden, daß die Sparer dazu gebracht werden, auf Liquidität zu verzichten, und die Kreditinstitute im eigenen wie im gesamtwirtschaftlichen Interesse langfristige Kredite nur in einem Umfange gewähren, als echte langfristige Mittel aufgebracht werden.

Ich habe für diese Argumentation großes Verständnis, aber ich glaube, daß die Vertreter dieser konservativen Richtung zu einseitig urteilen. Sie sehen nur die Schwächen einer Investitionsfinanzierung mit Hilfe liquider Ersparnisse, übersehen aber die Konsequenzen, die sich ergeben, wenn die Ersparnisse *nicht* so verwendet werden. Jedes Sparen — auch das kurzfristige und in liquider Form — bedeutet Konsumverzicht und beschränkt den Absatz und die Beschäftigung in den Konsumgüterindustrien. Werden nun die liquiden Ersparnisse *nicht* für Investitionen bereitgestellt, dann können die in den Konsumgüterindustrien freigesetzten Produktivkräfte nicht in die Investitionsgüterindustrien umgeschichtet werden, sondern bleiben unbeschäftigt. Das Sparen würde seinen gesamtwirtschaftlichen Zweck verfehlen, es würde die Kapitalausstattung und den Reichtum der Gesamtwirtschaft nicht vermehren, sondern nur Arbeitslosigkeit und ein Schrumpfen des Wirtschaftsvolumens bewirken. Wenn die Wirtschaftspolitik einen hohen Beschäftigtenstand sichern und ein stetiges Wachstum des Sozialproduktes fördern will, bleibt ihr daher keine andere Wahl, als auch liquide Ersparnisse für Investitionen zu verwenden. Ob man diese Form der Investitionsfinanzierung noch als echte Kapitalmarktoperationen gelten läßt — die einleitend angeführten Vorzüge eines funktionsfähigen Kapitalmarktes treffen für sie nur teilweise zu —, ist eine rein terminologische Frage, die ich hier nicht entscheiden möchte.

Ich möchte nicht mißverstanden werden, selbstverständlich schwebt mir nicht vor, daß der gewaltige Geldüberhang, der in den vergangenen Jahren bei den österreichischen Kreditinstituten aufgetürmt wurde — ich denke dabei besonders an die Schillinggegenwerte für die großen Devisenbestände —, mit Hilfe neuer Finanzierungsinstrumente mobilisiert werden sollte. Und sicherlich

wäre der gegenwärtige Zustand der Hochkonjunktur für eine riskante Kreditpolitik denkbar ungünstig. Ich denke vielmehr daran, daß die *neu zuwachsenden Sparmittel*, auch wenn sie nur in liquider Form anfallen, nicht brachliegen bleiben, sondern zur Finanzierung von Investitionen herangezogen werden.

Im übrigen werden in allen Ländern, wenn auch nicht zu einem so unverhältnismäßig hohen Anteil wie in Österreich, Investitionen auch mit formell kurzfristigen Spareinlagen finanziert. Die Kreditinstitute können innerhalb bestimmter Grenzen ohne ein allzu großes Liquiditätsrisiko kurzfristiges Geld in langfristiges Kapital transformieren, da auch formell kurzfristige Spareinlagen in ihrer Gesamtheit einen ziemlich stabilen und bei florierender Wirtschaft sogar stetig steigenden Fonds bilden. Einem unvorhergesehenen Run auf einzelne Institute könnte durch enge Kooperation der Kreditinstitute und nötigenfalls durch Unterstützung der Notenbank unschwer begegnet werden. Auch die währungspolitischen Risiken können auf ein Minimum reduziert werden, wenn es der Wirtschaftspolitik gelingt, das Vertrauen der Bevölkerung in die Stabilität der Währung zu festigen. Die moderne Wirtschaftspolitik verfügt heute über verschiedene konjunkturpolitische Instrumente, um einen inflatorischen Auftrieb gegebenenfalls rasch und wirksam bekämpfen zu können.

Tatsächlich hat die österreichische Wirtschaftspolitik — trotz verschiedenen theoretischen Bedenken — in den beiden letzten Jahren in wachsendem Maße aus dieser liquiden Kapitalquelle geschöpft. Seitdem Mitte 1953 mit der Energieanleihe zum ersten Male die Aufnahmefähigkeit des Marktes abgetastet wurde und auf Anhieb das bemerkenswert hohe Zeichnungsergebnis von 660 Mill. S erzielt wurde, konnten in rascher Aufeinanderfolge weitere Anleihen untergebracht werden. Im Herbst 1953 wurde die erste Tranche der Opernanleihe in Höhe von 35 Mill. S aufgelegt, im Frühjahr 1954 vergab die Girozentrale der Österreichischen Sparkassen Anleihen in Höhe von 1.1 Mrd. S an die Bundesbahnen, an die NEWAG und an das Land Niederösterreich. Weiters gewährte die Postsparkasse dem Bund einen titrierten Kredit in Höhe von 200 Mill. S,

und die erst vor wenigen Wochen aufgelegte erste Tranche der Wohnbauanleihe von 400 Mill. S war bereits kurz nach Zeichnungsbeginn überzeichnet. Auch der Absatz von Pfandbriefen und Kommunalobligationen nimmt ständig zu. In den Jahren 1951 und 1953 wurden nur 20 Mill. S Pfandbriefe und Kommunalobligationen verkauft, im 1. Halbjahr 1954 aber bereits 176 Mill. S. Einschließlich der nicht titrierten langfristigen Kredite der Kreditinstitute dürfte im Jahre 1954 rund $2\frac{1}{2}$ Mrd. S langfristiges inländisches Kapital vermittelt werden, das ist mehr als doppelt so viel wie im Jahre 1953.

Dieser Kapitalmarkt wurde fast ausschließlich von den Kreditinstituten gespeist, die in größerem Stil kurzfristige Einlagen in langfristiges Kapital umwandelten. Die meisten in diesem Jahre begebenen Anleihen wurden von den Kreditinstituten fest übernommen und überhaupt nicht zur öffentlichen Zeichnung aufgelegt. Die erste Tranche der Wohnbauanleihe wurde zwar von einem Garantie-Syndikat auf den Markt gebracht, als Käufer traten jedoch — nach den bisher vorliegenden Meldungen — hauptsächlich Kreditinstitute (Sparkassen, Hypothekenanstalten) und ähnliche Institutionen, wie Versicherungen und Sozialversicherungen, auf. Nur Pfandbriefe wurden in größerem Umfange auch an private Kunden abgegeben. Man wird nicht fehlgehen, wenn man schätzt, daß vom Gesamtaufkommen an längerfristigen Mitteln im Jahre 1954 höchstens 10% von privaten Haushalten oder von Unternehmungen außerhalb der Finanzsphäre stammen.

Dieser Markt für langfristiges Kapital, der sich aus den gegebenen wirtschaftlichen Verhältnissen heraus entwickelte, besitzt jedoch *die entscheidende Schwäche, daß er bisher nur der öffentlichen Hand*, in geringem Umfange auch dem Wohnungsbau, *nicht aber der privaten und verstaatlichten Industrie zur Verfügung stand*. Dieser Einbahnverkehr auf dem Kapitalmarkte hat verschiedene Gründe: Für Industrieemissionen fehlten bisher wichtige betriebswirtschaftliche und juristische Voraussetzungen, wie echte Bilanzen und klare Eigentumsverhältnisse. Außerdem stattete die öffentliche Hand ihre Anleihen so attraktiv aus, daß kommerziell geführte Unternehmungen schwer konkurrieren konnten. Letztlich entscheidend aber war wohl der

Umstand, daß die Kreditinstitute, die den überwiegenden Teil der Ersparnisse verwalten — die Sparkassen, die Hypothekenanstalten und die Postsparkasse —, sich aus Tradition und infolge ihrer Veranlagungsvorschriften bisher nicht an der Industriefinanzierung beteiligten.

Hier müßte meiner Ansicht nach der Hebel angesetzt werden. Wenn auf längere Sicht der weitaus überwiegende Teil der privaten Ersparnisse den Kreditinstituten auf Sparkonten zufließt, dann ist es gesamtwirtschaftlich einfach nicht mehr vertretbar, diese Mittel vorwiegend oder ausschließlich der öffentlichen Hand vorzubehalten, die sich verhältnismäßig leicht auch auf andere Art Kapital beschaffen kann, und die Industrie auf das relativ unergiebiges Wertpapier-sparen zu verweisen. Man muß vielmehr auch der Industrie die Chance geben, an diesem Kapitalstrom der Ersparnisse zu partizipieren.

Es ist Aufgabe der zuständigen Fachleute, hierfür die finanztechnischen Voraussetzungen zu schaffen. Ich kann hier nur beispielhaft auf einige Möglichkeiten hinweisen. Man könnte etwa daran denken, die Eigenschaften „lombardfähig“ und „mündelsicher“ einem größeren Kreis von Wertpapieren zu verleihen oder die bestehenden Veranlagungsvorschriften wichtiger Gruppen von Kapitalsammelstellen so fassen, daß sie sich stärker als bisher an der Industriefinanzierung beteiligen können. Auch die von ausländischen Experten vorgeschlagene Gründung einer Investitionsbank verdient in diesem Zusammenhang geprüft zu werden. Die Mittel dieser Bank könnten durch Ausgabe von Obligationen aufgebracht werden, die nicht nur im Publikum abgesetzt, sondern vor allem von jenen Kapitalsammelstellen erworben werden, die sich aus bestimmten Gründen nicht selbst in der Industrie engagieren können oder wollen. Für welche finanztechnische Methode man sich immer entscheiden mag: *Vom Standpunkt der Gesamtwirtschaft ist jedenfalls eine Lösung anzustreben, die allen kapitalwerbenden Gruppen annähernd gleiche Bedingungen auf dem Kapitalmarkt sichert.*

Aufnahme langfristigen Kapitals aus dem Auslande

Die zweite Möglichkeit, das im Inlande unzureichende langfristige Kapital zu ersetzen, liegt in der *Aufnahme ausländischen Kapitals*.

Die großen Erfolge der Stabilisierungspolitik haben das Ansehen Österreichs im Auslande gefestigt und unser Land international wieder kreditwürdig gemacht. Die österreichische Wirtschaftspolitik hat bereits im Vorjahre einen Schweizer Kredit zum Ausbau des Fernsprechnetzes und in diesem Jahre eine Weltbankanleihe für die Energiewirtschaft erhalten. Über weitere Anleihen wird verhandelt. Auch private Unternehmungen haben bereits ausländische Kapitalgeber gefunden, die bereit sind, langfristige Kredite zur Verfügung zu stellen. Die Durchführung dieser Kapitaltransaktionen bedürfte nur noch der Zustimmung der Österreichischen Nationalbank. *Das einzelne Unternehmen* zöge aus diesen Auslandsanleihen sicherlich große Vorteile: Es erhielte langfristiges Kapital zu Zinssätzen, die meist erheblich unter dem Zinssatz liegen, zu dem inländische Kreditinstitute verleihen. Eine andere Frage jedoch ist, wie Auslandskredite *gesamtwirtschaftlich* zu beurteilen sind.

Österreich ist, im Vergleich zu den meisten westeuropäischen Staaten, ein armes Land mit niedrigem Lebensstandard und geringer Kapitalausstattung. Es könnte den Vorsprung der westeuropäischen Länder rascher und mit einem geringeren Konsumverzicht der Bevölkerung aufholen, wenn es außer seinen eigenen Hilfsquellen über einen breiten Strom ausländischen Kapitals verfügte. Auch für die Gläubigerländer böte die Kapitalausfuhr nach Österreich Vorteile, da sie ihre Ersparnisse bei uns ertragbringender anlegen könnten als im eigenen, mit Kapital gesättigten Lande. Grundsätzlich und auf lange Sicht ist daher Österreich ein natürliches Kapitaleinfuhrland und sollte — nicht zuletzt im Hinblick auf die europäische Integration — den Zustrom an ausländischem Kapital nach Möglichkeit fördern und erleichtern.

Diese grundsätzlichen Überlegungen müssen jedoch im Lichte der gegenwärtigen Situation der österreichischen Zahlungsbilanz etwas modifiziert werden. Ausländische Kredite können nur dann

die eben erwähnte Aufgabe erfüllen, wenn sie auch *real*, in Form zusätzlicher ausländischer Güter und Leistungen, nach Österreich transferiert werden, oder mit anderen Worten, wenn die laufende Zahlungsbilanz passiv ist. Bekanntlich aber ist unsere Zahlungsbilanz gegenwärtig aktiv. Österreich exportiert selbst, wenn auch unfreiwillig, kurzfristiges Kapital. Ein ausländischer Kredit würde unter diesen Umständen nicht das im Inland verfügbare Güter- und Leistungsvolumen vergrößern, sondern nur die Devisenreserven der Notenbank oder der Kreditinstitute erhöhen und die ohnehin bestehende Geldfülle vermehren. Diese augenblickliche Konstellation darf uns jedoch nicht über den wirklichen Sachverhalt täuschen. Manches spricht dafür, daß die gegenwärtigen Überschüsse in der Zahlungsbilanz nur vorübergehend sind. In dem Maße als sich die heimischen Preise und Kosten dem Weltmarkte angleichen, die Liberalisierung erweitert wird und bestimmte einmalige Deviseneinkäufe, wie etwa die Besatzungskosten, wegfallen, dürfte sich die Zahlungsbilanz Österreichs wieder einem Gleichgewicht nähern oder sogar leicht passiv werden. Es mag daher nützlich sein, vorausschauend bereits jetzt Kontakte mit dem Ausland zu pflegen und die oft langwierigen Verhandlungen über internationale Anleihen soweit abzuschließen, daß sie auch kurzfristig zur Verfügung stehen, wenn sie tatsächlich gebraucht werden.

Schlußworte

Meine Damen und Herren, ich bin am Ende meines Vortrages, in dem ich zunächst einen Überblick über die Investitionstätigkeit seit Kriegsende zu vermitteln suchte und zeigen wollte, wie mit dem Versiegen der bisherigen Finanzierungsquellen die Wiederherstellung eines Kapitalmarktes immer dringlicher geworden ist. Ich habe die großen Vorteile eines leistungsfähigen Kapitalmarktes hervorgehoben und die bisherigen Bemühungen um den Aufbau eines Kapitalmarktes gewürdigt. In meiner weiteren Analyse bin ich zu dem Ergebnis gekommen, daß das volkswirtschaftlich überaus förderungswürdige Wertpapiersparen auch unter günstigen An-

nahmen das Problem der Industriefinanzierung in Österreich, mehr noch als in anderen Ländern, nur zum Teil lösen können. Auf Grund dieser Diagnose plädierte ich — bewußt überspitzt, um die Diskussion anzuregen — für Finanzierungsmethoden, die heute in manchen Kreisen noch als bedenklich gelten. Ich bin dafür, daß die goldene Bankregel, langfristige Kredite nur nach Maßgabe langfristig gebundener Spareinlagen zu gewähren, weiterhin Leitstern der Kreditpolitik sein soll; es gibt jedoch wirtschafts- und konjunkturpolitische Konstellationen, die uns zwingen und es gleichzeitig rechtfertigen, unter bestimmten Modalitäten auch formell liquide Ersparnisse für langfristige Investitionen zu verwenden.

Veröffentlichungen des Österreichischen Institutes für Wirtschaftsforschung seit dem Jahre 1945

Monatsberichte, Jg. I--XXVII (1927—1954)

Die *Monatsberichte* (die seit April 1947 wieder regelmäßig monatlich erscheinen) vermitteln ein anschauliches Bild der Lage und der Hauptprobleme der österreichischen sowie der internationalen Wirtschaft auf dem Gebiete der Währung, des Geld- und Kapitalmarktes, des Staatshaushaltes, der Preise, der Lebenshaltungskosten und Löhne, der Ernährung, der Landwirtschaft, der Energiewirtschaft, der Industrieproduktion, der Umsätze, der Arbeitslage, des Verkehrs und des Außenhandels.

Beilagen zu den Monatsberichten

- Nr. 1 *Die wirtschaftliche Lage Englands. Juni 1947.*
- Nr. 2 *Das Kraftfahrwesen Österreichs im Jahre 1947. August 1947.*
- Nr. 3 *Die wirtschaftliche Lage Ungarns. November 1947.*
- Nr. 4 *Die Ernährungsbilanz Österreichs im Wirtschaftsjahr 1946/47. Dezember 1947.*
- Nr. 5 *Gegenwartsprobleme der Weltwirtschaft. Jänner 1948.*
- Nr. 6 *Das Außenhandelsvolumen Österreichs im Jahre 1947. Februar 1948.*
- Nr. 7 *Das österreichische Preissystem und seine Veränderungen nach dem Währungsschutzgesetz. April 1948.*
- Nr. 8 *Die österreichische Lohnpolitik seit Kriegsende. März 1949.*
- Nr. 9 *Der Index der österreichischen Industrieproduktion. November 1949.*
- Nr. 10 *Der Preisindex für Bauleistungen. April 1950.*
- Nr. 11 *Beschäftigung und Produktivität im österreichischen Bergbau von 1913 bis 1950. Juli 1950.*
- Nr. 12 *Ertragssteigerung der österreichischen Landwirtschaft durch intensivere Verwendung von Handelsdünger. August 1951.*
- Nr. 13 *Österreichs Beschäftigungsstruktur in den Jahren 1938, 1948 und 1950. Jänner 1951.*
- Nr. 14 *Ein neuer Index der Einzelhandelsumsätze. April 1951.*
- Nr. 15 *Das fünfte Preis-Lohn-Abkommen. August 1951.*
- Nr. 16 *Österreichs Außenhandel seit Ausbruch des Koreakonfliktes. September 1951.*
- Nr. 17 *Lohnkosten und Wettbewerbslage. Juli 1952.*
- Nr. 18 *Die Krise in der österreichischen Textilindustrie. November 1952.*
- Nr. 19 *Die Stellungnahme der Exportindustrie zur Kursvereinheitlichung. Mai 1953.*
- Nr. 20 *Österreich und das europäische Zahlungsbilanzproblem. Juli 1953.*
- Nr. 21 *Ein Index der Bruttoinvestitionen. August 1953.*
- Nr. 22 *Zur Frage des Wohnungsdefizites in Österreich. Oktober 1953.*
- Nr. 23 *Wirtschaftliche Aspekte der österreichischen Bevölkerungsentwicklung. November 1953.*
- Nr. 24 *Zur Reform des österreichischen Zolltarifes. Februar 1954.*
- Nr. 25 *Österreichs Eisenexport und die Montan-Union. April 1954.*
- Nr. 26 *Die Belastung der Lebenshaltungskosten mit indirekten Steuern. Mai 1954.*
- Nr. 27 *Die österreichische Wohnungswirtschaft. Oktober 1954.*

(Fortsetzung 4 Umschlagseite)

Veröffentlichungen des Österreichischen Institutes für Wirtschaftsforschung seit dem Jahre 1945

(Fortsetzung)

Sonderhefte

- Nr. 1 Gedanken zur Neuordnung der österreichischen Währung. 1945. (Vergriffen)
- Nr. 2 Die Energiegrundlagen der österreichischen Wirtschaft. März 1946.
- Nr. 3 Der Wiener Wohnungsbedarf und die Wohnbaufinanzierung November 1946.
- Nr. 4 Umstellung der Wirtschaft auf heimische Energiequellen Mai 1947.
- Nr. 5 Gesamtschau der österreichischen Wirtschaft im Jahre 1947. April 1948.
- Nr. 6 Die Produktivität der österreichischen Industrie. Mai 1949.
- Nr. 7 Gesamtschau der österreichischen Wirtschaft in den Jahren 1948 und 1949. September 1950.
- Nr. 8 Die österreichische Papierindustrie März 1951

Schriftenreihe „Vorträge und Aufsätze“

- Dr. Franz Nemschak: Hauptprobleme der österreichischen Wirtschaftspolitik. Februar 1947.
- Dr. Rolf Grünwald: Zur Methodik der Wirtschaftsplanung April 1947.
- Dr. Franz Nemschak: Österreichs Weg aus der Bewirtschaftung zur Marktwirtschaft. Oktober 1948.
- Dr. Franz Nemschak: Der Weg zu einem gesamtwirtschaftlichen Konzept. Dezember 1951.
- Zum 25jährigen Bestand des Österreichischen Institutes für Wirtschaftsforschung. November 1952.
- Dr. Franz Nemschak: Österreichs Wirtschaft im Übergang von der Stabilisierung zur Expansion. April 1953.
- Dr. Franz Nemschak: Öffentliche und private Wirtschaft im Dienste der Gesamtwirtschaft. Oktober 1953.
- Dr. Franz Nemschak: Liberalisierung und Zollpolitik in Österreich. Juli 1954.
- Dr. Franz Nemschak: Investitionsfinanzierung und Kapitalmarkt. Oktober 1954.

Herausgeber und Verleger: Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung Verantwortlich:
Dr. Franz Nemschak Alle: Wien I Wipplingerstraße 34

Auslieferung durch die Verlagsbuchhandlung der Carl Ueberreuterschen Buchdruckerei und
Schriftgießerei Wien, IX. Alser Straße 24

Druck von Carl Ueberreuter in Wien

