

B. Entwicklung und Struktur der Finanzmärkte

1. Die längerfristige Entwicklung der Kapitalbildung und Finanzierung

Die Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung (GFR)¹⁾ liefert das analytische Instrumentarium für die Behandlung einer Reihe von Problemen. Im folgenden werden zwei davon, die Finanzierung der Kapitalbildung und die Struktur der Finanzmärkte, näher behandelt. In diesem Abschnitt werden zunächst die sektoralen Finanzierungskonten im engeren Sinn ausgewiesen und die Sach- und Geldkapitalbildung und deren Finanzierungsweisen behandelt.

Die Tabelle 1 zeigt, daß in der Periode 1960 bis 1983 in Österreich Kapital in der Höhe von 7.076 Mrd. S gebildet wurde. Davon entfallen je die Hälfte auf die Brutto-Sachkapitalbildung und auf die Brutto-Geldkapitalbildung. Die Finanzierung der gesamten Kapitalbildung verteilt sich zu 49% auf die Innenfinanzierung und zu 51% auf die Außenfinanzierung²⁾.

Eine Periodenzerlegung zeigt einige bemerkenswerte Entwicklungstendenzen auf. Der Anteil der Brutto-Sachkapitalbildung an der gesamten Kapitalbildung ist von rund 62% im Zeitraum 1960 bis 1965 auf 46% in der Periode 1978 bis 1983 zurückgegangen; noch deutlicher hat sich bei analogem Periodenvergleich der Anteil der Innenfinanzierung abgeschwächt, nämlich von 63,6% auf 44,3%. Der Finanzierungsbeitrag der Ersparnisse aber auch jener der Abschreibung hat sich somit abgeschwächt. Diese Vergleichszahlen besagen, daß im Zeitraum 1960 bis 1983 die finanziellen Vermögensbildungstransaktionen deutlich rascher gewachsen sind als die realwirtschaftlichen und somit die Finanzierungsintensität der Sachkapitalbildung zugenommen hat. Im Durchschnitt erfordert die Realisierung einer Sachinvestition einen größer werdenden finanziellen Mechanismus (die Kreditketten werden länger!). Die Verschiebung der Transak-

¹⁾ Eine ausführliche Darstellung der GFR im Rahmen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung wird im Anhang dieser Studie gegeben.

²⁾ Da in dieser Darstellungsweise Daten aus der VGR und Daten aus den finanziellen Statistiken aufeinanderstoßen, treten statistische Differenzen auf. Weiters sei angemerkt, daß es sich sowohl bei der Geldkapitalbildung als auch bei der Außenfinanzierung um die Summe der sektoralen Inlandskomponenten handelt, d. h. Forderungen und Verbindlichkeiten zwischen den Sektoren wurden nicht konsolidiert.

Tabelle 1

Langfristige Entwicklung von Volumen und Struktur der Kapitalbildung und ihrer Finanzierung in Österreich

	Volumen 1980- 1983 durch- schnitt (Mio. S.)	Jahres- durch- schnitt (in Mio. S.)	Anteil am BIP (in %)	Anteil am BIP (in %)	Jahresdurchschnitt (in Mio. S.)	Anteile (in %)	Anteile (in %)	Anteile am BIP (in %)								
			60-65	66-71	72-77	78-83	60-65	66-71	72-77	78-83	60-65	66-71	72-77	78-83		
I. Kapitalbildung																
1. Brutto-Sachkapitalbildung	3.563.499	148.479	50,36	27,03	55.612	95.016	182.955	260.335	62,00	58,94	50,78	45,69	27,44	28,63	28,75	25,37
2. Brutto-Geldkapitalbildung	3.512.036	146.335	49,64	26,64	32.931	66.201	176.786	309.423	36,72	41,06	49,07	54,31	16,25	19,95	27,78	30,16
3. Summe (1+2)	7.075.535	294.814	100,00	53,68	88.543	161.217	359.741	569.758	98,72	100,00	99,84	100,00	43,69	48,57	56,52	55,53
II. Finanzierung																
4. Export	1.912.514	79.688	27,03	14,51	33.139	55.737	100.772	129.104	36,95	34,57	27,97	22,66	16,35	16,79	15,83	12,58
5. Abschreibung	1.559.089	64.962	22,03	11,83	23.872	39.537	73.432	123.007	26,62	24,52	20,38	21,59	11,78	11,91	11,54	11,99
6. Kapitaltransfers (netto)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
7. Summe Innenfinanzierung	3.471.603	144.650	49,06	26,34	57.011	95.274	174.204	252.111	63,56	59,10	48,35	44,25	28,13	28,70	27,37	24,57
8. Außenfinanzierung	3.580.609	149.192	50,61	27,16	32.682	65.774	186.097	312.215	36,44	40,80	51,65	54,80	16,13	19,82	29,74	30,43
9. Summe (7+8)	7.052.212	293.842	99,67	53,50	89.693	161.048	360.301	564.326	100,00	99,90	100,00	99,05	44,25	48,52	56,61	55,00
Statistische Differenz (3-8)	23.323	972	0,33	0,18	-1.150	169	-560	5.432	-1,28	0,10	-0,16	0,95	-0,57	0,05	-0,09	0,53

tionsstruktur zugunsten der finanziellen Seite wird auch offenkundig, wenn man die Brutto-Sachkapitalbildung und die Innenfinanzierung als realwirtschaftliche Transaktionen zusammenfaßt und sie den finanziellen Transaktionen, bestehend aus Brutto-Geldkapitalbildung und Außenfinanzierung, gegenüberstellt. Der Anteil der finanziellen Transaktionen an der Transaktionssumme betrug im Durchschnitt der Periode 1960 bis 1965 37%, stieg in den Folgeperioden an und erreichte im Zeitabschnitt 1978 bis 1983 knapp 55%.

Setzt man die Kapitalbildung und Finanzierung zum nominellen Brutto-Inlandsprodukt in Beziehung, so zeigt sich folgendes Bild: Die Geldkapitalbildung nahm in allen Perioden stark zu, die Realkapitalbildung hingegen stieg zunächst an, fiel aber in der Periode 1978 bis 1983 unter den Anteil 1960 bis 1965. Im Finanzierungsbereich wird die Expansion von der Außenfinanzierung bestimmt, während sich die Innenfinanzierung uneinheitlich entwickelte. Einer Zunahme im Zeitraum 1966 bis 1971 folgt eine kontinuierliche Abnahme in den Folgeperioden. Dabei fügt sich die Ersparnis in diese Tendenz ein, die Abschreibung hingegen bleibt annähernd konstant.

Die Betrachtung der Kapitalbildung und Finanzierung auf sektoraler Ebene kann eine Reihe von Aufschlüssen über die Determinanten der bisher kurz geschilderten gesamtwirtschaftlichen Entwicklung geben.

In der Kapitalbildung des Bundes³⁾ liegt der Anteil der Sachkapitalbildung mit $67\frac{2}{3}\%$ über dem gesamtwirtschaftlichen Durchschnitt; $16\frac{1}{2}\%$ entfallen auf die Geldkapitalbildung, ein nahezu ebenso großer Anteil ist statistische Differenz (unzulängliche Erfassung der Kapitalbildung). Die Finanzierung wird eindeutig von der Außenfinanzierung dominiert ($92\frac{3}{4}\%$). Die Komponenten der per Saldo geringfügigen Innenfinanzierung verdienen insofern Beachtung, als aus Ersparnis und Abschreibung im Durchschnitt der ganzen Periode genügend Mittel zur Finanzierung der Realkapitalbildung zur Verfügung gestanden wären, jedoch die Netto-Kapitaltransfers die Außenfinanzierung (Netto-Verschuldung) notwendig gemacht haben („Bankenfunktion“ des Bundes!).

Der Anteil der Realkapitalbildung hat zwischen 1960 und 1977 zugenommen, der Anteil der statistischen Differenz hat im Laufe der Zeit an Gewicht verloren.

³⁾ Den Ausführungen liegt die Arbeit von Mooslechner und Nowotny (1980) zugrunde, ein sektorales Datengerüst liegt aber nur für den Zeitraum 1960 bis 1977 vor.

Auf der Finanzierungsseite wuchs die Außenfinanzierung sehr rasch und erreichte in der Teilperiode 1972 bis 1977 fast 150% der gesamten Finanzierung; das heißt die Innenfinanzierung ist infolge abnehmender Ersparnisbildung und stark expandierender Kapitaltransfers (netto) negativ geworden. Erwähnenswert ist, daß in den Teilperioden 1960 bis 1965 und 1965 bis 1971 die Ersparnisbildung noch erheblich über der Sachkapitalbildung lag, im Zeitraum 1972 bis 1977 jedoch nur mehr etwa ein Drittel davon erreichte (Investitionen des Bundes mußten also dann auch direkt außenfinanziert werden). Die Umschichtungstendenz von realwirtschaftlichen zu finanziellen Transaktionen ist im Bundessektor besonders stark ausgeprägt.

Im Unternehmenssektor entfallen gut 90% der Kapitalbildung auf die Brutto-Investitionen, dementsprechend gering ist der Anteil der Brutto-Geldkapitalbildung. Die Finanzierung stützt sich zu zwei Dritteln auf Innenfinanzierung, die überwiegend von der Abschreibung getragen wird (42%), der Rest kommt aus der Ersparnis (rund 20%) und aus Kapitaltransfers (6%). Im Zeitverlauf (Vergleich der drei Teilperioden) geht der Anteil der Realkapitalbildung zurück (von 98% in der ersten auf 85% in der dritten Teilperiode). Die Relation Außen- zu Innenfinanzierung verändert sich nicht nennenswert. In der Innenfinanzierung zeigt die Abschreibung relativ sinkende Tendenz, während der Anteil der Ersparnis zunimmt. (Die Interpretation wird jedoch etwas durch einen Vorzeichenwechsel in der statistischen Differenz erschwert).

Der Rest des öffentlichen Sektors hat einen geringeren Anteil der Sachkapitalbildung (rund 61%) als die beiden vorher besprochenen Sektoren. Der Anteil der Innenfinanzierung (überwiegend Ersparnisbildung) ist mit drei Viertel relativ hoch. Als wichtiger Unterschied zum Bund verdient der geringe Anteil der Kapitaltransfers ($-2\frac{3}{4}\%$ gegenüber -60% Bund) Beachtung. Der Anteil der Realkapitalbildung hat sich von der ersten auf die zweite Teilperiode leicht erhöht und blieb dann ziemlich unverändert. Infolge des abnehmenden Anteils der (positiven) statistischen Differenz erhöhten sich die Anteile sowohl der Außen- als auch der Innenfinanzierung im Zeitablauf bei einer relativen Verschiebung zugunsten der Außenfinanzierung. Im Rahmen der Innenfinanzierung steht einem wachsenden Anteil der Ersparnis die abnehmende Bedeutung von Abschreibung und (negativen) Kapitaltransfers gegenüber.

Im Haushaltssektor spielt die Realkapitalbildung praktisch keine Rolle, er bildet nur Geldkapital dessen Innenfinanzierung der Erspar-

nis entspricht. Problematisch ist auch hier die relativ hohe statistische Differenz. In der Finanzierung vollzog sich eine Umschichtung von der Innen- zur Außenfinanzierung, ihr Anteil stieg von 11% in der Periode 1960 bis 1965 auf rund 25% im Jahresdurchschnitt 1972 bis 1977.

Die Entwicklung der Transaktionen im Vergleich zum Brutto-Inlandsprodukt zeigt, daß vom Haushaltssektor nach dem Unternehmenssektor der stärkste Beitrag zum überdurchschnittlichen Wachstum der vermögenswirksamen Transaktionen ausging, und dies sowohl von der Geldkapitalbildung als auch von der Außenfinanzierung.

Für die finanziellen Sektoren (OeNB und Kreditunternehmungen) werden nur Brutto-Geldkapitalbildung und Außenfinanzierung ausgewiesen. Die positive statistische Differenz zwischen Geldkapitalbildung und Außenfinanzierung stammt überwiegend aus „Unternehmenstätigkeit“ der Finanzinstitutionen (Investitionen, Abschreibungen, Gewinne) neben ihrer Hauptfunktion als Finanzintermediäre. Die Transaktionsvolumina der Notenbank haben sich jahresdurchschnittlich in der Zeit von 1960 bis 1971 kaum verändert, in den darauffolgenden sechs Jahren zwar etwa verdoppelt, im Verhältnis zum BIP zeigen sie jedoch wenig Dynamik. Die Kreditunternehmungen waren hingegen äußerst expansiv. Ihr Transaktionsvolumen hat sich von der ersten auf die zweite Teilperiode zunächst mehr als verdoppelt und dann in der dritten weiter verdreifacht. Auch in bezug auf das BIP bedeutet dies eine ansehnliche Beschleunigung. Verglichen mit allen anderen Sektoren trugen somit die Kreditunternehmungen am stärksten zum überproportionalen (bezogen auf das BIP) Wachstum der Vermögensbildungstransaktionen bei und desgleichen auch zur Umstrukturierung innerhalb der Kapitalbildung und Finanzierung zugunsten der finanziellen Transaktionen. Das heißt, die „financial intermediation ratio“ hat zugenommen und die Bedeutung der direkten Finanzierungsbeziehungen zwischen privatem, öffentlichem und Auslandssektor ist zurückgegangen.

Ein globales Maß für den finanziellen Entwicklungsstand eines Landes ist die Verhältniszahl aus der Bestandsveränderung aller finanziellen Aktiva (oder Passiva) und dem nominellen Brutto-Inlandsprodukt, „financial interrelations ratio“ genannt. Damit wird gewissermaßen die Entstehung (Produktion) neuer Forderungs-Schuld-Verhältnisse (also neue finanzielle Transaktionen) zur laufenden Produktion von Gütern und Dienstleistungen in Beziehung gesetzt, oder

Tabelle 2

*Der finanzielle Entwicklungsstand der österreichischen
Volkswirtschaft im Vergleich*
Financial interrelations ratio (in %)

	1960—1983	1960—1965	1966—1971	1972—1977	1978—1983
Österreich	32'17	17'98	22'72	33'16	37'41
BRD	28'88	24'08	29'18	30'67	28'77
USA	31'12	21'62	24'24	31'87	35'02
BIP/BNP pro Kopf (Jahresdurchschnitt zu Preisen und Wechselkursen 1980 in US-\$)					
Österreich	7.692	5.267	6.693	8.693	10.115
BRD	10.422	7.772	9.456	11.382	13.080
USA	9.812	7.802	9.348	10.489	11.609
Wachstumsrate des realen BIP/BNP (in %): Preise 1980					
Österreich	3'77	4'20	5'14	3'46	2'10
BRD	3'19	4'89	4'33	2'32	1'13
USA	3'24	4'74	2'65	2'92	1'30

anders ausgedrückt, die Entwicklung der finanziellen Superstruktur mit der realwirtschaftlichen Entwicklung verglichen.

Zusätzliche Aussagekraft erhält diese Maßzahl, wenn man sie mit den entsprechenden Indikatoren für andere Länder vergleicht (Tabelle 2). Im Zeitverlauf 1960 bis 1983 ist diese Quote erheblich rascher gewachsen als in den Vergleichsländern BRD und USA. Lag sie zu Beginn der sechziger Jahre noch deutlich unter den Werten der beiden anderen Staaten, so hat sie diese in den siebziger Jahren bereits überflügelt. Dieser Aufhol- bzw. Überholprozeß ging Hand in Hand mit einer Verringerung des Unterschiedes im Pro-Kopf-Einkommen (BIP pro Kopf). Die finanziellen Transaktionen in einer Volkswirtschaft nehmen im allgemeinen rascher zu als die gesamtwirtschaftliche Produktion. Ferner zeigt sich, daß die „financial interrelations ratio“ um so rascher zunimmt, je schneller das reale BIP wächst. Hinter dieser recht dynamischen Entwicklung der Strom-Relationen steht eine viel langsamere Veränderung der entsprechenden Bestandsrelationen. In der BRD und speziell in den USA liegen die Finanzvermögensbestände im Vergleich zu den Realvermögensbeständen noch beträchtlich höher als in Österreich. Soll Österreich diesen Werten näher kommen, so muß sich die „financial interrelations ratio“ weiterhin dynamischer entwickeln als in den beiden anderen Ländern; dies ist durchaus zu erwarten. Schaut man auf die sektorale Verursachung dieser Entwicklung, so erkennt man in Österreich einen überdurchschnittlichen Anteil des Öffentlichen Sektors und der

Auslandstransaktionen an der Geldkapitalbildung und Außenfinanzierung, während der Private Sektor im Vergleich mit den beiden Ländern zurückbleibt. Überdies zeigt sich, daß in der Phase 1972 und 1977 die österreichischen Kreditunternehmungen vergleichsweise den höchsten Anteil an den finanziellen Transaktionen hatten; mit ihrem stärkeren Engagement auf den internationalen Finanzmärkten sind sie auch vornehmlich für das Wachstum der finanziellen Auslandstransaktionen verantwortlich.

2. Die quantitative Struktur der österreichischen Finanzmärkte

2.1 Eine Übersicht

An Hand der Transaktionsvolumina⁴⁾ kann die relative Bedeutung der einzelnen Märkte und ihre Entwicklung im Zeitablauf gezeigt werden.

Das gesamte Transaktionsvolumen auf den österreichischen Finanzmärkten betrug in der Zeit von 1960 bis 1983 4.244 Mrd. S. Das gewaltige Expansionstempo wird aus einem Vergleich der Teilperioden deutlich (Tabelle 3). Knapp 90% des Gesamtvolumens entfällt auf den Zeitraum 1970 bis 1983, wobei allein auf die letzten acht Jahre 67% entfallen.

Den höchsten Marktanteil (vgl. Tabelle 4) in der Gesamtperiode erreichten die Auslandstransaktionen mit 32'5%, gefolgt von den Krediten (29'1%); mit größeren Abständen reihen sich dann die Einlagen bei den Kreditunternehmen (20'6%) und die festverzinslichen Wertpapiere (11'3%) an. Auf diesen vier genannten Märkten wurden 93'5% der gesamten finanziellen Transaktionen abgewickelt. Von den verbleibenden „Klein“-Märkten erreichte das Bargeld 2'1%, der Aktienmarkt 1'4%. Erwähnt werden muß, daß sich das Transaktionsvolumen des Geldmarktes, das sich überwiegend im Zwischenbankbereich bewegt, nicht erfassen läßt. Im Zeitablauf ergeben sich unterschiedliche Entwicklungsrichtungen der Marktanteile. Vergleicht man die siebziger mit den sechziger Jahren, so sieht man, daß der

⁴⁾ Ein Transaktionsvolumen auf einem bestimmten Markt erhält man, wenn man die aktiv- oder passivseitigen Transaktionen der Sektoren in einer bestimmten Transaktionsklasse aufsummiert (vgl. Übersicht 3 im Anhang zur GFR).