

Vergleich österreichischer Aktienkursindizes

WIFO stellt Berechnung ein

Hintergründe für die Einstellung des WIFO-Aktienkursindex

Das Österreichische Institut für Wirtschaftsforschung (WIFO) kann heute auf die weitaus längste Tradition in der Erstellung von Aktienkursindizes in Österreich zurückblicken; sie reicht bis in die zwanziger Jahre. Nach dem Zweiten Weltkrieg hatte das Institut sogar eine Monopolstellung auf diesem Gebiet, die es praktisch bis Anfang der sechziger Jahre behielt¹⁾ Obwohl der Aktienkursindex des Österreichischen Institutes für Wirtschaftsforschung (WIFO-Index) in dieser Zeit einigen Revisionen unterworfen war, blieb er methodisch als einfacher relativer Preisindex (ungewogener Durchschnitt der Aktienmeßzahlen) erhalten. Die Weiterentwicklung der Theorie der Indexpzahlen und ihre verstärkte Anwendung auf Aktienkursindizes ließ den WIFO-Index immer weniger als "ideales" Maß für die Messung der durchschnittlichen Kursbewegung des an der Wiener Börse notierten Aktienkapitals erscheinen. In den sechziger Jahren erhielt dann der WIFO-Index "Konkurrenz", als die Creditanstalt-Bankverein (Mitte 1962), die Girozentrale und Bank der österreichischen Sparkassen (Ende 1966) und die Wiener Börsekammer (Ende 1967) jeweils ihre eigenen Aktienindizes laufend zu veröffentlichen begannen. Der WIFO-Index wurde dennoch fortgeführt, da er als einziger weit in die Vergangenheit reichte und damit für längerfristige Analysen unentbehrlich blieb.

Heute stellt sich die Bedeutung des WIFO-Index aus mehreren Gründen anders dar. Zunächst sind nun auch die jüngeren Indexzeitreihen genügend lang, um neben der kurzfristigen auch längerfristige Untersuchungen zu gestatten. Zum anderen erwies sich die Methode des ungewogenen arithmetischen Mittels als immer weniger befriedigend, je weiter die einzelnen in die Durchschnittsbildung einbezogenen Kurswerte auseinanderklafften: Zum Jahresende 1980 reichte das Spektrum der im Industrieindex des WIFO enthaltenen Aktienkurse (auf Basis März 1938) von 358 bis 8 873. Aus dem Selbstverständnis des WIFO über seine Aufgaben — die nur dann auch in der Erstellung von Primärstatistiken gesehen werden, wenn damit eine Pionierfunktion verbunden ist — hat sich das Institut entschlossen, seinen Aktienindex nicht

dem heutigen Stand der Indextechnik anzupassen, sondern dessen Berechnung mit Ende Juni 1981 einzustellen. Der damit verbundene Informationsverlust hält sich schon deshalb in Grenzen, weil eine eventuelle Revision des WIFO-Index zu einem ähnlichen Bruch geführt hätte, wie er entsteht, wenn der WIFO-Index mit einem der anderen österreichischen Indizes verkettet wird. In der vorliegenden Arbeit wird außerdem eine bis in das Jahr 1925 reichende monatliche Zeitreihe (Basis 1938 = 100) eines österreichischen Industrieaktienindex präsentiert, die sich aus den vom Institut bisher errechneten Reihen zusammensetzt.

Methodische Entwicklung des WIFO-Index

Als das Österreichische Institut für Konjunkturforschung im Jahre 1927 seine Tätigkeit aufnahm, umfaßte das Arbeitsprogramm auch die Konstruktion eines eigenen Aktienkursindex. Dies hing einerseits damit zusammen, daß der damalige Leiter, *Hajek*, eine Konjunkturtheorie²⁾ vertrat, wonach Konjunkturschwankungen primär als ein monetäres Phänomen aufzufassen seien. Andererseits wurde damals in Anlehnung an die Erfahrungen mit dem Harvard-Barometer auch für Österreich unterstellt, daß "namentlich alle von der Spekulationstätigkeit an den Effektenbörsen direkt abhängigen Erscheinungen in ihrer Bewegung den anderen Wirtschaftsgebieten um Monate vorausseilen"³⁾. Wegen dieser Funktion als vorausseilender Konjunkturindikator war die Kursentwicklung an der Aktienbörse eine wichtige Analyse- und Prognosevariable. Der damals bestehende "Kursindex der österreichischen Aktien des Bundesamtes für Statistik" wurde "nur vorläufig als Ausdruck des Kursniveaus verwendet, bis die Berechnung eines eigenen, den Zwecken der Konjunkturforschung angepaßten Aktienindex abgeschlossen" sein würde. Diese Neuberechnung schien notwendig, "weil der nach anderen Gesichtspunkten aufgebaute Index des Bundesamtes für Statistik nur schon vor dem Krieg gehandelte Aktien einschließt und auch die Auswahl

²⁾ Vgl. *G. Tichy*, Konjunkturforschung in Österreich, in *H. Seidel — H. Kramer* (Hrsg.): Wirtschaftsforschung in Österreich — eine Standortbestimmung, Wien 1973

³⁾ Die Methoden der Konjunkturforschung und ihre Anwendung in Österreich, Monatsberichte des Österreichischen Institutes für Konjunkturforschung 1-6/1927 S 11

¹⁾ Die Wiener Börsekammer rechnete allerdings seit 1950 monatliche Durchschnittskurse die bis November 1948 zurückrechen.

dieser Aktien ihm nicht die entsprechende Empfindlichkeit für die Börsenlage gibt⁴⁾.

Seit Ende 1927 veröffentlichte das Institut dann einen eigenen Aktienkursindex jeweils für die Monatsmitte und das Monatsende (Basis 1926 = 100), bestehend aus einem Industrieindex (21 Werte) und einem Bankenindex (zuerst 4 Werte, ab Herbst 1929 3 Werte). Als Folge der Bankenkrise vom Mai 1931 kam es zu einer Indexrevision: Mitte 1932 veröffentlichte das Institut einen neuen Index auf Basis 1927 = 100, der ausschließlich aus Industrieaktien bestand, und zwar zunächst aus 35, ab April 1936 aus 34 und ab Juli 1939 aus 33 Aktien. Die Indexbasis wurde zweimal umgestellt: im Mai 1933 auf den Durchschnitt der Jahre 1923 bis 1932 = 100 und im Februar 1938 auf 1929 = 100.

Nach dem Zweiten Weltkrieg setzte das Institut seine Berechnungen fort, und zwar mit einem Index (Basis 28. März 1945 = 100) aus 27 Industrieaktien. Nach der Bekanntgabe des Währungsschutzgesetzes wurde im Dezember 1947 ein neuer Index auf Basis 11. März 1938 = 100 präsentiert, der wie seine Vorgänger für die Monatsmitte und das Monatsende berechnet wurde und für Indexwerte ab September 1947 aus 23 Industrieaktien bestand⁵⁾. Im Oktober 1949 nahm das Institut eine Erweiterung auf 36 Industrieaktien und gleichzeitig eine Gliederung des Gesamtindex in je einen Teilindex für nichtverstaatlichte Gesellschaften (26 Aktien) und für verstaatlichte Gesellschaften (10 Aktien) vor⁶⁾. Anfang 1955 wurde der Index neuerlich geändert, weil Aktien verstaatlichter Unternehmungen im Zuge der Wertpapierbereinigung allmählich aus dem Handel ausschieden. Ihre Kurse waren im revidierten Index ab Mitte Mai 1954 nicht mehr berücksichtigt, doch gingen an ihrer Stelle 10 Industrieaktien durch Verkettung neu in den Index ein. Die Unterscheidung in verstaatlichte und nichtverstaatlichte Gesellschaften fiel somit weg, der neue Index enthielt aber wieder 36 Aktien, die im Zeitpunkt der Änderung etwa 95% des Nennkapitals der im amtlichen Verkehr gehandelten Aktien privater inländischer Industrieunternehmungen darstellten⁷⁾. Damals kam auch der Gedanke an eine Gewichtung der Aktienkurse mit dem Grundkapital auf, doch wurde er angesichts der bevorstehenden Schillingeröffnungsbilanz nicht verwirklicht.

Die letzte größere Revision erfolgte 1958 mit zwei Neuerungen: Das Institut stellte auf die noch heute geübte wöchentliche Berechnung (für den letzten

⁴⁾ Die gegenwärtige wirtschaftliche Lage Österreichs, Monatsberichte des Österreichischen Institutes für Konjunkturforschung, 1-6/1927, S. 21.

⁵⁾ Für Indexwerte vor Oktober 1946 bzw. für die Monate danach bis August 1947 wurden 18 bzw. 19 Industrieaktien in die Berechnung einbezogen.

⁶⁾ Verbesserte Neuberechnung des Aktienkursindex, Monatsberichte 10/1949, S. 399ff.

⁷⁾ Neuberechnung des Aktienkursindex, Monatsberichte 1/1955, S. 7.

Börsetag der Woche) um und erweiterte den Index außerdem durch die Einbeziehung von 6 Banken- und Versicherungsaktien auf insgesamt 42 Aktien. Der Banken- und Versicherungsindex wurde ab Jänner 1958 auf Basis der Kurse von 15. Dezember 1957 berechnet, der Industrieaktienindex (und seine Untergliederung in neun Branchenindizes) hingegen unverändert beibehalten. Mit der Erweiterung erhöhte sich der Repräsentationsgrad des Gesamtindex, der inzwischen auf 68% des börsennotierten Aktienkapitals gefallen war, auf 91%. Auf eine Gewichtung der Kurse innerhalb der Teilindizes wurde weiterhin verzichtet, der Banken- und Versicherungsindex erhielt ein Gewicht von 23% am Gesamtindex⁸⁾; diese Gewichtung wird auch jetzt noch angewendet.

Der Industrieaktienindex des WIFO ist in den letzten Jahren von 36 auf 31 Aktien geschrumpft, der Banken- und Versicherungsindex blieb bei 6 Aktien, so daß der Gesamtindex derzeit noch aus 37 Aktien besteht, die Ende 1980 89% des Nennwertes des börsennotierten Aktienkapitals repräsentierten. Die Zahl der Aktien verminderte sich, weil Gesellschaften teils ganz wegfielen, teils sich fusionierten. Es wurde zwar soweit wie möglich versucht, ausfallende Aktien durch vergleichbare, noch nicht im Index enthaltene Werte zu substituieren. Diese Methode stieß aber an Grenzen, wenn keine branchen- und entwicklungsverwandten Aktien als Ersatz zur Verfügung standen.

Die Konstruktionsmethoden der österreichischen Aktienindizes

Indexformeln

Ein Aktienindex ist eine Vergleichszahl, die die Entwicklung des Marktwertes von börsennotierten Aktien zwischen einem bestimmten Beobachtungszeitpunkt (Berichtsperiode) und einem Basiszeitpunkt (Basisperiode) wiedergibt. Bezeichnet man den Einheitswert einer Aktie j in der Basisperiode mit p_{0j} und in der Berichtsperiode mit p_{1j} , so ergibt die Maßzahl a_{1j} den Wertzuwachs oder -verlust der Aktie zwischen den beiden Zeitpunkten:

$$a_{1j} = \frac{p_{1j}}{p_{0j}} \cdot 100$$

Aufgabe eines Aktienkursindex ist aber nicht, die Wertänderung einzelner Aktien zu beschreiben, sondern die Marktentwicklung insgesamt oder doch für sachbezogene Gruppierungen von Aktien darzustellen. Daraus ergibt sich die Notwendigkeit, Einzelentwicklungen etwa in Form einer gewogenen Durchschnittsbildung zu aggregieren.

⁸⁾ Wöchentliche Berechnung und Erweiterung des Aktienkursindex, Monatsberichte 11-12/1958, S. 482ff.

Von allen derzeit in Österreich verwendeten Aktienkursindizes ist der WIFO-Index am einfachsten konstruiert. Er verzichtet auf die unterschiedliche Gewichtung der Kurswerte der in ihm enthaltenen Aktien, jeder Aktienmeßzahl a_{ij} kommt das gleiche Gewicht $\frac{1}{n}$ zu, wobei n die Zahl der im Index enthaltenen Aktien ist. Daher folgt für den aggregierten WIFO-Index in der Periode i (A_i^W):

$$A_i^W = \frac{1}{n} \sum_{j=1}^n \frac{p_{ij}}{p_{0j}} \cdot 100 = \frac{1}{n} \sum_{j=1}^n a_{ij}$$

A_i^W ist also der Ausdruck des ungewogenen arithmetischen Mittels der Kursveränderungen zwischen den Zeitpunkten 0 und i aller im Gesamtindex (bzw. in den jeweiligen Teilindizes) vertretenen Aktien. Diese Gleichwertigkeit aller Aktienkurse hat zur Folge, daß die Kursbewegungen von Aktien großer Unternehmungen gleich stark im Index durchschlagen wie vergleichbare Bewegungen bei kleinen Unternehmungen, obwohl die gesamtwirtschaftliche Bedeutung der beiden sehr verschieden sein wird. Die Konstellation an der Wiener Börse, die von wenigen Aktien dominiert wird, spricht gegen die Verwendung von ungewogenen Indizes. Andererseits wurde in der Literatur gerade diese Eigenschaft als Vorteil gesehen, weil dadurch das allgemeine "Klima" an der Börse besser zum Ausdruck komme, als wenn der Index durch einzelne große Gesellschaften dominiert werde⁹⁾. Alle anderen österreichischen Aktienindizes verwenden folgende Aggregationsmethode, deren explizites Gewichtungsschema die relative Bedeutung der einzelnen im Index vertretenen Aktien spiegelt:

$$A_i = \frac{\sum_{j=1}^n p_{ij} q_j}{\sum_{j=1}^n p_{0j} q_j} \cdot 100$$

A_i repräsentiert dann die durchschnittliche Aktienkursentwicklung aller zur Menge j gehörenden Aktien, wobei q_j das Gewicht der einzelnen Aktien am Gesamtindex ist ($\sum_{j=1}^n q_j = 1$)

Bezugsgröße für die Ableitung der Anteile q_j ist in allen diesen Indizes das Grundkapital. Dieses Maß wird auch international häufig benützt, sein Nachteil besteht allerdings darin, daß es nicht immer auch ein Maß für die Bedeutung der Aktienumsätze an der Börse darstellt. Dies ist besonders in Österreich der Fall, weil ein großer Teil des Aktienkapitals in festem (z. B. staatlichem oder familiärem) Besitz ist und so-

⁹⁾ Siehe hiezu etwa H. U. Ploch: Konstruktion und Anwendung von Aktienkursindizes. Österreichisches Forschungsinstitut für Sparkassenwesen, Dr. Stigleitner-Schriftenreihe Band 11. Wien 1971

mit für den Handel an der Börse nicht in Frage kommt.

Der Index der Creditanstalt-Bankverein (CA-Index, A_i^C) ist als Laspeyres-Preisindex mit festen Gewichten in der Basisperiode (q_{0j}) konstruiert:

$$A_i^C = \frac{\sum_{j=1}^n p_{ij} q_{0j}}{\sum_{j=1}^n p_{0j} q_{0j}} \cdot 100$$

Die fixe Basisgewichtung (die etwa auch für Verbraucherpreisindizes verwendet wird) unterstellt, daß die Struktur des an der Börse notierten Aktienkapitals im Zeitablauf unverändert bleibt; Strukturänderungen werden also bewußt ausgeschaltet. Ein solcher Index sagt aus, welchen Wert das Portefeuille der Basisperiode in der Berichtsperiode hätte. Mit diesen Indizes sind vor allem längerfristige Vergleiche möglich, weil sie für verschiedene Berichtsperioden untereinander vergleichbar sind. Ihr Nachteil besteht darin, daß sie besonders in Zeiten eines raschen Wandels des börsennotierten Aktienkapitals bald nicht mehr für die tatsächliche Entwicklung repräsentativ sind. Dieses Problem kann verringert werden, indem die Basis für die Gewichtung von Zeit zu Zeit nachgezogen wird. Dadurch entstehen allerdings Brüche in der Zeitreihe. Im Gegensatz zum CA-Index ist der Index der Girozentrale (GZ-Index A_i^G) als Paasche-Index mit laufenden Gewichten der jeweiligen Berichtsperiode konstruiert:

$$A_i^G = \frac{\sum_{j=1}^n p_{ij} q_{ij}}{\sum_{j=1}^n p_{0j} q_{ij}} \cdot 100$$

Mit dieser Gewichtung wird unterstellt, daß die Struktur der Grundkapitalien bereits in der Basisperiode so war wie in der Berichtsperiode. Der Index gibt an, welchen Wert das Aktienportefeuille der Berichtsperiode in der Basisperiode gehabt hätte. Da sich in einer solchen Index-Zeitreihe die Gewichte laufend ändern, ist sie für langfristige Vergleiche weniger geeignet als ein Laspeyres-Index. Die Werte einer bestimmten Berichtsperiode sind immer nur mit der Basisperiode vergleichbar, nicht aber (wegen der unterschiedlichen Gewichtung) mit anderen Berichtsperioden. Andererseits garantiert die Paasche-Formel, daß die Indexgewichtung nicht veraltet.

Der Index der Wiener Börsekammer (A_i^B) wird ebenso wie der GZ-Index nach der Paasche-Formel berechnet:

$$A_i^B = \frac{\sum_{j=1}^n p_{ij} q_{ij}}{\sum_{j=1}^n p_{0j} q_{ij}} \cdot 100$$

Es gelten also für A_i^B die gleichen grundsätzlichen Feststellungen wie für A_i^C .

Repräsentationsgrad

Abgesehen von der unterschiedlichen Gewichtungsmethode weichen die einzelnen österreichischen Aktienindizes auch im Repräsentationsgrad des an der Wiener Börse notierten inländischen Aktienkapitals voneinander ab. Der Vollrepräsentation des GZ-Index steht am anderen Ende der Skala der CA-Index gegenüber, der mit seinen 20 Aktien¹⁰⁾ Ende 1980 nur 61% des Nennwertes aller inländischen Aktien an der Wiener Börse repräsentierte. Dazwischen liegen der Börsenkammerindex (mit einem Repräsentationsgrad von 80%) und der WIFO-Index (89%). Die letzten zwei Indizes sind einander in der Auswahl der Aktien am ähnlichsten (mit 34 Aktien, die in beiden Indizes enthalten sind).

Die Erfassung aller an der Börse notierten Aktien bringt einerseits das umfassendste Bild von der durchschnittlichen Kursbewegung, ist andererseits aber mit zwei Nachteilen behaftet: Erstens ist die Wahrscheinlichkeit höher, daß sich die Zusammensetzung des Index ändert, wenn einzelne Aktien ausfallen oder hinzukommen; zweitens wird dadurch gerade auf dem Wiener Platz die vom Index ausgewiesene Kursbewegung gedämpft, weil auch viele Werte miteinbezogen sind, die kaum gehandelt werden. Der CA-Index wurde aus diesem Grund bewußt auf solche Werte beschränkt, die laufend Umsätze verzeichnen

Neutralisierung nicht marktmäßiger Einflüsse

Mit dem Aktienkursindex sollen nur jene Bewegungen gemessen werden, die den Marktwert der Aktien als Folge einer Änderung der Nachfrage- und Angebotskonstellation beeinflussen, nicht aber technische Kursänderungen, die durch Kapitalaufstockungen bzw. -herabsetzungen, durch Ausschüttungen von Bardividenden oder im Zuge eines Aktiensplits eintreten.

Kapitalerhöhungen werden entweder aus Gesellschaftsmitteln oder von außen finanziert. Im ersten Fall (Ausgabe von "Gratisaktien") wird das vorhandene Gesellschaftskapital teilweise neu verbucht, indem offene Rücklagen in Grundkapital umgeschichtet werden. Das gesamte Gesellschaftskapital bleibt dadurch unverändert, es wird nur auf eine größere Zahl von Aktien aufgeteilt. Dadurch sinkt der Wert der alten Aktien im Verhältnis des alten zum neuen Aktien-

¹⁰⁾ Der CA-Index gibt derzeit nur die Kursbewegung von 18 Aktien wieder, zwei ausgefallene Aktien werden mit dem Grundkapital und Kurs des jeweils letzten Handelstags fortgeschrieben.

kapital. Eine Bereinigung dieses Effektes im Aktienindex ist dann erforderlich, wenn es sich nicht um

einen Wertindex (mit der Formel $\frac{\sum_{j=1}^n p_{ij} q_{ij}}{\sum_{j=1}^n p_{oj} q_{oj}}$)

handelt. Ebenso wäre ein Aktiensplit zu behandeln, bei dem das vorhandene Grundkapital auf eine größere Zahl von Aktien verteilt wird, wodurch ebenfalls der Wert jeder Aktie gegenüber dem Zeitpunkt vor dem Split sinkt.

Erfolgt die Kapitalerhöhung durch die Ausgabe junger Aktien (oder die Emission von Wandelschuldverschreibungen), so hängt die erforderliche Adjustierung von deren Ausgabekurs — der meist unter dem Kurs der alten Aktien liegt — und dem damit verbundenen Wert des Bezugsrechtes für Altaktionäre ab. Das Bezugsrecht wird neben den Altaktien gehandelt, daneben sinken ceteris paribus auch die Kurse der Altaktien, und in diesem Bereich ist eine Bereinigung erforderlich.

Eine "technische" Kursänderung ergibt sich auch im Zuge der Ausschüttung einer Bardividende. Dividendenabschläge vermindern den Wert der Aktie, doch soll dieser Einfluß nicht im Aktienkurs durchschlagen, weil sich die zugrundeliegende Angebot/Nachfrage-Situation nicht verändert hat.

In den österreichischen Aktienindizes werden diese technischen Einflüsse unterschiedlich berücksichtigt. Am weitesten geht die Neutralisierung im CA-Index und im GZ-Index. Dort werden neben neu eingeführten und ausgeschiedenen Aktiennotierungen an der Börse sowie der Ausgabe junger Aktien auch die Emission von Gratisaktien und die Umwandlung von Wandelschuldverschreibungen ausgeschaltet¹¹⁾. Der Börsenkammerindex schaltet die Neueinführung und das Ausscheiden von im Index enthaltenen Aktien sowie Kapitalerhöhungen gegen Bareinzahlung aus. Die Indexbasis wird entweder additiv (GZ und Börsenkammer) oder multiplikativ (CA) bereinigt. Im WIFO-Index wurden aus der Indexbasis ausgeschiedene Aktien entweder durch eine branchenmäßig vergleichbare Aktie ersetzt (und verkettet) oder — insbesondere in den letzten Jahren — ganz weggelassen. Eine Bereinigung der Indexbasis erübrigte sich wegen der Art der Durchschnittsbildung, womit aber implizit der weggefallene Wert mit einem neuen Durchschnitt fortgeschrieben würde. Kapitalerhöhungen wurden mit dem Verhältnis zwischen altem Kurs und rechnerischen Kursen nach Bezugsrechtsabschlag bereinigt. Mit dieser Verhältniszahl wurde die Basis der Indexzahl adjustiert. Die Ausschüttung von Bardividenden wird in keinem der österreichischen Aktienindizes berücksichtigt.

¹¹⁾ Eine Darstellung für den GZ-Index gibt *M. Drennig*. Ein neuer Index der Girozentrale zur Messung der Aktienkurse, Österreichische Sparkassen-Zeitung 1968, S 54-56.

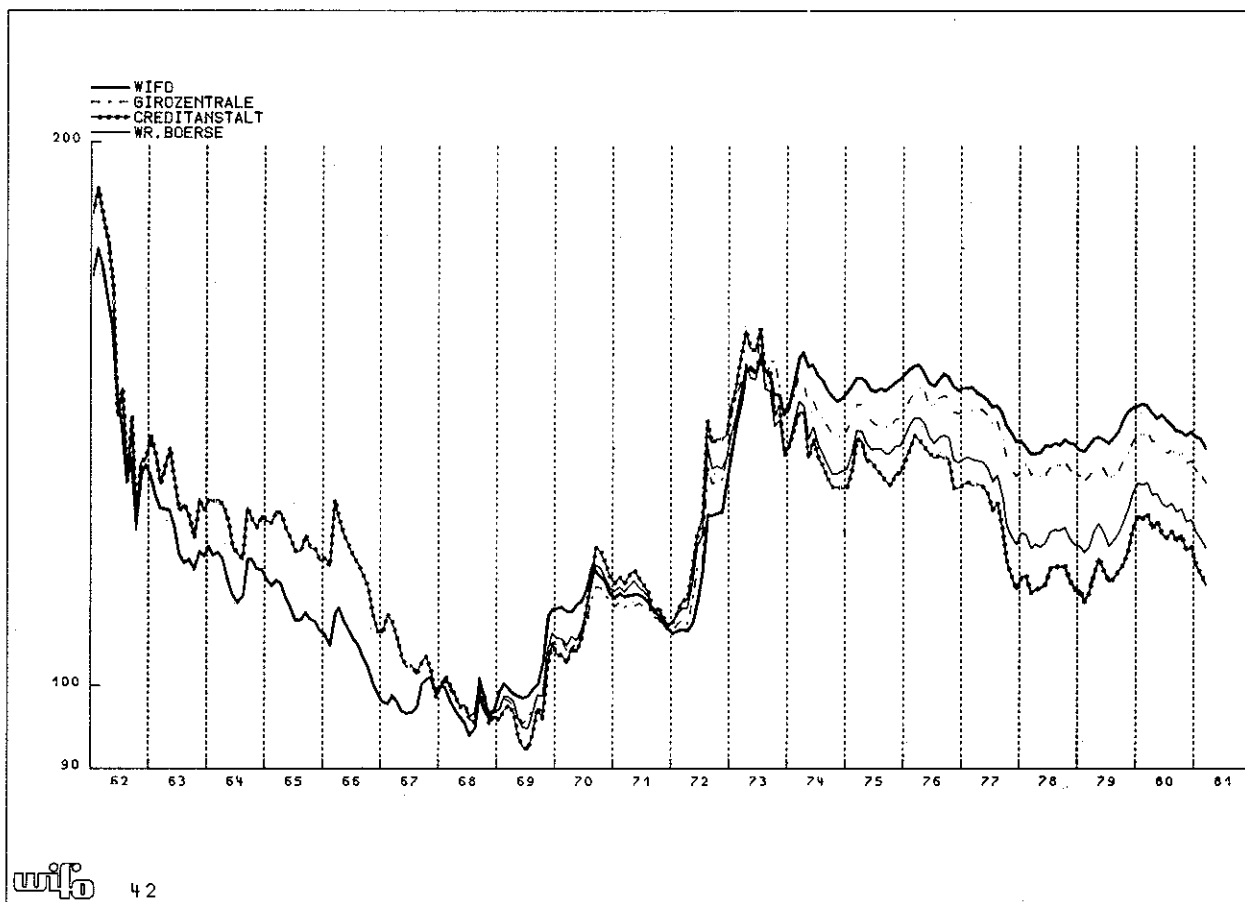
Vergleich der Kursentwicklung nach den einzelnen Aktienindizes

Abweichungen der einzelnen Aktienkursindizes können auf die unterschiedliche Indexformel, auf die unterschiedliche explizite oder implizite Gewichtung und auf die Art der Bereinigung zurückgeführt werden. Systematische Unterschiede lassen sich auf Grund der Indexformel nur zwischen dem CA-Index auf der einen und dem Börsekammer- sowie dem GZ-Index auf der anderen Seite ableiten, weil Laspeyres-Indizes Preisschwankungen nach oben stärker und nach unten schwächer wiedergeben als Paasche-Indizes. Die unterschiedliche Entwicklung dieser Indizes wird allerdings von der Gewichtung dominiert: Der CA-Index ist als "aggressiver" Index konstruiert, sein Schwergewicht liegt auf umsatzstarken Aktien. Der GZ-Index ist hingegen ein "dämpfender" Index, weil er auch solche Aktien berücksichtigt, die kaum Umsätze und Kursänderungen verzeichnen. Stellt man die Kursentwicklung nach den verschiedenen Aktienindizes einander gegenüber, so zeigt sich, daß die wichtigsten Schwankungen ziemlich ähnlich wiedergegeben werden. Zwar bestehen Unterschiede

im Ausmaß der Kursausschläge, die Richtung stimmt aber kurzfristig meist überein. In einem langfristigen Vergleich kann man jedoch systematische Abweichungen zwischen den einzelnen Indizes feststellen. Die stärksten Kurssteigerungen bzw. die schwächsten Kursenkungen weist im allgemeinen der WIFO-Index aus. Unter den übrigen Indizes waren im CA-Index die Kursenkungen fast immer und die Kurssteigerungen häufig stärker ausgeprägt als in den anderen Indizes. Der Index der Börsekammer und der GZ-Index nehmen eine mittlere Position ein, wobei sich der letztgenannte eng an den WIFO-Index anlehnt. Das dürfte damit zusammenhängen, daß im GZ-Index (im Gegensatz zum Index der Börsekammer und zum CA-Index) auch die kleineren Aktiengesellschaften (wenn auch mit geringerem Gewicht) vertreten sind, die teilweise auch im WIFO-Index (ungewogen) aufscheinen. Zwischen Dezember 1967 und Dezember 1980 ist das Kursniveau nach dem CA-Index um 21%, nach dem Börsekammer-Index um 24%, nach dem GZ-Index um 33%, nach dem WIFO-Index aber um 39% gestiegen. In einzelnen Entwicklungsphasen gab es kurzfristig auch Richtungsverschiedenheiten, die sich auf die

Abbildung 1

Entwicklung der österreichischen Aktienkursindizes
Jänner 1968 = 100



unterschiedliche Gewichtung von Einzelentwicklungen zurückführen lassen: so etwa, als zwischen März 1965 und März 1966 der CA-Index um 1,4% stieg, der WIFO-Index hingegen um 4,2% sank. Umgekehrt sank der CA-Index zwischen Februar 1967 und Jänner 1968 um 8,8%, der WIFO-Index aber stieg um 2,1%. Solche gravierenden Unterschiede sind in den siebziger Jahren nicht mehr aufgetreten, unterschiedliche Bewegungsrichtungen kamen praktisch nur mehr von Monat zu Monat vor.

Aktienkursentwicklung nach dem WIFO-Index

In dieser Arbeit wurde auch versucht, die im WIFO im Laufe seiner Geschichte gesammelte Information

über die Entwicklung österreichischer Aktienkurse zu einer langen Indexzeitreihe zu verketten, die bis in das Jahr 1925 zurückreicht. Wenn diese Reihe auch wegen der häufig wechselnden Indexbasis Brüche enthält, wird sie doch für langfristige Betrachtungen eine brauchbare Grundlage darstellen können. Dieser Index (Basis März 1938 = 100) ist ein reiner Industrieaktienindex, weil Banken- und Versicherungswerte nicht durchgehend zur Verfügung standen. Seit Mitte der zwanziger Jahre, als sich der Industrieindex etwa auf dem Niveau des Basisjahres 1938 bewegte, haben sich die Aktienkurse vervielfacht: Sie sind bis März 1981 auf mehr als das 20fache gestiegen. Ein Großteil der Kurssteigerung fiel in die Nachkriegszeit, insbesondere in die späten fünfziger und

Übersicht 1

Industrieaktienkursindex des WIFO

	Jänner	Februar	März	April	Mai	Juni März 1938 = 100	Juli	August	September	Oktober	November	Dezember
1925	106,9	102,9	98,6	95,0	90,7	88,2	98,6	95,0	94,4	91,3	84,4	77,6
1926	86,1	91,6	84,0	90,0	84,5	86,5	95,7	97,0	108,7	103,6	101,0	97,5
1927	118,1	120,6	118,3	123,8	126,7	115,7	112,1	116,2	120,8	128,3	120,3	115,4
1928	117,4	112,6	109,7	109,6	112,5	109,8	107,9	106,9	111,6	113,2	116,7	116,5
1929	116,4	115,5	114,3	115,1	107,7	107,7	110,4	108,3	109,6	105,4	104,3	103,9
1930	106,2	111,5	108,0	109,6	106,4	101,6	97,8	95,0	95,6	88,6	89,3	85,4
1931	84,2	91,8	91,6	89,1	82,0	70,3	68,8	63,7	57,9	60,1	62,3	73,9
1932	74,3	75,7	72,3	67,6	61,8	61,5	59,6	58,7	63,1	61,4	60,7	59,2
1933	58,7	56,7	54,0	52,3	54,7	55,1	55,3	53,9	51,9	50,1	50,7	48,5
1934	51,3	51,6	54,7	59,2	59,1	58,4	58,0	57,5	60,0	61,4	64,9	67,2
1935	74,4	71,9	71,9	73,2	77,8	77,3	76,7	78,8	81,9	79,0	82,2	85,9
1936	87,5	92,7	93,7	102,4	94,2	93,8	93,2	97,3	99,0	104,9	111,9	113,8
1937	116,2	123,2	123,3	116,5	112,4	109,8	114,4	118,1	115,8	107,4	107,7	101,3
1938	102,5	101,3	100,0	102,4	104,7	102,4	92,0	86,7	87,0	104,0	112,9	110,6
1939	111,9	116,5	111,9	113,8	115,0	114,2	116,0	119,1				
1946								353,0	331,0	330,9	368,8	350,6
1947	376,0	385,5	381,5	389,6	464,2	583,2	660,7	886,5	1 074,6	932,7	793,9	623,2
1948	518,1	469,4	375,3	349,4	297,8	342,4	315,1	299,9	322,1	331,1	378,8	356,3
1949	340,2	325,3	299,4	299,9	309,3	306,4	296,8	293,5	298,6	319,8	315,8	311,7
1950	322,5	305,9	294,8	279,9	264,5	243,6	227,0	220,7	238,0	254,6	249,2	244,7
1951	245,1	269,0	275,2	280,0	281,0	279,9	277,0	299,0	339,0	396,3	420,8	436,7
1952	451,3	462,0	446,6	416,7	392,3	405,0	389,3	400,2	397,3	394,2	382,8	367,1
1953	375,6	384,1	381,4	375,7	387,5	383,7	377,0	385,7	410,6	472,2	496,2	494,5
1954	553,1	564,7	560,0	568,3	569,5	594,9	628,7	651,2	686,3	701,6	691,8	745,7
1955	815,0	809,2	831,3	822,6	844,2	853,9	910,8	954,7	1 060,5	1 124,9	1 082,5	1 150,0
1956	1 222,7	1 250,4	1 222,0	1 226,0	1 300,3	1 295,5	1 293,0	1 287,1	1 314,3	1 388,5	1 386,1	1 343,9
1957	1 314,3	1 284,0	1 243,8	1 217,0	1 174,2	1 141,0	1 159,5	1 164,7	1 177,0	1 168,5	1 131,6	1 114,4
1958	1 130,2	1 101,6	1 080,6	1 087,4	1 062,5	1 029,4	1 039,7	1 048,3	1 049,2	1 114,0	1 207,6	1 169,4
1959	1 212,1	1 208,8	1 197,6	1 200,1	1 233,9	1 386,7	1 756,7	1 770,0	1 716,3	1 669,3	1 635,0	1 656,2
1960	1 674,0	1 762,1	1 837,0	1 841,8	1 883,4	1 910,1	1 930,8	1 987,7	2 117,6	2 158,6	2 214,8	2 320,5
1961	2 523,5	2 687,7	2 674,3	2 709,1	2 828,8	3 064,1	3 144,4	3 267,4	3 341,0	3 341,3	3 375,2	3 386,6
1962	3 558,2	3 622,7	3 467,0	3 311,1	3 166,0	2 892,3	2 758,8	2 568,7	2 622,2	2 398,7	2 559,2	2 581,0
1963	2 569,3	2 506,1	2 464,3	2 463,5	2 462,4	2 398,8	2 312,6	2 290,3	2 314,2	2 267,9	2 345,6	2 291,2
1964	2 309,9	2 287,6	2 298,2	2 299,6	2 235,2	2 194,5	2 178,7	2 205,7	2 342,6	2 333,0	2 289,3	2 277,5
1965	2 259,2	2 246,4	2 274,7	2 276,2	2 236,0	2 208,5	2 173,4	2 174,4	2 203,3	2 174,6	2 170,0	2 144,9
1966	2 129,1	2 098,7	2 207,9	2 238,1	2 189,7	2 163,2	2 132,3	2 111,0	2 072,8	2 045,0	1 998,8	1 968,9
1967	1 944,0	1 938,1	1 945,1	1 929,4	1 898,9	1 890,6	1 884,6	1 897,2	1 957,5	1 953,0	1 932,9	1 887,8
1968	1 898,7	1 890,6	1 867,3	1 839,0	1 808,3	1 790,6	1 763,0	1 766,1	1 850,2	1 792,7	1 762,0	1 771,9
1969	1 808,1	1 844,5	1 831,9	1 810,3	1 785,7	1 759,6	1 756,4	1 780,9	1 789,2	1 850,5	1 981,7	1 972,8
1970	1 961,1	1 970,2	1 979,1	1 981,5	1 996,6	2 015,8	2 060,4	2 137,4	2 127,1	2 111,2	2 091,7	2 057,7
1971	2 056,7	2 065,2	2 064,0	2 075,6	2 081,9	2 072,2	2 060,1	2 040,1	2 008,6	2 012,0	1 994,9	1 983,9
1972	1 997,3	2 003,1	2 011,4	2 010,9	2 042,1	2 094,1	2 170,5	2 317,1	2 314,9	2 331,4	2 335,9	2 394,9
1973	2 446,2	2 517,3	2 597,6	2 733,2	2 734,4	2 703,8	2 728,3	2 688,9	2 678,4	2 579,9	2 574,9	2 494,9
1974	2 529,9	2 625,9	2 707,5	2 742,4	2 685,2	2 693,0	2 648,7	2 628,2	2 580,0	2 553,4	2 543,8	2 555,9
1975	2 572,2	2 604,5	2 632,8	2 645,4	2 640,9	2 609,0	2 603,3	2 619,2	2 609,0	2 627,2	2 640,5	2 630,8
1976	2 640,0	2 653,1	2 659,1	2 668,3	2 637,8	2 592,8	2 563,9	2 564,5	2 588,9	2 578,2	2 542,0	2 522,0
1977	2 521,4	2 513,3	2 507,6	2 494,0	2 490,2	2 474,6	2 444,1	2 456,3	2 421,5	2 352,7	2 329,4	2 304,6
1978	2 316,3	2 294,1	2 251,6	2 247,6	2 267,3	2 303,6	2 301,1	2 307,7	2 294,2	2 306,6	2 287,3	2 277,4
1979	2 245,4	2 235,5	2 248,8	2 253,7	2 254,2	2 238,6	2 213,0	2 232,0	2 241,5	2 265,8	2 282,3	2 283,3
1980	2 286,8	2 296,3	2 298,4	2 273,4	2 266,9	2 286,4	2 250,4	2 232,6	2 202,2	2 199,7	2 183,6	2 203,1
1981	2 179,7	2 169,7	2 133,4									

Übersicht 2

Aktienkursindizes in der Nachkriegszeit

	WIFO-Indizes		Börsekam- mer	Girozentrale	Creditanstalt	WIFO-Indizes		Börsekam- mer	Girozentrale	Creditanstalt	
	Insgesamt	Industrie				Insgesamt	Industrie				
	11 März 1938 = 100	11 März 1938 = 100				11 März 1938 = 100	11 März 1938 = 100				
			31. Dezember 1967 = 100	2. Jänner 1966 = 100	2. Jänner 1962 = 100			31. Dezember 1967 = 100	2. Jänner 1966 = 100	2. Jänner 1962 = 100	
1958	Jänner	1 128,4				1964	Jänner	2 651,6		70,3	
	Februar	1 108,5					Februar	2 622,4		70,1	
	März	1 084,9					März	2 631,5		70,3	
	April	1 092,6					April	2 609,9		69,7	
	Mai	1 067,4					Mai	2 543,3		68,4	
	Juni	1 034,6					Juni	2 492,9		66,1	
	Juli	1 043,9					Juli	2 469,9		65,6	
	August	1 051,0					August	2 488,6		65,2	
	September	1 051,0					September	2 610,8		69,5	
	Oktober	1 110,8					Oktober	2 610,4		68,5	
	November	1 184,5					November	2 576,4		67,9	
	Dezember	1 156,4					Dezember	2 575,6		68,9	
1959	Jänner	1 191,0				1965	Jänner	2 544,3		68,4	
	Februar	1 191,7					Februar	2 522,4		68,2	
	März	1 183,9					März	2 540,9		69,3	
	April	1 186,2					April	2 529,4		69,0	
	Mai	1 209,6					Mai	2 484,8		67,7	
	Juni	1 339,7					Juni	2 452,3		66,8	
	Juli	1 669,6					Juli	2 413,7		65,8	
	August	1 706,9					August	2 414,3		65,8	
	September	1 687,0					September	2 439,8		67,2	
	Oktober	1 651,4					Oktober	2 416,5		66,1	
	November	1 624,6					November	2 410,0		66,0	
	Dezember	1 659,3					Dezember	2 383,5		65,0	
1960	Jänner	1 683,9				1966	Jänner	2 372,0		65,3	
	Februar	1 762,1					Februar	2 343,4		64,6	
	März	1 827,6					März	2 433,1		70,3	
	April	1 838,7					April	2 455,6		68,5	
	Mai	1 873,1					Mai	2 411,4		67,2	
	Juni	1 904,6					Juni	2 385,3		66,2	
	Juli	1 955,3					Juli	2 356,4		65,4	
	August	2 000,2					August	2 338,0		64,7	
	September	2 096,7					September	2 303,8		63,8	
	Oktober	2 130,7					Oktober	2 275,1		62,9	
	November	2 204,6					November	2 230,5		60,7	
	Dezember	2 327,1					Dezember	2 199,2		59,4	
1961	Jänner	2 533,2				1967	Jänner	2 176,0		59,3	
	Februar	2 733,9					Februar	2 170,4		60,7	
	März	2 791,6					März	2 193,4		60,1	
	April	2 825,8					April	2 177,9		58,9	
	Mai	2 945,2					Mai	2 151,0		57,5	
	Juni	3 174,2					Juni	2 143,4		56,8	
	Juli	3 262,3					Juli	2 145,2		56,9	
	August	3 381,9					August	2 160,7		56,2	
	September	3 482,9					September	2 225,0		57,1	
	Oktober	3 528,1					Oktober	2 238,4		57,6	
	November	3 583,6					November	2 245,1		56,5	
	Dezember	3 600,8					Dezember	2 206,2		54,7	
1962	Jänner	3 766,7		101,1		1968	Jänner	2 216,6	100,2	96,5	55,4
	Februar	3 878,6		104,5			Februar	2 216,0	101,3	97,1	56,1
	März	3 788,8		100,7			März	2 179,9	100,1	96,0	55,4
	April	3 645,7		97,8			April	2 154,3	99,1	95,1	54,8
	Mai	3 508,2		92,3			Mai	2 134,5	97,7	94,2	53,9
	Juni	3 227,6		78,3			Juni	2 117,1	97,9	93,6	54,1
	Juli	3 088,2		81,0			Juli	2 084,8	96,4	93,1	53,1
	August	2 898,6		71,9			August	2 102,5	97,0	93,5	52,9
	September	2 969,8		78,2			September	2 203,9	101,4	96,8	55,5
	Oktober	2 751,2		69,0			Oktober	2 154,3	99,1	94,7	54,6
	November	2 907,6		73,7			November	2 131,8	96,7	93,5	52,8
	Dezember	2 942,4		74,1			Dezember	2 154,1	97,4	93,3	53,4
1963	Jänner	2 903,9		76,1		1969	Jänner	2 199,9	97,2	93,5	53,1
	Februar	2 829,8		74,4			Februar	2 226,3	98,9	95,0	53,7
	März	2 783,7		71,7			März	2 211,5	98,9	94,7	54,1
	April	2 779,1		73,4			April	2 196,3	98,4	94,1	53,6
	Mai	2 775,9		75,1			Mai	2 189,8	96,2	92,9	51,9
	Juni	2 720,4		71,8			Juni	2 184,4	95,1	92,0	51,3
	Juli	2 625,1		69,3			Juli	2 189,1	95,0	92,7	51,1
	August	2 597,1		69,8			August	2 208,2	96,9	93,6	52,2
	September	2 608,7		68,8			September	2 222,8	99,2	95,4	53,9
	Oktober	2 579,4		66,9			Oktober	2 283,0	99,0	95,4	53,1
	November	2 636,5		70,3			November	2 423,7	104,9	99,3	56,7
	Dezember	2 621,6		69,3			Dezember	2 446,0	107,3	102,1	58,5

Aktienkursindizes in der Nachkriegszeit

	WIFO-Indizes		Börsekam- mer	Girozentrale 1966 = 100	Creditanstalt 1962 = 100		WIFO-Indizes		Börsekam- mer	Girozentrale 1966 = 100	Creditanstalt 1962 = 100
	Insgesamt	Industrie					Insgesamt	Industrie			
	11 März 1938 = 100		31. Dezember 1967 = 100	2. Jänner 1962 = 100	11 März 1938 = 100		31. Dezember 1967 = 100	2. Jänner 1962 = 100			
1970 Jänner	2 448,7	1 961,1	106,5	101,7	57,6	1975 Jänner	3 229,7	2 572,2	132,3	133,8	71,4
Februar	2 453,5	1 970,2	106,5	102,1	57,6	Februar	3 257,1	2 604,5	134,9	135,5	73,0
März	2 439,7	1 979,1	105,5	100,9	57,0	März	3 268,0	2 632,8	138,9	138,4	75,9
April	2 438,0	1 981,5	106,8	101,5	58,2	April	3 289,2	2 645,4	138,9	138,4	75,7
Mai	2 460,6	1 996,6	106,2	101,5	57,8	Mai	3 273,1	2 640,9	136,7	136,2	73,9
Juni	2 471,0	2 015,8	107,6	102,9	58,8	Juni	3 236,1	2 609,0	135,6	135,3	73,8
Juli	2 506,5	2 060,4	110,2	104,8	61,1	Juli	3 231,0	2 603,3	135,6	134,6	73,0
August	2 579,4	2 137,4	113,9	107,1	63,4	August	3 244,7	2 619,2	135,7	134,8	72,6
September	2 567,0	2 127,1	117,0	109,5	66,1	September	3 234,4	2 609,0	134,7	134,3	72,0
Oktober	2 550,2	2 111,2	116,4	109,4	65,8	Oktober	3 252,4	2 627,2	134,9	134,5	71,6
November	2 535,1	2 091,7	114,9	108,3	64,8	November	3 269,5	2 640,5	136,2	135,7	72,7
Dezember	2 496,7	2 057,7	113,5	107,7	63,7	Dezember	3 283,9	2 630,8	136,2	135,9	72,7
1971 Jänner	2 482,1	2 056,7	113,2	106,7	63,2	1976 Jänner	3 306,8	2 640,0	138,0	137,8	73,9
Februar	2 496,7	2 065,2	113,8	107,4	63,7	Februar	3 325,2	2 653,1	139,9	139,2	75,1
März	2 485,4	2 064,0	113,0	106,7	63,2	März	3 339,7	2 659,1	141,2	140,4	76,2
April	2 489,4	2 075,6	113,9	106,9	63,9	April	3 342,3	2 668,3	141,2	141,4	75,8
Mai	2 492,0	2 081,9	114,7	106,9	64,2	Mai	3 310,6	2 637,8	140,0	140,6	75,1
Juni	2 491,8	2 072,2	113,7	107,2	63,6	Juni	3 265,3	2 592,8	137,7	138,0	74,6
Juli	2 484,1	2 060,1	113,1	106,8	63,0	Juli	3 253,3	2 563,9	136,6	138,3	74,1
August	2 467,2	2 040,1	112,3	106,6	62,4	August	3 281,7	2 564,5	137,7	139,5	74,3
September	2 443,7	2 008,6	110,0	105,4	60,8	September	3 306,8	2 588,9	138,0	139,8	74,1
Oktober	2 427,6	2 012,0	110,6	105,1	61,3	Oktober	3 293,0	2 578,2	137,7	139,6	74,1
November	2 405,5	1 994,9	109,2	104,0	60,5	November	3 253,8	2 542,0	133,8	136,9	71,4
Dezember	2 385,7	1 983,9	108,4	103,7	59,8	Dezember	3 235,3	2 522,0	133,2	136,6	71,3
1972 Jänner	2 372,0	1 997,3	108,9	103,7	60,1	1977 Jänner	3 244,3	2 521,4	133,8	137,1	71,7
Februar	2 379,4	2 003,1	110,1	104,5	61,0	Februar	3 244,7	2 513,3	134,3	137,4	71,9
März	2 383,6	2 011,4	110,8	105,0	61,8	März	3 248,7	2 507,6	133,8	137,3	71,5
April	2 380,0	2 010,9	110,8	104,5	61,9	April	3 223,7	2 494,0	133,6	137,3	71,7
Mai	2 404,1	2 042,1	114,4	107,5	64,5	Mai	3 211,8	2 490,2	133,4	137,3	71,5
Juni	2 469,9	2 094,1	119,9	112,3	67,2	Juni	3 196,4	2 474,6	132,4	136,3	70,8
Juli	2 567,4	2 170,5	121,4	112,9	68,5	Juli	3 167,4	2 444,1	130,1	134,5	69,4
August	2 761,9	2 317,1	135,9	127,7	77,7	August	3 174,1	2 456,3	131,2	135,2	70,0
September	2 757,2	2 314,9	132,2	124,9	75,5	September	3 146,6	2 421,5	127,9	132,8	67,8
Oktober	2 764,2	2 331,4	132,6	125,1	75,9	Oktober	3 093,2	2 352,7	122,9	128,4	64,9
November	2 769,6	2 335,9	132,2	125,3	75,9	November	3 064,6	2 329,4	121,2	127,1	63,7
Dezember	2 879,9	2 394,9	134,0	128,9	76,3	Dezember	3 030,9	2 304,6	120,1	126,2	62,7
1973 Jänner	2 986,4	2 446,2	138,0	136,6	79,2	1978 Jänner	3 032,8	2 316,3	121,9	127,1	63,7
Februar	3 104,0	2 517,3	141,6	139,6	81,1	Februar	3 009,0	2 294,1	121,7	128,3	63,8
März	3 189,2	2 597,6	146,0	142,2	84,3	März	2 983,9	2 251,6	119,5	126,4	62,4
April	3 329,8	2 733,2	151,3	144,8	87,2	April	2 982,9	2 247,6	120,2	126,9	62,7
Mai	3 320,9	2 734,4	148,4	145,1	85,3	Mai	2 988,7	2 267,3	119,7	125,8	62,8
Juni	3 307,8	2 703,8	148,2	144,2	84,9	Juni	3 017,0	2 303,6	120,4	126,3	63,1
Juli	3 375,8	2 728,3	153,4	150,9	87,3	Juli	3 013,1	2 301,1	122,2	127,7	64,5
August	3 316,0	2 688,9	146,4	141,2	82,7	August	3 025,4	2 307,7	122,4	128,0	64,5
September	3 307,0	2 678,4	146,0	146,1	82,8	September	3 018,1	2 294,2	122,3	128,0	64,5
Oktober	3 218,0	2 579,9	139,5	146,1	78,4	Oktober	3 038,9	2 306,6	122,8	128,5	64,6
November	3 215,7	2 574,9	140,7	141,5	79,1	November	3 025,5	2 287,3	121,0	127,2	63,4
Dezember	3 142,6	2 494,9	134,8	136,2	74,4	Dezember	3 020,6	2 277,4	120,0	126,4	62,7
1974 Jänner	3 185,8	2 529,9	136,6	137,4	75,3	1979 Jänner	2 998,5	2 245,4	119,9	126,2	62,6
Februar	3 271,6	2 625,9	140,4	140,2	77,0	Februar	2 993,7	2 235,5	118,9	125,4	61,7
März	3 375,5	2 707,5	144,2	143,7	78,5	März	3 018,2	2 248,8	119,7	126,2	62,4
April	3 396,3	2 742,4	143,4	142,2	78,6	April	3 043,4	2 253,7	122,2	127,4	64,0
Mai	3 336,0	2 685,2	137,4	137,9	74,1	Mai	3 049,9	2 254,2	123,3	128,2	65,2
Juni	3 342,0	2 693,0	139,5	139,0	76,0	Juni	3 038,3	2 238,6	121,9	127,2	64,2
Juli	3 295,8	2 648,7	136,3	136,4	74,2	Juli	3 025,0	2 213,0	119,8	125,6	63,3
August	3 276,4	2 628,2	134,5	135,6	73,3	August	3 046,5	2 232,0	120,7	126,3	63,6
September	3 235,1	2 580,0	132,8	134,3	72,1	September	3 071,8	2 241,5	121,8	127,0	64,2
Oktober	3 209,5	2 553,4	131,3	133,3	71,4	Oktober	3 118,5	2 265,8	123,6	128,5	64,7
November	3 189,6	2 543,8	131,5	132,6	71,5	November	3 150,1	2 282,3	125,6	130,1	65,9
Dezember	3 204,2	2 555,9	131,9	132,8	71,3	Dezember	3 165,1	2 283,3	128,2	131,8	67,7

frühen sechziger Jahre. Mit dem Krieg ergab sich eine Zäsur, die die Indexwerte vorher und nachher nur bedingt miteinander vergleichbar macht. In der unmittelbaren Nachkriegszeit schwankte der Index zuerst stark, in den fünfziger Jahren folgte eine steile

Aufwärtsbewegung, die Anfang 1962 ihren Höhepunkt fand. Daran schloß sich eine Baisse-Periode, die bis in die späten sechziger Jahre anhielt. Zwischen 1969 und 1973 ergab sich nochmals ein steiler Anstieg, doch wurden die hohen Werte des Jahres

Übersicht 2/(Schluß)

Aktienkursindizes in der Nachkriegszeit

	WIFO-Indizes		Börsekam- mer	Girozentrale 1967 = 100	Creditanstalt 1962 = 100
	Insgesamt	Industrie			
	11 März 1938 = 100				
1980			31. Dezember		2. Jänner
Jänner	3 171,3	2 286,8	129,9	133,2	68,9
Februar	3 180,8	2 296,3	129,6	133,0	68,6
März	3 173,2	2 298,4	129,9	133,3	69,0
April	3 143,9	2 273,4	127,9	131,8	67,7
Mai	3 121,8	2 266,9	128,1	132,0	68,4
Juni	3 135,9	2 286,4	126,6	130,4	67,3
Juli	3 113,6	2 250,4	126,0	129,9	66,9
August	3 095,1	2 232,6	126,5	130,4	67,5
September	3 071,8	2 202,2	125,2	129,4	66,6
Oktober	3 067,9	2 199,7	125,7	129,8	67,2
November	3 063,9	2 183,6	123,6	128,2	65,9
Dezember	3 069,3	2 203,1	124,0	128,6	66,2
1981					
Jänner	3 049,1	2 179,7	122,1	127,2	64,7
Februar	3 039,7	2 169,7	120,9	126,2	63,8
März	3 008,2	2 133,4	119,6	125,1	63,1

1962 nicht mehr erreicht. Seit 1973 ist der Index mit kurzen Unterbrechungen bis in das Jahr 1981 gesunken

Zwischenkriegszeit

In der zweiten Hälfte der zwanziger Jahre begannen die Aktienkurse mit dem allgemeinen Konjunkturaufschwung stark zu steigen (zwischen Ende 1925 und Herbst 1927 um 65%). Das Ende der Hausse an der Berliner Börse und die Verzögerung von geplanten Großprojekten in Österreich leiteten einen Umschwung der Kursentwicklung ein. 1928 konnten zwar die Industrieaktien ihren Durchschnittskurs mehr oder weniger halten, im Bankenbereich begann allerdings eine steile Abwärtsbewegung, die sich 1929 fortsetzte, als die Anspannung des Weltgeldmarktes auch auf den österreichischen Kreditapparat zurückwirkte. Rezessionserscheinungen ließen die Industrieaktienkurse im darauffolgenden Jahr bis Jahresende fast bis zum Tiefpunkt des Jahres 1925 sinken. Die Summe der Kurswerte aller an der Wiener Börse notierten Aktien sackte damals unter den aggregierten Nominalwert und blieb für viele Jahre darunter. Die Wirtschaftskrise 1931 begann in Österreich zu einem Zeitpunkt, als es schien, daß die Weltwirtschaft ihren Tiefpunkt bereits überwunden hätte. Von Österreich ging nach der Krise in der Creditanstalt eine neuerliche depressive Entwicklung der Weltwirtschaft aus. Der Verfall der Bankaktien riß auch die Industrieaktien mit in die Tiefe. Im Herbst wurde die Wiener Börse — wie die meisten anderen europäischen Börsen — für einige Wochen geschlossen. In der Folge ging man in Österreich zur Devisenbewirtschaftung über. Nach einer kurzen Erholungsphase, die mit dem nach der Schillingabwertung entstandenen Interesse für Sachwerte zusammenhing, setzten sich 1932 die Kursverluste fort. Sie waren nicht nur Ausdruck der

Rezession, sondern auch der eingeschränkten Bedeutung, die der Wiener Börse nach den Ereignissen des Jahres 1931 (Ausfall der Bankenaktien, Ausführbehinderung von Effekten, wodurch der Wiener Markt als wichtiger zwischenstaatlicher Markt für Aktien und festverzinsliche Wertpapiere ausgeschaltet wurde) zukam. Damals hat die Wiener Börse auch die ehemalige Vormachtstellung, die sie im Vergleich zu den Börsen in den Nachfolgestaaten besessen hatte, eingebüßt: Die Umsatzzahlen gingen nach 1931 stark zurück.

Der absolute Tiefpunkt der Kursentwicklung wurde Ende 1933 erreicht, und zwar erst, nachdem die Konjunktur ihre Talsohle durchschritten hatte. Der Verlauf der Aktienkurse war also damals nicht mehr als vorläufiger Indikator zu interpretieren. Der beginnende Wirtschaftsaufschwung, das praktische Ende der Devisenbewirtschaftung und eine Bankenreform trugen zur Umkehr der Kursentwicklung bei; es folgte eine Periode steigender Kurse, die bis Anfang 1937 anhielt. Die günstige Kursentwicklung konnte sich in den Jahren seit 1935 auch auf eine zunehmend breitere Basis stützen, die sich aus der starken Steigerung der Umsätze ergab. Von Anfang 1937 bis zur Schließung der Wiener Börse im März 1938 sanken die Kurse parallel zur Entwicklung auf den internationalen Börseplätzen stark und spiegelten damit die Verlangsamung des weltwirtschaftlichen Wachstums sowie die zunehmende Unsicherheit der internationalen politischen Lage. Bis zur Wiedereröffnung der Börse im Oktober 1938 gab es telefonische Notierungen, die im Durchschnitt weit unter den letzten offiziellen Notierungen lagen. Die Börsenotierungen Ende 1938 und im Jahre 1939 hatten steigende Tendenz

Nachkriegszeit

Nach dem Krieg etablierten sich im außerbörslichen Verkehr Aktienkurse, die zunächst erheblich von den zuletzt festgestellten offiziellen Kursen (Stopkurse vom März 1945) abwichen. Waren vor Schließung der Wiener Börse im März 1945 noch 145 Aktien notiert, so gab es im August 1946 zunächst nur für 47 Aktien Richtkurse. Der Ankündigungseffekt des im November 1947 verlautbarten Währungsschutzgesetzes ließ die Kurse teilweise auf ein Mehrfaches der früheren Werte steigen. Nach der Neuordnung des Währungswesens und der damit einhergehenden Geldabschöpfung sind die Kurse dann bis Mitte 1948 wieder stark gesunken. Die offizielle Eröffnung der Börse im Juli 1947 brachte die neuerliche Institutionalisierung des Aktienhandels. In den folgenden Jahren verfielen die Kurse und erreichten Mitte 1950 ihren Nachkriegstiefpunkt. Diese Entwicklung ging hauptsächlich von den verstaatlichten Unternehmungen aus, weil die gesetz-

Entwicklung des WIFO-Industrieaktienkursindex in der Zwischenkriegszeit
März 1938 = 100



lich zugesicherte Entschädigung der Aktionäre dieser Unternehmungen immer wieder verzögert worden war; außerdem blieb der rechtliche Charakter der Papiere nach der Verstaatlichung der Unternehmungen unsicher, sodaß sich immer weniger Käufer fanden. Zu diesem Problem kam noch die Koreakrise, auf die allerdings die Wiener Börse schwächer reagierte als die großen internationalen Aktienmärkte.

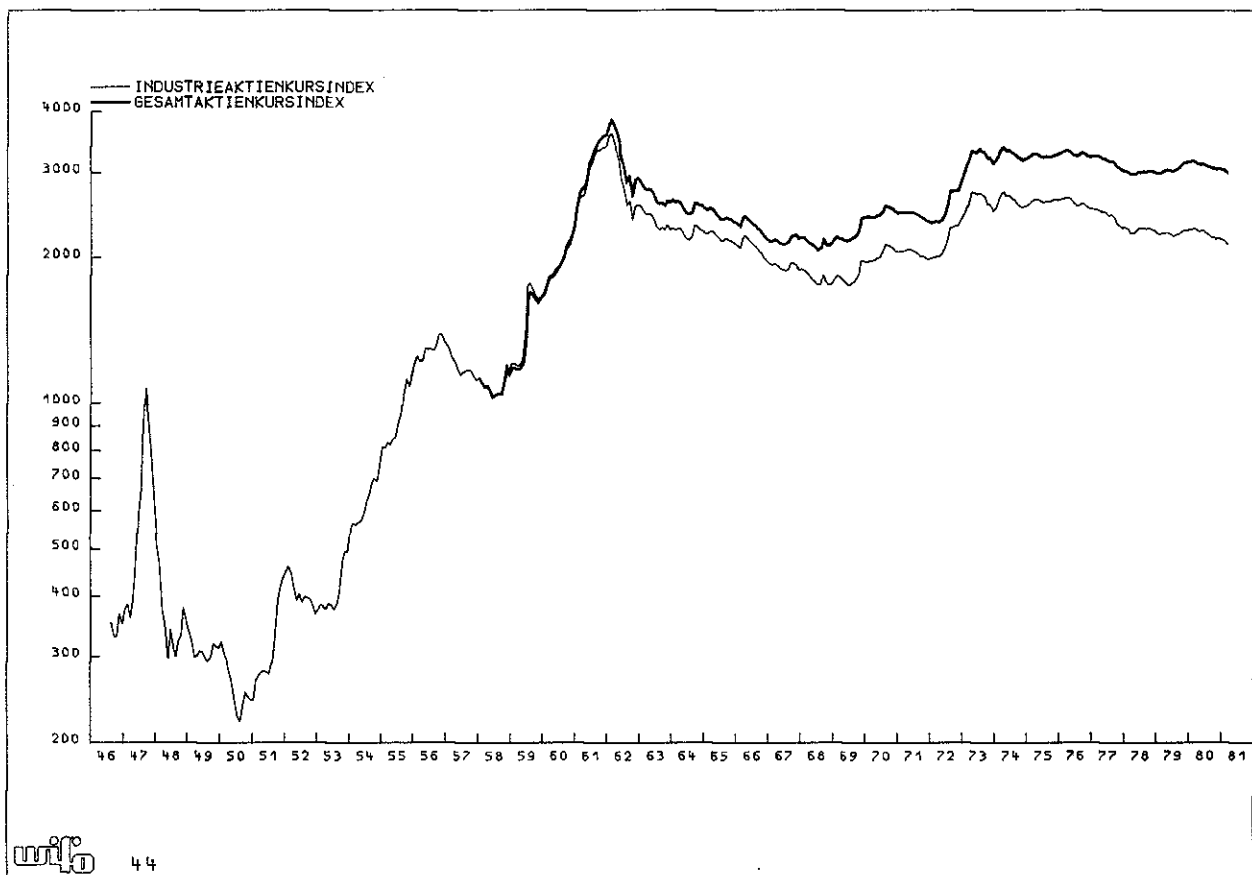
Die Entschädigungsfrage für die Aktionäre der nun verstaatlichten Unternehmungen zog sich noch bis 1954 hin und beeinflusste die Kursentwicklung in wechselnder Weise, je nach den Erwartungen über Umfang und Art der Entschädigungen. Zwischen Mitte 1950 und Anfang 1952 zogen die Kurse wieder an, weil die Aktien zu Beginn dieser Phase unterbewertet waren. Erst die wegen der Dividendenstopverordnung beschränkten Erträge dämpften die Kurse wieder, bis Ende 1953 die neuerlich auflebende Entschädigungsdiskussion eine bis Ende 1956 währende Hausse einleitete. Tatsächlich wurde die Entschädigung 1954 durch Ersatzobligationen des Bundes gewährt. Nach dem Ausscheiden der zuletzt durch hohe Umsätze gekennzeichneten verstaatlichten Aktien aus dem Börsenhandel verengte sich der schon vorher nicht sehr umfangreiche Aktienmarkt merklich. Die

günstige Wirtschaftsentwicklung und neue gesetzliche Regelungen (Schillingeröffnungsbilanzgesetz, Nationalbankgesetz, Rekonstruktionsgesetz, Versicherungswiederaufbaugesetz), die die Betriebsgrundlagen vieler Unternehmungen erneuerten, bewirkten weitere Kurssteigerungen. Nach dem Auslaufen dieser Einflüsse differenzierte sich 1956 die Kursentwicklung, nach der Suezkrise und der Ungarnkrise sanken die Kurse. Nur die Ausgabe von sogenannten Volksaktien der beiden verstaatlichten Großbanken führte wegen des beschränkten Angebotes zu einer Steigerung dieser Werte. Seit der zweiten Jahreshälfte 1958 erholten sich die Kurse allgemein wieder; die Aufwärtsbewegung setzte sich bis Anfang 1962 fort und führte zum bisherigen Höhepunkt des Aktienindex. Der Anstoß für diese Hausse ging vom deutschen Markt aus, aus dem größere Kaufaufträge nach Wien gelangten, weil in Österreich die Kurse relativ zum Vermögenswert der Gesellschaften günstiger schienen als in Deutschland. Der Konjunkturaufschwung 1959/60 erlaubte zudem höhere Dividendenausschüttungen. Bei anhaltender Enge des Marktes stiegen die Kurse auch noch, als sich an den wichtigsten ausländischen Börsen bereits Schwächetendenzen ausbreiteten.

Abbildung 3

Entwicklung des WIFO-Industrieaktienkursindex in der Nachkriegszeit

März 1938 = 100



Der Beginn des Jahres 1962 brachte die große Wende in der Aktienentwicklung. Die Kurse sanken nicht nur von ihrem historischen Höhepunkt, sondern es wurde damals auch eine Bewegung eingeleitet, die viel flacher verlief als in den vierziger und fünfziger Jahren. Der Variationskoeffizient der logarithmierten monatlichen Werte des Industrieaktienindex beträgt für die Zwischenkriegszeit 5,9%, für die Nachkriegszeit bis einschließlich 1961 11,6% und für die Periode seither 1,7%.

Durch die lange Aufwärtsentwicklung waren die Kurse in vielen Fällen überhöht und wurden nicht durch den Ertragswert der Unternehmungen gedeckt. Die Wiener Börse machte zunächst die Abwärtsbewegung auf den internationalen Börsen mit, diese Entwicklung setzte sich aber noch fort, als Ende 1962 im Ausland ein allgemeiner Aufschwung begann. Der Tiefpunkt der folgenden langanhaltenden Kursverluste wurde erst 1968/69 erreicht. Im Zuge der wirtschaftlichen Integration Westeuropas wurden in der österreichischen Wirtschaft Strukturprobleme aufgedeckt, die keine anhaltende Unterbrechung des Kursrückgangs zuließen. Nachdem die Devisenbewirtschaftung allmählich verringert worden war,

wurde 1963 die erste ausländische Aktie nach dem Zweiten Weltkrieg auf den Wiener Aktienmarkt gebracht. Doch erhielt die Wiener Börse auch dadurch keinen entscheidenden Auftrieb. Geringe Erträge und sinkende Umsätze waren Kennzeichen der Strukturprobleme des Aktienmarktes. Sie ergaben sich vor allem aus einer relativ ungünstigen steuerlichen Behandlung und einer einseitigen Verteilung des Aktienbesitzes (wenig Streubesitz und dadurch geringe Mobilität des Aktienkapitals). Als 1966 die "Wachstumsgesetze" beschlossen wurden, die auch zur Besserung der Situation auf dem Aktienmarkt beitragen sollten, trafen sie mit einer Anhebung der Rentenmarktverzinsung und einer Schwächeperiode auf Auslandsbörsen zusammen, sodaß die Baisse-Situation nicht beendet werden konnte. 1967 begannen sich die Auslandsbörsen zu erholen, und auch in Österreich differenzierte sich die Kursentwicklung allmählich (gute Entwicklung im Banken- und Versicherungsbereich sowie in der elektrotechnischen Industrie), obwohl die heimische Konjunktorentwicklung ihrem Tiefpunkt zusteuerte.

Erst 1968, als in Österreich ein exportgetragener Konjunkturaufschwung einsetzte, besserte sich das

Übersicht 3

Aktienumsätze an der Wiener Börse

	Jahresumsätze in Mill. S
1952	37,5
1953	42,2
1954	84,8
1955	118,9
1956	130,1
1957	106,6
1958	124,0
1959	387,8
1960	581,4
1961	789,4
1962	702,8
1963	251,5
1964	226,8
1965	204,2
1966	194,6
1967	189,1
1968	229,4
1969	298,6
1970	333,6
1971	250,9
1972	431,6
1973	666,8
1974	431,9
1975	412,2
1976	502,1
1977	448,8
1978	481,9
1979	525,8
1980	577,1

Klima an der Wiener Börse — später als an den meisten ausländischen Börsen. Auch damals erwies sich die Aktienkursentwicklung eher als nachhinkender denn als vorauseilender Konjunkturindikator. Deutliche Impulse erhielten die Kurse 1969, weil zu diesem Zeitpunkt das niedrige Kursniveau bereits in offensichtlichem Gegensatz zur Ertragskraft der Unternehmungen stand, die vom weltweiten Konjunkturaufschwung profitierten. Diese Entwicklung hielt bis Ende 1970 an, als die Kurseinbußen auf den internationalen Märkten sich auch in Österreich in einer abwartenden Haltung des Publikums niederschlugen. 1972 setzte im Zuge der internationalen Rohstoffhausse und der Inflationsbedingten Lagerspekulation eine neuerliche Indexsteigerung ein, die erst durch die weltwirtschaftlichen Unsicherheiten nach dem ersten Erdölpreisschock zum Stillstand kam. Seither sind die Aktienkurse tendenziell zurückgegangen, und zwar von Mai 1973 bis März 1981 insgesamt um 22%. Es fällt auf, daß gerade in dieser Periode, in der die internationale Wirtschaft von der stärksten Nachkriegsrezession und den Folgen der Weltwährungskrise betroffen war, und in der die

österreichische Währungspolitik stärker als in den beiden Jahrzehnten vorher in den Wirtschaftsablauf eingegriffen hat, die Aktienkurse nur mäßig schwankten. Im Gegensatz zu den Kurseinbrüchen, die 1974/75 an fast allen großen Auslandsbörsen stattfanden, stagnierten in Wien die Kurse auf hohem Niveau, weil auch die rezessiven Tendenzen in Österreich durch eine nachfragestützende Fiskalpolitik gedämpft wurden. Allerdings sanken die Börseumsätze in diesen beiden Jahren beträchtlich. Die aufkommenden Zahlungsbilanzprobleme, die restriktive Geldpolitik und die relativ hohen Zinssätze führten ab 1976 zu einem Kursverfall, der 1978 bei gedrückter Ertragslage der Unternehmungen in eine Stagnation überging. Nach einer kurzfristigen Erholung im darauffolgenden Jahr setzte sich der Kursverlust 1980 und 1981 fort. Zuletzt dürften besonders das hohe Zinsniveau auf dem Rentenmarkt, die schwache Neigung zur Geldkapitalbildung sowie einige spektakuläre Firmenzusammenbrüche das Anlageklima auf dem Aktienmarkt beeinträchtigt haben.

Verkettungskoeffizienten

Für Benutzer von langen Zeitreihen österreichischer Aktienkursindizes werden nachstehend Verkettungskoeffizienten zusammengestellt, die es ermöglichen, den WIFO-Index mit jedem der übrigen österreichischen Aktienindizes fortzuschreiben. Dadurch ergeben sich zwar statistische Brüche, die aber angesichts der ziemlich ähnlichen Entwicklungen der einzelnen Indizes zu keinen größeren Verzerrungen führen dürften. Die Verkettungskoeffizienten sind für den Dezember 1980 berechnet. Werden mit ihnen die laufenden Indexwerte der übrigen österreichischen Indexzeitreihen multipliziert, so erhält man Anschlußwerte an den alten WIFO-Index.

Übersicht 4

Verkettungsfaktoren für die Aktienkursindizes

	WIFO-Index	
	Insgesamt	Industrie
	Dezember 1980	
Börsenkammer	24 7524	17 7669
Girozentrale	23 8670	17 1314
Creditanstalt	46,3640	33 2795

Heinz Handler