

## Die Entwicklung des Marktes für festverzinsliche Wertpapiere

Die Analyse des Wertpapiermarktes wurde lange Zeit dadurch erschwert, daß nur die Brutto-Emissionen von Anleihen, nicht aber die Tilgungen statistisch erfaßt wurden. Es war daher nicht bekannt, wieviel Geldkapital per Saldo auf dem Markt für festverzinsliche Wertpapiere angeboten (langfristige Ersparnisse) und von verschiedenen Wirtschaftszweigen (Kapitalbeschaffung) aufgenommen wurde. Dieser Mangel fiel nicht ins Gewicht, solange die Nachkriegsanleihen nicht getilgt wurden. Die alten Bestände an festverzinslichen Wertpapieren waren durch Krieg und Inflation nahezu völlig entwertet worden und wurden meist auch nicht bedient. Seit jedoch mit der Tilgung vieler Nachkriegspapiere begonnen wurde, klaffen Brutto- und Netto-Emissionen immer mehr auseinander.

Die vorliegende Arbeit versucht, ein möglichst vollständiges statistisches Bild über den Markt für festverzinsliche Wertpapiere zu vermitteln. Sie enthält statistische Reihen über die „kapitalmarktwirksamen“ Brutto-Emissionen, Tilgungen und Netto-Emissionen seit Kriegsende, die „kapitalmarktunwirksamen“ Transaktionen und den Stand an festverzinslichen Wertpapieren sowie eine grobe Aufteilung der Bestandsveränderungen nach Käufergruppen. Erfasst wurden sämtliche in Österreich begebenen mittel- und langfristigen festverzinslichen Wertpapiere, mit Ausnahme der Bundesschatzscheine, die zum Teil kurzfristig sind und nur vom Kreditapparat gehalten werden<sup>1)</sup>

### Emissionen und Tilgungen

Mit der Ausgabe von festverzinslichen Wertpapieren erwirbt der Wertpaperschuldner in der Regel Geldkapital, der Wertpapiergläubiger einen verbrieften und handelbaren Rechtsanspruch auf Verzinsung und Tilgung des geliehenen Betrages (kapitalmarktwirksame Transaktionen). In Österreich wird üblicherweise je nach dem Wertpaperschuldner zwischen Anleihen und Bankobligationen (hauptsächlich Kommunalverschreibungen, Pfandbriefe) unterschieden. Bankobligationen werden von Kreditunternehmungen, Anleihen von sonstigen Schuldner (meist unter Mitwirkung von Kreditinstituten) begeben.

Von den Anleihen werden seit Kriegsende die Brutto-Emissionen erfaßt (ab 1953 regelmäßig in den Mitteilungen des Direktoriums der Oesterreichischen Nationalbank veröffentlicht). Die erste Anleihe nach dem Krieg war die sogenannte Aufbauanleihe des Bundes im Jahre 1949 mit einem Nominale von 325 Mill. S., die zweite eine Industrie-Wandelanleihe (Semperit) im Jahre 1952 mit einem Nominale von 30 Mill. S. Erst nach der Währungsstabi-

lisierung ab 1953 erreichten die Emissionen größeren Umfang. Das bisher beste Jahresergebnis wurde 1959 mit 4,4 Mrd. S erreicht. In den letzten beiden Jahren wurden je 3,6 Mrd. S Anleihen ausgegeben.

### Brutto- und Netto-Emissionen von Anleihen (Kapitalmarktwirksame Transaktionen)

Jahr	Brutto-Emissionen <sup>1)</sup>	Tilgungen <sup>2)</sup> Mill. S.	Netto-Emissionen
1949	325	—	325
1950	—	7	—7
1951	—	7	—7
1952	30	8	22
1953	697	8	689
1954	1 260	8	1 252
1955	1 612	35	1 577
1956	770	16	754
1957	1 169	36	1 133
1958	2 627	186	2 441
1959	4 420	232	4 188
1960	2 783	267	2 516
1961	2 338	397	1 941
1962	3 603	960	2 643

<sup>1)</sup> Ohne Emissionen von Umschuldungverschreibungen und Aufwertung von Energieanleihen — <sup>2)</sup> Einschließlich Tilgungen von Umschuldungverschreibungen

Die Tilgungen von Anleihen werden erst seit 1961 von der Notenbank veröffentlicht. Für die Jahre vorher mußten sie aus verschiedenen Quellen (zum Beispiel Rechnungsabschlüsse des Bundes) zusammengetragen werden. Die Tilgungen waren zunächst völlig unbedeutend. Die Vorkriegsanleihen fielen nicht ins Gewicht und wurden meist nicht bedient

<sup>1)</sup> Ihre Entwicklung wurde in einem früheren Aufsatz besprochen: „Wertpapierkäufe und Liquidität des Kreditapparates“, Monatsberichte des Oesterreichischen Institutes für Wirtschaftsforschung, Jg. 1963, Nr. 1, S. 29

(erst durch Umschuldungsverfahren wurden sie im Laufe der Zeit wieder in vollwertige Wertpapiere umgewandelt; siehe Abschnitt kapitalmarkunwirksame Transaktionen). Die jährlichen Tilgungen von Nachkriegsanleihen blieben bis 1954 unter 10 Mill. S und bis 1957 unter 50 Mill. S. Erst als gegen Ende der Fünfzigerjahre mit der Rückzahlung umfangreicherer Emissionen begonnen wurde, stiegen sie rasch. 1962 erreichten sie bereits 960 Mill. S oder 27% der Brutto-Emissionen. Künftig ist mit einer weiteren kräftigen Zunahme zu rechnen. Allein von den bis Ende 1963 begebenen Anleihen werden 1968 auf Grund der Tilgungspläne etwa 2 Mrd. S Rückzahlungen fällig<sup>1)</sup>. Tatsächlich werden die Tilgungen größer sein, da manche Anleihen vorzeitig zurückgezahlt werden (schon 1962 wurde um 1/4 Mrd. S mehr getilgt, als für 1964 planmäßig vorgesehen ist) und bis 1968 noch Anleihen begeben werden, deren Tilgung vor diesem Jahr beginnt.

*Planmäßige Tilgungen der bis Ende 1963 begebenen Anleihen<sup>1)</sup>*

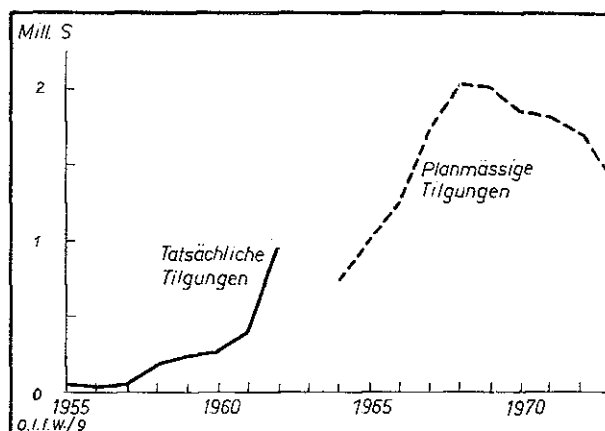
Jahr	Mrd. S	Jahr	Mrd. S
1964	0.75	1974	1.30
1965	1.00	1975	1.15
1966	1.25	1976	1.00
1967	1.70	1977	0.80
1968	2.00	1978	0.65
1969	2.00	1979	0.45
1970	1.85	1980	0.45
1971	1.80	1981	0.35
1972	1.70	1982	0.20
1973	1.45	1983	0.20

<sup>1)</sup> Zum Teil geschätzt

Zieht man die Tilgungen von den Brutto-Emissionen ab, so erhält man die *Netto-Emissionen*. Ihre Reihe verläuft flacher als die der Brutto-Emissionen, da ein wachsender Teil der Brutto-Emissionen nicht aus laufenden Ersparnissen, sondern aus Tilgungen finanziert wurde. Diese Entwicklung ist charakteristisch für einen im Aufbau begriffenen Wertpapiermarkt. Die Netto-Emissionen schwanken von Jahr zu Jahr beträchtlich. 1959 wurden auf dem Anleihemarkt per Saldo 4.2 Mrd. S Geldkapital aufgebracht, 1962 2.6 Mrd. S. Die jährlichen Unterschiede erklären sich teils aus Nachfrageschwankungen, zum Teil sind sie eine Folge der Emissionspolitik der großen Emittenten.

<sup>1)</sup> In der Folgezeit werden die Tilgungen von Anleihen, die vor 1964 begeben wurden, wieder geringer. 1976 werden sie 1 Mrd. S betragen und ab 1983 unbedeutend sein. Gleichzeitig wird jedoch mit der Rückzahlung neuer, seit 1963 begebener Anleihen begonnen werden.

Entwicklung der Tilgungen von Anleihen  
(Normaler Maßstab, Mill. S)



Da die Bestände an festverzinslichen Wertpapieren durch Krieg und Inflation vernichtet oder dezimiert wurden, waren bis 1957 die Tilgungen von Anleihen unbedeutend. Erst nachdem sich das Emissionsgeschäft wieder belebt hatte und die tilgungsfreie Zeit für die Anleihen der zweiten Hälfte der Fünfzigerjahre endete, begannen sie rasch zu wachsen. Bis 1968 werden allein die planmäßigen Tilgungen der bis 1963 begebenen Anleihen auf 2 Mrd. S steigen. Dazu kommen die Tilgungen von Emissionen ab 1964.

Die wichtigsten Anleiheschuldner haben den Markt in den einzelnen Jahren sehr unterschiedlich beansprucht. Der *Bund* und die von ihm verwalteten autonomen Fonds nahmen 1954 per Saldo 1.04 Mrd. S Anleihen auf, schränkten aber in der Folgezeit ihre Ansprüche an den Kapitalmarkt stark ein. Ab 1958 nötigten die Budgetdefizite wieder zu größeren Anleihenoperationen. Die Netto-Emissionen (einschließlich Fonds) schwankten zwischen 0.77 Mrd. S (1961) und 2.92 Mrd. S (1959). Die *Elektrizitätswirtschaft* finanzierte sich vor allem 1955, 1958 und 1959 durch inländische Anleihen (vorher wurde ein Großteil des Kapitalbedarfes durch ERP-Kredite gedeckt). Seither sanken ihre Netto-Emissionen, nicht zuletzt weil sich im Ausland billigere Finanzierungsquellen boten. Die *Industrieanleihen* waren vor 1960 unbedeutend. In manchen Jahren gab es weder Emissionen noch Tilgungen. 1960 bis 1962 nahm die Industrie etwas mehr Mittel auf, ausschließlich in Form von Wandelanleihen, die Börsenbaisse dämpfte 1963 jedoch wieder die Emissionen. Die Restgruppe „Sonstige Emittenten“ enthält Anleihen der katholischen Kirche, der Länder und Städte sowie Anleihen ausländischer Emittenten (Dollaranleihe an die Weltbank). Da die Schuldner nicht regelmäßig den Kapitalmarkt beanspruchen, schwanken die Netto-Emissionen dieser Gruppe von Jahr zu Jahr stark und unregelmäßig.

### Netto-Emissionen von Anleihen der wichtigsten Emittenten

Jahr	Anleihen des Bundes und der Fonds	Elektrizitätswirtschaft	Industrie	Sonstige <sup>1)</sup> Anleihen
	Mill S			
1949	325	—	—	—
1950	—7	—	—	—
1951	—7	—	—	—
1952	—8	—	30	—
1953	27	662	—	—
1954	1 037	—	15	200
1955	—9	1 517	—11	80
1956	591	—	— 2	165
1957	418	634	— 2	83
1958	1 121	1 251	—	69
1959	2 915	1 284	—	—11
1960	1 509	826	202	—21
1961	769	543	160	469
1962	1 285	534	327	497

<sup>1)</sup> Länder Städte sonstige Schuldner

Die Statistik der *Bankobligationen* weist seit jeher nicht die Brutto-Investitionen, sondern die Bestände (den Umlauf) aus. Aus ihnen lassen sich die Bestandsveränderungen (Netto-Emissionen) un schwer berechnen. Die im Vergleich zu den Anleihen verschiedene Erfassung erklärt sich daraus, daß die Kontinuität auf diesem Markt durch das Kriegende nicht unterbrochen wurde und daher die vor 1945 begebenen Bankobligationen nicht vernachlässigt werden konnten. Ende 1945 befanden sich 0 33 Mrd. S Pfandbriefe und Kommunalobligationen im Umlauf. Die Papiere wurden bald wieder bedient, wogegen die Anleihen erst durch Umschuldungsverfahren allmählich wieder in den Markt eingeschleust werden mußten. Die Bedienung der alten Bankobligationen und eine intensive Marktpflege schufen günstige Voraussetzungen für den Absatz neuer Papiere. Abgesehen von 1946, als der Bestand um 117 Mill. S sank, übertrafen die Brutto-Emissionen stets die Tilgungen. Die Netto-Emissionen waren zwar bis 1953 sehr bescheiden (1951, als die Nachkriegsinflation ihren Höhepunkt erreichte, wurden per Saldo nur 17 Mill. S abgesetzt), belebten sich aber nach der Stabilisierung der Währung merklich und erreichten 1962 bereits 1 06 Mrd. S, obschon der Erwerb von Bankobligationen nicht steuerbegünstigt ist.

Die Tilgungen von Pfandbriefen und Kommunalobligationen wurden erst ab 1957 erfaßt (die Brutto-Emissionen können daher erst ab diesem Zeitpunkt errechnet werden). In diesem Jahr wurden 23 Mill. S getilgt. Vorher dürften die Tilgungen (abgesehen von 1946) unbedeutend gewesen sein. Seit 1957 nahmen sie zu, aber bei weitem nicht so stark wie die Anleihentilgungen. Das erklärt sich daraus, daß Pfandbriefe und Kommunalobligationen im Gegensatz zu Anleihen nicht in jährlichen

### Netto-Emissionen und Tilgungen von Bankobligationen

Jahr	Pfandbriefe	Kommunalobligationen	Bausparobligationen	Kassenobligationen	Summe
Netto-Emissionen					
Ende 1945 (Umlauf)					
	326	—	—	—	326
1946	—117	—	—	—	—117
1947	87	—	—	—	87
1948	145	—	—	—	145
1949	53	39	—	—	92
1950	21	16	—	—	37
1951	8	9	—	—	17
1952	22	2	0	—	24
1953	73	25	0	—	98
1954	219	177	4	—	400
1955	373	211	5	—	589
1956	164	90	1	—	255
1957	238	125	3	—	366
1958	274	167	5	—	446
1959	217	120	5	—	342
1960	313	177	2	140	632
1961	380	187	4	37	608
1962	598	224	11	224	1 057
Tilgungen					
1957	17	6	—	—	—
1958	22	10	—	—	—
1959	43	15	—	—	—
1960	34	47	2	—	—
1961	14	5	0	—	—
1962	36	11	3	—	—

Raten (auf Grund eines Tilgungsplanes nach Ablauf einer kurzen tilgungsfreien Zeit) getilgt werden, sondern eine feste Laufzeit haben; die ganze Emission wird auf einmal zurückgezahlt. Der größte Teil der Nachkriegs-Emissionen wirkt sich daher in den Tilgungen noch nicht aus<sup>1)</sup>.

### Kapitalmarktunwirksame Transaktionen

Die Netto-Emissionen von Anleihen und Bankobligationen lassen erkennen, wieviel längerfristige Ersparnisse über den Markt für festverzinsliche Wertpapiere geleitet wurden. Sie geben jedoch kein vollständiges Bild über die *Veränderungen im Wertpapierbestand*, da auch Papiere ausgegeben und getilgt werden, die nicht mit dem Kapitalmarkt im engeren Sinne zusammenhängen. Diese *kapitalmarktunwirksamen* Emissionen (z. B. staatliche Schuldverschreibungen) dienen nicht der Geldbeschaffung und setzen keinen Sparakt voraus. Die Papiere werden den Eigentümern als Entschädigung für Vermögensverluste (z. B. Kriegsverluste) zur Verfügung gestellt

<sup>1)</sup> Der feste Rückzahlungstermin hat für den Schuldner den Nachteil, daß sich Unterschiede in den jährlichen Absatzmöglichkeiten Jahrzehnte später in den Tilgungen widerspiegeln. Bei schrittweiser Tilgung überlappen sich die Tilgungsperioden verschiedener Emissionen. Dadurch gleichen sich die Unterschiede in den jährlichen Emissionen zumindest teilweise aus. Andererseits erlauben feste Tilgungstermine eine genaue Rentabilitätsberechnung und fördern damit eine rationale, ertragsorientierte Anlagepolitik

oder entstehen aus der Umwandlung bereits bestehender vermögensrechtlicher Verhältnisse. Die Veränderungen im Gesamtbestand an festverzinslichen Wertpapieren ergeben sich somit aus der Summe sämtlicher Emissionen (gleichgültig ob kapitalmarktwirksam oder nicht) abzüglich sämtlicher Tilgungen.

Zur Gruppe der kapitalmarkunwirksamen Emissionen gehören vor allem *staatliche Schuldverschreibungen*. Darunter werden Obligationen des Bundes mit niedrigerer als marktmaßiger Verzinsung verstanden, die nicht der Kapitalbeschaffung dienen: die 2<sup>0</sup>/oigen Bundesschuldverschreibungen 1947 (Entschädigung für einen Teil der Einlagen, die durch das Währungsschutzgesetz vernichtet wurden), die 4<sup>0</sup>/oigen Bundesschuldverschreibungen 1953 (Titrierung der Beitragsrückstände 1951 und 1952 des Bundes an die Sozialversicherung), die 4<sup>0</sup>/oigen Bundesschuldverschreibungen 1955 (Entschädigung der Aktionäre nach dem Verstaatlichungs-Entschädigungsgesetz) und die 4<sup>0</sup>/oigen und 3<sup>0</sup>/oigen Rekonstruktions-Schuldverschreibungen nach den Banken- und Versicherungswiederaufbaugesetzen (Ersatz für wertlos gewordene Kriegsaktiva). Außerdem sind die Emissionen von sogenannten *Umschuldungsverschreibungen* und die Aufwertung der *wertgesicherten Energieanleihen* kapitalmarkunwirksam. Die Umschuldungsverschreibungen wurden und werden noch immer von Industrieunternehmen und Elektrizitäts-Landesgesellschaften an Gläubiger ausgegeben, die Obligationen aus der Zeit vor 1945 besaßen.

Während die Emission von staatlichen Schuldverschreibungen und Umschuldungsver-

### Veränderungen des Bestandes an festverzinslichen Wertpapieren

(Kapitalmarktwirksame und -unwirksame Transaktionen)

Jahr	Anleihen und Bankobligationen	Staatliche Schuldverschreibungen	Sonstige kapitalmarkunwirksame Emissionen <sup>1)</sup>	Insgesamt
			Mill. S	
1948	145	+2 009	—	+2 154
1949	417	— 73	—	+ 344
1950	30	— 238	—	— 208
1951	10	— 112	—	— 102
1952	46	— 196	—	— 150
1953	787	+ 184	—	+ 971
1954	1 652	— 288	—	+1 364
1955	2 166	+ 32	+ 62	+2 260
1956	1 009	+ 83	—	+1 092
1957	1 499	— 65	+119	+1 553
1958	2 887	— 155	+ 31	+2 763
1959	4 530	+ 99	+ 52	+4 681
1960	3 148	— 123	+ 14	+3 039
1961	2 549	— 83	+ 52	+2 518
1962	3 702	— 268	+ 42	+3 476

<sup>1)</sup> Umschuldungsverschreibungen, Aufwertungen von Energieanleihen; zum Teil geschätzt; die Tilgungen dieser Emissionen sind in Spalte 1 enthalten

schreibungen sowie die Aufwertung der wertgesicherten Energieanleihen kapitalmarkunwirksam ist, fehlen für die Zurechnung der Tilgungen dieser Papiere eindeutige Kriterien. Werden Wertpapiere getilgt, so wird unabhängig davon, auf welche Weise die Papiere entstanden sind und erworben wurden, Geldkapital vom Schuldner auf die Gläubiger übertragen. Das Vermögen der Gläubiger ändert seine Zusammensetzung, es wird liquider. Das spräche dafür, alle Tilgungen als kapitalmarktwirksam zu klassifizieren. Andererseits wurde den Empfängern von staatlichen Schuldverschreibungen eine bestimmte Form der Vermögensanlage aufgedrängt, die oft nicht ihren Anlageneignungen entsprach. Das gilt insbesondere für die 2<sup>0</sup>/oigen Bundesschuldverschreibungen 1947, die großteils kleine Sparer erhielten, die keine Beziehung zum Wertpapiersparen haben. Es ist daher wahrscheinlich, daß ein Großteil der Tilgungen (meist in Form freihändigen Rückkaufes weit unter pari) von den Gläubigern nicht wieder dem Wertpapiermarkt zur Verfügung gestellt, sondern in anderen Vermögenswerten (z. B. in Sparguthaben oder dauerhaften Konsumgütern) angelegt oder konsumiert wurden. Die Tilgungen der Rekonstruktions-Schuldverschreibungen wurden durch Umlagen in den betreffenden Wirtschaftsbereichen finanziert und daher letztlich von ihnen selbst aufgebracht (Riskengemeinschaft). Auf Grund dieser Überlegungen wurden die Tilgungen der staatlichen Schuldverschreibungen als kapitalmarkunwirksam und nur die Tilgungen der Umschuldungsverschreibungen und der aufgewerteten Energieanleihen als kapitalmarktwirksam angesehen.

Vergleicht man Veränderungen im Wertpapierbestand (einschließlich der kapitalmarkunwirksamen Transaktionen) mit den Netto-Emissionen, so zeigt sich, daß die erste Reihe weniger stark steigt als die zweite. Die staatlichen Schuldverschreibungen wurden bereits ausgegeben, als noch wenige Anleihen auf dem Markt untergebracht wurden, ihre Tilgungen dämpften den Bestandszuwachs in späteren Jahren.

### Käufer der festverzinslichen Wertpapiere

Aus den Zahlen über die Veränderungen des Gesamtbestandes an festverzinslichen Wertpapieren und entsprechenden Unterlagen für einzelne Wirtschaftsbereiche läßt sich eine grobe Struktur der Bestandsveränderungen nach Käufergruppen gewinnen (Netto-Käufe von Kreditunternehmen, Versicherungen, sonstigen inländischen Käufern und Ausländern). Bisher wurden nur die Zeichnungsaufträge bei Anleiheemissionen nach Käufergrup-

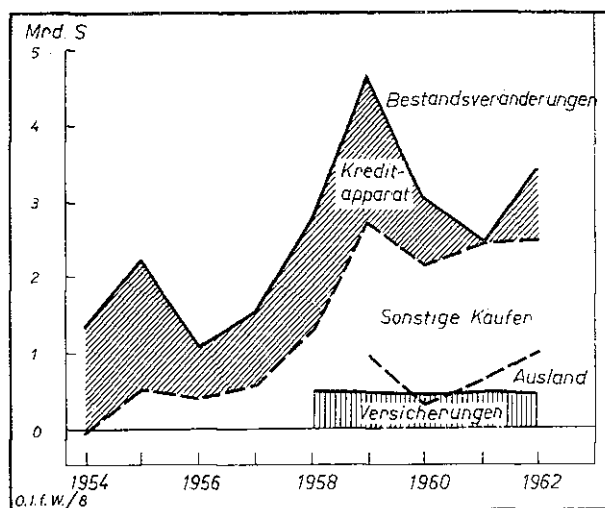
pen erfaßt (Statistik der Erstverkäufe), nicht aber die ebenso wichtigen Transaktionen in bestehenden Wertpapieren.

Die Netto-Käufe von festverzinslichen Wertpapieren sind für folgende Bereiche bekannt: Kreditapparat (ab 1961 Erhebungen der Notenbank, für die Zeit vorher Schätzungen auf Grund der Bilanzen der Großbanken<sup>1)</sup>), Versicherungen (Erhebungen des Versicherungsverbandes, halbjährlich von der Notenbank veröffentlicht) und für ausländische Gläubiger (seit 1960 laut Zahlungsbilanzstatistik, bisher erst teilweise veröffentlicht). Zieht man die Netto-Käufe der erfaßten Bereiche vom Zuwachs des gesamten Wertpapierbestandes (berechnet zu Emissionskursen) ab, so erhält man die Anlagen sonstiger inländischer Käufer. Diese Restgröße kann nicht genau sein, zumal sich in ihr auch Bewertungsänderungen niederschlagen, die allerdings bei festverzinslichen Wertpapieren nicht sehr groß sein dürften. Obschon die Reihen noch kurz sind, lassen sie einige Schlüsse auf das Verhalten der wichtigsten Käufergruppen zu.

Der Anteil des *Kreditapparates* an den Wertpapierkäufen zeigt eine deutlich sinkende Tendenz. Seine Netto-Käufe nahmen trotz steigenden Emissionen (und steigenden Einlagen) seit Mitte der Fünfzigerjahre kaum zu. 1954 übernahm er praktisch den gesamten Bestandszuwachs, 1962 nur 27%. Darin spiegelt sich die Konsolidierung des Marktes. Die Kreditunternehmen sprangen solange in die Bresche, als das „Publikum“ dem Wertpapiermarkt noch fern stand. Mit steigendem Publikumsinteresse sank ihr Marktanteil. Bemerkenswert sind ferner die zyklischen Schwankungen im Wertpapierportefeuille des Kreditapparates. 1954 und vor allem 1955, als die Kreditunternehmen sehr flüssig waren, erwarben sie per Saldo 1 42 Mrd S und 1 73 Mrd. S Wertpapiere. 1956 und 1957 sanken ihre Wertpapieranlagen bei rückläufiger Liquidität auf 0 71 Mrd. S und 0 99 Mrd S. Den nächsten Höhepunkt erreichten Wertpapierkäufe und Liquidität 1959 (1 90 Mrd S), den nächsten Tiefpunkt 1961, als die Kreditinstitute als Käufer praktisch ausfielen. 1962 stiegen ihre Wertpapieranlagen wieder auf 0 93 Mrd. S. 1963 dürften sie trotz weiter wachsender Liquidität nur etwa gleich hoch gewesen sein wie 1962, vermutlich weil die anderen Marktpartner eine lebhaftere Nachfrage entwickelten, die sich in der Tendenz sinkender Zinssätze widerspiegelte.

<sup>1)</sup> Siehe: „Wertpapierkäufe und Liquidität des Kreditapparates“, a a O, S 30.

Bestandsveränderungen festverzinslicher Wertpapiere  
(Normaler Maßstab, Mrd. S)



Seit 1954 sind die Netto-Emissionen festverzinslicher Wertpapiere stark gestiegen. Der Markt wurde bis Ende der Fünfzigerjahre vor allem dadurch erweitert, daß das heimische Publikum (Unternehmungen und Private) wieder mehr Ersparnisse in Wertpapieren anlegte. Die Netto-Käufe des Kreditapparates schwankten von Jahr zu Jahr je nach der Liquidität, ihr Anteil an den Gesamtemissionen zeigte eine deutlich sinkende Tendenz. In den letzten Jahren kauften Ausländer in steigendem Maße heimische Wertpapiere.

#### Käufer der festverzinslichen Wertpapiere

Jahr	Insgesamt	Kreditapparat	Bestandsveränderung <sup>1)</sup>		
			Sonstige Käufer	Versicherungen	Ausland
Mrd. S					
1954	1 34	1 42	—0 08		
1955	2 23	1 73	0 50		
1956	1 08	0 71	0 37		
1957	1 53	0 99	0 54		
1958	2 72	1 44	1 28	0 45	
1959	4 64	1 90	2 74	0 47	0 57)
1960	3 01	0 85	2 16	0 43	—0 07
1961	2 46	0 00	2 46	0 47	0 15
1962	3 42	0 93	2 49	0 45	0 53

<sup>1)</sup> Einschließlich kapitalmarkunwirksame Transaktionen — <sup>2)</sup> Schätzung auf Grund der Ersterwerbsstatistik.

Die Wertpapieranlagen der *Versicherungen* blieben seit ihrer erstmaligen Erfassung im Jahre 1958 mit etwa einer halben Milliarde Schilling jährlich nahezu konstant. Hinter diesem Ergebnis verbergen sich allerdings unterschiedliche Entwicklungstendenzen bei Vertragsversicherungen und Sozialversicherung. Die Netto-Käufe der Vertragsversicherungen stiegen von 1958 bis 1960 und sanken seither wieder, waren aber 1962 nicht nennenswert höher als 1958. Die Netto-Käufe der Sozialversicherung entwickelten sich genau umgekehrt. Die verhältnismäßig kurzen Reihen erlauben keine verlässlichen Schlüsse auf die Veranlagungsgewohnheiten. Bisher jedenfalls hat der Wertpapiermarkt

### Netto-Emissionen, Tilgungen und Bestand an festverzinslichen Wertpapieren<sup>1)</sup>

Netto-Emissionen	1948	1949	1950	1951	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962
	Mill. S														
<b>Anleihen</b>															
Bund, Fonds	—	325	— 7	— 7	— 8	27	1 037	— 9	591	418	1 121	2 915	1 509	769	1 285
Länder, Städte	—	—	—	—	—	—	200	80	95	23	— 6	—11	—21	469	370
Elektrizitätswirtschaft	—	—	—	—	—	662	—	1 517	—	634	1 251	1 284	826	543	534
Sonstige inländische Anleihen	—	—	—	—	30	—	15	—11	68	58	75	—	202	160	324
Ausländische Anleihen <sup>2)</sup>	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	130
Staatliche Schuldverschreibungen	2 009	—73	—238	—112	—196	+184	—288	+32	+83	—65	—155	+99	—123	—83	—268
Pfandbriefe und Kommunalobligationen	145	92	37	17	24	98	396	584	254	363	441	357	490	567	822
Kassen- u. Bausparobligationen	—	—	—	—	—	—	4	5	1	3	5	5	142	41	236
<b>Insgesamt</b>	<b>2 154</b>	<b>344</b>	<b>—208</b>	<b>—102</b>	<b>—150</b>	<b>+971</b>	<b>+1 364</b>	<b>+2 198</b>	<b>+1 092</b>	<b>+1 434</b>	<b>+2 732</b>	<b>+4 629</b>	<b>+3 025</b>	<b>+2 466</b>	<b>+3 434</b>
<b>Tilgungen</b>															
<b>Anleihen</b>															
Bund, Fonds	—	—	7	7	8	8	8	9	9	27	174	185	191	231	505
Länder, Städte	—	—	—	—	—	—	—	—	5	7	6	11	21	31	30
Elektrizitätswirtschaft	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	6	36	55	130	416
Sonstige inländische Anleihen	—	—	—	—	—	—	—	26	2	2	—	—	—	5	9
Ausländische Anleihen	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Staatliche Schuldverschreibungen	—	73	238	112	196	—	288	—	—	65	155	—	123	83	268
Pfandbriefe und Kommunalobligationen	—	—	—	—	—	—	—	—	—	23	32	58	81	19	47
Kassen- u. Bausparobligationen	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	2	—	—
<b>Summe der erfaßten Tilgungen</b>	<b>—</b>	<b>73</b>	<b>245</b>	<b>119</b>	<b>204</b>	<b>8</b>	<b>296</b>	<b>35</b>	<b>16</b>	<b>124</b>	<b>373</b>	<b>290</b>	<b>473</b>	<b>499</b>	<b>1 275</b>
<b>Bestand zu Jahresende<sup>3)</sup></b>															
<b>Anleihen</b>															
Bund, Fonds	—	325	318	311	305	330	1 367	1 358	1 949	2 367	3 488	6 403	7 912	8 681	9 966
Länder, Städte	—	—	—	—	—	—	200	342	437	460	454	443	422	891	1 261
Elektrizitätswirtschaft	—	—	—	—	—	662	662	2 179	2 179	2 932	4 214	5 543	6 369	6 926	7 502
Sonstige inländische Anleihen	—	—	—	—	30	30	45	34	102	160	235	242	458	656	981
Ausländische Anleihen	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	130
Staatliche Schuldverschreibungen	2 009	1 936	1 698	1 586	1 590	1 574	1 286	1 318	1 401	1 336	1 181	1 280	1 157	1 074	806
Pfandbriefe und Kommunalobligationen	441	533	570	587	611	709	1 105	1 689	1 943	2 306	2 747	3 084	3 574	4 141	4 963
Kassen- u. Bausparobligationen	—	—	—	—	0	0	4	9	10	13	18	23	165	206	442
<b>Insgesamt</b>	<b>2 450</b>	<b>2 794</b>	<b>2 586</b>	<b>2 484</b>	<b>2 334</b>	<b>3 305</b>	<b>4 669</b>	<b>6 929</b>	<b>8 021</b>	<b>9 574</b>	<b>12 337</b>	<b>17 018</b>	<b>20 057</b>	<b>22 575</b>	<b>26 051</b>

<sup>1)</sup> Ohne Bundesschatzscheine — <sup>2)</sup> Dollaranleihe der Weltbank — <sup>3)</sup> Brutto-Emissionen einschließlich kapitalmarkunwirksame Transaktionen minus Tilgungen

aus dem stark expandierenden Versicherungsgeschäft nur geringen Nutzen gezogen<sup>1)</sup>).

Die Wertpapierkäufe von *Devisenausländern* haben seit 1960 stark zugenommen. 1962 wurden eine halbe Milliarde Schilling oder mehr als ein Siebtel des Bestandszuwachses von Ausländern übernommen. Seit der internationale Kapitalverkehr weitgehend liberalisiert ist und die nationalen Kapitalmärkte miteinander verschmelzen, reagiert die Nachfrage hauptsächlich auf Zinsdifferenzen zwischen verschiedenen Märkten.

Die Wertpapierkäufe der *sonstigen Devisenländer* (hauptsächlich Wirtschaftsunternehmungen und Private) sind wirtschaftspolitisch besonders interessant. Die Entwicklung des Wertpapiermarktes hängt auf längere Sicht entscheidend davon ab, inwieweit die Sparer selbst bereit sind, einen Teil ihres Vermögens in Wertpapieren anzulegen (die umfangreichen Käufe der Kreditunternehmungen in den Fünfzigerjahren wurden zum Teil nur als eine vorübergehende Notlösung angesehen). Die

<sup>1)</sup> Siehe: „Anlagen der Versicherungen“, Monatsberichte des Österreichischen Institutes für Wirtschaftsforschung Jg 1962, Nr. 11, S. 504.

steuerliche Förderung des Wertpapiersparens ist daher besonders auf diesen Personenkreis zugeschnitten. Obschon die als Restgröße ermittelten Zahlen nicht sehr verlässlich sind, lassen sie dennoch erkennen, daß die sonstigen Devisenländer ihre Wertpapierbestände bis 1960 absolut und im Verhältnis zu den Kapitalsammelstellen ausgeweitet haben. 1960 übernahmen sie 1 80 Mrd. S oder 60% des gesamten Netto-Absatzes. 1961 scheinen allerdings die Netto-Käufe nur noch wenig zugenommen zu haben und 1962 gingen sie zurück.

Diese Entwicklung mag zum Teil strukturelle Gründe haben. Die Vernichtung und Entwertung der Wertpapierbestände durch Krieg und Nachkriegsinflation hat zwar in vielen Schichten die Neigung zum Wertpapiersparen verringert, gleichzeitig aber einen Nachholbedarf geweckt. Er wurde durch verhältnismäßig hohe Netto-Käufe befriedigt, als die Stabilisierung der Währung den Erwerb festverzinslicher Wertpapiere wieder sinnvoll erscheinen ließ. Ähnlich wie die Sparguthaben, nur zeitlich etwas später, nahmen daher auch die Wertpapierkäufe in den Fünfzigerjahren kräftig zu. In dem Maße, wie der dringendste Bedarf gedeckt

wurde und die Bestände wieder eine als normal empfundene Relation zu den übrigen Vermögenswerten und zu den laufenden Einkommen erreicht hatten, wurden die Bestandszuwächse geringer. Die Verflachungstendenzen wurden wahrscheinlich durch kurzfristige Einflüsse verstärkt. Die Realeinkommen, besonders der Selbständigen, stiegen 1961 und

1962 konjunkturbedingt schwächer als in den Jahren vorher, und die lebhafte Nachfrage anderer Anleger (vor allem der Kreditunternehmungen und des Auslandes), ermöglichte es, Papiere abzustößen, die in den Vorjahren nicht oder nur zu beträchtlichen Verlusten verkäuflich gewesen wären.

*Gunther Tichy*