

Zur Internationalisierung der österreichischen Finanzwirtschaft seit dem Beitritt zur Europäischen Union

Matthias Fuchs

Seit Mitte der Neunzigerjahre ist in Österreich wie auch in vielen anderen Industrieländern ein massiver Anstieg grenzüberschreitender Forderungs- und Verpflichtungsbestände festzustellen. Der hohe realwirtschaftliche Integrationsgrad, der sich aus der Stellung Österreichs als kleiner, offener Volkswirtschaft ergibt, kann diese Entwicklung nur teilweise erklären. Autonome Finanztransaktionen, die – unabhängig von der Finanzierung des Außenhandels – aus dem Motiv der Renditeerzielung getätigt werden, bestimmen zunehmend den Kapitalverkehr mit dem Ausland. Die im Vorfeld des EU-Beitritts gesetzten rechtlichen Maßnahmen, wie die Voll liberalisierung des österreichischen Finanzsektors, begünstigten diese Entwicklung ebenso wie die Teilnahme an der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU). Gemessen an der Internationalisierungsquote weist Österreich eine ähnlich hohe Finanzverflechtung auf wie Finnland und Schweden; sie liegt jedoch deutlich unter jener der Niederlande oder der Schweiz. Der Besitz ausländischer Aktien gemessen am BIP fällt im Vergleich mit diesen Ländern deutlich geringer aus; österreichische Wertpapierinvestoren bevorzugen festverzinsliche Auslandsanlagen. Der Euroraum ist Österreichs wichtigste Anlage- und Finanzierungsregion. Dies gilt vor allem für den Wertpapierbereich. Das Nettoeinkommen Österreichs aus ausländischen Vermögenswerten liegt im zehnjährigen Betrachtungszeitraum im europäischen Durchschnitt.

1 Ursachen der finanzwirtschaftlichen Integration Österreichs

Österreich ist als kleine offene Volkswirtschaft, die einen großen Teil der Wertschöpfung aus Exporten erwirtschaftet und gleichzeitig in hohem Ausmaß von Importen abhängig ist, traditionell stark mit anderen Wirtschaftsräumen verbunden. Einhergehend mit dieser realwirtschaftlichen Verflechtung wird auch ein entsprechend großes Volumen an Finanztransaktionen mit dem Ausland abgewickelt, das zur Finanzierung des internationalen Handels dient. Der im vergangenen Jahrzehnt zu beobachtende massive Anstieg österreichischer Vermögens- und Verpflichtungsbestände gegenüber dem Ausland ist jedoch nur teilweise durch die zunehmende Integration der Realwirtschaft in den europäischen Wirtschaftsverbund zu erklären. Das im Verhältnis zu Güter- und Dienstleistungstransaktionen überproportional starke Anschwellen österreichischer Finanzströme mit dem Ausland lässt eine verstärkte Entkoppelung der grenzüberschreitenden Finanzwirtschaft von Leistungsbilanztransaktionen er-

kennen, deren Ursache in einer massiven Zunahme des autonomen Kapitalverkehrs, also jener Finanztransaktionen, die unabhängig von Güter- und Dienstleistungstransaktionen getätigt werden, zu finden ist. Diese – auch in den meisten anderen Industrieländern zu beobachtende Entwicklung – lässt sich gut am weltweiten Devisenhandel ablesen, der heute einem Vielfachen jenes Volumens entspricht, das für Handelstransaktionen umgesetzt wird. Nach aktuellsten Berechnungen der BIZ (2005) erreichte der tägliche Devisenumsatz im Jahr 2004 rund 1.900 Mrd USD. Die Devisenmärkte setzen damit in rund vier Tagen so viel Kapital in Bewegung wie der gesamte Welthandel in einem Jahr (rd. 8.000 Mrd USD; WTO, 2004). Der Kapitalverkehr ist seiner handelsbegleitenden Rolle zunehmend entwachsen (Oberndorfer, 2003). Auch Lane et al. (2003) belegen den, verglichen mit der realwirtschaftlichen Verflechtung, überproportional starken Anstieg internationaler Finanzströme. Die wichtigsten Ursachen dieser Entwicklung werden nachfolgend skizziert.

Wissenschaftliche
Begutachtung:
Benedikt Braumann, IWF.

1.1 Liberalisierung, WWU und technischer Fortschritt als Trieb- feder für die Internationalisierung der Finanzwirtschaft

Die Liberalisierungsmaßnahmen des Finanzsektors in Österreich und in anderen Industrieländern hatten einen spürbaren Abbau von grenzüberschreitenden Investitionshemmnissen zur Folge und begünstigten damit Finanzinvestitionen im Ausland. Der Theorie der Allokationseffizienz folgend entspricht die Gewichtung eines Landes im Portfolio der Anleger in einem globalen Finanzmarkt ohne jegliche Transaktions- und Informationskosten annähernd seiner relativen Bedeutung in der Weltwirtschaft (Utzig, 2003). Eine kleine Volkswirtschaft wie Österreich spielt nach diesen Überlegungen bei den Veranlagungsentscheidungen in- und ausländischer Investoren eine entsprechend geringe Rolle. In der realen Welt erschweren jedoch regulative Barrieren sowie Informationskosten grenzüberschreitende Finanzströme und bevorzugen tendenziell inländische Veranlagungsalternativen. So konnte z. B. die überproportional hohe Veranlagung von Aktienkapital im Inland („equity home bias“) für eine Vielzahl von Ländern empirisch nachgewiesen werden (Lewis, 1999). Die Ende der Siebzigerjahre eingeleiteten Liberalisierungsmaßnahmen der österreichischen Finanzwirtschaft führten zu einer Annäherung an diesen Idealzustand und daraus folgend zu Portfolioumschichtungen zugunsten ausländischer Investitionsalternativen. Im Hinblick auf den bevorstehenden EU-Beitritt wurde die Liberalisierung des Kapitalverkehrs bereits 1991 abgeschlossen. Die absehbare Übernahme des gesamten EU-Rechtsbestands machte Adaptierungen des österreichischen Finanzrechts erforderlich, die etwa die Öffnung des Marktzutritts

für ausländische Kreditinstitute im Jahr 1994 zur Folge hatten. Der EU-Beitritt erschloss damit einerseits ausländischen Banken den österreichischen Markt und forcierte andererseits das grenzüberschreitende Geschäft der inländischen Kreditinstitute, wodurch die finanzwirtschaftliche Internationalisierung massiv an Dynamik gewann. Gleichzeitig führten die aus der Privatisierung eines Großteils der verstaatlichten Banken resultierenden Fusionen innerhalb der österreichischen Bankenlandschaft zu einem deutlich höheren Wettbewerb (Braumann, 2002). Aus finanzwirtschaftlicher Sicht schuf der EU-Beitritt Österreichs also vor allem die für die Internationalisierung wichtigen rechtlichen Rahmenbedingungen.

Eine der wichtigsten Ursachen für das im vergangenen Jahrzehnt zu beobachtende Anschwellen grenzüberschreitender Finanzströme war die Einführung des Euro im Jahr 1999, die für Investoren den Wegfall des Wechselkursrisikos bzw. der Kosten des Hedgings – eine der bis dahin massivsten Barrieren bei Finanztransaktionen zwischen den am Währungsverbund teilnehmenden Ländern – bedeutete. Auch jene Investoren, die infolge gesetzlicher Restriktionen keine Fremdwährungsveranlagungen vornehmen konnten, fanden ein deutlich erweitertes Anlagespektrum vor. Darüberhinaus wurde für internationale Anleger ein Höchstmaß an Transparenz geschaffen, weil Finanzprodukte in einer gemeinsamen Währung denominated und somit länderübergreifend vergleichbar wurden. Gleichzeitig eröffnete die ständige Weiterentwicklung strukturierter Finanzmarktprodukte internationalen Investoren ein zunehmend größeres Anlagespektrum im In- und Ausland.

Schließlich wurde die zunehmende Mobilität des grenzüberschreitenden Kapitals auch durch den technischen Fortschritt im Bereich des Auslandszahlungsverkehrs unterstützt. Insbesondere die aus den nationalen Zahlungsverkehrssystemen bestehende Plattform TARGET¹ wurde mit dem Ziel geschaffen, technische Hürden zwischen diesen Systemen zu beseitigen, die Kosten im europäischen Zahlungsverkehr zu reduzieren und die Abwicklung zu beschleunigen. Dennoch weist Europa nach wie vor eine in nationale Zahlungsverkehrssysteme stark fragmentierte Struktur auf (Bundesverband deutscher Banken, 2003). Erwähnenswert ist weiters die Verbesserung von Wertpapierhandels- und -abwicklungssystemen, die das grenzüberschreitende Wertpapiergeschäft maßgeblich unterstützen: Die vollelektronische Zusammenführung der Orders in Handelsplattformen wie Xetra garantiert einerseits die schnellstmögliche Ausführung und reduziert andererseits die Transaktionskosten durch den Wegfall der Maklergebühren sowie durch die Erzielung von Skalenerträgen, die aus der zunehmenden Verbreitung dieser Systeme resultieren (Deutsche Börse, 2000).

1.2 Internationale Finanzströme als Folge oder Ursache von Außenhandel?

Der zu Beginn erwähnte Zusammenhang zwischen realwirtschaftlichen Außenhandelstransaktionen und Finanzströmen ist auch bei umgekehrtem Ursache-Wirkungszusammenhang für die Beurteilung grenzüberschreitender Finanzanlagen von Bedeutung: Demzufolge zieht nicht der Außenhandel entsprechende Kapitalflüsse zu des-

sen Finanzierung nach sich, sondern ist vielmehr selbst die *Folge* von grenzüberschreitenden Finanzströmen. Insbesondere grenzüberschreitende Unternehmensbeteiligungen sind als *Ursache* für realwirtschaftliche Transaktionen in Form von konzerninternem Handel, der sich infolge einer bestehenden Direktinvestitionsbeziehung ergibt, denkbar. Dies führt zu der in der Literatur bislang nicht endgültig geklärten Frage, ob Außenhandelsströme und Direktinvestitionen in komplementärem oder substitutivem Verhältnis zueinander stehen (Bellak, 1993): Einerseits kann die positive Korrelation von Direktinvestitionen und Außenhandel durch zusätzliche Exporte (etwa in Form von Vorleistungen) in die Zielregion der Direktinvestition erklärt werden. Aktive Direktinvestitionen erhöhen demnach das Exportvolumen und schaffen zusätzliche Beschäftigung im inländischen Exportsektor. Andererseits ist auch der umgekehrte Fall eines Verdrängungswettbewerbs zwischen Direktinvestitionen und Exporten denkbar: Die Bedienung des Auslandsmarktes erfolgt dann nicht mehr durch Güter- und Dienstleistungsexporte, sondern vielmehr durch die ausgelagerte Produktion des Zielunternehmens der Direktinvestition vor Ort. Für den inländischen Exportsektor wäre diese Entwicklung mit negativen Beschäftigungseffekten verbunden. Unter Umständen wäre sogar eine Verringerung des Nettoexportvolumens infolge von Reimporten denkbar (Henneberger et al., 2001). Eine empirische Untersuchung dieses Zusammenhangs für Österreich nimmt Pfaffermayr (1995) vor.

¹ Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer.

2 Messung finanzwirtschaftlicher Integration

Indikatoren zur Messung von Finanzmarktintegration können grundsätzlich in zwei Gruppen eingeteilt werden (Lemmen, 1998):

Volumensbezogene Messgrößen (Mengenansatz) basieren auf grenzüberschreitenden Transaktionen oder Vermögensbeständen, die auf eine gemeinsame Bezugsgröße (z. B. das BIP) normiert werden. Die Zunahme von grenzüberschreitenden Bestands- oder Flussgrößen kann im Zeitverlauf als Indikator für fortschreitende Finanzmarktintegration dienen. Auch der Feldstein-Horioka-Ansatz, der den Zusammenhang zwischen grenzüberschreitenden Investitionen und Ersparnis untersucht, ist grundsätzlich dieser Indikatorengruppe zuzurechnen (Obstfeld et al., 2004). Der Mengenansatz wird im Rahmen dieser Studie im Detail behandelt.

Preisbasierte Messgrößen untersuchen geographisch bedingte Abweichungen von Zins- oder Preisdifferenzialen. Gemäß dem Gesetz der Preisgleichheit („law of one price“) müssen vergleichbare Vermögensaktiva bei Vorliegen einer vollständig abgeschlossenen Finanzmarktintegration ein und denselben Preis haben. Preis- oder Renditeabweichungen innerhalb dieser Aktiva deuten demnach auf nicht integrierte Märkte hin. Eine ausführliche Untersuchung dieses Ansatzes in Bezug auf die europäische Geld- und Kapitalmarktintegration findet sich bei Baele et al. (2004). Weiters ist auf die Arbeit von Adam et al. (2002) hinzuweisen, die Finanzmarktintegration am Beispiel Europas mittels der Kategorien „Kredit- und Anleihemärkte“, „Aktienmärkte“, „Verhalten privater Haushalte und Unternehmen“ sowie „Institutionelle Unterschiede“ analysieren.

Die vorliegende Studie misst finanzwirtschaftliche Integration anhand des Konzepts der Internationalisierungsquote. Dabei wird die Summe aus Auslandsvermögens- und Auslandsverpflichtungsbeständen eines bestimmten Berichtsstichtages in Bezug zum BIP gesetzt, wodurch sowohl Längs- als auch Querschnittsanalysen ermöglicht werden. Bestandsgrößen bieten gegenüber Flussgrößen aus der Zahlungsbilanzstatistik einerseits den Vorteil einer über den Zeitverlauf gleichmäßigeren Entwicklung, während Transaktionen oftmals erratisch verlaufen und daher für die Analyse längerer Zeiträume nur bedingt geeignet sind. Andererseits berücksichtigen Bestände nicht nur transaktionsbedingte Veränderungen, sondern auch Preis- und Wechselkurseffekte sowie sonstige Bestandsveränderungen, wie Abschreibungen.

Die Internationalisierungsquote (INT) zum Zeitpunkt t errechnet sich mit

$$INT_t = \frac{A_t + P_t}{BIP_t}$$

$$A_t = DI_t^A + PI_t^A + SI_t^A + FD_t^A + WR_t^A$$

$$P_t = DI_t^P + PI_t^P + SI_t^P + FD_t^P$$

Nach IWF-Konvention ergeben sich folgende aktiv- (A) und passivseitigen (P) Aggregate (vgl. IWF, 1993):

DI = Direktinvestitionen (Eigenkapital und Kreditbeziehungen zwischen Investoren), PI = Portfolioinvestitionen (Geld- und Kapitalmarktpapiere sowie Anteilscheine), SI = Sonstige Investitionen (insbesondere Kredite und Einlagen), FD = Finanzderivate, WR = Währungsreserven (nur Aktiva).

Eine geringfügige Schwäche dieses Messkonzepts ergibt sich aus dem Umstand, dass infolge der Addition von Forderungen und Verpflichtungen in Einzelfällen ein und dieselbe Trans-

aktion entgegen ihrer ökonomischen Relevanz doppelt in die Internationalisierungsquote einfließt. So erhöht etwa die Emission einer österreichischen Anleihe im Ausland sowohl die Verpflichtungen als auch die Forderungen (wenn das Verrechnungskonto zur Abwicklung der Emission ebenfalls im Ausland gehalten wird). Derartige Unschärfen bei der Messung des Internationalisierungsgrads werden jedoch nur durch jene Transaktionen verursacht, die zeitlich in die Nähe des Berichtsstichtags fallen und beschränken sich daher auf Einzelfälle. Die Analyse längerer Zeiträume wird dadurch nicht beeinträchtigt.

3 Internationalisierung der Finanzwirtschaft im Zeitverlauf

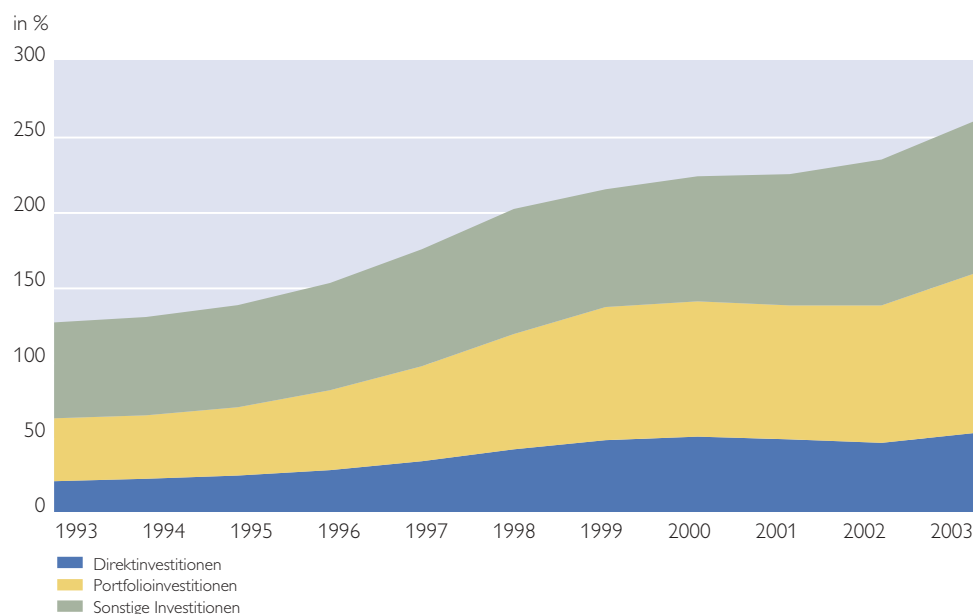
Das Volumen grenzüberschreitender Finanzforderungen und Verpflichtungen der industrialisierten Welt hat sich im Zeitraum 1993 bis 2003, gemessen

am BIP, verdoppelt. Die Internationalisierungsquote der in Grafik 1 abgebildeten Industrieländer erreichte 2003 insgesamt fast 260% des BIP. Seit 1993 war ein stetiger Anstieg der Finanzverflechtung festzustellen, der in den Jahren 1998 und 1999 mit Steigerungen von durchschnittlich je 20 Prozentpunkten seinen Höhepunkt erreichte. Diese Entwicklung reflektiert einerseits den transaktionsbedingten Aufbau grenzüberschreitender Vermögenswerte im Vorfeld der Einführung des Euro und andererseits die aus dem weltweiten Börsenboom resultierenden Bewertungseffekte. Erst der im Jahr 2000 einsetzende Einbruch auf den internationalen Finanzmärkten dämpfte diesen Trend merkbar ab. Internationale Wertpapierveranlagungen zeigten relativ zum BIP seit 1993 mit einem Zuwachs von 64 Prozentpunkten die größte Dynamik, gefolgt von Sonstigen Investitionen (vor allem grenzüberschreitende Kredite und Ein-

Grafik 1

Weltweite Entwicklung des grenzüberschreitenden Finanzvermögens

Summe der Aktiva und Passiva ausgewählter Industrieländer¹⁾ gemessen am kumulierten BIP



lagen) mit 37 Prozentpunkten und Direktinvestitionen mit 32 Prozentpunkten.

Auch die Daten für Österreich lassen einen äquivalenten Verlauf erkennen (Grafik 2): Seit dem Jahr 1995 (146%) stieg die Internationalisierungsquote bis 2003 auf fast das Zweieinhalbfache (362%). Nachdem die grenzüberschreitenden Vermögensbestände zwischen 1993 und 1996 nahezu stagniert hatten, stellte sich in den Folgejahren eine markante Wachstumsphase ein, die schließlich im Rekordwert von 59 Prozentpunkten im Jahr 2000 mündete.

Im weiteren Verlauf dieser Studie wird die finanzwirtschaftliche Integration Österreichs jener Finnlands, Schwedens, der Niederlande und der Schweiz gegenübergestellt. Finnland und Schweden sind deshalb von besonderem Interesse, da beide Länder gleichzeitig mit Österreich der EU beigetreten sind. Finnland hat darüber hinaus auch den Beitritt zum Euro-

raum gemeinsam mit Österreich vollzogen, während Schweden durch die Teilnahme am Wechselkursmechanismus II eine starke Bindung an den Euro sicherstellte. Auch die Niederlande eignen sich als kleine exportorientierte Volkswirtschaft der EU und Mitglied des Euroraums für den Vergleich mit Österreich. Schließlich wird auch die Schweiz als Nichtmitglied der EU in die Betrachtung miteinbezogen, obwohl die Sonderstellung der Schweizer Finanzwirtschaft – man denke nur an ihre spezielle Rolle im Zusammenhang mit Holdinggesellschaften – die Vergleichbarkeit einschränkt. Dennoch weist die Schweiz – trotz ihres formalen Status als Nichtmitglied der EU – durch zahlreiche Assoziationsverträge eine hohe real- und finanzwirtschaftliche Anbindung an den europäischen Binnenmarkt auf.

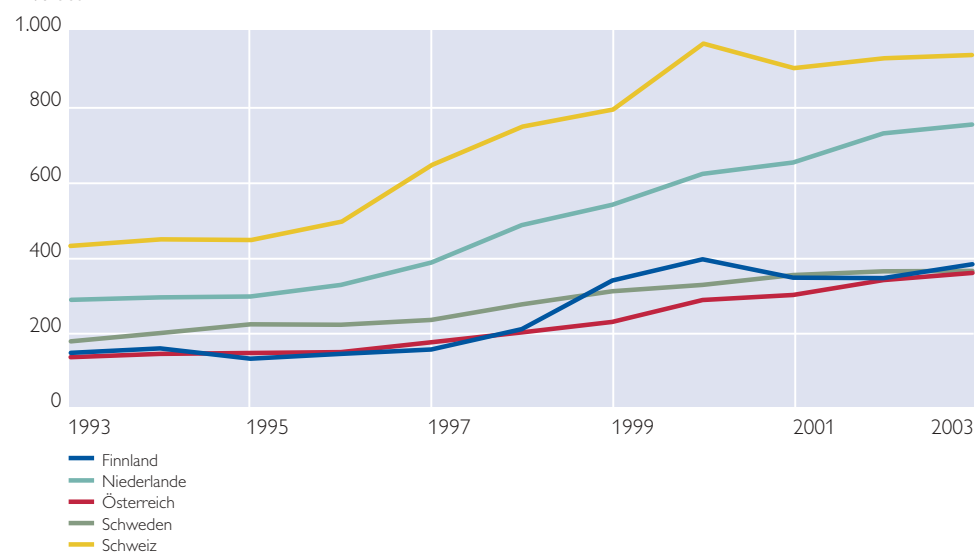
Die Entwicklung der österreichischen Auslandsaktiva und -passiva ist sowohl hinsichtlich des Niveaus als auch der Veränderung mit jener der

Grafik 2

Entwicklung der Internationalisierungsquote

Aktiva und Passiva

in % des BIP



Quelle: IWF (International Financial Statistics).

beiden skandinavischen Länder vergleichbar.

Bis 1997 waren in allen drei Ländern nur mäßige Zuwächse verzeichnet worden. Im Jahr 1998 setzte ein spürbarer Anstieg der Internationalisierungsquote ein, der in Finnland besonders ausgeprägt war; bis 2002 glied sich das finnische Niveau jedoch jenem Österreichs und Schwedens wieder an. Auf deutlich höherem Niveau verläuft die Entwicklung der Schweiz und der Niederlande. Ausgehend von 434% im Jahr 1993 stieg die Internationalisierungsquote der Schweiz im Jahr 2000 vorübergehend auf fast das Zehnfache des BIP. Die niederländische Finanzwirtschaft war mit 760% des BIP im Jahr 2003 ebenfalls deutlich stärker mit dem Ausland verflochten als jene Österreichs.

Die Bedeutung der EU-Mitgliedschaft für den finanzwirtschaftlichen Internationalisierungsgrad Österreichs wird anhand der in Grafik 3 dargestellten regional gegliederten Transaktionen augenscheinlich, die im Gegensatz

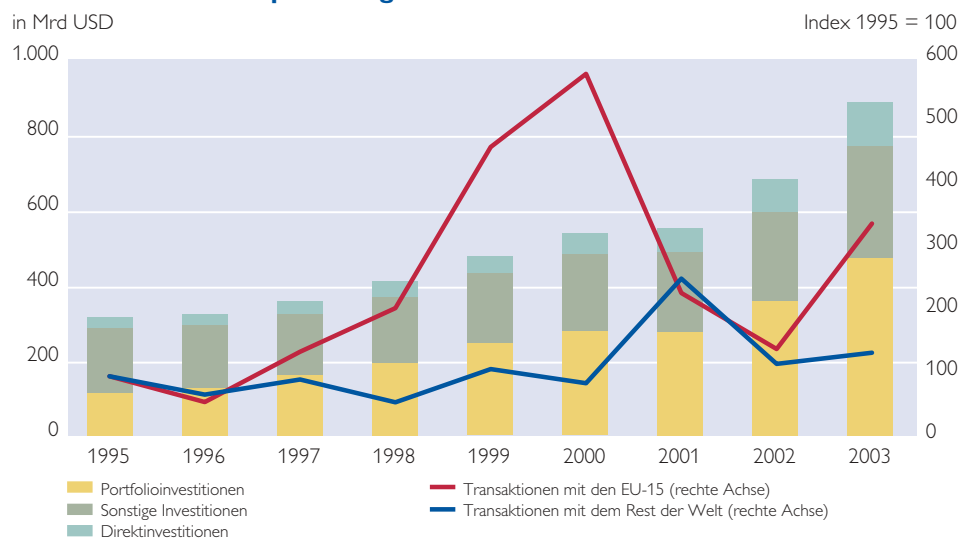
zu Beständen um Bewertungseffekte bereinigt sind: Zwischen 1997 und 2000 zeigen die Transaktionen gegenüber der EU-15 (Indexwerte auf Basis von 1995) einen sprunghaften Anstieg der grenzüberschreitenden Kapitaltransaktionen, während gegenüber dem Rest der Welt nur geringe Zuwächse verzeichnet worden waren. Der vorübergehende Einbruch des Index im Jahr 2001 scheint angesichts des schwierigen real- und finanzwirtschaftlichen Umfelds im Wesentlichen nachvollziehbar. Interessant erscheint überdies die gegenläufige Entwicklung der Transaktionen mit dem Rest der Welt im Jahr 2001, deren Ursachen im Rahmen einer gesonderten Analyse zu ermitteln wären.

Eine Gliederung nach Veranlagungs- bzw. Finanzierungsinstrumenten grenzüberschreitender Vermögenswerte weist für Österreich Wertpapiere als maßgeblichen Wachstumsfaktor aus. Während sich die Vermögens- und Verpflichtungsbestände im Ausland im Zeitraum von 1995 bis 2003

Grafik 3

Struktur des österreichischen Auslandsvermögens

bzw. der Auslandsverpflichtungen



Quelle: IWF (International Financial Statistics); Index: OeNB (eigene Berechnungen).

insgesamt auf rund 900 Mrd USD fast verdreifachten, wuchsen Portfolioinvestitionen im selben Zeitraum sogar auf mehr als das Vierfache an.

3.1 Konservative Veranlagung federt Börsenturbulenzen ab

Der weltweite Aktienboom Ende der Neunzigerjahre scheint an Österreich weitgehend spurlos vorübergegangen zu sein. Während etwa die grenzüberschreitenden Bestände Finnlands an internationalen Anteilscheinen (Aktien und Investmentzertifikate) Ende 1999 aktiv- und passivseitig das 15fache des Jahres 1995 ausmachten, haben sie sich in Österreich nur geringfügig erhöht (Grafik 4). Auch die Niederlande und die Schweiz zeigen ähnlich dynamische Entwicklungen wie Finnland, die sich zudem auf deutlich höherem Niveau vollzogen. Österreichische Wertpapierinvestoren zogen im gesamten Betrachtungszeitraum

von 1993 bis 2003 entgegen dem internationalen Trend festverzinsliche Wertpapiere Anteilscheinen vor und partizipierten daher an den Aktienkursgewinnen Ende der Neunzigerjahre in vergleichsweise geringem Maß. Der durchschnittliche Anteil der Aktien und Investmentzertifikate an den gesamten Auslandsforderungen aus Wertpapieren betrug nur 14%. Schweden erreichte im selben Zeitraum eine durchschnittliche Quote von 60%, die Niederlande 56% und Finnland 44%. Das Schweizer Auslandsportefeuille war zu 61% in Anteilscheinen veranlagt.

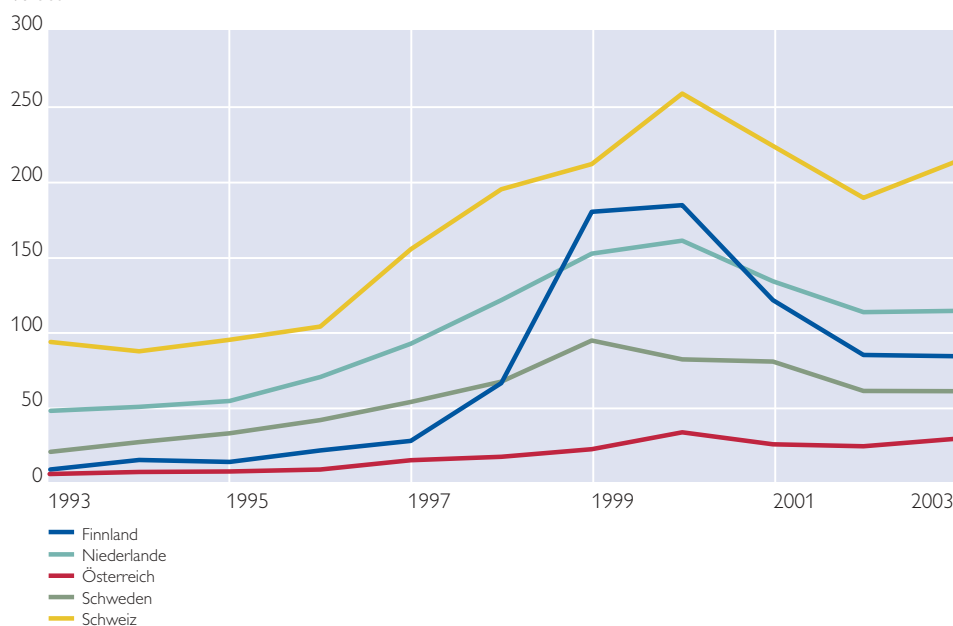
Der deutliche Rückstand Österreichs im Bereich des grenzüberschreitenden Aktiengeschäfts scheint die logische Konsequenz einer generell gering ausgeprägten Aktienkultur in Österreich zu sein, die in- und ausländische Kapitalmärkte gleichermaßen betrifft. Eine mögliche Ursache ist

Grafik 4

Internationalisierung im Bereich Aktien und Investmentzertifikate

Summe der Aktiva und Passiva

in % des BIP



Quelle: IWF (International Financial Statistics).

die im internationalen Vergleich geringe Marktkapitalisierung der Wiener Börse, die ein breites Engagement internationaler Investoren in Österreich weitgehend verhindert. Die klein- und mittelbetriebliche Struktur der österreichischen Wirtschaft schränkt die Zahl der Unternehmen, die für eine öffentliche Emission von Aktien in Frage kommen, stark ein.² Darüberhinaus wird die Bedeutung der Aktie als Veranlagungsinstrument wesentlich durch die Struktur des Pensionsversicherungssystems determiniert. Umlagefinanzierte Systeme (wie jenes Österreichs) stellen deutlich geringere Liquidität für die Wertpapierveranlagung bereit als Systeme mit Kapitaldeckung (Waschiczek et al., 2000). Die steuerliche Ungleichbehandlung von Eigen- und Fremdkapital, die sich aus dem Umstand ergibt, dass die Verzinsung von Fremdkapital im Gegensatz zu jener des Eigenkapitals als Aufwand geltend gemacht werden kann, lässt zwar die grundsätzliche Präferenz für die Finanzierung aus Fremdmittel plausibel erscheinen, stellt jedoch kein Österreich-Spezifikum dar und liefert daher keine Erklärung für den unterdurchschnittlichen Aktienanteil Österreichs.

Vorteilhaft wirkte sich die konservative Veranlagung Österreichs während der Börsenbaisse im Zeitraum von 2000 bis 2002 aus, die das österreichische Auslandsvermögen (vorwiegend bewertungsbedingt) weit geringer reduzierte als jenes der Vergleichsländer: Während sich etwa finnische Vermögens- und Verpflichtungsbestände aus grenzüberschreitenden Anteilscheinen halbierten, ver-

lor Österreich im selben Zeitraum nur knapp ein Viertel.

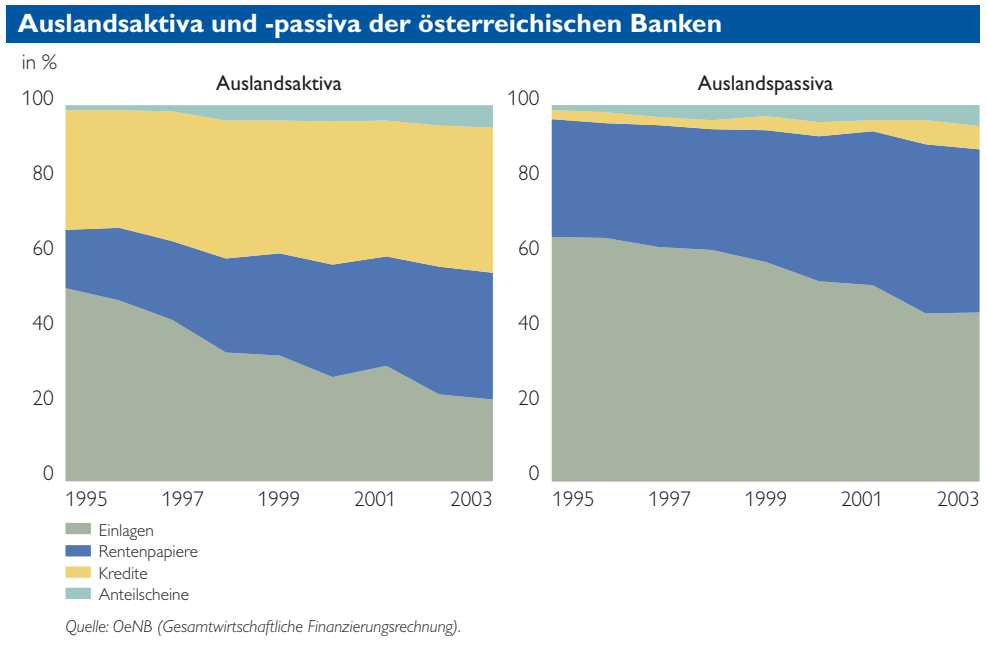
3.2 Anleihen beeinflussen das internationale Finanzgeschäft der Banken zunehmend

Die sektorale Analyse österreichischer Auslandsforderungen und -verpflichtungen weist erwartungsgemäß die finanziellen Kapitalgesellschaften (insbesondere Banken, aber auch Versicherungen und Pensionskassen) als wichtigsten Akteur bei grenzüberschreitenden Finanzgeschäften aus. Im Zeitraum von 1995 bis 2003 betrug der Anteil dieses Sektors rund 80% am gesamten Auslandsvermögen sowie knapp 60% an den Verpflichtungen. Die Portfoliostruktur der Banken macht deutlich, dass dem Einlagengeschäft auf beiden Seiten der Bilanz nach wie vor große Bedeutung zukommt, dennoch haben festverzinsliche Wertpapiere in den vergangenen Jahren zu deren Lasten aktiv- und passivseitig stark aufgeholt (Grafik 5). Der Anteil der Rentenwerte hat sich seit 1995 auf 20% der Gesamtaktiva verdoppelt, die Finanzierung aus diesem Instrument stieg von 24% auf knapp 30% an.

Dieser Substitutionseffekt in der Struktur der Bankbilanzen verdeutlicht den fortschreitenden Wandel der Kreditinstitute vom reinen Finanzintermediär, dessen Schwerpunkt auf dem Einlagen- und Kreditgeschäft liegt, zum Kapitalmarktakteur, der sowohl auf eigene als auch auf fremde Rechnung tätig wird und somit zunehmend auch Vertriebsfunktionen übernimmt. Die Konvergenz der Rentenmärkte Europas, die insbesondere durch die Euro-Einführung (bereits in

² Die Rechtsform der Aktiengesellschaft ist mit hohen formalen Anforderungen an das Unternehmen verbunden. Zudem zieht ein Börsengang hohe Fixkosten nach sich.

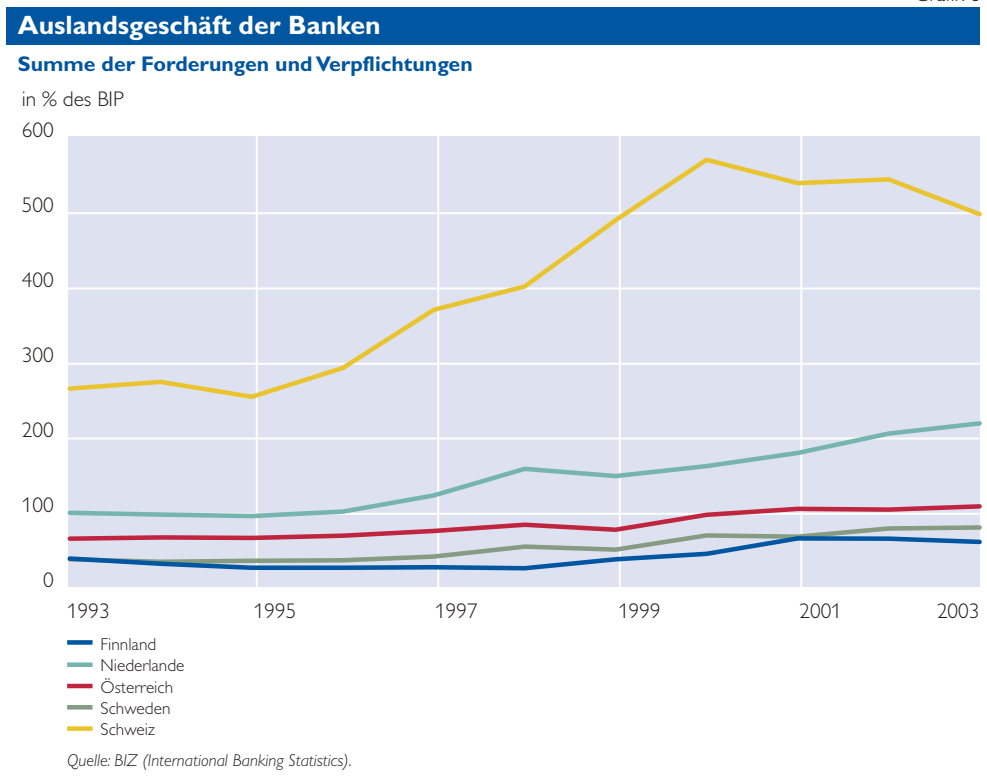
Grafik 5



deren Vorfeld) unterstützt wurde, hat den Stellenwert dieses Finanzierungs- und Anlageinstruments deutlich er-

höht. Corporate Bonds fungierten in den vergangenen Jahren für Unternehmen zunehmend als Alternative zur

Grafik 6



Kreditaufnahme.³ Gleichzeitig wurde die Transparenz des europäischen Rentenmarktes durch das in den letzten Jahren zunehmende Engagement der Rating-Agenturen in Europa deutlich verbessert.

Im Vergleich mit Finnland, Schweden und den Niederlanden liegen österreichische Banken in Bezug auf deren Auslandsgeschäft im Mittelfeld (Grafik 6). Gemessen am BIP hat sich der Anteil der grenzüberschreitenden Finanzaktiva und -passiva der Banken sowohl in Österreich als auch in den skandinavischen Ländern im Zeitraum 1993 bis 2003 nur geringfügig erhöht. Besonders deutlich wird hier wieder die außergewöhnliche Position der Schweizer Banken, die eine wesentlich stärkere Auslandsverflechtung aufweisen. Insbesondere seit 1995 wuchsen deren internationale Vermögens- und Verpflichtungsbestände massiv an und erreichten im Jahr 2000 mit rund 570% des BIP ihren Höhepunkt. Die finanzwirtschaftliche Integration der Schweizer Banken konnte nicht zuletzt deshalb abseits der EU-Mitgliedschaft reüssieren, weil das Land bereits lange vor 1995 eine überlegene Position im Wettbewerb um internationale Finanzmittel erreicht hatte.

Neben den Banken spielen die übrigen Sektoren im internationalen Finanzgeschäft Österreichs eine vergleichsweise geringe Rolle: Auf Unternehmen entfielen im Durchschnitt forderungsseitig 17% und verpflichtungsseitig 13% der Gesamtbestände. Im Durchschnitt des Betrachtungszeitraums waren Anteilscheine mit rund 60% für diesen Sektor die wichtigste Veranlagungs- und Finanzierungsform

im Ausland, Rentenwerte waren hingegen ausschließlich auf der Finanzierungsseite von Bedeutung (21%). Auch das Finanzvermögen der Privaten Haushalte im Ausland entfiel größtenteils auf Wertpapiere (insbesondere Aktien). Insgesamt war das im Ausland veranlagte Volumen der Privaten Haushalte jedoch zu gering, um den Aktienanteil am österreichischen Gesamtvermögen spürbar zu beeinflussen.

3.3 Euroraum ist für österreichische Anleger mit Abstand die wichtigste Anlage- und Finanzierungsregion

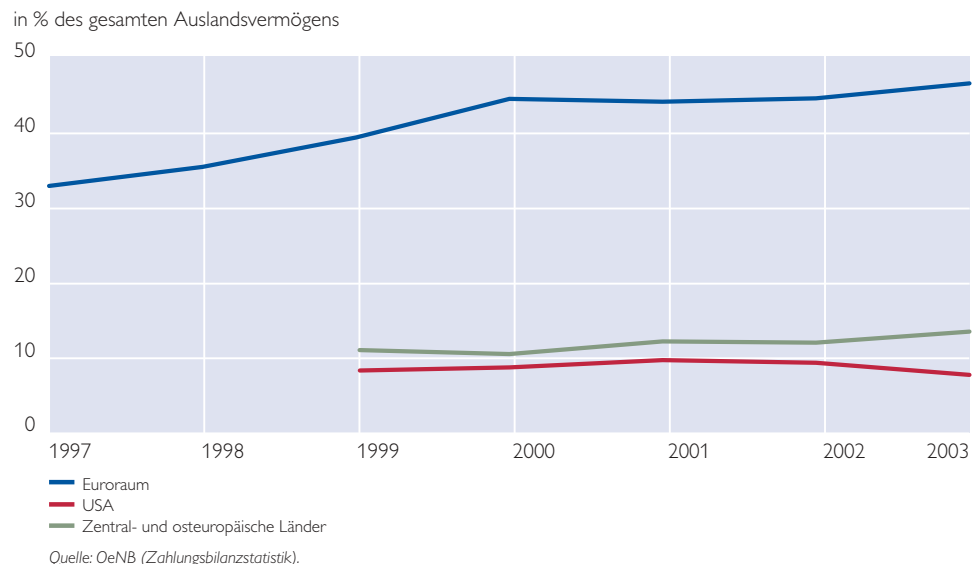
Österreichs Finanzinvestoren verlegten den Schwerpunkt ihrer Veranlagung in den vergangenen Jahren zunehmend auf den Euroraum: Während im Jahr 1997 nur ein Drittel aller Auslandsforderungen in den Ländern des Euroraums gehalten wurde, betrug diese Quote 1999 bereits 40% und Ende 2003 sogar fast die Hälfte (Grafik 7). Gleichzeitig verlor der Euroraum im Außenhandel für Österreich geringfügig aber kontinuierlich an Bedeutung: Gemessen an der Summe der Importe und Exporte entfielen 1995 noch 61% des Außenhandels auf diese Region, während es 2003 nur noch 57% waren. Der Anteil der EU-15 reduzierte sich sogar von 76% auf 70%. Die zu Beginn erwähnte Entkoppelung der Finanzmärkte von realwirtschaftlichen Vorgängen ist demnach auch auf regionaler Ebene belegbar.

Die Bedeutung der USA als Anlage-region stagnierte hingegen im selben Zeitraum auf dem Niveau von 1999 (8%). Zuwächse waren auch in zentral- und osteuropäischen Ländern⁴ zu ver-

³ Anleihe- und Kreditfinanzierung weisen jedoch erhebliche Unterschiede hinsichtlich Kosten und Bonitätsanforderung auf und sind daher nur eingeschränkt substituierbar (Deutsche Bundesbank, 2004).

⁴ Albanien, Bosnien-Herzegowina, Bulgarien, Estland, Kroatien, Lettland, Litauen, Moldawien, Polen, Rumänien, Serbien-Montenegro, Slowakische Republik, Slowenien, Tschechische Republik, Ungarn.

Österreichs Finanzvermögen in wichtigen Regionen



zeichnen, deren Anteil von 11% auf 14% anstieg. Besonders gefragt war diese Region vor allem bei österreichischen Direktinvestoren: Im Jahr 2003 entfiel mit 17% aller Forderungsbestände aus Unternehmensbeteiligungen ein mehr als dreimal so großes Volumen auf diese Region als auf die USA (5%).

Der Euroraum war Ende 2003 vor allem im Portefeuille der österreichischen Wertpapierinvestoren stark gewichtet: Mit zwei Drittel des gesamten Vermögens aus Portfolioinvestitionen kam diesem Anlageraum weit mehr Bedeutung zu als den USA mit 10% (Grafik 8). Während auf die Länder des Euroraums Ende 2003 55% aller Anteilscheine und zwei Drittel aller festverzinslichen Wertpapiere entfielen, betrug die entsprechenden Werte für die USA 19% bzw. 7%. Aktien und Investmentzertifikate waren bei inländischen Anlegern also relativ zu festverzinslichen Wertpapie-

ren in den USA höher gewichtet als im Euroraum. Innerhalb der WWU belegte Deutschland als Zielgebiet von Finanzinvestitionen mit Abstand den ersten Rang. Auch als Finanzierungsregion kommt dem Euroraum aus österreichischer Sicht eine herausragende Stellung zu. Zwei Drittel aller ausländischen Unternehmensbeteiligungen sowie 42% aller ausländischen Kredite und Einlagen waren Ende 2003 dieser Region zuzurechnen.

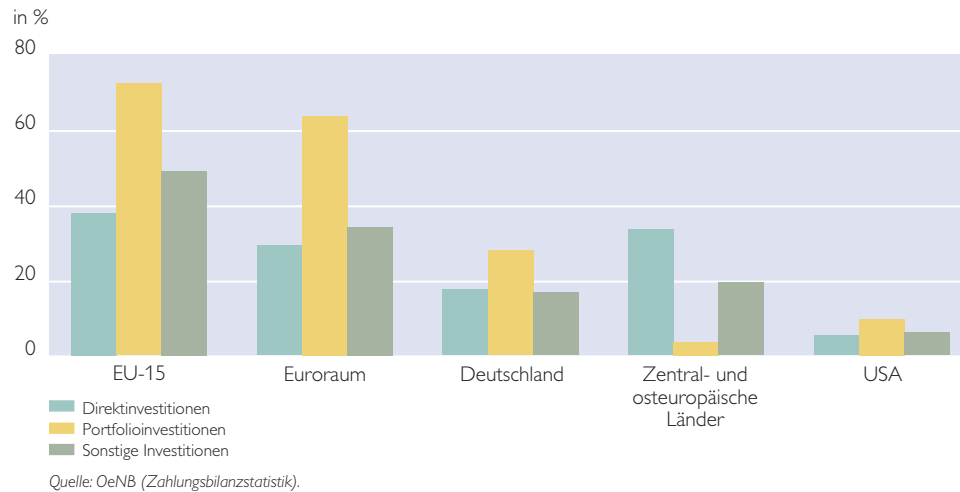
Die regionale Zuordnung von in Österreich veranlagtem Wertpapiervermögen ausländischer Investoren ist im Rahmen eines auf nationaler Basis gestalteten Erhebungssystems nicht lückenlos möglich; näherungsweise lässt sich diese Regionalgliederung jedoch aus einem internationalen Datenaustausch, wie er im Rahmen des CPIS⁵ erfolgt, ableiten (IWF, 2005). Demnach stammten Ende 2002 rund zwei Drittel des in Österreich gehaltenen Wertpapiervermögens aus dem

⁵ Coordinated Portfolio Investment Survey des IWF: Österreichs Wertpapierverpflichtungen gegenüber dem Ausland lassen sich aus den Forderungen der am CPIS teilnehmenden Länder gegenüber Österreich ermitteln. Derzeit nehmen 68 Länder – darunter alle wichtigen Industrieländer – teil.

Grafik 8

Österreichs Auslandsvermögen nach Regionen

Regionaler Anteil der Aktiva am globalen Volumen des jeweiligen Finanzierungsinstruments



Euroraum, allein 27% aus Deutschland. Außerhalb des Euroraums hielten die Schweiz (14%), Japan (7%) und die USA (3%) die größten Forderungspositionen. Detaillierte Analysen der Internationalen Vermögensposition mit Regional- und Sektorinformationen werden jährlich durch die OeNB vorgenommen (OeNB, 2003).

3.4 Österreichs Vermögens-einkommen aus dem Ausland liegt im internationalen Durchschnitt

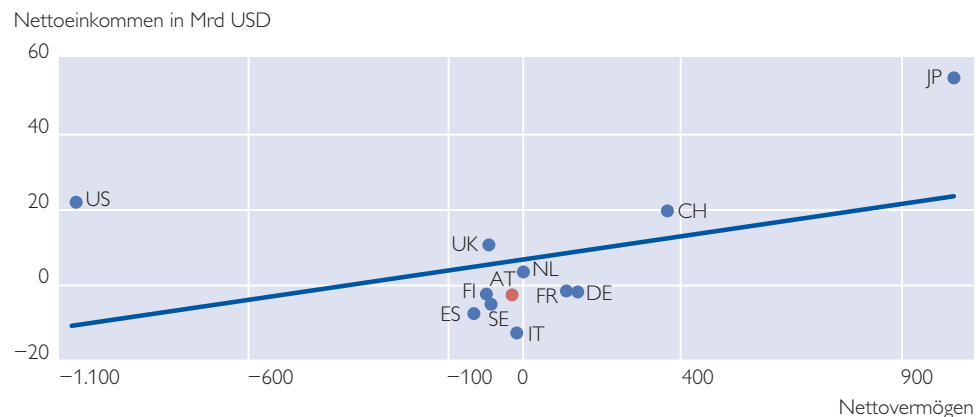
Die Gegenüberstellung von Nettovermögen und Nettoeinkommen lässt für den Großteil der Industrieländer eine positive Beziehung erkennen (Grafik 9): Erwartungsgemäß steigen die grenzüberschreitenden Nettoerträge im Durchschnitt des zehnjährigen Betrachtungszeitraums mit zunehmendem Nettovermögen an. So weist z. B. Japan infolge seines hohen Nettovermögens auch entsprechende Rückflüsse aus diesen Aktiva auf. Abweichungen von dieser Beziehung sind hauptsächlich mit unterschiedlichen Portfoliostrukturen der betreffenden

Länder zu erklären: Risikoaverse Auslandsportefeuilles mit einem hohen Anteil an festverzinslichen Vermögenswerten – zu denen nach den bisherigen Ausführungen auch jenes Österreichs zu rechnen ist – weisen bei gleichem Nettovermögen höhere Einkommensrückflüsse auf als progressiv strukturierte Portefeuilles, deren Renditen vorwiegend aus Kursgewinnen (die im Nettoeinkommen keine Berücksichtigung finden) resultieren.

Ein unterdurchschnittliches Nettoeinkommen deutet also nicht zwingend auf mangelnde Veranlagungseffizienz des betreffenden Auslandsportefeuilles hin. Österreich, dessen Position in Grafik 9 keinen signifikanten Unterschied zu jenen der übrigen europäischen Länder erkennen lässt, zeigt sich zwischen 1993 und 2002 im Durchschnitt als Nettoschuldner mit einem Volumen von 33 Mrd EUR, woraus ein Einkommensabgang von netto rund 2 Mrd EUR resultiert. Besondere Beachtung verdienen jene Länder, die sich in Grafik 9 im zweiten Quadranten befinden und damit die unterstellte Beziehung zugunsten eines

Effizienz des Auslandsportfolios im internationalen Vergleich

Durchschnitt 1992 bis 2002



Quelle: IWF (International Financial Statistics).

überproportional hohen Nettoeinkommens durchbrechen: Vor allem die USA, die zwischen 1993 und 2002 mit einer massiven Nettoverschuldung eine positive Rendite im Ausland erwirtschaften konnten, nehmen eine außergewöhnliche Position ein. Eine mögliche Erklärung für dieses Phänomen ist in der außergewöhnlichen Portfoliostruktur der USA zu finden, deren wichtigstes Veranlagungsinstrument Direktinvestitionen sind: Ende 2003 wurden mit 2.730 Mrd USD 35% des US-amerikanischen Auslandsvermögens in Form von Unternehmensbeteiligungen gehalten, die infolge ihres hohen Durchschnittsalters vergleichsweise ertragreich waren. Auf Wertpapiere entfielen nur 2.470 Mrd USD, wobei der hohe Anteil an Aktien und Investmentzertifikaten (80%) das Ergebnis ebenfalls positiv beeinflusst haben dürfte. Gleichzeitig finanzieren sich die USA im Ausland zu einem Drittel aus Rentenwerten, die im Betrachtungszeitraum geringere Renditen abwarfen als der Durchschnitt der Euroländer.

3.6 Schlussfolgerungen

Internationalisierung bedeutet aus der Sicht österreichischer Finanzmärkte vor allem Europäisierung. Die starke europäische Ausrichtung der österreichischen Finanzwirtschaft hat sich im Zuge des EU-Beitritts und insbesondere durch die Teilnahme an der WWU noch deutlich verstärkt. Österreichs Teilnahme am Binnenmarkt schuf insbesondere die rechtlich-institutionelle Basis für die im vergangenen Jahrzehnt massiv zunehmende Internationalisierung seiner Finanzmärkte. Deutschland ist nicht nur aus realwirtschaftlicher, sondern zunehmend auch aus finanzwirtschaftlicher Perspektive die wichtigste Partnerregion Österreichs. In den vergangenen zehn Jahren wirkten in Österreich, wie auch in anderen Industrieländern, vor allem Wertpapiere als Triebfeder für internationale Finanzbeziehungen, wobei der Euroraum sowohl die Veranlagung als auch die Finanzierung dominierte. Der inländische Bankensektor, der mit Abstand die größten Auslandstransaktionen abwickelt, agiert im internationalen Vergleich nach wie vor risikoavers, was sich in einem beson-

ders niedrigen Bestand an ausländischen Anteilscheinen manifestiert. Aus diesem – nicht zuletzt kulturell bedingten – Umstand ist abzuleiten, dass das österreichische Finanzvermögen im Ausland auch künftig in weit geringerem Maß von internationalen

Börsenkrisen, wie sie zuletzt seit dem Jahr 2000 beobachtet worden waren, betroffen sein wird als jenes vieler anderer Industrieländer, deren Auslandsportefeuilles ein riskanteres Profil zeigen.

Literaturverzeichnis

- Adam, K., T. Japelli, A. Menichini, M. Padula und M. Pagano. 2002.** Analyse, Compare, and Apply Alternative Indicators and Monitoring Methodologies to Measure the Evolution of Capital Market Integration in the European Union. Salerno.
- Baele, L., A. Ferrando, P. Hördahl, E. Krylova und C. Monnet. 2004.** Measuring Financial Integration in the Euro Area. Occasional Paper Series. 14. EZB. Frankfurt.
- Bellak, C. 1993.** Effekte aktiver Direktinvestitionen im Ursprungsland. Europäische Hochschulschriften. Verlag Peter Lang. Frankfurt am Main. 129–143.
- BIZ. 2005.** Triennial Central Bank Survey. Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2004. März. Basel.
- Braumann, B. 2002.** Die Liberalisierung des österreichischen Finanzsektors – eine Analyse des Erfolgs. In: Finanzmarktstabilitätsbericht der Oesterreichischen Nationalbank. Wien. 108–123.
- Bundesverband deutscher Banken. 2003.** Der europäische Zahlungsverkehr im Wandel. Berlin.
- Deutsche Börse. 2000.** Xetra – Quantensprung im Börsenhandel. Frankfurt am Main.
- Deutsche Bundesbank. 2004.** Neuere Entwicklungen am Markt für Unternehmensanleihen. In: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank. April. Frankfurt am Main. 15–26.
- EZB. 2003.** The Euro Area Financial System: Structure, Integration and Policy Initiatives. Working Paper 230. Frankfurt.
- Henneberger, F. und A. Ziegler. 2001.** Internationalisierung der Dienstleistungserstellung. Konsequenzen für den schweizerischen Arbeitsmarkt. HWWA. Hamburg. 16ff.
- IWF. 1993.** Balance of Payments Manual. 5th Edition. Washington.
- IWF. 2005.** Coordinated Portfolio Investment Survey. 28. Februar.
www.imf.org/external/np/sta/pi/cpis.htm
- Lane, P. und G.-M. Milesi-Ferreti. 2003.** International Financial Integration. Prepared for the IMF's Third Annual Research Conference. Washington.
- Lane, P. und G.-M. Milesi-Ferreti. 2004.** Financial Globalization and Exchange Rates. Prepared for the "Dollars, Debt and Deficits – 60 Years after Bretton Woods – Conference. Co-organized by the IMF and Banco de España. Madrid.
- Lemmen, J. 1998.** Integrating Financial Markets in the European Union. Edward-Elgar. Cheltenham, U.K. und Northampton, USA.
- Lewis, K. 1999.** Trying to Explain the Home Bias in Equities and Consumption. In: Journal of Economic Literature. 37. 571–608.
- Oberndorfer, C. 2002.** Leistungsbilanztransaktionen entkoppelt von Kapitalströmen. Eine Analyse der österreichischen Leistungs- und Kapitaltransaktionen mit einzelnen Ländern bzw. Ländergruppen. In: Berichte und Studien 4/2002 OeNB. 158–170.
- Obstfeld, M. und A. Taylor. 2004.** Global Capital Markets, Integration, Crisis and Growth. Cambridge University Press. 46–86.
- OeNB. 2003.** Internationale Vermögensposition Österreichs im Jahr 2002. In: Berichte und Studien 4/2003. 104–115.

- OeNB. 2004.** Internationale Vermögensposition Österreichs im Jahr 2003. In: Statistiken Q4/04. OeNB. Wien. 59–71.
- Pfaffermayr, M. 1995.** Foreign Outward Direct Investment and Exports in Austrian Manufacturing: Substitutes or Complements? Working Paper 9506. Linz.
- Utzig, S. 2003.** Die Globalisierung der Finanzmärkte vermessen. In: Die Bank 11. Berlin. 727–731.
- Waschiczek, W. und F. Fritzer. 2000.** Rolle und Perspektiven des österreichischen Aktienmarktes. In: Berichte und Studien 4/2000. OeNB. 116–140.
- WTO. 2004.** International Trade Statistics. Genf. 13–15.