

# Der Euro auf dem Weg nach Zentral- und Osteuropa: Bargeld, Spareinlagen und Kredite

Bereits heute ist der Euro in Zentral- und Osteuropa allgegenwärtig. Vor diesem Hintergrund führt die OeNB seit vielen Jahren in den Ländern dieses Wirtschaftsraums regelmäßig Umfragen bei privaten Haushalten durch. Im Vordergrund stehen dabei Fragen betreffend die Euro-Bargeldbestände. Die Ergebnisse zeigen, dass die unterschiedlichsten Motive die Entscheidung für den Euro bestimmen. Geografische Nähe, gepaart mit enger wirtschaftlicher Verflochtenheit, Risikominimierung und Tradition sind die wichtigsten Determinanten. Ersparnisbildung und Kreditaufnahme in Euro sind auf ähnliche Überlegungen zurückzuführen. Zusätzlich dürften hier aber volkswirtschaftliche Determinanten, wie Inflations- und Wechselkurserwartungen der privaten Haushalte, eine Rolle spielen. Fest steht, dass es betreffend die Größenordnung der Währungssubstitution deutliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern gibt. Bei der Bargeldhaltung war Slowenien, das zum Zeitpunkt der jüngsten Umfrage unmittelbar vor der Euro-Einführung stand, Spitzenreiter (rund 40% der Bevölkerung waren im zweiten Halbjahr 2006 im Besitz von Euro-Bargeld). In Ungarn sind es hingegen nur 7%. Bei Spareinlagen und auch bei Krediten liegt Kroatien sowohl bei der OeNB-Umfrage als auch bei den aggregierten Bankbilanzdaten in Führung (rund 80% der Spareinlagen und/oder Kredite der privaten Haushalte und der Unternehmen sind in Fremdwährungen). Am anderen Ende des Spektrums steht die Tschechische Republik mit jeweils rund 10%.

Peter Backé,  
Doris Ritzberger-  
Grünwald,  
Helmut Stix<sup>1</sup>

## 1 Einleitung

Der Euro ist heute auch in den zentral- und osteuropäischen Ländern allgegenwärtig. Bargeldhaltung, Ersparnisbildung und Kreditaufnahme erfolgen zum Teil bereits in Euro – und das nicht nur in Slowenien, das im Frühjahr 2006 als erstes neues Mitglied der Europäischen Union (EU) die Konvergenzkriterien erfüllt und am 1. Jänner 2007 auf den Euro umgestellt hat. Eine Reihe von zentral-, ost- und südosteuropäischen Ländern orientiert sich geld- und wechselkurspolitisch schon am Euro, der damit nahtlos die D-Mark, den US-Dollar bzw. das Sonderziehungsrecht beim Internationalen Währungsfonds abgelöst hat. Auch bei der Fakturierung von Handelsströmen und auf den Kapitalmärkten der zentral- und osteuropäischen Länder spielt der Euro eine wichtige und in vieler Hinsicht zunehmende Rolle.

Fünf Jahre nach der Einführung des Euro-Bargelds bietet dieser Beitrag eine Zwischenbilanz über die Präsenz des Euro in Zentral- und Osteuropa – konkret mit einer theoretischen Analyse der Währungssubstitution (Kapitel 2) und mit einer Analyse über Ausmaß und Motive der Bargeldhaltung, Ersparnisbildung und Kreditaufnahme in Euro (Kapitel 3). Die mikroökonomische Analyse ist dabei jeweils in das makroökonomische Umfeld und den historischen Kontext der einzelnen Länder eingebettet. Notenbankpolitisch betrachtet liegt das Hauptaugenmerk der Studie auf der Erörterung der wirtschaftspolitischen Implikationen dieser Entwicklung (Kapitel 4). Der Beitrag endet mit einem abschließenden Resümee (Kapitel 5). Gegenstand der Analyse sind jene zentral-, ost- und südosteuropäischen EU-Mitgliedstaaten, mit denen Österreich die

Wissenschaftliche  
Begutachtung:  
Adalbert Winkler, EZB.

<sup>1</sup> Die Autoren danken Zoltan Walko für die Erhebung und Auswertung der Spareinlage- und Kreditdaten.

engsten wirtschaftlichen und finanziellen Beziehungen hat, also Bulgarien, Polen, Rumänien, die Slowakei, Slowenien, die Tschechische Republik und Ungarn sowie das mit Österreich wirtschaftlich stark verbundene EU-Kandidatenland Kroatien.

## 2 Theoretische Aspekte der Währungs substitution in Zentral- und Osteuropa

Die Währungsbehörden kleiner offener Volkswirtschaften wählen oft den Weg der Wechselkursanbindung an die Währung eines benachbarten Wirtschaftsraums, vorrangig mit dem Ziel, Preis- und Wechselkursstabilität zu importieren. In Krisensituationen gehen sie manchmal noch einen Schritt weiter und bestimmen eine fremde Währung zum alleinigen gesetzlichen Zahlungsmittel. In den meisten Fällen (zahlreiche Beispiele finden sich in Lateinamerika) handelt es sich dabei um eine Anbindung an den US-Dollar bzw. eine „Dollarisierung“. In Zentral- und Osteuropa<sup>2</sup> findet sich dieses Phänomen ebenfalls, naheliegenderweise in Form einer „Euroisierung“ (sogenannte „De-jure-Euroisierung“). Völlig unabhängig davon, sondern vielmehr vor dem Hintergrund einer generellen politisch-ökonomischen Annäherung an die EU und den Euroraum verwenden viele Zentral- und Osteuropäer bereits heute mehr oder weniger täglich den Euro (sogenannte „De-facto-Euroisierung“) – Bargeldhaltung, Ersparnisbildung und Kreditaufnahme in Euro sind damit in vielen Ländern Zentral- und Osteuropas nichts Ungewöhnliches. Als mögliche Motive

dafür kommen geografische Nähe und wirtschaftliche Verflochtenheit, Risikominimierung und letztlich Tradition in Frage.<sup>3</sup>

Aus der geografischen Nähe ergibt sich die Bargeldhaltung in Euro vor allem im Zusammenhang mit grenzüberschreitenden Aktivitäten, wie Pendeln, Migration, Tourismus oder dem kleinen Grenzverkehr. Im Rahmen dieser Aktivitäten eingewechseltes Euro-Bargeld wird dabei auch für Transaktionen im Inland verwendet. Eng mit dem Aspekt der geografischen Nähe verbunden ist das Argument der wirtschaftlichen Verflochtenheit, wobei historische Verbindungen, politische Einflussnahme oder konkrete Unternehmensentscheidungen den Faktor Distanz deutlich verkleinern oder vergrößern können.

Die Risikominimierung hat unterschiedliche Hintergründe: Während das Halten von Euro-Bargeld angesichts der gemachten Erfahrungen in der Regel Misstrauen sowohl in die nationale Währung als auch in den heimischen Bankensektor widerspiegelt, haben die Besitzer von Euro-Spareinlagen durchaus Vertrauen in den heimischen Bankensektor, begegnen der heimischen Währung jedoch nach wie vor mit einer gewissen Skepsis. Dabei muss es sich gar nicht um aktuelle Risiken handeln. Manchmal sind die Auslöser längst überwundene Banken Krisen, in deren Folge Sparguthaben entwertet oder zunichte gemacht wurden, oder auch längst abgeschlossene Perioden von hoher oder Hyperinflation, die oft in einer drastischen Entwertung von Spargutha-

<sup>2</sup> Im Kosovo ist der Euro seit September 1999 und in Montenegro seit November 1999 offizielles Zahlungsmittel. In beiden Fällen hat der Euro die D-Mark abgelöst.

<sup>3</sup> Zum Thema Währungs substitution siehe auch Giovanni und Turtelboom (1992), Feige et al. (2002) sowie Calvo und Végh (1992).

ben in einheimischer Währung resultierten. In der Ökonomie wird dieses Phänomen als „Hysterese“ bezeichnet, das heißt, negative Erfahrungswerte wirken lange nach und bestimmen das Verhalten bis in die Gegenwart, auch wenn bereits durchwegs makroökonomische Stabilisierung erreicht wurde (Mourmouras und Russell, 2000). Im Fall Zentral- und Osteuropas gibt die aktuelle wirtschaftliche Entwicklung jedenfalls wenig Anlass zur Flucht in ausländische (Hart)Währung, sind doch die Landeswährungen entweder stabil – teilweise durch Wechselkursanbindungen auch institutionell bedingt – oder werden tendenziell stärker. Nachdem die meisten zentral- und osteuropäischen Währungen aufgrund des wirtschaftlichen Aufholprozesses einem ständigen realen Aufwertungsdruck unterliegen, wäre ihre Verwendung ökonomisch durchaus rational, wenn das Differenzial zwischen den heimischen und globalen Zinsen (bzw. das Zinsdifferenzial zur jeweiligen Leitwährung) nicht durch die erwartete Veränderung des nominellen Wechselkurses (ber)kompensiert wird. Den Umstand, dass bei Entscheidungen für Euro-Sparenlagen, vor allem aber für Euro- und andere Fremdwährungskredite das Währungsrisiko selten angemessen ins Kalkül gezogen wird, verfolgen sowohl nationale als auch internationale Institutionen und Aufsichtsbehörden mit Sorge.

Der Faktor Tradition (oder: Persistenz) schließlich gilt vor allem für Bargeldbestände und ist in den Nachfolgestaaten des früheren Jugoslawien besonders ausgeprägt. In den Siebziger- und Achtzigerjahren brachten die damaligen „Gastarbeiter“ und Touristen vorwiegend D-Mark, aber auch sterreichische Schilling ins

Land. Dies war auch die primäre Möglichkeit für private Haushalte, zu Devisen zu kommen. Die privaten Haushalte hielten einen Teil dieser Geldbestände auf Devisenkonten, die aber am Beginn der Neunzigerjahre über Nacht eingefroren wurden, um dem Staat zu Devisen zu verhelfen. Daher wurden diese Mittel seither oft „unter der Matratze“ gehortet. Da nützte es auch nichts, dass seinerzeit Entschädigungen in nationaler Währung ausbezahlt wurden, da die Einlagen aufgrund von negativen Realzinsen und Wahrungsverfall an Wert einbüßten.

### **3 Bargeldhaltung, Ersparnisbildung und Kreditaufnahme in Euro**

Die Oesterreichische Nationalbank (OeNB) führt seit 1997 in fünf zentral- und osteuropäischen Ländern Umfragen durch, um die Höhe der Devisenbestande sowie der Spareinlagen und Kredite (nunmehr) in Euro zu erheben und auch die Motive dafür zu erforschen. Ähnliche Umfragen macht die Europäische Kommission im Rahmen ihres Eurobarometers, aber auch in anderen Studien internationaler Organisationen zu den Themen Migration oder Auslandsüberweisungen von Familienangehörigen gibt es Anknüpfungspunkte zu diesen Fragen (OECD, 2006; Weltbank, 2005; Europäische Kommission, 2006b). Darüber hinaus widmen sich dem Thema Fremdwährungskredite in Zentral- und Osteuropa zahlreiche Analysen, unter anderem auch OeNB-Studien (siehe Literaturverzeichnis), deren Ergebnisse die erwähnten Umfragen ergänzen.

In Abschnitt 3.1 werden das Ausmaß der Euro-Verwendung in Zentral- und Osteuropa und die möglichen Motive dafür in erster Linie

auf Basis der genannten Umfragen erörtert.

### **3.1 Euro-Bargeldhaltung: Ausmaß und Motive laut OeNB-Umfrage**

Der Euro-Bargeldbestand außerhalb des Euroraums ist – wie die meisten Fragestellungen mit Bezug zum persönlichen Vermögen – äußerst schwierig zu erfassen. Methodisch kommen dafür Umfragen oder ökonomische Modelle in Frage.<sup>4</sup> Das Volumen der Bargeldhaltung in Fremdwährung lässt sich z. B. mit Modellen schätzen, die auf Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (VGR) und monetäre Daten angewandt werden (Feige, 2003). Die Resultate von Feige zeigen eine relativ hohe Währungssubstitution in diversen GUS- (Gemeinschaft Unabhängiger Staaten)-Ländern und deutlich geringere Raten in zentral- und osteuropäischen Ländern. Nur in Kroatien, Mazedonien und Rumänien gibt es eine Währungssubstitution von über 50%. Die niedrigsten Raten (unter 20%) finden sich in der Tschechischen Republik, in Ungarn und der Slowakei.

Ein anderer Ansatz ist, private Haushalte im Rahmen von Umfragen direkt zu befragen und aus den Antworten das Ausmaß der Währungssubstitution hochzurechnen. Dieser Strategie folgend, werden im Auftrag der OeNB seit 1997 jeweils im Frühjahr und Herbst 1.000 Ungarn, Slo-

wenen, Tschechen, Slowaken und Kroaten über ihre Fremdwährungshaltung und die diesbezüglichen Motive befragt (Stix 2001, 2002, 2004).<sup>5</sup> Fragen nach der Einschätzung der allgemeinen wirtschaftlichen Lage des Landes, nach persönlichen Gewohnheiten und nach der voraussichtlichen Einführung des Euro runden das Interview ab. Die so erhobenen Daten sind sowohl im Hinblick auf den Umfang als auch auf die Länge der Zeitreihen einzigartig. Unter anderem reichen sie auf die Zeit vor der Währungsumstellung auf den Euro zurück, sodass auch davon ausgehende Effekte analysiert werden können.

Grafik 1 zeigt, dass zu Beginn der OeNB-Umfrage ein substantieller Anteil der Befragten Bargeld in fremder Währung hielt (DEM, ATS, USD). Bei der Einführung des Euro wurden die Bestände in D-Mark und Schilling großteils in Euro bzw. in lokale Währungen, kaum jedoch in US-Dollar gewechselt. Mit Ausnahme Ungarns ist der Anteil der Bevölkerung mit Euro-Bargeldbeständen seit dem Jahr 2002 in jedem Land gestiegen.<sup>6</sup> Konkret hielten Ende 2006 ungefähr 41% der privaten Haushalte in Slowenien, jeweils rund 30% in der Tschechischen Republik und der Slowakei, 25% in Kroatien und rund 7% in Ungarn Euro-Bargeldbestände.

Betragsmäßig führen die privaten Haushalte in Slowenien und Kroatien

<sup>4</sup> Siehe dazu Fischer et al. (2004).

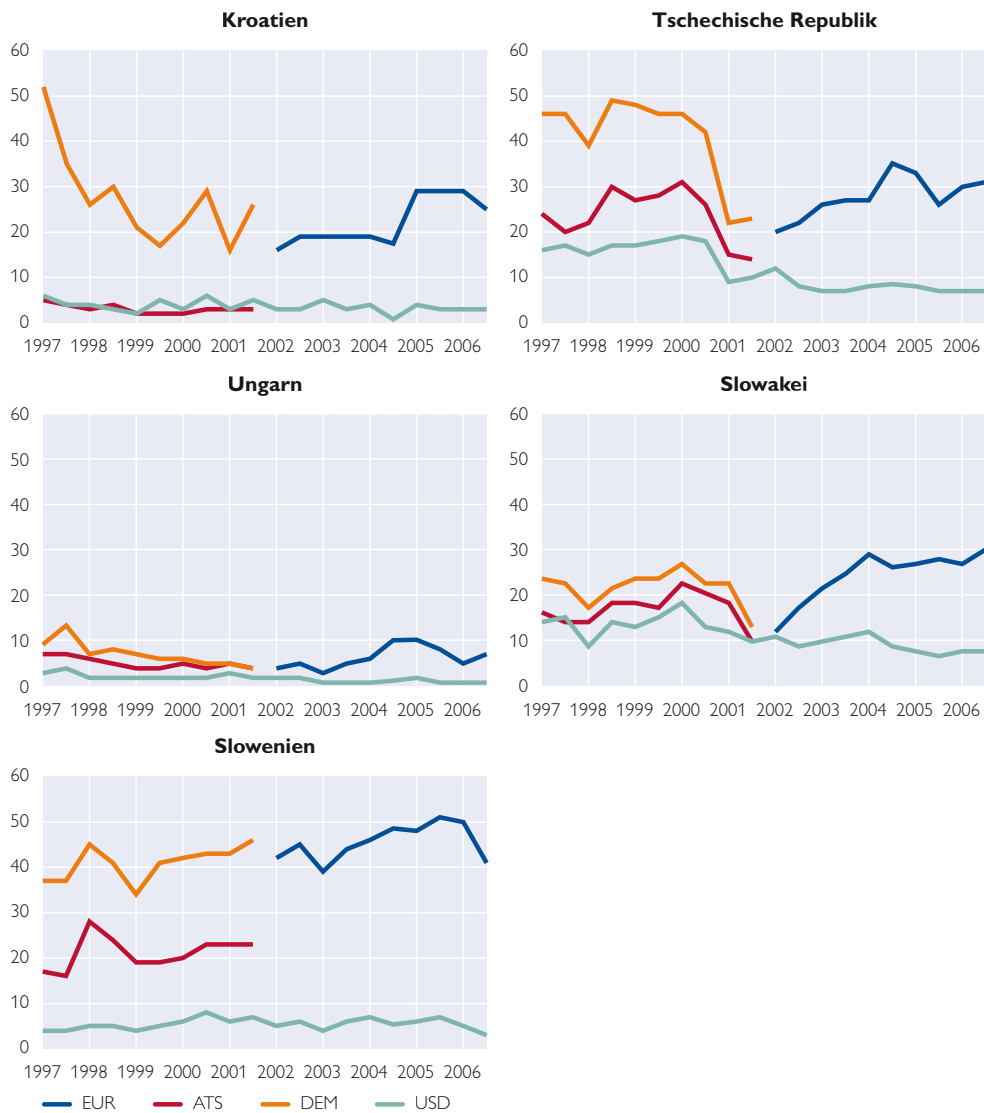
<sup>5</sup> Umfragen haben ihrerseits Nachteile: Illegale Bestände werden nicht erfasst. Weiters werden nur Privatpersonen befragt, sodass gewerbliche Bargeldbestände unberücksichtigt bleiben. Aus diesen Gründen ist von einer erheblichen Untererfassung auszugehen. Dennoch liefert die Entwicklung der Umfrageergebnisse über die Zeit wichtige Hinweise über die Entwicklung der Fremdwährungshaltung.

<sup>6</sup> Im zweiten Halbjahr 2006 ist der Anteil in Slowenien gesunken. Dies ist wahrscheinlich im Zusammenhang mit der Euro-Einführung zum 1. Jänner 2007 zu sehen.

Grafik 1

**Fremdwährungsbesitz**

in % der Bevölkerung



Quelle: OeNB.

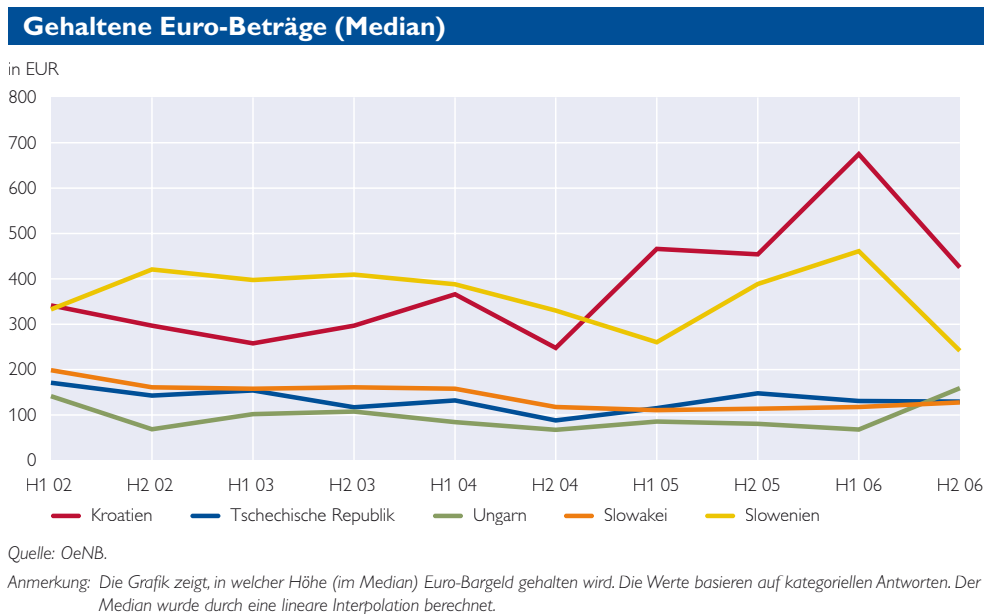
Anmerkung: Die Werte auf der vertikalen Achse bezeichnen den Prozentsatz der Bevölkerung, der die jeweilige Fremdwährung hält.

das Ranking laut OeNB-Umfrage an.<sup>7</sup> Der Abstand Sloweniens und Kroatiens zu den anderen Ländern ist übrigens zu groß, um mit der größeren Wirtschaftskraft dieser beiden Länder erklärt zu werden. Vielmehr scheinen hier die bereits erläuterten

Motive, wie geografische Nähe bzw. wirtschaftliche Verflochtenheit, bevorstehende Euro-Einführung und letztlich auch Tradition, zum Tragen zu kommen (Grafik 2). Dies zeigt sich auch insofern, als in Slowenien und Kroatien der Euro tendenziell als Re-

<sup>7</sup> Weitere Umfragen werden zeigen, ob es sich bei dem zuletzt beobachteten deutlichen Rückgang in Kroatien um einen statistischen Ausreißer handelt.

Grafik 2



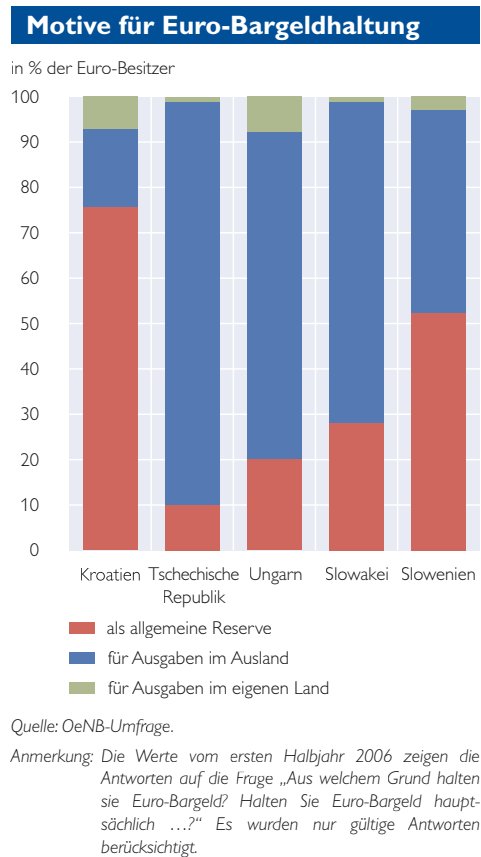
serve oder für Zahlungen im Inland verwendet wird, während Euro-Bargeld in den anderen Staaten vorrangig für Einkäufe oder Urlaube im Ausland gehalten wird.

Frägt man persönliche Merkmale ab, so zeigt sich, dass der Anteil jener privaten Haushalte, die Euro-Bargeldbestände halten, bei jenen höher ist, die Verwandte im Ausland haben. Dies ist im Kontext signifikanter Überweisungen von Familienangehörigen aus dem Ausland zu sehen.

Wie bereits erwähnt, unterscheiden sich die Gründe, warum Menschen in Osteuropa Bargeld in ausländischer Währung halten, von Land zu Land. In Kroatien und Slowenien ist das Hauptmotiv das Halten einer generellen Reserve: 75 % bzw. 55 % der Befragten gaben das Reservemotiv als das wichtigste an. Das Motiv, Transaktionen im Ausland durchführen zu können, ist hingegen bei Tschechen, Ungarn und Slowaken am stärksten ausgeprägt. Transaktionen im Inland sind hingegen nur in Kroatien und Ungarn ein nennenswertes Motiv,

und auch dort sind die Nennungen nicht wirklich zahlreich (Grafik 3).

Grafik 3





Die Umfrageergebnisse bezüglich der gehaltenen Beträge sowie der Motive implizieren somit, dass von Währungssubstitution nur in Kroatien und Slowenien (vor der Euro-Einführung) gesprochen werden kann. In den anderen drei in den Umfragen erfassten Staaten sind die gehaltenen Beträge relativ niedrig und werden hauptsächlich für Transaktionen im Ausland verwendet.

Auch wenn inländische Transaktionen nicht das Hauptmotiv sind, so haben doch zwischen 50 % und 63 % der Slowenen, Tschechen und Slowaken, rund 40 % der Ungarn und 30 % der Kroaten bereits Zahlungen in Euro in ihrem Land (während der letzten sechs Monate vor der Umfrage) beobachtet. Dabei dürfte es sich jedoch in der Mehrzahl um Zahlungen von Touristen handeln. Werden die Umfrageteilnehmer nämlich direkt gefragt, ob sie persönlich Zahlungen in Euro getätigt haben, dann liegen die Prozentsätze erheblich darunter. Aber immerhin 15 % der Slowenen und 9 % der Kroaten haben in den sechs Monaten vor der letzten Umfrage (vom November 2006) auch in ihrem Land Zahlungen in Euro getätigt. Die Werte in der Tschechischen Republik und der Slowakei liegen bei 6 %, jene in Ungarn bei 3 %.

Die Ergebnisse der OeNB-Umfrage werden vor allem im Hinblick auf mögliche Motive und das Länderranking von der Eurobarometer-Umfrage der Europäischen Kommission bestätigt. Das auf persönlichen Interviews (Europäische Kommission, 2004) bzw. Telefonumfragen (Europäische Kommission, 2005 und 2006a) basierende Eurobarometer ermittelt – unter anderem – die persönliche Einstellung zum Euro oder auch das persönliche Verhalten im Zusammenhang mit dem Euro, fragt

aber nicht nach der Bargeldhaltung und ist somit als komplementär einzustufen. Unter anderem findet sich das OeNB-Ergebnis, dass nämlich Slowenien betreffend die Verwendung von Euro-Banknoten mit deutlichem Abstand führt, auch in der Umfrage der Europäischen Kommission wieder.

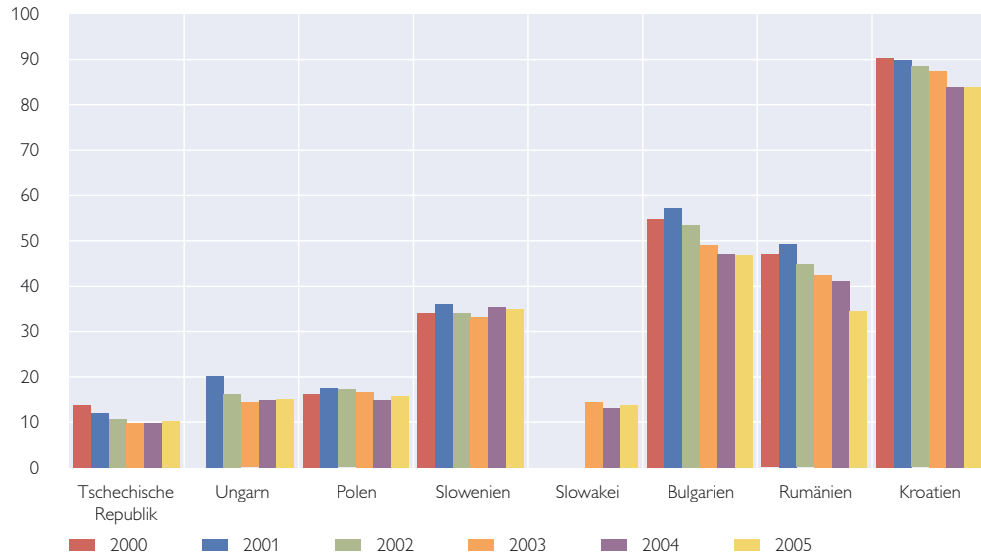
### **3.2 Euro-Spareinlagen: Ausmaß und Motive**

#### **3.2.1 Euro-Spareinlagen gemäß Bankensektordaten**

Der Fremdwährungsanteil der Spareinlagen von privaten Haushalten und Unternehmen lag gemäß aggregierter Bilanzdaten der Geschäftsbanken zum Jahresende 2005 bei 32 % der Gesamteinlagen der untersuchten zentral- und osteuropäischen Länder (ungewichteter Durchschnitt). Die Spanne reichte dabei von 10 % bis 84 % (Grafik 4). Nach einem Anstieg des durchschnittlichen Anteils im Jahr 2001, bedingt durch die Einführung des Euro-Bargelds zum Jahreswechsel 2001/02, ist der Anteil der Fremdwährungseinlagen an den Gesamteinlagen seit 2002 leicht rückläufig. Maßgeblich dafür waren primär ein zunehmendes Vertrauen in die heimischen Währungen, die guten Wachstumsaussichten der zentral- und osteuropäischen Länder und, zum Teil damit verbunden, veränderte Wechselkurs- und Zinserwartungen. Die nach wie vor recht großen Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern können zum Teil durch historische Faktoren erklärt werden (z. B. Hochinflationsperioden in der Vergangenheit, die den Wert von Spareinlagen in lokaler Währung reduzierten) und zum Teil durch Unterschiede im wirtschaftspolitischen Kurs, die sich in unterschiedlichen Zinsdifferenzialen zwi-

**Anteil der Fremdwährungseinlagen an den gesamten Einlagen  
von privaten Haushalten und Unternehmen**

in %; Stand 31. Dezember



Quelle: NZBen, OeNB.

Anmerkung: Die Daten für Kroatien schließen Einlagen ein, die an ausländische Währungen indexiert sind.

schen Einlagen in Lokal- und Fremdwährungen niederschlagen.

### 3.2.2 Euro-Spareinlagen laut OeNB-Umfrage

Spareinlagen in Fremdwährung werden von der OeNB-Umfrage ebenfalls abgedeckt. Länderweise fallen dabei große Unterschiede auf. Während in Kroatien 65% und in Slowenien 57% der Besitzer von Sparguthaben zumindest zum Teil in ausländischer Währung sparen, sind es in der Slowakei, der Tschechischen Republik und in Ungarn nur zwischen 12% und 20%.<sup>8</sup> Diese Umfrageergebnisse stimmen – zumindest das Länderranking betreffend – weitgehend mit den Bankensktordaten überein. So werden der erste Platz von Kroatien und der zweite Platz von Slowenien bestätigt. Die Slowakei, die Tschechische Republik und

Ungarn sind in beiden Erhebungen hingegen weit abgeschlagen.

Die OeNB-Umfrage enthielt bis zum Jahr 2005 eine Frage zur Sicherheit der Spareinlagen. Dabei kann zwischen zwei Gruppen von Ländern unterschieden werden: Jene, in denen die Bevölkerung die Sicherheit von Spareinlagen von vornherein als hoch eingeschätzt hat (Slowakei und Slowenien), und jene, in denen die privaten Haushalte nach anfänglicher Skepsis kontinuierlich Vertrauen in den Bankensektor gewonnen haben (Kroatien, Tschechische Republik und Ungarn). Im Jahr 2002 schätzten z. B. noch weniger als 50% der befragten Kroaten die Sicherheit von Spareinlagen bei Banken als „gut“ oder „sehr gut“ ein, während es Ende 2005 bereits 60% waren. Unabhängig von den Erfahrungen mit diversen Bank- und Währungskrisen spielen

<sup>8</sup> Der Wert für Slowenien dürfte aufgrund begrifflicher Abgrenzungsprobleme in der Umfrage überschätzt sein.



hier offensichtlich noch persönliche Merkmale der Befragten eine Rolle. Private Haushalte ohne Spareinlagen sehen die Rolle der Banken besonders kritisch, jene mit Fremdwährungseinlagen sehen die Banken tendenziell in einem eher günstigen Licht.

Halten private Haushalte, die hohe Inflationsraten oder auch eine Abwertung der nationalen Währung erwarten, mehr Bargeld bzw. Spareinlagen in Fremdwährung im relativ stärkeren Euro? Interessanterweise lassen sich solche Motive höchstens in der Tschechischen Republik und der Slowakei nachweisen. In den anderen Ländern ist hier kein Zusammenhang feststellbar, das heißt Inflationserwartungen beeinflussen das Halten von Fremdwährung nicht. Das gleiche Ergebnis erhält man – mit Ausnahme der Tschechischen Republik – für Wechselkursenerwartungen. Für alle anderen Länder gilt eher der Umkehrschluss, das heißt, je eher jemand eine Abwertung der nationalen Währung erwartet, umso eher hält er nationale Währung.

Wie lässt sich dieses Verhalten erklären? Zum einen kann man die Vermutung anstellen, dass Tradition und die damit verbundene Persistenz eine wichtige Rolle spielen. Zum anderen könnte man argumentieren, dass (neben Wechselkursenerwartungen) auch Zinsdifferenziale die Devisenhaltung entscheidend beeinflussen (Kapitel 2). Nachdem die OeNB-Umfrage den Aspekt der Zinsdifferenziale aber nicht abdeckt, lassen sich zu diesem Punkt keine endgültigen Aussagen treffen. Schließlich ist auch noch zu bedenken, dass Inflationserwartungen, für sich genommen, keinen Einfluss auf die Entscheidung betreffend das Halten von ausländischer Währung haben sollten, da in diesen

Erwartungen allfällige Hysterese-Elemente bereits enthalten sind. Der Wirkungskanal, über den Inflation das Halten von ausländischer Währung beeinflusst, ist somit primär die historisch bedingte Persistenz, die – wie zuvor argumentiert – in den Nachfolgestaaten des früheren Jugoslawien am stärksten ausgeprägt ist.

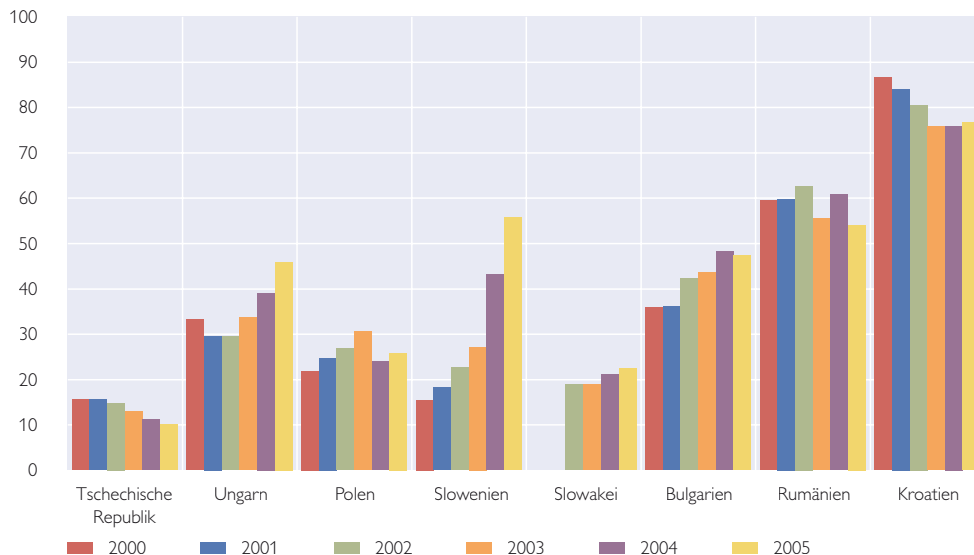
### 3.3 Euro-Kredite: Ausmaß und Motive

Auf der Kreditseite ist die Verwendung von Fremdwährungen seitens privater Haushalte und Unternehmen insgesamt deutlich höher als bei Spareinlagen. Im ungewichteten Durchschnitt lag der Anteil der Fremdwährungskredite an den Gesamtkrediten per Jahresende 2005 bei 42%, wobei die Spanne von 10% in der Tschechischen Republik bis 77% in Kroatien reichte (Grafik 5). Diese Länderunterschiede dürften zum Teil historisch, zum Teil wirtschaftspolitisch bedingt sein.

Seit 2004 ist eine kontinuierliche Zunahme der Fremdwährungskreditanteile an den Gesamtkrediten an private Haushalte und Unternehmen zu beobachten. War der Anteil in den Jahren davor relativ stabil, so stieg er seitdem von 37% auf 42%. Dies ist vor allem auf drastische Anstiege in Slowenien, aber auch in Ungarn, zurückzuführen. In Slowenien hat sich der Anteil der Fremdwährungskredite zwischen Ende 2003 und Ende 2005 auf 56% verdoppelt und ist im Verlauf des ersten Halbjahres 2006 weiter gestiegen. Hier dürften vor allem die Perspektive, dem Euroraum beizutreten, und letztlich Maßnahmen im Vorfeld der Währungsumstellung eine Rolle gespielt haben (Gruber und Ritzberger-Grünwald, 2005).

**Anteil der Fremdwährungskredite an den gesamten Krediten  
an private Haushalte und Unternehmen**

in %; Stand 31. Dezember



Quelle: NZBen, OeNB.

Anmerkung: Die Daten für Kroatien schließen Kredite ein, die an ausländische Währungen indiziert sind.

### 3.4 Denominierung von Fremdwährungseinlagen und -krediten

Der bei weitem größte Teil der Fremdwährungseinlagen und -kredite in den acht beobachteten Ländern ist in Euro denominiert, allerdings gibt es nicht für alle Länder umfassende Informationen über die Währungsstruktur. Die vorhandenen Daten lassen jedoch erkennen, dass der Euro in den letzten Jahren generell und primär zulasten des US-Dollar an Terrain gewonnen hat. Dies hat offensichtlich mit einer im Zeitablauf verstärkten währungspolitischen Orientierung am Euro in vielen Ländern und – genereller – mit der Integration der beobachteten Länder in die EU zu tun. Bemerkenswert ist, dass in Ungarn bei den Fremdwährungskrediten neben dem Euro auch der Schweizer Franken (CHF), dessen Anteil sich seit 2004 massiv erhöht hat, eine zentrale Rolle spielt. Dies

scheint zum einen auf angebotsseitige Faktoren zurückzuführen zu sein. Zum anderen stellen die hohen Zinsen des ungarischen Forint sicher auch auf Kreditnehmerseite einen besonderen Anreiz dar, nach vermeintlich günstigeren Finanzierungsinstrumenten Ausschau zu halten, wobei CHF-Instrumente in den letzten Jahren besonders niedrig verzinst waren. Neben Ungarn hat sich der Anteil der an private Haushalte vergebenen CHF-Kredite auch in Kroatien und Polen zuletzt deutlich erhöht.

Bei dieser Analyse ist schließlich auch zu beachten, dass in einigen südosteuropäischen Ländern Einlagen und Kredite in nationaler Währung teilweise fremdwährungsindexiert sind. Bei Krediten sind solche Indexierungen, die zumeist gegenüber dem Euro vorgenommen werden, in der Regel weiter verbreitet als bei

Spareinlagen. Unter den beobachteten Ländern sind indexierte Instrumente in erster Linie in Kroatien bedeutend, wo sie Ende 2005 rund 13 % der Gesamteinlagen und knapp 67 % der gesamten Kredite privater Haushalte und Unternehmen ausmachten.<sup>9</sup>

## **4 Wirtschaftspolitische Fragestellungen und Implikationen der Euro-Verwendung in Zentral- und Osteuropa**

### **4.1 Auswirkungen auf den Zentralbankgewinn**

Aus Sicht der nationalen Zentralbanken hat die Verwendung von ausländischen Banknoten und Münzen zur Folge, dass die mit der Bargeldschöpfung verbundenen Erträge – die sogenannte Seigniorage – reduziert werden oder ganz versiegen. Im Gegenzug vergrößert sich der Zentralbankgewinn jener Geld ausgebenden Institution, deren Banknoten und Münzen vermehrt verwendet werden und deren Geldmengenumschlag daher zwangsläufig steigt (Schobert, 2001). Dem stehen höhere Kosten bei der Bargeldlogistik gegenüber, die vor allem bei der Rücknahme alter Banknoten anfallen. Aufgrund der geografischen Nähe fallen diese Kosten vor allem in der OeNB und ihren Zweiganstalten an, die oft erste Anlaufstelle für die Bargeldtransporte aus den zentral- und osteuropäischen Ländern sind (Schautzer, 2006).

### **4.2 Auswirkungen auf die geldpolitische Transmission**

Währungssubstitution wirkt sich weiters auf die Effektivität der geldpolitischen Instrumente aus. So be-

steht ein Zusammenhang zwischen der Verbreitung von Fremdwährungseinlagen und -krediten und der Wirksamkeit der Geldpolitik über den Zinskanal, da die Zentralbank durch ihre Zinspolitik nur die Entwicklung von Einlagen und Krediten beeinflussen kann, die in inländischer Währung denominiert sind. Dazu kommt, dass der Zinskanal wegen der in den meisten Fällen nach wie vor relativ geringen Finanzmarkttiefe an sich bereits relativ schwach ist. Durch eine hohe Währungssubstitution bei Einlagen und Krediten wird dieser Effekt noch verstärkt, der Zinskanal daher tendenziell noch weniger wirkungsvoll. Die Geldpolitik muss daher primär über andere Kanäle wirken bzw. durch andere Politikbereiche verstärkt unterstützt werden, damit makroökonomische Stabilität auf Dauer erreicht werden kann.

### **4.3 Auswirkungen auf die Finanzmarktstabilität**

Eine starke Verbreitung von Fremdwährungsinstrumenten, insbesondere von Fremdwährungskrediten, ist potenziell problematisch für die Finanzstabilität der betroffenen Länder (EZB, 2006b). Dies ist vor allem dann der Fall, wenn die Kreditnehmer keine Fremdwährungseinnahmen haben bzw. sich nicht gegen Wechselkursänderungen absichern. Beides trifft insbesondere für private Haushalte und Klein- und Mittelbetriebe zu. Solche Kreditnehmer können bei Wechselkursturbulenzen in Solvenzprobleme geraten, was wiederum ein indirektes Kreditrisiko für die Banken darstellt, die diese Kredite vergeben haben. Für die Zentralbank heißt dies oft, dass die Stabili-

<sup>9</sup> In den Grafiken sind die indexierten Einlagen bzw. Kredite, unter anderem zur besseren Vergleichbarkeit, bereits in die Fremdwährungsinstrumente eingerechnet.

sierung des Wechselkurses der Lokalgeldwährung gegenüber dem Euro nicht nur aus makroökonomischen, sondern vor allem auch aus finanzstabilitätsbezogenen Überlegungen zum wichtigsten Politikziel wird. Somit ist in Volkswirtschaften mit einer hohen Währungssubstitution nicht nur der Zinskanal schwach, sondern es fällt auch der Wechselkurs als Politikinstrument weitgehend oder ganz weg.

#### 4.4 Auswirkungen auf die Konjunktur

Schließlich ist zu beachten, dass mit einem erheblichen Teil der Fremdwährungskredite in den zentral- und osteuropäischen Ländern die Begründung von Wohnungseigentum finanziert wird. Es ist anzunehmen, dass Kreditnehmer in diesem Segment alles daran setzen werden, ihre Kredite zu bedienen, um in ihren Häusern und Wohnungen wohnhaft bleiben zu können. Das verringert zwar die zuvor diskutierten Finanzstabilitätsrisiken, bedeutet aber auch, dass die Volatilität des Privatkonsums in diesen Ländern aller Voraussicht nach zunimmt bzw. höher ist als in Ländern, wo die Fremdwährungsfinanzierung von Wohnraum gering(er) ist. Dies hat Auswirkungen auf den Konjunkturzyklus und damit auch auf die Synchronisation der Konjunkturzyklen zwischen den zentral- und osteuropäischen Ländern und den (anderen) EU-Mitgliedstaaten.

#### 4.5 Auswirkungen auf einen künftigen Beitritt zum Euroraum?

Für die Beurteilung der Beitrittsreife zur Währungsunion ist die faktische Verwendung von Euro-Bargeld bzw. Euro-denominierten Einlagen und Krediten nicht direkt relevant, da die Europäische Zentralbank (EZB) bzw. das Eurosystem gegenüber der De-facto-Verwendung des Euro in Drittstaaten eine neutrale Position einnehmen.<sup>10</sup> Folgerichtig wurde der hohe und stark steigende Anteil der Fremdwährungskredite in Slowenien in den Konvergenzberichten der EZB und der Europäischen Kommission vom Mai 2006 nicht thematisiert. Ganz anders ist die Position der EZB bzw. des Eurosystems, wenn es um die einseitige Einführung des Euro als gesetzliches Zahlungsmittel geht („De-jure-Euroisierung“), die allerdings in keinem der beobachteten Länder auf der politischen Tagesordnung steht. Eine derartige einseitige Einführung der gemeinsamen Währung außerhalb des im EG-Vertrag festgelegten Rahmens würde den wirtschaftlichen Überlegungen, die der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) zugrunde liegen, widersprechen. Die WWU sieht die Einführung des Euro als letzten Schritt eines strukturierten Konvergenzprozesses innerhalb eines multilateralen Rahmens vor. Die im EG-Vertrag vorgesehenen Stufen der Euro-Einführung können daher nicht mittels

<sup>10</sup> Diese Politik der neutralen Haltung gegenüber der Verwendung des Euro in Drittländern haben EZB/ESZB seit ihrer Gründung verfolgt. Siehe Duisenberg (1998): „The ESCB will take a neutral stance towards an international role of the euro. It will neither hinder nor deliberately encourage the development of this role, but will rather leave this to market forces.“

einer einseitigen „Euroisierung“ umgangen werden.<sup>11</sup> In diesem Zusammenhang kann ergänzend angemerkt werden, dass auch ökonomische Überlegungen gegen eine einseitige Übernahme des Euro als gesetzliches Zahlungsmittel sprechen.<sup>12</sup>

## 5 Resümee

Ungeachtet der in den letzten zwei bis drei Jahren beobachtbaren Verlangsamung der Erweiterung der Währungsunion nach Osten ist der Euro in Zentral- und Osteuropa bereits heute allgegenwärtig. Die Ergebnisse zeigen, dass die unterschiedlichsten Motive die Entscheidung für den Euro bestimmen. Geografische Nähe, gepaart mit enger wirtschaftlicher Verflochtenheit, Risikominimierung und Tradition, sind die entscheidenden Determinanten einer Bargeldhaltung in Euro. Die Ersparnisbildung und Kreditaufnahme in Euro sind auf ähnliche Überlegungen zurückzuführen. Zusätzlich dürften volkswirtschaftliche Determinanten, wie Inflations- und Wechselkurs erwartungen, die sich beide in der Zinsdifferenz widerspiegeln, aufgrund der deutlich aktiveren Entscheidung der privaten Haushalte eine größere Rolle spielen.

Fest steht, dass es betreffend das Ausmaß der Währungssubstitution große Unterschiede zwischen den einzelnen in diesem Beitrag beobachteten Ländern gibt. Sowohl bei Spar-

einlagen als auch bei Krediten liegt Kroatien im Beobachtungszeitraum mit Abstand in Führung, bei der Bargeldhaltung im Spitzenfeld. Wahrscheinlich treffen auf Kroatien die meisten der möglichen Motive zu: Tradition der D-Mark bzw. des Schilling, Risikominimierung; dazu kommt – wie in den meisten anderen zentral- und osteuropäischen Ländern – ein hoher Anteil ausländischer Banken, die entweder aktiv werben oder denen eine hohe Kompetenz bei Geldgeschäften in fremder Währung zugeschrieben wird.

Abschließend kann festgestellt werden, dass es sich bei der Euroisierung in zentral- und osteuropäischen Ländern um ein vorübergehendes Phänomen handelt. Schließlich sind alle EU-Mitgliedstaaten durch den EU-Vertrag verpflichtet, den Euro einzuführen. Damit ist es eine Frage der Geschwindigkeit der EU-Erweiterung bzw. des Konvergenzprozesses selbst, wann der Euro in diesen Ländern gesetzliches Zahlungsmittel sein wird. Slowenien hat diesbezüglich eine Vorreiterrolle übernommen und als erster der neuen EU-Mitgliedstaaten am 1. Jänner 2007 den Euro als gesetzliches Zahlungsmittel eingeführt. Wie schnell und in welcher Reihenfolge die anderen zentral- und osteuropäischen Länder diesem Beispiel folgen werden, wird die Zukunft zeigen.

<sup>11</sup> Siehe EZB (2003).

<sup>12</sup> Siehe Backé und Wójcik (2002).

## Literaturverzeichnis

- Backé, P. und C. Wójcik. 2002.** Unilateral Euroisation: A Suitable Road Towards Joining the Euro Area for Central and Eastern European EU Accession Countries? In: Sepp, U. und M. Randveer (Hrsg.). *Alternative Monetary Regimes in Entry to EMU*. Tallinn: Eesti Pank.
- Backé, P. und T. Zumer. 2005.** Developments in Credit to the Private Sector in CEE EU Member States: Emerging from Financial Repression – A Comparative Overview. In: *Focus on European Economic Integration 10(2)*. Wien: OeNB. Dezember.
- Backé, P. und Z. Walko. 2006.** Bank Intermediation in South-Eastern Europe: Depth and Structure. In: *Focus on European Economic Integration 11(2)*. Wien: OeNB. Dezember.
- Backé, P., T. Reininger und Z. Walko. 2006.** Hauptmerkmale der jüngsten Entwicklungen des Bankensektors in ausgewählten südosteuropäischen Ländern: Eine länderübergreifende Perspektive. In: *Finanzmarktstabilitätsbericht 11*. Wien: OeNB. Juni.
- Calvo, G. und C. Végh. 1992.** Currency Substitution in Developing Countries: An Introduction. IWF Working Paper 92/40.
- Cuthbertson, K. und D. Nitzsche. 2005.** *Quantitative Financial Economics – Stocks, Bonds and Foreign Exchange*. 2<sup>nd</sup> Edition. John Wiley & Sons Ltd.
- Duisenberg, W. 1998.** The International Role of the Euro and the ESCB's Monetary Policy. Statement at the European Banking Congress. Frankfurt am Main. 20. November.
- Europäische Kommission. 2004.** Introduction of the Euro in the New Member States. Wave 1. Oktober.
- Europäische Kommission. 2005.** Introduction of the Euro in the New Member States. Wave 2. November.
- Europäische Kommission. 2006a.** Introduction of the Euro in the New Member States. Wave 3. Juni.
- Europäische Kommission. 2006b.** Second EU Survey on Workers' Remittances from the EU to Third Countries.
- EZB. 2003.** Grundsatzposition des EZB-Rats zu Wechselkursfragen in Bezug auf die beitretenden Staaten. Frankfurt am Main. 18. Dezember.
- EZB. 2005.** Review of the International Role of the Euro. Frankfurt am Main. Dezember.
- EZB. 2006a.** International Relations Committee, Task Force Enlargement. Macroeconomic and Financial Stability Challenges for Acceding and Candidate Countries. Occasional Paper 48. Frankfurt am Main. Juli.
- EZB. 2006b.** EU Banking Sector Stability Report. November.
- EZB. 2007.** Review of the International Role of the Euro. Frankfurt am Main. Erwarteter Publikationszeitraum: erstes Halbjahr.
- Feige, E. L., V. Sosic, M. Faulend und V. Sonje. 2002.** Unofficial Dollarization in Latin America: Currency Substitution, Network Externalities and Irreversibility. In: Dean, J. W., D. Salvatore und T. Willett (Hrsg.). *Dollarizing the Americas*. New York: Oxford University Press.
- Feige, E. L. 2003.** The Dynamics of Currency Substitution, Asset Substitution and De facto Dollarization and Euroization in Transition Countries. *Comparative Economic Studies*. Herbst.
- Fischer, B., P. Köhler und F. Seitz. 2004.** The Demand for Euro Area Currencies: Past, Present and Future. EZB Working Paper 330.
- Giovanni, A. und B. Turtelboom. 1992.** Currency Substitution. NBER Working Paper W4232. Dezember.



- Gruber, T. und D. Ritzberger-Grünwald. 2005.** The Euro Changeover in the New Member States – A Preview. In: Focus on European Economic Integration 1. Wien: OeNB.
- IWF. 2006.** Republic of Croatia: Third Review Under the Stand-By Arrangement – Staff Report and Press Release on the Executive Board Consideration. IWF Country Report 06/346. Washington D.C. Oktober.
- Levy Yeyati, E. 2005.** De jure Dollarization and Euroization. In: Liebscher, K., J. Christl, P. Mooslechner und D. Ritzberger-Grünwald (Hrsg.). European Economic Integration and South-East Europe – Challenges and Prospects. Edward Elgar.
- Mourmouras, A. und S. Russell. 2000.** Smuggling, Currency Substitution and Unofficial Dollarization: A Crime-Theoretic Approach. IWF Working Paper 00/176.
- OECD. 2006.** International Migration Outlook.
- Schautzer, A. 2006.** Banknote Migration in the CENTROPE Region. In: New Regional Economics in Central European Economies: The Future of CENTROPE. Proceedings of OeNB Workshops 9. Wien: OeNB.
- Schobert, F. 2001.** Seigniorage: An Argument for a National Currency? CEPS Working Document 174. Oktober.
- Sepp, U. und M. Randveer. 2002.** Alternative Monetary Regimes in Entry to EMU. Tallinn: Eesti Pank.
- Stix, H. 2001.** Survey Results about Foreign Currency Holdings in Five Central and Eastern European Countries. CESifo Forum 3. 41–48.
- Stix, H. 2002.** The Euro in Central and Eastern Europe – Survey Evidence from Five Countries. CESifo Forum 3. 28–33.
- Stix, H. 2004.** Foreign Currency Demand Since 2002 – Evidence from Five Central and Eastern European Countries. CESifo Forum 4. 19–24.
- Weltbank. 2005.** Global Economic Prospects 2006. Washington D.C.
- Winkler, A. 2005.** Lessons from Sustained Cases of Official Dollarization/Euroization. In: Liebscher, K., J. Christl, P. Mooslechner und D. Ritzberger-Grünwald (Hrsg.). European Economic Integration and South-East Europe – Challenges and Prospects. Edward Elgar.