Oesterreichische Nationalbank

Berichte und Studien

1 / 2003

Medieninhaber (Verleger), Herausgeber und Hersteller:

Oesterreichische Nationalbank
1090 Wien, Otto-Wagner-Platz 3

Für den Inhalt verantwortlich:

Wolfdietrich Grau, Sekretariat des Direktoriums/Öffentlichkeitsarbeit

Unter Mitarbeit von:

Benedikt Braumann, René Dell'mour, Ralf Dobringer, Gerhard Fenz, Matthias Fuchs, Klaus Gugler, Andrea Hofer, Ingrid Haar-Stöhr, Franz R. Hahn, Peter Mooslechner, Margarita Schandl-Greyer, Martin Schneider, Helene Schuberth, Martin Schürz, Maria Antoinette Silgoner, Martin Spitzer, Christine Stecyna, Engelbert Stockhammer, Maria Teresa Valderrama, Patricia Walter, Isabel Winkler, Robert Zorzi

Redaktion:

Brigitte Alizadeh-Gruber, Karin Fischer, Susanne Pelz
Abteilung für volkswirtschaftliche Analysen
1090 Wien, Otto-Wagner-Platz 3

Grafische Gestaltung:

Peter Buchegger, Sekretariat des Direktoriums/Öffentlichkeitsarbeit

Layout und Satz:

Walter Grosser, Hausdruckerei

Druck und Herstellung:

Oesterreichische Nationalbank, Hausdruckerei

Papier:

Salzer Demeter, 100% chlorfrei gebleichter Zellstoff, säurefrei, ohne optische Aufheller

Verlags- und Herstellungsort:

1090 Wien, Otto-Wagner-Platz 3

Rückfragen:

Oesterreichische Nationalbank, Sekretariat des Direktoriums/Öffentlichkeitsarbeit
1090 Wien, Otto-Wagner-Platz 3
Postanschrift: Postfach 61, 1011 Wien
Telefon: 01/404 20 DW 6666
Telefax: 01/404 20 DW 6696

Nachbestellungen:

Oesterreichische Nationalbank, Dokumentationsmanagement und Kommunikationsservice
1090 Wien, Otto-Wagner-Platz 3
Postanschrift: Postfach 61, 1011 Wien
Telefon: 01/404 20 DW 2345
Telefax: 01/404 20 DW 2398

Internet:

http://www.oenb.at

DVR 0031577

Wien 2003

Inhalt

Impressum 2
Editorial 6

Wirtschaftliche Entwicklung in der Währungsunion und in der EU
Wirtschaftliche Entwicklung im Euroraum und in der EU 12
Konjunkturelle Entwicklung in Österreich 20
Zusammenarbeit im ESZB und europäische Integration 31

Monetäre Entwicklung in Österreich
Geschäftstätigkeit und Ertragslage der in Österreich tätigen Kreditinstitute im Jahr 2002 42
Zahlungsbilanz in den ersten drei Quartalen 2002 57
Portfolioposition Österreichs im dritten Quartal 2002 78

Internationale Wirtschaft
Entwicklungen in ausgewählten Industrieländern außerhalb der EU 84
Zusammenarbeit im internationalen Währungs- und Finanzsystem 96

Studien „Finance for Growth“
Finance for Growth, Finance and Growth, Finance or Growth . . .?
Drei Erklärungsansätze zum Konnex zwischen den Finanzmärkten und der Realwirtschaft 100

Ökonomisch betrachtet stand das 20. Jahrhundert ausgeprägt im Zeichen der – von Kindleberger (1984) eindrucksvoll dokumentierten – Entwicklung der Finanzmärkte. Aus der Fülle von Material zum Thema „Finance and Growth“, dem Schwerpunktthema dieser Ausgabe von „Berichte und Studien“, greift diese einführende Studie drei Aspekte heraus, die im Hinblick auf wirtschaftspolitische Schlussfolgerungen relevant sind und die aktuelle Fachdiskussion fokussieren: Erstens die Frage „Does finance matter?“, zweitens die Frage nach den Schlüsselfunktionen und Hauptcharakteristika von Finanzmarkttransaktionen und schließlich – unverändert aktuell – das Problem, welchem Finanzmarktsystem der Vorzug zu geben wäre. Die Studie kommt zum Schluss, dass ein Finanzmarktsystem aus makroökonomischer Sicht vor allem funktional effizient sein muss. Die Faktoren, die im Finanzierungskreislauf bestimmend sind, beeinflussen das potenzielle Investitionsniveau und den potenziellen Wachstumspfad einer Volkswirtschaft. Aus den verschiedenen historischen, wirtschaftspolitischen und finanzmarktpolitischen Perspektiven zeichnet sich ein klarer Trend zu einem Paradigmenwechsel ab, und zwar in Richtung einer makroökonomischen Theorie, in der die Finanzmärkte und ihre Effekte auf die Realwirtschaft einen zentralen Analysebestandteil darstellen.

Aktienmärkte, Shareholder Value und Investitionen 121

Diese Studie untersucht die Auswirkungen der Aktienmärkte auf die Unternehmensinvestitionen. Neben den direkten Finanzeffekten werden verschiedene indirekte Mechanismen, wie z. B. die Allokation der Investitionen, der Einfluss auf die Bilanzen und Stabilität des Finanzsystems, die Beeinflussung des Konsums durch den Vermögenseffekt sowie Corporate-Governance-Effekte beschrieben und diskutiert. Eingehender werden vor allem der intuitiv besonders ansprechende direkte Effekt und der indirekte Corporate-Governance-Effekt behandelt. Die Ergebnisse empirischer Untersuchungen über den Finanzierungseffekt sind überraschend, aber eindeutig: Die Aktienbörsen spielen bei der Finanzierung von Investitionen nur eine geringe Rolle, und die Investitionstätigkeit reagiert auf Fluktuationen der Aktienkurse – wenn überhaupt – nur schwach. In jüngster Zeit wurde der Einfluss von Veränderungen in der Corporate Governance deutlich. Dazu stellt dieser Beitrag ein postkeynesianisches Modell vor und stellt Ergebnisse vor, denen zufolge mehr Einfluss der Aktionäre zu einem Rückgang der Investitionen geführt haben könnte.

Finanzmarktentwicklung und Wachstumsschwankungen in den OECD-Ländern 140

Gegenstand dieser Studie ist die empirische Analyse der Beziehung zwischen der Entwicklung des Finanzsektors und den Schwankungen des Wirtschaftswachstums. Konkret wird untersucht, ob von Aktienmärkten ein direkter, verstärkender Effekt auf gesamtwirtschaftliche Wachstumsschwankungen ausgeht. Aufbauend auf theoretischen Arbeiten zweier unterschiedlicher Forschungsansätze wird darüber hinaus die Rolle der Finanzmärkte bei der Ausbreitung realer und monetärer Schocks analysiert. Anhand von Paneldaten für 22 OECD-Länder für den Zeitraum 1970 bis 2000 zeigt sich ein robuster, positiver Zusammenhang zwischen der Aktienmarktentwicklung und dem Ausmaß der Konjunkturschwankungen. Ferner wirken entwickelte Finanzmärkte offensichtlich verstärkend bei monetären Schocks, jedoch abschwächend bei realen Störungen. In Kombination mit Aktienkursschwankungen erweist sich auch die Größe des Aktienmarktes als relevant.

Wirkt in Europa ein Finanzdezelerator? Eine Analyse für Österreich 161

Diese Studie untersucht die Liberalisierung des österreichischen Finanzsektors und mögliche Gründe für deren Erfolg. Das ehrgeizige Reformprojekt, das Österreich zwischen 1977 und 2000 umsetzte, löste wider Erwarten keine Finanzkrise aus, sondern machte sich vielfach bezahlt. Leider wurde das Beispiel Österreich in der Fachliteratur bisher kaum beachtet. Es könnte nämlich für die internationale Praxis sowie für das Verständnis des geldpolitischen Transmissionsmechanismus wertvolle Anregungen liefern, da erfolgreiche Finanzmarktliberalisierungen selten sind. Diese Studie lässt drei Schlüsse zu: Erstens hat sich eine Strategie vorsichtiger, kleiner Reformschritte bewährt. Dank der Aufgliederung der Reformen in überschaubare Stufen wurden eine Bündelung von Risikofaktoren und das Auftreten spekulativer Blasen verhindert. Zweitens wurde die Reform zeitlich so durchgeführt, dass sie den Konjunkturzyklus stabilisierte. Schließlich dürfte eine Rolle gespielt haben, dass ein großer Bankensektor auch vielschichtiger ist und interne Stabilisatoren entwickelt. In Österreich bewirkte die starke Präsenz von Sparkassen und Genossenschaftsbanken ein leicht antizyklisches Verhalten bei der Kreditvergabe, einen Finanzdezelerator.

Bankenstruktur und Investitionsverhalten in Österreich – Empirische Evidenz 180

Die vorliegende Studie bestätigt, dass das Verhältnis zwischen liquiden Mitteln und Kapital eine wichtige Determinante für die Investitionsnachfrage darstellt. In Anbetracht der Charakteristika des österreichischen Finanzsystems untersucht diese Studie weiters den Einfluss des Hausbankprinzips auf die Investitionstätigkeit einer Stichprobe österreichischer Unternehmen. Demnach spielt das Hausbankprinzip beim Investitionsverhalten offensichtlich eine Rolle, allerdings teils mit anderen Effekten als erwartet. Außerdem beschäftigt sich die Studie mit den Auswirkungen der Bankenstrukturen auf die Investitionsfunktion. Entgegen den Erwartungen und Erkenntnissen in anderen Ländern profitieren kleine Unternehmen stärker von engen Kreditbeziehungen mit einer Großbank.

Corporate Governance, Investitionen und Wachstum 202

Die vorliegende Studie kommt zu dem Schluss, dass das Corporate-Governance-Umfeld einer Firma den Zusammenhang zwischen Investitionen und Cash-Flow beeinflusst, und zwar je nach Identität der kontrollierenden Eigentümer unterschiedlich. Anhand einer Stichprobe österreichischer Nichtfinanzfirmen stellen wir fest, dass familienkontrollierte Unternehmen anscheinend an Finanzierungsrestriktionen leiden, was in einem positiven und robusten Verhältnis zwischen Investitionen und Cash-Flow zum Ausdruck kommt. Staatskontrollierte Unternehmen weisen gleichfalls eine positive und signifikante Sensitivität gegenüber dem Cash-Flow auf, was wir durch das Phänomen der Managerial Discretion (den Ermessensspielraum des Managements) erklären. Bei von Banken kontrollierten Firmen konnten wir keine durch die Höhe des Cash-Flows induzierten Auswirkungen auf die Investitionstätigkeit feststellen. Die Ergebnisse unserer Arbeit sind auch von großem Interesse für den Zusammenhang zwischen Finanzierung und Wachstum: Wir weisen nach, dass manche Firmen unterinvestieren, während andere gleichzeitig überinvestieren. Möglicherweise können besser funktionierende und größere Finanzmärkte durch eine effizientere Beurteilung der Investitionschancen einer Firma das Wirtschaftswachstum positiv beeinflussen.

Podiumsdiskussion: Welches Finanzsystem für Europa? 223

Die im Teil „Studien“ dieses Hefts zum Ausdruck gebrachte Meinung des jeweiligen Autors kann im Einzelfall von der Meinung der OeNB abweichen.

Hinweise

Abkürzungsverzeichnis 231
Zeichenerklärung 232
Kundmachungen der Oesterreichischen Nationalbank 233
Verordnungen der Europäischen Gemeinschaft 234
Übersicht über Berichte, Studien und Sonderdrucke 235
Übersicht der Studien zu Schwerpunktthemen 237
Publikationen der Oesterreichischen Nationalbank 240
Adressen der Oesterreichischen Nationalbank 244

Beilage

Gesamtübersicht über die bisher veröffentlichten Berichte,
Studien, Sonderdrucke und Working Papers

Editorial

Die Fragestellung „Finance for Growth“, das Schwerpunktthema dieser Ausgabe, kann auf zwei Arten verstanden werden. Der eine – empirisch mittlerweile umfassend untersuchte – Ansatz wäre: Hat die Entwicklung des Finanzsektors Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum? Zweitens kann der normativen Frage nachgegangen werden, welche Finanzmarktstruktur beim gegebenen Entwicklungsstand einer Volkswirtschaft für die stärkeren Wachstumsimpulse sorgt. Letzteres wird in der Literatur erst seit kurzem thematisiert, obwohl Ökonomen und wirtschaftspolitische Entscheidungsträger die Vor- und Nachteile bankendominierter und kapitalmarktdominierter Finanzsysteme eigentlich schon über ein Jahrhundert lang diskutieren.

Was den ersten Ansatz betrifft, so kristallisiert sich trotz diverser Probleme in der ökonometrischen Analyse eine Konsensmeinung über die Bedeutung des Finanzsektors im Wachstumsprozess heraus, die auch durch die neueren dynamischen Panelanalyse-Methoden untermauert wird. Allerdings wird in einem Teil der Fachliteratur auch argumentiert, dass hoch entwickelte Finanzmarktsysteme krisenanfälliger sein dürften. Wenn die Finanzmarktregulierung mit der Finanzmarktentwicklung nicht Schritt halten kann, können Krisen entstehen, die das Wachstum dämpfen. Im Zusammenhang mit dem zweiten Ansatz – also der Frage, welche Finanzmarktstruktur stärker wachstumsfördernd wirkt – sind die empirischen Erkenntnisse der Fachliteratur weniger eindeutig. Während sich laut einer aktuellen OECD-Studie in den Industriestaaten die Aktienmarktentwicklung positiv auf das Wirtschaftswachstum ausgewirkt hat (Leahy et al., 2001), erweist sich laut Hahn (2002) der kausale Zusammenhang zwischen der Aktienmarktentwicklung und dem Wachstum als statistisch nicht mehr signifikant, wenn ein Aktienmarktindikator herangezogen wird, der weniger sensibel auf Aktienkurseffekte reagiert.

In dieser Ausgabe sind die bei einem Workshop der Oesterreichischen Nationalbank zum Thema „Finance for Growth“ am 27. Jänner 2003 präsentierten Studien abgedruckt. Die Beiträge reihen sich in die zwei genannten Forschungsrichtungen ein und greifen darüber hinaus neue Fragen zur Finanzmarktentwicklung und zu ihren Auswirkungen auf die Realwirtschaft auf. Der erste Beitrag – von *Peter Mooslechner* zum Thema „Finance for Growth, Finance and Growth, Finance or Growth …? Drei Erklärungsansätze zum Konnex zwischen den Finanzmärkten und der Realwirtschaft“ – behandelt ausgewählte Aspekte, die im Hinblick auf wirtschaftspolitische Schlussfolgerungen besonders relevant sind. Zunächst bietet der Autor einen Überblick über die Wirtschaftsforschung zu Finanzmarktfragen in Gegenüberstellung zu realwirtschaftlichen Fakten und wirtschaftsgeschichtlichen Erkenntnissen. Während in der wirtschaftshistorischen Literatur den Finanzmärkten eine Schlüsselrolle hinsichtlich der Wirtschaftsentwicklung beigemessen wird, ist der Mainstream der Wirtschaftstheorie erst in jüngster Zeit dazu übergegangen, gewisse Finanzmarktturbulenzen in den Modellen zu berücksichtigen, wobei bei weitem nicht alle Finanzmarktkrisen abgedeckt werden. Zweitens wird aufgezeigt, dass sich Finanztransaktionen grundlegend von Transaktionen auf den Gütermärkten unterscheiden und die Funktionsvielfalt der Finanzmärkte so zu verstehen ist, dass die verschiedenen Funktionen einander nicht ausschließen. Drittens weist der Autor auf die Richtung hin, die die Debatte kapitalmarktdominiertes System kontra bankendominiertes System im ausgehenden 20. Jahrhundert

genommen hat. Während die aktuelle Literatur keines der beiden Systeme im Hinblick auf ihren Einfluss auf das Wirtschaftswachstum als überlegen sieht, verlagert sich der Blickwinkel zunehmend auf den generellen Entwicklungsstand des Finanzsektors und dabei auf die Schlussfolgerung, dass sich entwickelte Finanzmärkte positiv auf die gesamtwirtschaftliche Performance auswirken. Der Autor ist der Ansicht, dass sich ein Paradigmenwechsel abzeichnet, in Richtung einer makroökonomischen Theorie, in der die Finanzmärkte und ihre Auswirkungen auf die Realwirtschaft einen zentralen Analysebestandteil darstellen.

Im Mittelpunkt der Studie „Aktienmärkte, Shareholder Value und Investitionen" von *Engelbert Stockhammer* stehen die Auswirkungen der Aktienmärkte auf die Unternehmensinvestitionen. Der Autor untersucht, ob die Entwicklung eines „market for corporate control", also die zunehmende Bedeutung einer kapitalmarktorientierten Unternehmensführung, und die verstärkte Ausrichtung der Managementprioritäten auf die Schaffung von Shareholder Value („Finanzialisierung") das Investitionswachstum geschmälert haben. Die Hypothese, dass die „Finanzialisierung" die Investitionstätigkeit gebremst hat, bestätigt sich für die Vereinigten Staaten und Frankreich sehr deutlich und für das Vereinigte Königreich teilweise, für Deutschland allerdings nicht.

Während sich die empirische Literatur über den Zusammenhang zwischen der Finanzmarktentwicklung und der Realwirtschaft nahezu ausschließlich auf den Einfluss der Finanzmärkte auf das Wirtschaftswachstum konzentriert, ist der Einfluss auf den Konjunkturverlauf bislang wenig erforscht. Mit diesem neuen Forschungsansatz beschäftigen sich zwei weitere Studien in diesem Schwerpunktheft. *Franz Hahn* untersucht den Zusammenhang zwischen „Finanzmarktentwicklung und Wachstumsschwankungen in den OECD-Ländern" für 22 OECD-Länder im Zeitraum 1970 bis 2000, und zwar im Hinblick auf die Rolle, die die Finanzmarktentwicklung bei der Ausbreitung realer und monetärer Schocks hat. Die Analysen bestätigen die Theorie, dass sowohl kapitalmarktdominierte als auch bankendominierte Finanzsysteme monetäre Schocks verstärken, reale Schocks hingegen abfedern. Interessanterweise lassen die vorläufigen Ergebnisse darauf schließen, dass Aktienmärkte destabilisierend auf den Konjunkturverlauf wirken.

Eng mit dieser Thematik verknüpft ist die Fragestellung von *Benedikt Braumann:* „Wirkt in Europa ein Finanzdezelerator? Eine Analyse für Österreich." Im Mittelpunkt dieser Studie steht die Liberalisierung des österreichischen Finanzmarktes, der bis in die späten Siebzigerjahre zu den am stärksten reglementierten in Europa zählte. Dass die Finanzmarktliberalisierung ohne Krisen über die Bühne ging, ist einer Bündelung von Faktoren zu verdanken. Eine Schlüsselrolle spielten der große heimische Bankensektor, der interne Stabilisatoren entwickelte, und die weit verbreitete Finanzierung über die Hausbank, auf Grund derer der Bilanzkanal in Österreich weit weniger ausgeprägt ist.

Maria Teresa Valderrama untersucht in ihrem Beitrag „Bankenstruktur und Investitionsverhalten in Österreich: Empirische Evidenz" die Auswirkungen dieser in Österreich so wichtigen Hausbankbeziehungen auf die Investitionstätigkeit. Mit einem Modell untersucht diese innovative Arbeit den Einfluss von Bankenstruktur, Unternehmensmerkmalen und Kreditbeziehungen. Die Autorin kommt zu dem Schluss, dass sich das Vorliegen einer Hausbankbezie-

hung in der Investitionstätigkeit österreichischer Unternehmen positiv niederschlägt. Die Ergebnisse zum Effekt der Bankenstruktur und der Unternehmensmerkmale sind überraschend: Entgegen den Erwartungen und im Gegensatz zu den Ergebnissen für andere Länder zeigt sich zum Beispiel, dass kleine Firmen stärker von einer engen Kreditbeziehung mit einer Großbank profitieren.

Schließlich untersucht *Klaus Gugler* in seinem Beitrag „Corporate Governance, Investitionen und Wachstum" den Einfluss von Finanzierungsrestriktionen auf die Investitionsentscheidungen von Firmen. Wie bei österreichischen Unternehmen der Zusammenhang zwischen Finanzierung und Wachstum aussieht, hängt laut Gugler stark von der jeweiligen Führungsstruktur ab: Positive Sensitivitäten zwischen Investitionen und dem Cash-Flow sind bei familienkontrollierten Firmen ein Indiz für Finanzierungsrestriktionen und Unterinvestition, bei staatlich kontrollierten Firmen hingegen für den Ermessensspielraum des Managements (Managerial Discretion) und für Überinvestition. Bei bankenkontrollierten Firmen kann der Autor hingegen keinen Einfluss des Cash-Flows auf die Investitionstätigkeit nachweisen.

Den Schlusspunkt des Workshops bildete eine Podiumsdiskussion zum Thema „Welches Finanzsystem für Europa?" Die wesentlichen Ausführungen der Teilnehmer am Podium runden dieses Schwerpunktheft ab. *Engelbert Stockhammer* plädiert dafür, die Finanzsystem-Frage nicht nur auf das Kriterium der funktionalen Effizienz zu reduzieren, sondern auch wirtschaftspolitische Überlegungen mit einzubeziehen. Als wichtige Punkte erwähnt er Verteilungseffekte, die je nach Finanzstruktur unterschiedlich sind, und den Spielraum für die staatliche Wirtschaftspolitik, der in bankendominierten Systemen leichter durchsetzbar sein dürfte. Ähnlich argumentiert *Peter Mooslechner.* Er meint, dass Finanzsysteme auf eine Optimierung multipler Zielsetzungen ausgerichtet sein sollten, wobei die starken regionalen Unterschiede zwischen den einzelnen europäischen Systemen unterschiedliche Lösungen verlangen. So gilt es z. B. in Österreich zu bedenken, dass die historisch gewachsene implizite Risikoallokation zwischen dem Staat, den Finanzmarktakteuren und privaten Investoren offenbar nicht mehr tragfähig ist. Eine neue Lösung muss gefunden werden, die der Multidimensionalität der Funktionen des Finanzsystems gerecht wird. *Franz Hahn* geht davon aus, dass es hinsichtlich der Finanzierungsfunktion keine relevanten Unterschiede zwischen kapitalmarktdominierten und bankendominierten Systemen gibt. Unterschiede gibt es allerdings im Hinblick auf die Art der Risikoallokation und -diversifikation. In beiden Systemen spielt die Führungsstruktur von Unternehmen nach seiner Einschätzung nur eine geringe Rolle, weil die Struktur durch Insider geprägt ist, die zur Instrumentalisierung von Outsidern neigen.

Im Hinblick auf die Determinanten der Finanzmarktentwicklung relativiert *Engelbert Stockhammer* die gängige Ansicht, dass Finanzsysteme als Produkt eines natürlichen Entwicklungsprozesses zu sehen sind, bzw. das Argument von *Franz Hahn,* dass die Transformation zu einem kapitalmarktdominierten Finanzsystem eng mit der Entwicklung der bürgerlichen Gesellschaft zusammenhängt. Natürlich sei das Finanzsystem, so *Engelbert Stockhammer,* sozial gemacht, aber „wenn man wirklich will, kann man das auch ändern."

Helene Schuberth
Martin Schürz

Literaturverzeichnis

Leahy, M., Schich, S., Wehinger, G., Pelgrin, F., Thorgeirsson, T. (2001). Contributions of Financial Systems to Growth in OECD Countries. Paris: OECD Economics Department Working Papers 280.

Hahn, F. (2002). The Finance-Growth Nexus Revisited: New Evidence from OECD Countries. In: WIFO Working Paper 176.

Wirtschaftliche Entwicklung in der Währungsunion und in der EU

Wirtschaftliche Entwicklung im Euroraum und in der EU

Maria Antoinette Silgoner

Redaktionsschluss: 25. März 2003

Wirtschaftswachstum auch im vierten Quartal 2002 verhalten

Die ersten Daten zum Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) im Euroraum im vierten Quartal 2002 bestätigen die Einschätzung der letzten Monate, dass sich das Wirtschaftswachstum im zweiten Halbjahr 2002 nicht im prognostizierten Ausmaß beschleunigt hat. Gegenüber dem Vorquartal ist das reale BIP im vierten Quartal 2002 nur um 0·2% gestiegen (+0·4% im dritten Quartal), gegenüber dem vierten Quartal 2001 lag das Wachstum bei 1·3%.

Während das Wachstum im ersten Quartal 2002 noch hauptsächlich vom Außenbeitrag getragen wurde, kam im zweiten und dritten Quartal eine Verbesserung der Binnennachfrage dazu. Im vierten Quartal 2002 verstärkte sich das Wachstum der Binnennachfrage weiter, während der Außenhandelsbeitrag zurückging. Die Exporte stagnierten gegenüber dem Vorquartal, die Importe stiegen dagegen leicht an.

Der private Konsum zeigte im zweiten Quartal 2002 zum ersten Mal seit dem dritten Quartal 2001 einen Anstieg, der sich im dritten und vierten Quartal fortsetzte. Allerdings lag das Wachstumstempo nach wie vor deutlich unter dem langjährigen Durchschnitt. Dies dürfte neben dem schwächeren Wachstum der verfügbaren Einkommen auch auf ein beeinträchtigtes Verbrauchervertrauen zurückzuführen sein. Die Bruttoanlageinvestitionen sanken auch im vierten Quartal 2002 gegenüber dem Vorquartal, allerdings nur mehr geringfügig. Weiterhin dürften Unsicherheiten über die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung bzw. die insgesamt noch schwache Auftragslage die Investitionsbereitschaft einschränken.

Komponenten des realen BIP im Euroraum

	Prozentanteile	2001	2002	2001		2002			
				3. Quartal	4. Quartal	1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal
	Veränderung zum Vorquartal in %								
Bruttoinlandsprodukt, real	100·0	+1·4	+0·8	+0·1	–0·2	+0·4	+0·3	+0·4	+0·2
Binnennachfrage	98·5	+0·9	+0·2	–0·3	–0·1	+0·0	+0·2	+0·2	+0·4
Konsumausgaben der privaten Haushalte und POoE[1])	56·9	+1·8	+0·6	+0·1	+0·0	–0·2	+0·4	+0·4	+0·4
Konsumausgaben des Staats	20·3	+2·1	+2·5	+0·4	+0·6	+0·8	+1·0	+0·3	+0·5
Bruttoanlageinvestitionen	21·1	–0·6	–2·5	–0·7	–0·9	–0·2	–1·3	–0·2	–0·1
Exporte	31·1	+2·8	+1·2	–0·1	–1·2	+0·2	+1·7	+2·1	+0·0
Importe	29·5	+1·5	–0·3	–1·2	–0·8	–1·0	+1·5	+1·8	+0·6

Quelle: EUROSTAT.
[1]) POoE: Private Organisationen ohne Erwerbszweck.

Weiterhin zurückhaltend zeigt sich die Europäische Kommission (EK) in ihrer Bandbreitenprognose, der zufolge die Wirtschaftsentwicklung im ersten Quartal 2003 in einer Bandbreite von –0·1 bis 0·3% (im Vorquartalsvergleich) moderat ausfallen dürfte. Einen etwas höheren Wert erwartet die OECD in ihrer Interimseinschätzung, nach der das Wachstum im ersten Quartal 2003 0·3% (Bandbreite 0·0 bis 0·6%) betragen soll. Für das zweite Quartal 2003 prognostiziert die EK eine leichte Beschleunigung in Richtung einer Bandbreite von 0·2 bis 0·5%. Die EK betont jedoch, dass die Schätzungen auf Grund der Gefahr eines militärischen Konflikts mit dem Irak mit ungewöhnlich großen Unsicherheiten verbunden sind.

Seit dem Zeitpunkt der Veröffentlichung der Herbstprognosen vom IWF, der OECD und der EK dürfte sich die Einschätzung über die wirtschaftliche Entwicklung verschlechtert haben. Waren im Oktober bzw. November 2002 noch Wachstumsraten von 1˙8 bis 2˙0% für das Jahr 2003 erwartet worden, so wurde von diesen Institutionen zuletzt mehrfach eine Abwärtsrevision der Wachstumsprognosen angekündigt. Vor allem die Unsicherheit über die Schwere und Dauer des Irakkonflikts stellt einen großen Risikofaktor dar. Der IWF hat seine Prognose für den Euroraum für das Jahr 2003 auf 1˙3% nach unten revidiert; für 2004 wird eine konjunkturelle Beschleunigung auf 2˙4% erwartet. Die Consensus-Prognose vom Februar liegt für das Jahr 2003 nur mehr bei 1˙3%, für 2004 wird ein Wachstum von 2˙2% prognostiziert.

Insgesamt zeigt sich das Bild einer sich nach der Stagnation des Jahres 2001 nur sehr langsam wieder erholenden Wirtschaft. Obwohl das Wachstum im ersten Quartal 2003 etwas geringer ausfallen dürfte als im vierten Quartal 2002, wird davon ausgegangen, dass sich der Aufschwung im weiteren Jahresverlauf fortsetzen wird.

Vorlaufindikatoren deuten auf schwaches Wachstum im ersten Quartal 2003 hin

Die letzten verfügbaren Daten zur *Industrieproduktion* im Euroraum senden gemischte Signale. Während die Wachstumsrate bezogen auf den Vorjahresmonat von September 2001 bis September 2002 stetig Rückgänge verzeichnet hatte, lag sie im Oktober 2002 mit 0˙7% erstmals wieder im positiven Bereich. Im November 2002 lag die Jahreswachstumsrate bei 2˙8% und damit so hoch wie seit Beginn des Jahres 2001 nicht mehr, was auf eine Erholung dieses Sektors hindeuten könnte. Allerdings kam es im Dezember 2002 zu einem erneuten Einbruch der Industrieproduktion (–0˙5% zum Vorjahresmonat). Dies könnte zumindest teilweise auch auf einen Kalendereffekt zurückzuführen sein.

Nachdem der *ifo-Geschäftsklimaindex* der gewerblichen Wirtschaft vor allem auf Grund pessimistischer Geschäftserwartungen sieben Mal in Folge gefallen war, hat er sich in den Monaten November 2002 bis Jänner 2003 auf niedrigem Niveau stabilisiert. Im Februar 2003 ist der Indikator dann erstmals seit Mitte 2002 wieder gestiegen. Diese Entwicklung ist in geringerem Ausmaß auf die positiveren Geschäftserwartungen, vor allem aber auf die sprunghafte Korrektur der Einschätzung der aktuellen Geschäftslage zurückzuführen. Getragen wird dieser positive Trend von einer Verbesserung im Großhandel und im verarbeitenden Gewerbe, vor allem aber im Einzelhandel. Einzig im Bauhauptgewerbe kam es zu einer Abwärtsbewegung.

Eine ähnliche Entwicklung wie der ifo-Geschäftsklimaindex zeigen auch der *Industrievertrauensindex* der EK, der *Einkaufsmanagerindex* von Reuters (jeweils für den Euroraum) sowie der *BNB-Index* der belgischen Nationalbank, der als Frühindikator sowohl für die belgische Wirtschaft als auch für die Wirtschaft des Euroraums gilt. Alle drei Indikatoren fielen ab dem Frühsommer 2002, blieben aber über ihren sehr niedrigen Niveaus vom Herbst 2001. Während der Industrievertrauensindex der EK seit Oktober 2002 einen leichten Aufwärtstrend aufwies, der im Jänner und Februar 2003 unterbrochen wurde, sind der Einkaufsmanagerindex im Jänner und der BNB-Index im Februar 2003 erstmals wieder deutlich angestiegen. Allerdings ist es zu früh, daraus eine Trend-

umkehr abzuleiten, da diese Indizes bereits früher temporäre Anstiege gezeigt hatten.

In Summe dürften diese Vorlaufindikatoren auf eine Stabilisierung des Wirtschaftswachstums auf niedrigem Niveau zu Anfang des Jahres 2003 hindeuten. Darüber hinaus könnten erste, vorsichtig positive Signale sichtbar geworden sein.

Noch keine Erholung auf dem Arbeitsmarkt

Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote lag im November und Dezember 2002 bei 8·5%, im Jänner 2003 stieg sie auf 8·6% an. Damit setzte sich der seit dem vierten Quartal 2001 bestehende Trend einer langsam und stetig ansteigenden Arbeitslosenquote fort; gegenüber dem Tiefstwert in den Monaten April bis September 2001 liegt sie nun um 0·6 Prozentpunkte höher.

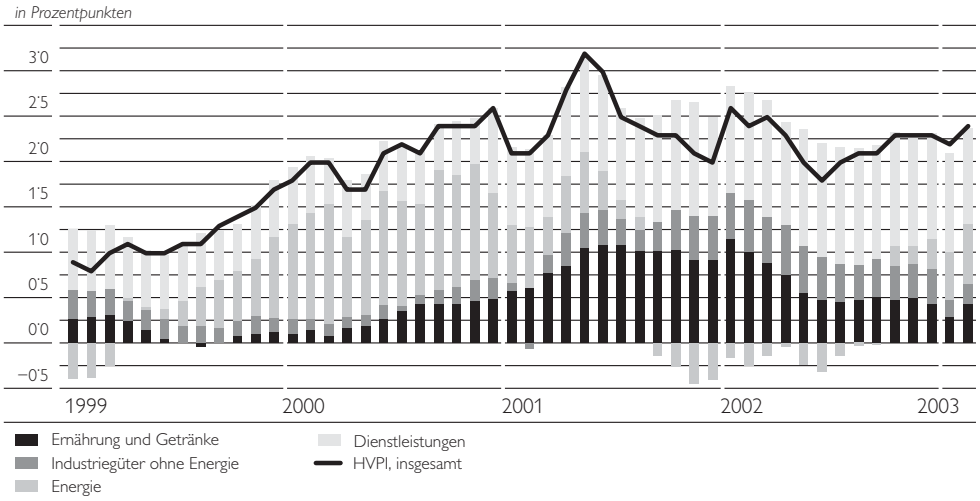
Das Beschäftigungswachstum hat seit dem Beginn der Wachstumsschwäche im vierten Quartal 2000 beständig an Dynamik verloren. Im dritten Quartal 2002 war das Wachstum der Beschäftigung gegenüber dem Vorquartal erstmals rückläufig. Damit zeigen sich auch auf dem Arbeitsmarkt die Auswirkungen der schlechten konjunkturellen Lage. Die Entwicklung der Beschäftigungserwartungen in der Industrie und im Baugewerbe in den letzten Monaten könnte darauf hindeuten, dass die Talsohle des Beschäftigungswachstums im zweiten Halbjahr 2002 erreicht worden ist und sich eine Besserung abzeichnet. Allerdings ist es zu früh, aus diesen ersten positiven Signalen auf eine Trendumkehr zu schließen, zumal im Einzelhandel die Erwartungen noch keine Aufwärtstendenz zeigen. Die Herbstprognosen der wichtigsten internationalen Organisationen (OECD, IWF, EK) gehen übereinstimmend davon aus, dass die Arbeitslosenquote im Jahresdurchschnitt erst im Jahr 2004 wieder leicht fallen wird.

Inflationsrate seit August 2002 über 2%

In den Monaten Oktober 2002 bis Jänner 2003 lag der Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) im Euroraum anhaltend bei 2·2 bis 2·3% (Jänner 2003: 2·2%). Im Februar 2003 stieg die HVPI-Inflationsrate dann auf 2·4% und damit auf das höchste Niveau seit April 2002. Hauptgrund dafür, dass die Inflationsrate weiterhin über 2% verharrte, war die Entwicklung der Teuerungsrate in der Kategorie „Energie". Hatten die Energiepreise zwischen September 2001 und September 2002 ausschließlich und zum Teil deutlich inflationsdämpfend gewirkt, so haben sie seit Oktober 2002 wieder einen inflationssteigernden Effekt. Zuletzt, im Jänner und Februar 2003, war dieser besonders deutlich ausgeprägt.

Die Entwicklung in den Preiskategorien „Unbearbeitete Nahrungsmittel", „Industrielle Güter (ohne Energie)" und „Dienstleistungen" war im Jänner und Februar 2003 von Basiseffekten geprägt. In diesen Kategorien waren zu Jahresanfang 2002 deutliche Anstiege der Teuerungsraten verzeichnet worden, was im ersteren Fall auf ungünstige Wetterbedingungen (im Jänner 2002), in den beiden anderen Fällen auf die limitierten, aber besonders in den ersten Monaten des vergangenen Jahres spürbaren Auswirkungen der Eurobargeldeinführung zurückzuführen war. Auf Grund des Basiseffekts fallen die Preisanstiege in diesen Kategorien nun deutlich geringer aus. Bei den Nahrungsmitteln hat

Komponenten des HVPI: Beiträge zur Inflation



Quelle: EUROSTAT.

sich die Teuerungsrate nach dem niedrigen Wert vom Jänner 2003 im Februar nun wieder normalisiert und war damit für den Anstieg der Inflationsrate um 0˙2 Prozentpunkte mitverantwortlich.

Die Frühjahrsprognose des IWF schätzt die Inflationsrate für das Jahr 2003 auf 1˙9% ein, für 2004 wird eine Teuerungsrate von nur mehr 1˙6% erwartet. Die Projektionen des Eurosystems liegen für das Jahr 2003 mit einer Bandbreite von 1˙3 bis 2˙3% in einem ähnlichen Bereich; für 2004 wird ein Anstieg der Preise um 1˙0 bis 2˙2% erwartet. Die Gründe für die moderaten Inflationsaussichten sind stabile Inflationserwartungen, die Abnahme der indirekten Effekte der vergangenen temporären Schocks (Erdöl, Nahrungsmittel) sowie die nominell-effektive Aufwertung des Euro. Im Jahr 2003 sollten zudem durch ein Anziehen der Arbeitsproduktivität auch die Lohnstückkosten wieder schwächer wachsen. Die Hauptrisiken liegen zunehmend in der Entwicklung des Erdölpreises vor dem Hintergrund des Irakkriegs.

Der seit Ende des Jahres 1999 andauernde Aufwärtstrend der *Kerninflationsrate* hat sich seit Jahresanfang 2002 nicht mehr fortgesetzt. Zwischen Juni und Dezember 2002 ist die Kernteuerung von 2˙6 auf 2˙2% gesunken. Im Jänner 2003 war nochmals eine deutliche Reduktion der Kerninflationsrate auf 2˙0% zu verzeichnen, wozu auch der Basiseffekt im Zusammenhang mit Preissteigerungen infolge der Eurobargeldeinführung beigetragen haben dürfte. Mit dem Auslaufen der indirekten Effekte der Schocks bei den volatilen Preiskomponenten sollte sich der Abwärtstrend der Kerninflationsrate fortsetzen.

Einbruch des Erdölpreises bereits vor US-Militäraktion gegen den Irak

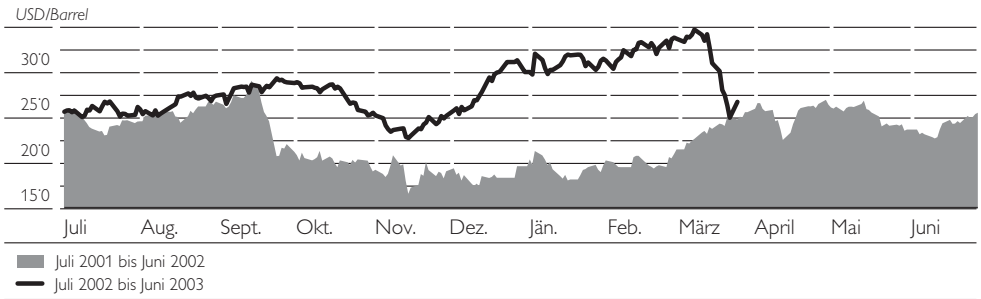
Am 19. Dezember 2002 hat der Preis für ein Barrel Rohöl der Marke Brent erstmals 30 USD überschritten und stieg bis zum 7. März 2003 kontinuierlich auf rund 35 USD an. Ursachen waren die Unsicherheit bezüglich eines Irakkriegs, Lieferengpässe aus Venezuela infolge des zweimonatigen Generalstreiks

sowie ein relativ kalter und somit energieintensiver Winter in den meisten Industrieländern.

Als der Stichtag des US-Ultimatums für Saddam Hussein näher rückte und die Kriegsgefahr stieg, begann der Erdölpreis rapide zu sinken. Ab 13. März 2003 fiel der Barrelpreis um rund 9 USD und erreichte am 21. März 2003 25 USD. Damit hat sich einerseits die Erwartung erfüllt, dass sich der Rohölpreis zunächst rasch mäßigen werde, sobald die Unsicherheit bezüglich des Eintretens eines Kriegs geschwunden ist. Andererseits hat die OPEC nach Kriegsbeginn am 20. März 2003 unverzüglich die temporäre Aufhebung der Förderquoten beschlossen und angekündigt, einer Erdölverknappung massiv entgegenwirken zu wollen. Trotz des im Tagesendergebnis stetigen Preiseinbruchs schwankte die Notierung im Tagesverlauf beträchtlich. So ist der Barrelpreis temporär angestiegen, als Gerüchte über brennende Erdölquellen bekannt wurden. Für die nächste Zeit wird daher mit einer höheren Volatilität des Erdölpreises gerechnet. Am 24. März 2003 lag der Barrelpreis bereits wieder bei rund 27 USD.

Über die Auswirkungen eines länger andauernden Kriegs auf den Rohölpreis gibt es nur Spekulationen. Prinzipiell kann der Irak allein als Exporteur zwar weit gehend ersetzt werden, dennoch wächst die Furcht, dass der gesamte Nahe Osten, auf den drei Viertel der weltweit frei verfügbaren Erdölreserven entfallen, bei einer Ausbreitung des Konflikts als Erdöllieferregion in Mitleidenschaft gezogen werden könnte. Wenn andere arabische Exporteure Lieferprobleme bekommen und die schweren Unruhen in Nigeria, die zuletzt zu massiven Produktionsausfällen geführt haben, weiter anhalten, drohen starke Preisanstiege, zumal die Lagerbestände der Erdölindustrie gering sind. Das könnte die konjunkturelle Erholung bremsen.

Preisentwicklung auf den Spot-Märkten (Brent)



Quelle: Datastream.

Wachstum von M3 im Zeitraum November 2002 bis Jänner 2003 bei 7˙1%

Der Drei-Monats-Durchschnitt der Wachstumsraten der Geldmenge M3 lag in der Periode November 2002 bis Jänner 2003 bei 7˙1% im Vergleich zu 6˙9% in der Vorperiode. Die Jahreswachstumsrate von M3 stieg im Jänner 2003 auf 7˙4% (Dezember 2002: 6˙8%). Das relativ hohe Geldmengenwachstum der vergangenen Monate kann durch eine gestiegene Liquiditätspräferenz auf Grund

erhöhter Unsicherheit auf den Finanzmärkten sowie niedriger Opportunitätskosten der Geldhaltung erklärt werden.

Beim Bargeldumlauf und bei den täglich fälligen Einlagen zeigt sich seit mehreren Monaten die Wirkung des durch die Eurobargeldeinführung verursachten Basiseffekts. Die Wachstumsraten dieser beiden M3-Kategorien (gegenüber dem Vorjahr) sind deutlich negativ korreliert, was den Schluss zulässt, dass die privaten Haushalte wieder vermehrt Bargeld halten. Die Wachstumsrate der Summe der beiden Komponenten, M1, verblieb im Jänner 2003 auf dem hohen Niveau von 9·8%.

Das Wachstum jener Komponenten von M3, die eher der Ersparnis und der Veranlagung zuzuordnen sind (Einlagen mit vereinbarter Laufzeit, Geldmarktfondsanteile/Geldmarktpapiere), hat sich im Jahresverlauf 2002 abgeschwächt. Im Jänner 2003 hat sich dieser Trend nicht fortgesetzt.

Die seit Mitte des Jahres 2000 rückläufige Wachstumsrate der Kredite im Euroraum hat im November 2002 mit 3·9% einen neuen Tiefststand erreicht. Bis zum Jänner 2003 kam es zu einem leichten Anstieg auf 4·2%. Das spiegelt vor allem die Entwicklung der Kreditvergabe (insbesondere Direktkredite) an den privaten Sektor wider, wobei das moderate Kreditwachstum eher nachfrageseitig zu erklären ist. Allerdings gibt es in einigen Staaten des Euroraums, z. B. in Deutschland, mittlerweile gewisse Anzeichen für eine stärkere Zurückhaltung der Banken bei der Kreditvergabe, die mit der geringeren Bonität der Unternehmen begründet wird.

Euro anhaltend stark

Im Verlauf des Dezember 2002 und Jänner 2003 hat der Euro gegenüber dem US-Dollar um rund 9% aufgewertet, Anfang März 2003 zog er nochmals etwas an. Die Stärke des Euro wird allgemein mit einer durch die zunehmenden Spannungen mit dem Irak ausgelösten Schwäche des US-Dollar in Verbindung gebracht, wobei auch Sorgen über das Leistungsbilanzdefizit der USA eine Rolle spielen. Ein weiterer Faktor hinter der Stärke des Euro dürften die im Euroraum im Vergleich zu anderen großen Wirtschaftsräumen relativ hohen nominalen Zinsen sein. Die mit den Kurszuwächsen gegenüber einer Reihe von Währungen verbundene nominell-effektive Aufwertung des Euro sollte mittelfristig über etwas niedrigere Importpreise im Euroraum inflationsdämpfend wirken.

EZB senkt Leitzinssatz um 25 Basispunkte

In der Sitzung am 6. März 2003 beschloss der EZB-Rat eine Leitzinssatzsenkung um 25 Basispunkte. Der Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte und die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität sowie die Einlagefazilität liegen damit bei 2·50, 3·50 bzw. 1·50%.

Bezüglich der ersten Säule wurde betont, dass die dynamische Entwicklung des Geldmengenaggregats M3 großteils auf Portfolioumschichtungen in einem Umfeld großer Unsicherheit zurückzuführen ist. Angesichts der wirtschaftlichen Schwäche ist es unwahrscheinlich, dass sich der Liquiditätsüberhang in naher Zukunft in Inflationsdruck verwandeln wird. Auch das moderate Wachstum der Kredite an den privaten Sektor unterstützt diese Einschätzung.

Die Wirtschaft hat sich zum Jahresende 2002 und Anfang des Jahres 2003 schwach entwickelt, gleichzeitig hat sich der Wachstumsausblick verschlechtert, insbesondere vor dem Hintergrund der geopolitischen Spannungen und der Zunahme des Erdölpreises. Die Entwicklung der Inflationsrate ist zuletzt hauptsächlich vom Trend der Energiepreise geprägt. Unter der Annahme einer Normalisierung dieses Faktors sollten der Effekt der Euroaufwertung auf die Konsumentenpreise sowie das verhaltene Wirtschaftswachstum dazu beitragen, dass die Inflationsrate im Jahresverlauf 2003 wieder unter 2% zurückgeht.

Öffentliche Budgets von konjunktureller Abschwächung geprägt

Infolge der schwachen Konjunktur verschlechterte sich die Lage der öffentlichen Finanzen im Euroraum deutlich. Vor allem die Einnahmen blieben hinter den in den Stabilitätsprogrammen für das Jahr 2002 anvisierten Zielen zurück. Während trotz des wirtschaftlichen Einbruchs einige Länder weiterhin ausgeglichene oder positive Budgetsalden auswiesen, hatten insbesondere Deutschland, Frankreich und Portugal zunehmend Probleme, die im Stabilitäts- und Wachstumspakt vorgesehene 3-Prozent-Grenze für das Defizit einzuhalten. Im Fall Portugals ergab eine Revision im Juli 2002, dass die Defizitquote im Jahr 2001 4·1% des BIP erreicht hatte, auch im Jahr 2002 hat sie die 3-Prozent-Grenze überschritten (letzte Schätzung: 3·4%). In Deutschland wird nach den letzten Schätzungen das Defizit für das Jahr 2002 bei 3·8% des BIP zu liegen kommen. Die EK leitete gegen beide Länder gemäß Art. 104 EG-V das dafür vorgesehene Verfahren wegen eines übermäßigen Defizits ein. Auch Frankreichs Defizitquote dürfte nach jüngsten Zahlen den zulässigen Grenzwert im vergangenen Jahr geringfügig überschritten haben (3·04% nach Regierungszahlen), für 2003 wurde ein Fehlbetrag von 3·4% des BIP angekündigt. Zu Jahresbeginn 2003 war an Frankreich bereits eine Frühwarnung ausgesprochen worden.

Andere EU-Länder

In Dänemark lag die HVPI-Inflationsrate in den letzten Monaten über der Teuerungsrate des Euroraums, im Jänner 2003 verblieb sie mit 2·6% auf demselben Niveau wie im Vormonat. Die Inflationsrate in Schweden stieg auf Grund von Sonderfaktoren sprunghaft von 1·7% im Dezember 2002 auf 2·6% im Jänner 2003 an. Die Preise im Vereinigten Königreich wuchsen im Jänner 2003 nur um 1·4% (Dezember 2002: 1·7%) und damit langsamer als die Preise im Euroraum.

Die Bank of England senkte am 6. Februar 2003 den Leitzinssatz um 25 Basispunkte auf 3·75%. Die Zinssenkung kam für die Märkte überraschend und führte zu leichten Kursabschlägen für das britische Pfund. Begründet wurde die Zinssenkung unter anderem mit dem schwachen Wachstum der Weltwirtschaft, das auf Grund der damit verbundenen geringeren gesamtwirtschaftlichen Nachfrage im Vereinigten Königreich eine Zinssenkung zur Erreichung des Inflationsziels erfordert. Die dänische Notenbank senkte am 7. Februar 2003 ihren Diskontsatz um 25 Basispunkte auf 2·50%, der Repo-Satz blieb dagegen unverändert bei 2·95%. In Schweden kam es im Berichtszeitraum zu keiner Veränderung des Leitzinssatzes.

Bezüglich der realwirtschaftlichen Entwicklung zeigte insbesondere das Vereinigte Königreich ein relativ zum Euroraum sehr dynamisches Wachstum. Dieses lag im dritten Quartal 2002 mit 0·9% zum Vorquartal an der Potenzialwachstumsrate. Dänemark verzeichnete bis zum zweiten Quartal 2002 ebenfalls einen ansteigenden Trend in der Wachstumsrate, im dritten Quartal war sie jedoch negativ. In Schweden schwächte sich die Wachstumsdynamik ähnlich wie im Euroraum ab.

Gerhard Fenz,
Martin Schneider,
Martin Spitzer

Redaktionsschluss:
17. März 2003

1 Überblick

Nachdem sich das Wirtschaftswachstum im Jahr 2001 deutlich abgeschwächt hatte und die österreichische Wirtschaft im zweiten Halbjahr 2001 sogar geschrumpft war, belebte sich die wirtschaftliche Aktivität, von den Nettoexporten getragen, zu Beginn des Jahres 2002 vorübergehend. Dem gesamteuropäischen Bild folgend konnte der im ersten Halbjahr 2002 einsetzende Aufschwung in der zweiten Jahreshälfte jedoch nicht auf die Inlandsnachfrage übertragen werden. Nach den aktuellen Prognosen von OeNB, WIFO und IHS dürfte das reale BIP-Wachstum im Jahr 2002 erneut knapp unter 1% liegen. Die schwache internationale Konjunkturlage – insbesondere bei Österreichs wichtigstem Handelspartner Deutschland – und die extreme Unsicherheit über die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung veranlasste einerseits die Unternehmen ihre Investitionspläne spürbar zu drosseln und andererseits die privaten Haushalte ihren Konsum einzuschränken. Auch vom öffentlichen Konsum ging –

Tabelle 1

Überblick über die wichtigsten Wirtschaftsindikatoren

	3. Quartal 2002	2. Quartal 2002	1. Quartal 2002	3. Quartal 2002	2. Quartal 2002	1. Quartal 2002	2001	2000	1999	1998	1997
	in % zum Vorjahr			*in % zur Vorperiode, SA Trend*			*in % zum Vorjahr*				
Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung											
Bruttoinlandsprodukt, real	0·9	1·0	0·4	–0·1	0·1	0·5	0·7	3·5	2·7	3·9	1·6
Exporte insgesamt, real	2·4	1·7	–0·6	0·7	0·3	0·1	7·4	13·4	8·5	8·1	12·4
Bruttoinvestitionen insgesamt, real	–5·8	–2·8	–8·5	–1·5	–1·4	–1·4	–4·0	2·9	4·2	4·0	3·1
Importe insgesamt, real	–2·3	0·0	–2·6	0·2	–0·5	–0·9	5·9	11·6	9·0	5·7	12·0
Konsumausgaben des Staats insgesamt, real	1·6	1·2	1·5	0·5	0·4	0·4	–0·5	0·0	3·1	2·8	– 1·5
Private Konsumausgaben insgesamt, real	0·9	0·3	0·9	0·1	0·1	0·1	1·5	3·3	2·3	2·7	1·7

	Februar 2003	Jänner 2003	Dezember 2002	November 2002	Oktober 2002	September 2002	4. Quartal 2002	3. Quartal 2002	2002	2001	2000
	in % zum Vorjahr										
Monatsindikatoren											
Produzierender Bereich gesamt, ÖNACE[1]) C-F, Prod. Ind., NSA, 1995 = 100	–	–	– 1·47	0·6	– 1·4	0·6	– 0·8	– 0·4	0·0	0·3	6·9
Produzierender Bereich, Abschnitt: Sachgütererzeugung, ÖNACE[1]) D, Index, NSA,1995 = 100	–	–	2·35	1·7	– 0·8	2·7	1·0	0·6	0·1	0·5	9·9
Handel gesamt – Umsätze, real	–	–	2·53	– 1·5	4·2	6·1	1·7	3·0	1·1	– 2·8	2·7
KFZ-Handel, Reparatur-KFZ, Tankstellen – Umsätze, real	–	–	5·86	– 8·6	2·8	4·2	– 0·4	– 2·2	– 3·5	– 2·1	– 2·1
HVPI – Gesamtindex	–	1·67	1·67	1·7	1·7	1·6	1·7	1·7	1·7	2·3	2·0
	Index										
Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung, SA (Economic Sentiment Indicator)	98·6	98·2	98·2	98·2	98·4	98·0	98·3	97·9	98·1	98·3	99·3
	in % des Arbeitsangebotes										
Arbeitslosenquote, laut Mikrozensus (EU-Definition), Monate, SA	4·1	4·1	4·1	4·1	4·1	4·2	4·1	4·2	4·1	3·6	3·6
Arbeitslosenquote (nationale Definition), insgesamt, SA	–	6·6	7·2	6·8	6·9	7·0	7·0	7·0	6·9	6·1	5·8

Quelle: OeNB.
[1]) ÖNACE = Austrian Statistical Classification of Economic Activities.

bedingt durch die Sparmaßnahmen zur Budgetkonsolidierung – kein wesentlicher Wachstumsimpuls aus. Betrachtet man die Vertrauensindikatoren, so kann noch nicht auf einen bevorstehenden Aufschwung geschlossen werden. Die von der Europäischen Kommission erhobenen Indikatoren haben sich in letzter Zeit zwar leicht verbessert, noch kann aber nicht von einer Trendwende gesprochen werden. Im Februar 2003 stieg der Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung erstmals seit längerer Zeit wieder um 0·4 auf 98·6 Punkte an. Die Ergebnisse des WIFO-Konjunkturtests vom ersten Quartal 2003 weisen auf einen weiteren Rückgang der Konjunktur hin. Eine Verschlechterung der konjunkturellen Lage signalisiert die Entwicklung der Verkaufspreiserwartungen, der Beurteilung der Auftragsbestände, der Beurteilung der Lagerbestände und der Produktionserwartungen.

Der konjunkturellen Abkühlung folgend hat sich der Preisauftrieb im Jahr 2002 im Vergleich zum Vorjahr deutlich verlangsamt. Der Anstieg des HVPI betrug 1·7% (2001:+2·3%). Die höchste Preissteigerung wurde im August mit 2·1% erreicht, danach nahm die Preissteigerung wieder ab und lag im Dezember bei 1·7%. Die Tariflöhne stiegen 2002 gegenüber dem Vorjahr um durchschnittlich 2·4% und liegen damit erstmals seit 1999 wieder deutlich über dem Verbraucherpreisindex. Im Jänner 2003 verringerte sich das nominelle Lohnwachstum auf 2·2%.

Die Lage auf dem österreichischen Arbeitsmarkt wird infolge des konjunkturellen Einbruchs auch im Jahr 2003 angespannt bleiben. Die Zahl der Arbeitslosen stieg im Jänner 2003 im Vergleich zum Vorjahresmonat zum einundzwanzigsten Mal in Folge. Nach nationaler Definition lag die saisonbereinigte Arbeitslosenquote im Jänner 2003 bei 6·6% und damit 0·3 Prozentpunkte unter dem Jahresdurchschnitt 2002. Die Arbeitslosenquote nach EU-Definition betrug im Jänner 2003 4·1% und entsprach damit dem durchschnittlichen Niveau des Vorjahres. Die Arbeitslosenquoten erreichten zuletzt Ende 1998 ähnlich hohe Werte.

2 Industrieproduktion weiter stagnierend

Die österreichische Industrieproduktion erhöhte sich im ersten Halbjahr 2002 gegenüber dem entsprechenden Vorjahreszeitraum um 0·6%. Dies ist vor allem auf den hohen Wert im zweiten Quartal 2002 zurückzuführen. Im zweiten Halbjahr 2002 ging die Industrieproduktion jedoch wieder um 0·6% zurück und bewegt sich damit weiterhin in der seit dem zweiten Quartal 2001 beobachtbaren Stagnationsphase. Besonders ausgeprägt war die Wachstumsschwäche im vierten Quartal 2002 mit einem Minus von 0·8%. Insgesamt blieb die Industrieproduktion im Jahr 2002 auf dem Niveau des Jahres 2001.

Analysiert man die Entwicklung der einzelnen Branchen und Verwendungskategorien, so zeigt sich, dass besonders der Hochbau (–3·2%) und die Produktion langlebiger Konsumgüter (–7·3%) zu diesem schlechten Ergebnis beigetragen haben. Von den Güterkategorien fiel die Produktionssteigerung bei den Sachgütern im Jahr 2002 mit 0·1% nur geringfügig höher aus als im Vorjahr. Das Bauwesen schränkte die Produktion um 0·8% ein. Um 1·2% ausgeweitet werden konnte die Produktion kurzlebiger Konsumgüter. Angesichts der derzeitigen Datenlage können noch keine eindeutigen Schlüsse in Bezug auf eine bevorstehende Beschleunigung des Produktionswachstums gezogen werden.

Im wichtigen Bereich der Sachgütererzeugung ist jedoch eine leichte Beschleunigung seit August 2002 vor allem auf Grund der Zunahme im Bereich der kurzlebigen Konsumgüter zu verzeichnen. Die Produktion langlebiger Konsumgüter wurde in den letzten Monaten hingegen ständig zurückgenommen. Im Dezember 2002 betrug der Rückgang 11·7%; er blieb damit den fünften Monat in Folge im zweistelligen Bereich. Im zweiten wichtigen Produktionsbereich, dem Bauwesen, und hier insbesondere im Hochbau, zeichnet sich ebenfalls noch kein Ende des Produktionsrückgangs ab. Der Bereich Hochbau ist vom derzeitigen Konjunkturtief besonders betroffen, da zwei Effekte, der Abbau von Überkapazitäten einerseits und die geringe Inlandsnachfrage andererseits, die Bauproduktion nachhaltig dämpfen. Seit dem Zwischenhoch im April 2002 zeigte die Produktion im Hochbau einen klaren Abwärtstrend. Der Rückgang im Dezember 2002 von 13·0% im Vergleich zum Vorjahr war der stärkste Rückgang seit der Erhebung der Produktionsindizes. Der Tiefbau erfreut sich hingegen seit längerem zum Teil beachtlicher Zuwachsraten. Im vierten Quartal 2002 konnte er um 12·3% gegenüber dem Vorjahreswert zulegen.

Beim Handel wurden die Effekte der schwachen Entwicklung der Inlandsnachfrage zu Beginn des Jahres 2002 im zweiten Halbjahr teilweise wieder ausgeglichen. Im Jahr 2002 nahmen die realen Handelsumsätze insgesamt um 1·1% zu. Alle Handelskategorien mit Ausnahme des Kfz-Handels wiesen im dritten und vierten Quartal positive Wachstumsraten im Vorjahresvergleich auf. Im Dezember 2002 konnte der Einzelhandel um 0·9% zulegen. Im Kfz-Handel scheinen sich die starken Einbußen der ersten Quartale des Jahres 2002 nicht weiter fortzusetzen. Ist der Kfz-Handel im ersten Halbjahr 2002 mit –5·5% regelrecht eingebrochen, so ist er im zweiten Halbjahr nur noch um 1·3% zurückgegangen. Insgesamt scheint sich der Kfz-Markt wieder zu stabilisieren. Im Gesamtjahr 2002 musste der Kfz-Handel allerdings einen Rückgang von 3·5% hinnehmen.

3 Nettoexporte tragen Wachstum, Inlandsnachfrage schwach

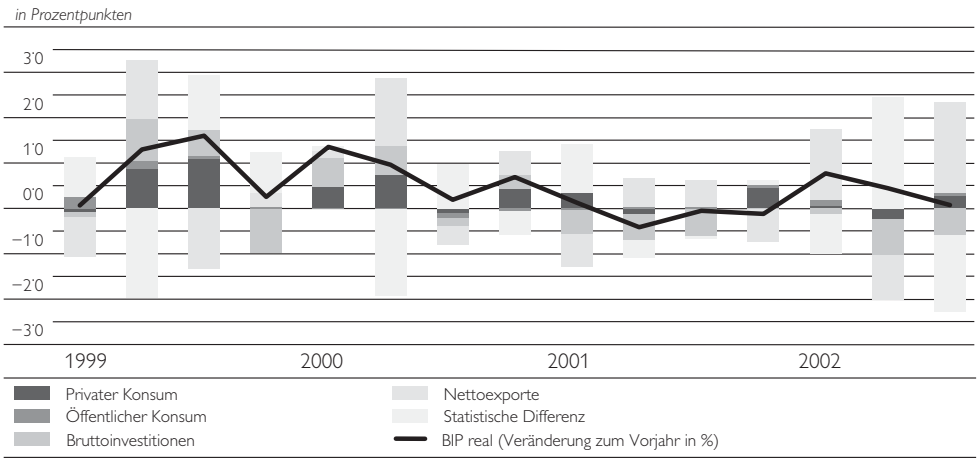
Nach einer deutlichen Abschwächung des Wirtschaftswachstums im Jahr 2001 und einem Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion in der zweiten Jahreshälfte war zu Beginn des Jahres 2002 eine Belebung der wirtschaftlichen Aktivität festzustellen. Dem gesamteuropäischen Bild folgend konnte der im ersten Halbjahr 2002 einsetzende Aufschwung in der zweiten Jahreshälfte jedoch nicht an Dynamik gewinnen. Die Verschlechterung der außenwirtschaftlichen Rahmenbedingungen und gestiegene Unsicherheiten – wirtschaftlicher wie weltpolitischer Natur – scheinen eine Übertragung des zur Gänze von Nettoexporten getragenen Aufschwungs zu Jahresbeginn auf die Inlandskomponenten unterbunden zu haben. Eine Beschleunigung des Wachstums wird erst für die zweite Jahreshälfte 2003 erwartet. Nach den aktuellen Prognosen von OeNB, WIFO und IHS dürfte das reale BIP-Wachstum im Jahr 2002 erneut knapp unter 1% liegen. Die nachlassende Dynamik innerhalb des Jahres 2002 spiegelt sich besonders deutlich in den BIP-Quartalswachstumsraten wider. Während in den ersten beiden Quartalen 2002 noch ein Wachstum (saisonbereinigt gegenüber dem Vorquartal) von 0·8 bzw. 0·4% festzustellen war, ging dieses im dritten Quartal auf 0·1% zurück und dürfte laut Prognose auch im

vierten Quartal nicht höher liegen. Für das Ausbleiben des vielfach bereits für 2002 erwarteten kräftigen Aufschwungs waren sowohl internationale als auch heimische Faktoren verantwortlich. Die schwache internationale Konjunktur – insbesondere bei Österreichs wichtigstem Handelspartner Deutschland – und die äußerst hohe Unsicherheit bezüglich der zukünftigen wirtschaftlichen Entwicklung veranlassten die Unternehmen, ihre Investitionspläne spürbar zu drosseln. Sowohl die Bauinvestitionen, die mit Ausnahme des zweiten Quartals bereits seit sechs Quartalen rückläufig sind, als auch die Ausrüstungsinvestitionen, die im zweiten und dritten Quartal Rückgänge im zweistelligen Bereich verzeichneten (–18·9 bzw. 11·2%), zeigen diese Entwicklung.

Das Wachstum des privaten Konsums, in den letzten Jahren eine zentrale Konjunkturstütze, schwächte sich im Jahr 2002 deutlich ab, wofür das geringe Wachstum der Realeinkommen und die stagnierende Beschäftigung verantwortlich zeichneten. Auch vom öffentlichen Konsum ging – bedingt durch die Sparmaßnahmen im Zuge der Budgetkonsolidierung – kein wesentlicher Wachstumsimpuls aus. Wie schon im Jahr 2001 wurde das BIP-Wachstum auch 2002 von den Nettoexporten getragen. Allerdings ging der Wachstumsbeitrag der Nettoexporte vor allem auf den Rückgang der Importe zurück. Die Exporte wiesen zwar ein positives, aber nur sehr verhaltenes Wachstum auf.

Grafik 1

Wachstumsbeiträge zum realen Bruttoinlandsprodukt in Österreich



Quelle: OeNB, WIFO.

4 Lage auf dem Arbeitsmarkt auch im Jahr 2003 angespannt

Der österreichische Arbeitsmarkt ist der konjunkturellen Entwicklung auch in der jüngsten Vergangenheit mit zeitlicher Verzögerung gefolgt. Da die in der ersten Jahreshälfte 2002 zu beobachtende wirtschaftliche Erholung im weiteren Jahresverlauf nicht an Dynamik gewinnen konnte, ist zumindest für die erste Hälfte des Jahres 2003 nicht mit einer Entspannung auf dem Arbeitsmarkt zu rechnen.

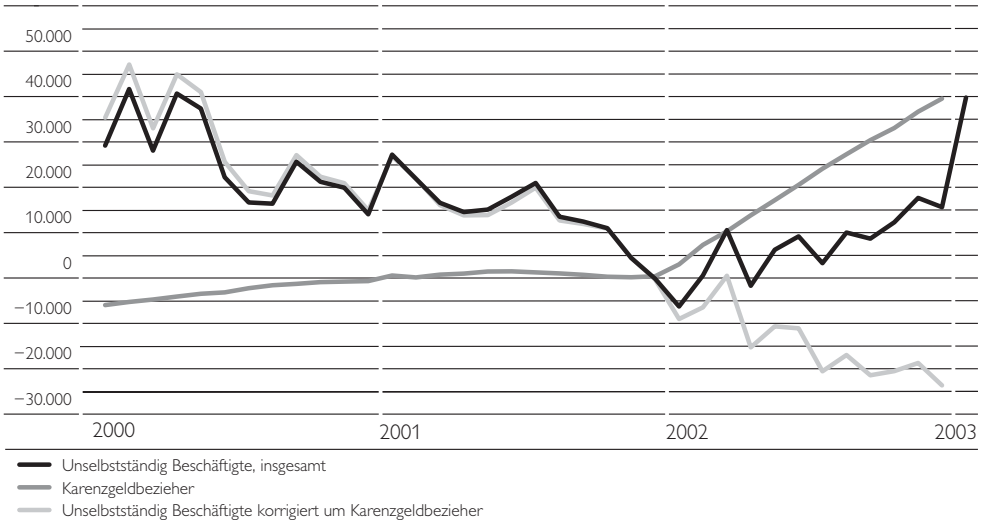
Spürbar positive Signale kommen auf den ersten Blick von der Beschäftigung. Die Zahl der unselbstständig Beschäftigten lag im Jänner 2003 bei

3˙106.952 und damit um fast 40.000 über dem Vorjahresmonat. Zuwächse bei der Beschäftigung konnten bereits in der gesamten zweiten Jahreshälfte 2002 verzeichnet werden. Die Beschäftigungsstatistik wird jedoch ganz maßgeblich von der Einführung des Kindergeldes verzerrt (genauer gesagt, der Ausweitung des Bezieherkreises), da alle Bezieher als beschäftigt gelten. Korrigiert man die Beschäftigtenzahlen um die seit Anfang 2002 deutlich steigenden Kindergeld- und Karenzgeldbezieher, so erhält man ein völlig konträres Bild. Korrigiert ergibt sich für Dezember 2002 statt eines Anstiegs von 15.000 ein Rückgang von knapp 25.000 Personen (siehe Grafik 2). Auch lassen die korrigierten Zahlen noch keine Trendwende auf dem Arbeitsmarkt erkennen, bestenfalls kann von einer Stagnation der Beschäftigungszahlen im Lauf der letzten Monate gesprochen werden. Typischerweise reagiert das Arbeitsangebot in Österreich sehr flexibel auf Änderungen der Nachfrage. Allerdings ist im Jahr 2002 das Arbeitsangebot trotz der nun seit über einem Jahr anhaltenden schwachen Arbeitsnachfrage mit über 1% relativ stark gestiegen. Der Anstieg bei den Kindergeldbeziehern, strukturpolitische Maßnahmen im Bereich der Frühpensionierungen, Studiengebühren und der Mitversicherung sowie gestiegene Ausländerbeschäftigungskontingente sind dafür verantwortlich, dass das Arbeitsangebot in der jüngsten Vergangenheit stärker gestiegen ist als es die Beschäftigungsentwicklung erwarten ließ.

Grafik 2

Beschäftigung in Österreich

Veränderung zum Vorjahresmonat



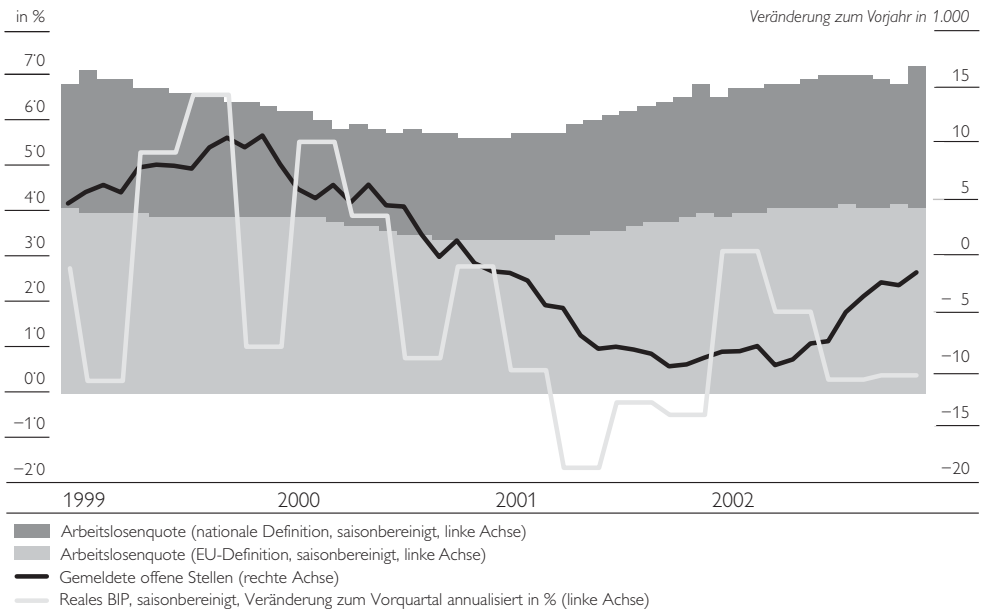
Quelle: Statistik Austria, EUROSTAT.

Die Zahl der Arbeitslosen stieg im Jänner 2003 im Vergleich zum Vorjahresmonat zum einundzwanzigsten Mal in Folge. Der Anstieg der Zahl der Arbeitslosen schwächte sich im Lauf der zweiten Jahreshälfte 2002 jedoch deutlich ab und lag im Jänner 2003 nur noch bei knapp 6.000 Personen. Dies deutet auf eine Stabilisierung der Beschäftigungsnachfrage. Die schwache Konjunktur in der zweiten Jahreshälfte 2002 könnte die Arbeitsnachfrage 2003 jedoch erneut belasten. Nach nationaler Definition lag die saisonbereinigte Arbeitslosenquote

im Dezember 2002 bei 7·2% und damit 0·3 Prozentpunkte über dem Jahresdurchschnitt 2002; die Arbeitslosenquote nach EU-Definition betrug im Jänner 2003 4·1% und entsprach somit dem durchschnittlichen Niveau des Vorjahres. Die Arbeitslosenquoten erreichten zuletzt Ende 1998 ähnlich hohe Werte. Neben der schwachen Konjunkturlage zeichnete in erster Linie der relativ starke Anstieg des Arbeitsangebots für die höheren Arbeitslosenraten verantwortlich.

Grafik 3

Entwicklung des österreichischen Arbeitsmarktes



Quelle: Statistik Austria.

Männer sind vom Anstieg der Arbeitslosigkeit weiterhin stärker betroffen als Frauen. Während die Anzahl der männlichen Arbeitslosen im Jänner 2003 im Vorjahresvergleich um 2·9% höher war, lag der entsprechende Wert bei weiblichen Arbeitslosen bei nur 0·1%. Besonders betroffen von der Verschlechterung der Arbeitsmarktlage waren die Problemgruppen der jugendlichen Arbeitnehmer im Alter von 19 bis 25 Jahren und der älteren Arbeitnehmer über 55 Jahre. Die Anzahl der Arbeitslosen aus diesen Altersgruppen nahm im Jänner 2003 im Vergleich zum Vorjahresmonat um 5·9% bzw. 15·1% zu. In den letzten Monaten erfasste die schlechte Arbeitsmarktlage auch höher qualifizierte Ausbildungsgruppen. So stieg die Zahl der arbeitslosen Facharbeiter, Maturanten und Hochschulabsolventen überdurchschnittlich, die Arbeitslosen mit Pflichtschul- oder Lehrabschluss hingegen unterdurchschnittlich.

Eine Betrachtung nach Sektoren zeigt, dass zum Anstieg der Arbeitslosigkeit im Jänner 2003 vor allem die Sachgütererzeugung (+1.915 Personen) und die sonstigen Dienstleistungen (+1.719 Personen) beitrugen. Das Realitätenwesen hatte um 1.235 Personen mehr arbeitslos gemeldet als vor einem Jahr. Im Bausektor könnte hingegen die Talsohle erreicht sein. In den letzten drei Monaten war keine weitere Zunahme der Zahl der Arbeitslosen in diesem Sektor zu beobachten.

Die schlechte Lage auf dem Arbeitsmarkt spiegelt sich in der Anzahl der gemeldeten offenen Stellen, einem Indikator mit guten Vorlaufeigenschaften für die Beschäftigungsentwicklung, wider. Optimistisch stimmt hingegen die unterjährige Dynamik. Lag die Zahl der gemeldeten offenen Stellen im Juni 2002 noch um 26·6% oder 8.847 Stellen unter dem Wert des Vorjahresmonats, betrug dieser Wert im Jänner 2003 nur noch 5·3% oder 1.158 Stellen. Ebenso gebremst wurde der Anstieg beim Stellenandrang (Verhältnis der als arbeitslos gemeldeten Personen zu den gemeldeten offenen Stellen) von 62·2% im Juni 2002 (im Vergleich zum Vorjahresmonat) auf 7·6% im Jänner 2003.

5 Rückläufige Importe bei nur schwachem Exportwachstum resultieren in einer deutlichen Verbesserung der Leistungsbilanz

Die österreichische Außenwirtschaft war im Verlauf des Jahres 2002 von einem Importrückgang als Folge der ausgeprägten Schwäche der Binnenkonjunktur bei gleichzeitig nur schwach wachsenden Exporten gekennzeichnet.

Während die Exportkonjunktur im Verlauf des ersten Halbjahres 2002 im Zuge der allgemeinen Belebung der Weltwirtschaft wieder an Fahrt gewann, zeichnete sich ab der Jahresmitte wieder eine Wachstumsverlangsamung ab. Die aktuellen Daten vom Herbst 2002 zeigen eine nur unterdurchschnittliche Entwicklung der Exporte. In den Monaten September bis November 2002 wurden nominell um 4·8% mehr Güter exportiert als im entsprechenden Vorjahreszeitraum. Gestützt wurde die Exporttätigkeit durch ein Ansteigen der deutschen Importe, die im dritten Quartal 2002 erstmals wieder leicht zunahmen, nachdem sie vier Quartale in Folge gesunken waren. Die eingetrübte Konjunktur im Euroraum sowie die Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der österreichischen Exportwirtschaft als Folge der Euro-Dollar-Wechselkursentwicklung haben hingegen das Exportwachstum abgeschwächt. Eine regionale Betrachtung der Exporte von September bis November 2002 zeigt, dass im Handel mit den EU-Mitgliedstaaten Zuwächse von 5·5% erzielt wurden, während die Ausfuhren in die Staaten außerhalb der EU um nur 3·9% zunahmen. Die Exporte nach Deutschland stiegen im selben Zeitraum um 5·8%.

Die monatlich in der WIFO-EU-Konjunkturumfrage erhobene Einschätzung der Exportaufträge durch die Unternehmen spiegelt die schwache Exportkonjunktur wider. Der Saldo aus positiven und negativen Antworten lag im Jänner 2003 mit –41 Punkten – wie während der Asienkrise Anfang 1999 – deutlich unter seinem langjährigen Durchschnitt. Im Februar 2003 verbesserte sich dieser Saldo überraschend auf –34 Punkte und liegt damit bei seinem langjährigen Durchschnitt. Eine starke Zunahme der Exportaufträge war im Jänner 2003 lediglich im Bereich Kraftfahrzeuge (+11·3 Punkte) festzustellen. Pessimistisch werden die Exportaufträge vor allem im Bereich Nahrungs- und Genussmittel (–12·3 Punkte) eingeschätzt. Die Importe von Waren nahmen von Jänner bis November 2002 um 2·4% ab, wofür vor allem der Einbruch der Investitionstätigkeit verantwortlich zeichnete.

Die österreichische Leistungsbilanz auf Transaktionsbasis wies in den ersten drei Quartalen 2002 ein geringes Defizit in Höhe von 761 Mio EUR aus; das ist um 2·8 Mrd EUR weniger als im entsprechenden Vorjahreszeitraum. Zur Ver-

besserung der Leistungsbilanz trug vor allem die Güterbilanz bei (+4˙3 Mrd EUR im Vorjahresvergleich). Die Überschüsse aus der Einkommensbilanz nahmen im gleichen Zeitraum um 1˙1 Mrd EUR zu. Die Transferbilanz verschlechterte sich hingegen um 0˙3 Mrd EUR. Am ungünstigsten entwickelte sich die Dienstleistungsbilanz mit einer Verschlechterung des Saldos um –2˙3 Mrd EUR gegenüber dem Vorjahreszeitraum. Der Reiseverkehrssaldo verschlechterte sich in den ersten drei Quartalen 2002 nur geringfügig.

Die Verbesserung der Güterbilanz resultiert in erster Linie aus dem Rückgang der nominellen Importe infolge der schwachen Inlandskonjunktur um 3˙5% in den ersten drei Quartalen 2002, während die Warenexporte nominell im gleichen Zeitraum um 4˙2% zunahmen. Das Defizit der Einkommensbilanz verringerte sich in diesem Zeitraum nur geringfügig. Dies wurde in erster Linie durch die Verbesserung des Saldos der Vermögenseinkommen aus sonstigen Investitionen um 0˙9 Mrd EUR bedingt. Die Kapitalbilanz ergab in den ersten drei Quartalen 2002 Nettokapitalexporte in Höhe von 2˙8 Mrd EUR. Im Vorjahresvergleich bedeutet das eine Abnahme der Nettokapitalexporte von 6˙0 Mrd EUR. Als wichtigste Ursache dafür kann der Anstieg der sonstigen Investitionen um 5˙5 Mrd EUR im Jahresabstand genannt werden.

6 Rückläufige Inflationsentwicklung

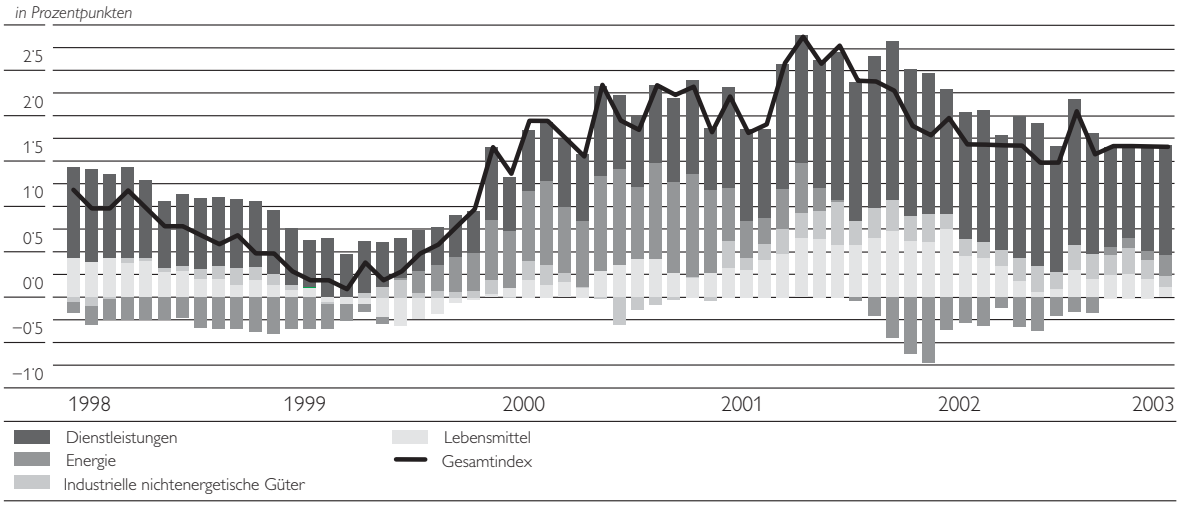
Der Preisauftrieb hat sich im Jahr 2002 mit 1˙7% (2001: +2˙3%) deutlich verlangsamt. Die höchste Preissteigerung wurde im August mit 2˙1% erreicht, danach nahm sie wieder ab und lag im Dezember bei 1˙7%. Den größten Beitrag zur Inflation steuerten die Dienstleistungen – mit einem Gewicht von knapp 45% die wichtigste Subkomponente des HVPI – bei. Der Preisauftrieb bei Dienstleistungen erwies sich im Jahresverlauf als unerwartet persistent und schwächte sich erst gegen Jahresende 2002 ab. Die vom Rohölpreis dominierte Entwicklung der Energiepreise war gegenläufig. Zu Beginn des Jahres 2002 waren die Inflationsbeiträge dieser Subkomponente negativ, ehe sie in der zweiten Jahreshälfte im Zuge des Anstiegs der Rohölpreise wieder ins Positive drehten. Die Entwicklung der Nahrungsmittelpreise wiederum war vom Ausklingen der Effekte der BSE-Krise und der Maul- und Klauenseuche geprägt. Zu Jahresbeginn 2002 sorgte eine witterungsbedingte Angebotsverknappung insbesondere bei Gemüsepreisen für einen temporären Anstieg. Im Euroraum waren im Jahr 2002 nur die HVPI-Inflationsraten in Deutschland und Belgien niedriger. Signifikante Preiseffekte der Euro-Bargeldeinführung waren im Jahr 2002 statistisch nicht zu beobachten. Für das laufende Jahr 2003 ist zu erwarten, dass die Preisentwicklung besonders vom weiteren Verlauf des Euro-Dollar-Wechselkurses und des Rohölpreises bestimmt wird.

Die Preissteigerung betrug im Jänner 2003 gemäß HVPI 1˙7%. Der stärkste Preisauftrieb ist dabei bei Energie mit +3˙4%, Dienstleistungen (+2˙6%) und bearbeiteten Nahrungsmitteln einschließlich alkoholische Getränke und Tabak (+2˙3%) festzustellen. Dämpfend auf die gesamte Preisentwicklung wirkte sich in erster Linie die Entwicklung bei den industriellen Gütern ohne Energie (+0˙4%) und bei den unverarbeiteten Nahrungsmitteln (–2˙1%) aus.

Die im Vergleich zu den Verbraucherpreisen wesentlich volatileren Preise der vorgelagerten Stufen sind fast über das gesamte Jahr 2002 zurückgegangen. Erst gegen Jahresende fingen die Preise im Großhandel wieder leicht zu steigen

Grafik 4

HVPI Österreich: Inflationsrate und Beiträge zur Inflation



Quelle: OeNB, Statistik Austria, EZB.

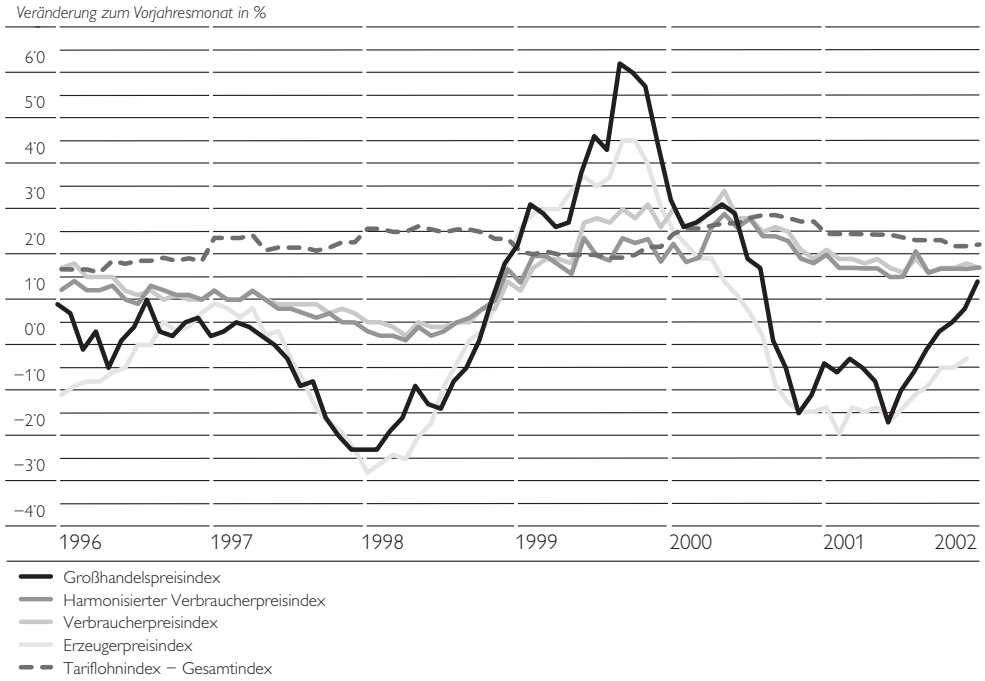
an – eine Tendenz, die sich auch im Jänner 2003 fortsetzte. Im Jahresdurchschnitt 2002 gingen die Preise um 0˙4% zurück. Der Verlauf des Erzeugerpreisindex folgte dem gleichen Muster, jedoch waren für alle Monate des Jahres 2002 Preisrückgänge zu beobachten. Durchschnittlich sanken die Erzeugerpreise um 1˙2%.

Die Tariflöhne stiegen im Jahr 2002 gegenüber dem Vorjahr um durchschnittlich 2˙4% und blieben damit um 0˙7 Prozentpunkte über dem Verbraucherpreisindex. Die Steigerung der Tariflöhne im öffentlichen Sektor fiel mit +1˙1% im Vergleich zu den sonstigen Lohnsteigerungen moderater aus. Im Jänner 2003 verringerte sich das nominelle Lohnwachstum auf 2˙2%, die Steigerung der Tariflöhne im öffentlichen Sektor entsprach genau dem Durchschnitt über alle Sektoren. Damit stiegen die Löhne im öffentlichen Sektor erstmals seit 1999 nicht langsamer als in der übrigen Wirtschaft. Der relativ starke Anstieg der Realeinkommen je Arbeitnehmer mag angesichts des schwachen konjunkturellen Umfelds überraschen, muss aber im Licht der im Jahr 2000 und in der ersten Jahreshälfte 2001 erlittenen Reallohnverluste gesehen werden. Dass der Weg der Lohnmoderation zur Sicherung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit nicht verlassen wurde, zeigt sich an den Lohnstückkosten in der Sachgüterproduktion. Nach einem durch das zyklische Verhalten des Produktivitätswachstums bedingten Anstieg von 1˙8% im Jahr 2001 gingen die Lohnstückkosten 2002 vor dem Hintergrund der fortgesetzten Politik der Lohnmoderation wieder um 0˙7% zurück. Gegenüber Deutschland konnte die preisliche Wettbewerbsfähigkeit um 0˙7% verbessert werden, gegenüber den Handelspartnern insgesamt um 0˙8%.

Für das Jahr 2003 ist auf Grund der höheren Rohölpreise mit einem Anziehen der Energiepreise zu rechnen. Dieser wird durch den nachlassenden Preisauftrieb bei Dienstleistungen und den geringen nachfrageseitigen Preisdruck kompensiert, sodass sich die HVPI-Jahresinflationsrate auf dem gegenwärtigen Niveau stabilisieren wird.

Grafik 5

Entwicklung der Preise und Löhne in Österreich



Quelle: Statistik Austria, EZB.

7 Vertrauensindikatoren lassen noch keine Trendwende erwarten

In den letzten Monaten kann das Wirtschaftsklima in Österreich als relativ stabil auf niedrigem Niveau charakterisiert werden. Die von der Europäischen Kommission erhobenen Indikatoren haben sich in letzter Zeit leicht verbessert, noch kann aber nicht von einer Trendwende gesprochen werden. Im Februar 2003 wies der Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung erstmals seit längerer Zeit wieder einen stärkeren Anstieg um 0˙4 Prozentpunkte auf 98˙6 Punkte auf. Damit liegt der Wert jedoch noch immer unter dem Durchschnitt der letzten Jahre. Die österreichischen Konsumenten beurteilen die wirtschaftliche Lage derzeit etwas pessimistischer als noch vor kurzer Zeit und liegen mit ihrer gegenwärtigen Einschätzung sogar knapp unter dem Durchschnitt des Vorjahres. Die schlechte Stimmung der Konsumenten spiegelt sich im Vertrauen des Einzelhandels wider. Dieses erholte sich zwar wieder etwas von seinem historischen Tief im Jänner 2003, ist aber nach wie vor sehr gering. Die Zuversicht in der Industrie hat leicht zugenommen, ist aber nach wie vor schwach. Die österreichischen Bauunternehmen beurteilen die wirtschaftliche Lage derzeit hingegen deutlich besser als noch vor kurzer Zeit. Der Indikator des Bauvertrauens liegt knapp über dem langjährigen Durchschnitt und hat sich in den letzten Monaten deutlich verbessert. Viele Bauunternehmen erwarten, dass der Abbau der Überkapazitäten dem Ende zugeht. Auch die lebhaftere öffentliche Investitionstätigkeit sowie die Wiederaufbauarbeiten nach dem Hochwasser vom August 2002 dürften zur Aufhellung der Stimmungslage beitragen. Nach wie vor getrübt ist die Stimmung bei den Dienstleistungsunternehmen.

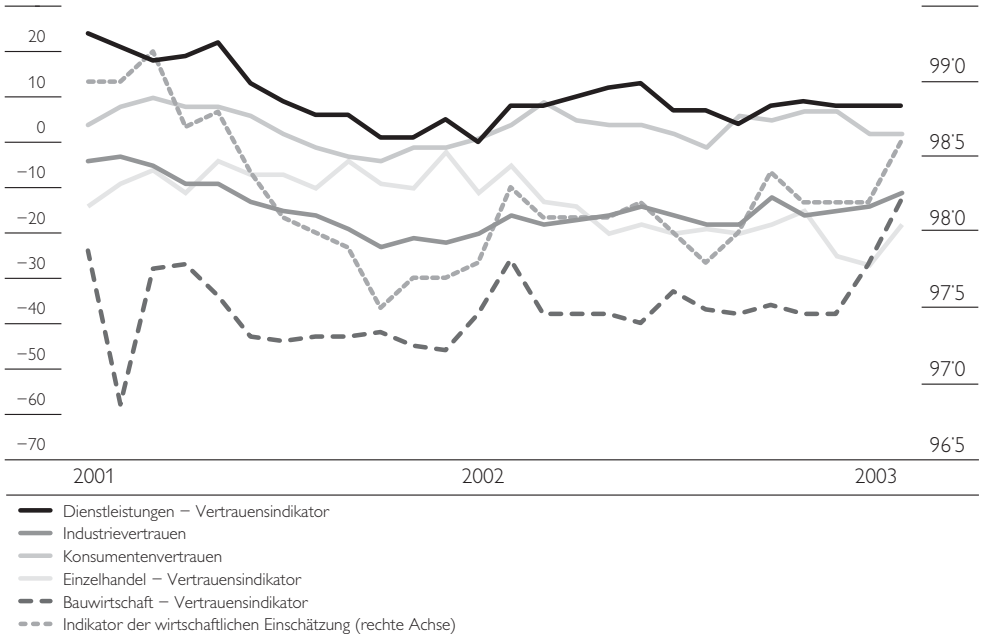
Die Industrie erwartet für die nächsten Monate etwas mehr Aufträge als in der letzten Zeit. Die Auftragserwartungen stiegen im Februar auf –28 Punkte und liegen damit fast 10 Punkte über dem Durchschnitt des Jahres 2002. Die Erwartungen der Auslandsaufträge entwickelten sich dabei etwas schlechter als die der gesamten Auftragsbestände. Auch die Erwartungen über die Industrieproduktion in den nächsten Monaten sind im Februar 2003 wieder leicht gestiegen, geben jedoch noch keinen eindeutigen Hinweis auf eine Beschleunigung der Konjunktur. Der Saldo aus positiven und negativen Antworten in Prozent der gesamten Antworten lag im Februar 2003 mit 7 Punkten (Jänner: 4 Punkte) knapp über dem langjährigen Durchschnitt und jenem des Jahres 2002.

Die Ergebnisse des WIFO-Konjunkturtests vom ersten Quartal 2003 weisen hingegen auf einen weiteren Rückgang der Konjunktur hin. Eine Verschlechterung der konjunkturellen Lage signalisiert die Entwicklung der Beurteilung der Exportaufträge, der Verkaufspreiserwartungen, der Beurteilung der Auftragsbestände, der Beurteilung der Lagerbestände und der Produktionserwartungen. Allerdings hat sich die Beurteilung der Kapazitätsauslastung gegenüber dem vierten Quartal 2002 verbessert. Diese Einschätzung beruht auf saisonbereinigten Daten. Aus den Ergebnissen der Befragung der Bauunternehmen im Rahmen des WIFO-Quartalskonjunkturtests vom ersten Quartal 2003 lassen sich Hinweise auf ein Ende der Baukrise ablesen. So ist gegenüber dem vierten Quartal 2002 die Einschätzung hinsichtlich der Entwicklung der Geschäftslage und der Auftragsbestände leicht optimistischer als in den vorangegangenen Quartalen. Eine Verschlechterung war bei der Beurteilung der Baupreiserwartungen festzustellen.

Grafik 6

Entwicklung der Vertrauensindikatoren

Differenz zur Vorperiode, saisonbereinigt



Quelle: Europäische Kommission.

Zusammenarbeit im ESZB und europäische Integration

Andrea Hofer

Redaktionsschluss:
28. Februar 2003

ESZB

Nach am 14. November 2002 veröffentlichten Erhebungen der Europäischen Zentralbank (EZB) hat sich der Euro knapp vier Jahre nach seiner Einführung auf den internationalen Finanzmärkten bereits als eine führende Währung für die Aufnahme von Finanzmitteln etabliert. Mitte des Jahres 2002 entfielen rund 39% aller kurzfristigen Geldmarktfinanzierungen auf den Euro, der Anteil des US-Dollar lag bei 38%. Auf den Anleihemärkten machten auf Euro denominierte Papiere 39% des Gesamtvolumens aus, US-Dollar-Titel lagen bei 45% und auf japanische Yen lautende Anleihen 6%.

Der EZB-Rat beschloss am 21. November 2002, ab 2003 viermal jährlich eine Umfrage zum Kreditgeschäft bei 90 Banken aus dem Euroraum vorzunehmen.

Der Rat der Europäischen Zentralbank beschloss am 5. Dezember 2002, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems, die als Zinstender durchgeführt werden, um 50 Basispunkte von 3˙25 auf 2˙75% zu senken. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität wurden ebenfalls um jeweils 50 Basispunkte auf 3˙75 bzw. 1˙75% gesenkt. EZB-Präsident Wim Duisenberg begründete diesen Schritt mit dem Bedarf, das derzeit schwache Wirtschaftswachstum zu verbessern, wobei der Inflationsdruck auf absehbare Zeit gering wäre.

Weiters beschloss der EZB-Rat, den Referenzwert für das Wachstum der Geldmenge M3 bei 4˙5% zu belassen.

Die EZB leitete am 17. Dezember 2002 ein neues Konsultationsverfahren unter Anwendern und Interessierten zur Ausgestaltung des fortentwickelten Großbetrags-Zahlungsverkehrssystems TARGET 2 ein.

Am 2. Jänner 2003 stellte die EZB in einer Studie über die internationale Rolle des Euro fest, dass der Euro bei international ausstehenden Schuldtiteln und Geldmarktinstrumenten Mitte des Jahres 2002 einen Marktanteil von 25% hatte (US-Dollar 44%, japanischer Yen 13%). Bei Devisengeschäften war der Anteil des Euro mit rund einem Fünftel geringer. Bei Außenhandelsgeschäften des Euroraums wurde bereits etwa die Hälfte in Euro fakturiert. Der Anteil des Euro an den internationalen Devisenreserven stagnierte seit 1999 bei 13% (US-Dollar 68%, japanischer Yen 5%).

Die EZB beschloss am 23. Jänner 2003 Änderungen bei ihren geldpolitischen Instrumenten. Die Laufzeit des Hauptrefinanzierungsgeschäfts wurde von zwei auf eine Woche verkürzt. Zudem wurde der Beginn der Mindestreserve-Erfüllungsperiode auf den Abwicklungstag des Hauptrefinanzierungsgeschäfts, der der ersten EZB-Ratssitzung des Monats folgt, vorverlegt. Beide Maßnahmen sollen die Entwicklung der Zinsen auf dem Geldmarkt verstetigen und gewährleisten, dass die Mindestreserve-Erfüllungsperiode immer an einem TARGET-Geschäftstag beginnt. Die Änderungen treten im ersten Quartal 2004 in Kraft.

Auf Initiative der Europäischen Kommission und der EZB fand am 28. Jänner 2003 das erste Treffen der „Euro Cash User Group“ statt, die sich fortan zwei- bis dreimal jährlich unter alternierendem Vorsitz von Europäischer Kommission und EZB in Brüssel bzw. Frankfurt treffen will. Die Gruppe stellt die Fortsetzung der EK-Konsultativgruppe dar, die sich bislang mit den praktischen Aspekten der Euroeinführung beschäftigt hatte und ist ein informelles

Gremium von Experten aus dem Bankensektor, der Automatenindustrie, dem Einzelhandel, Geldtransportunternehmen, KMUs, Verbrauchern sowie aus der Mint Directors Working Group.

Die EZB verabschiedete am 3. Februar 2003 einstimmig ihre Empfehlung zur Reform der Abstimmungsregeln im EZB-Rat (Änderung des Art. 10.2 der EZB-Satzung) und leitete diese zur Beschlussfassung an den Rat der Europäischen Union weiter.

Die neuen Regeln, die in Übereinstimmung mit der im Vertrag von Nizza enthaltenen Ermächtigungsklausel für die EZB erarbeitet wurden, sollen eine effiziente Entscheidungsfindung in einem erweiterten Euroraum ermöglichen. Wie bisher sollen alle Präsidenten der Nationalen Zentralbanken an den Sitzungen, jedoch nur maximal 21 Mitglieder an den Abstimmungen des EZB-Rats teilnehmen. Ein ständiges Stimmrecht behalten nur die 6 Direktoriumsmitglieder des EZB-Rats, die Zahl der stimmberechtigten Präsidenten Nationaler Zentralbanken wird auf 15 begrenzt.

Sobald die Anzahl der Präsidenten 15 übersteigt, werden die Notenbankpräsidenten auf der Grundlage eines „Repräsentativitäts-Gesamtindikators", der sich am aggregierten BIP der Mitgliedstaaten sowie am Anteil an der aggregierten Bilanz der Monetären Finanzinstitute orientiert, in Gruppen eingeteilt und wechseln sich nach einem Rotationssystem bei den Abstimmungen ab.

Für die Anwendung des Rotationsprinzips sind zwei Stufen vorgesehen: Wenn das Eurowährungsgebiet 15 bis 21 Mitgliedstaaten umfasst, werden die Zentralbankpräsidenten in zwei Stimmrechtsgruppen eingeteilt. Die erste Gruppe mit 5 Präsidenten wird 4, die zweite Gruppe mit den übrigen Präsidenten 11 Stimmrechte haben. Sobald dem Euroraum 22 Länder angehören, werden die Präsidenten in drei Gruppen aufgeteilt, wobei die erste Gruppe mit 5 Präsidenten 4, die zweite Gruppe mit der Hälfte aller Präsidenten (darunter Österreich) 8 und die dritte Gruppe mit den übrigen Präsidenten 3 Stimmen erhalten. Dem vereinbarten Rotationssystem liegen die Grundsätze – „ein Mitglied – eine Stimme", Ad-personam-Teilnahme, Repräsentativität, Robustheit und Automatismus – zu Grunde.

Die österreichische Bundesregierung nominierte am 17. Februar 2003 die Vize-Gouverneurin der Oesterreichischen Nationalbank, Gertrude Tumpel-Gugerell, als österreichische Kandidatin für das Direktorium der Europäischen Zentralbank.

Die Europäische Kommission befürwortete am 20. Februar 2003 die Reform der Abstimmungsregeln im EZB-Rat, verlangte jedoch zwei Ergänzungen. Bei der Gewichtung der Länder müsse das BIP und an Stelle der Größe des Finanzsektors die Einwohnerzahl berücksichtigt werden. Außerdem müsse geklärt werden, nach welchen Fristen und in welcher Abfolge die Stimmrechte rotieren sollen. Die Europäische Kommission wird in dieser Frage angehört, hat aber keine Befugnis zur Mitentscheidung.

Das Europäische Parlament legte am 21. Februar 2003 ein Gegenmodell für die Abstimmungsregeln im EZB-Rat vor. Dieses sieht die Einführung des Prinzips der doppelten Mehrheit vor. Alle Abstimmungen im EZB-Rat müssen zusätzlich zur Stimmenmehrheit mindestens 62% des BIP der EU und/oder der Bevölkerung repräsentieren. Ein von sechs auf neun Mitglieder vergrößertes Direktorium sollte für operationale Entscheidungen wie z. B. Zinspolitik

zuständig sein. Das Europäische Parlament wird in dieser Frage angehört, hat aber keine Befugnis zur Mitentscheidung.

ECOFIN-Rat/Euro-Gruppe

Die Gruppe der zwölf Finanzminister des Euroraums (Euro-Gruppe) beauftragte bei ihrer Sitzung in Brüssel am 5. November 2002 die Europäische Kommission, die Gründe für die vergleichsweise hohe Inflation in Irland, Portugal, Spanien, den Niederlanden und Italien zu untersuchen. Insgesamt betrug die Inflationsrate im Euroraum 2·3% und überschritt damit den vom Eurosystem gesetzten Maximalwert.

Der ECOFIN-Rat erörterte am 5. November 2002 das für die Schweiz angestrebte vierteilige Paket, bestehend aus einer Quellensteuer auf Zinserträge von EU-Bürgern, einem freiwilligen Informationsaustausch (Wahl des Anlegers zwischen Quellensteuer oder Meldung an die zuständigen Steuerbehörden), einem Informationsaustausch auf Anfrage und einer Überprüfungsklausel. EU-Binnenmarkt-Kommissar Frits Bolkestein berichtete über den Verhandlungsstand mit der Schweiz betreffend die Zinsbesteuerung. Die Schweiz sei zu einem Quellensteuersatz von 35% ab 1. Jänner 2004 bereit, allerdings unter der Bedingung, dass Belgien, Luxemburg und Österreich, die bis zum Jahr 2010 eine Quellensteuer statt dem EU-intern vorgesehenen automatischen Informationsaustausch anwenden, ebenfalls 35% statt – wie vorgesehen – zunächst 15% und später 20% erheben. Die Verabschiedung der Zinsbesteuerungsrichtlinie war bis Ende des Jahres 2002 geplant.

Der ECOFIN-Rat verständigte sich auf einheitliche Regeln für die Genehmigung von Wertpapierprospekten („EU-Pass für Wertpapiere"). Die EU-Finanzminister einigten sich darauf, dass die Emittenten ab einem Schwellenwert von 5.000 EUR und somit bei rund 50% aller Emissionen die Wahlfreiheit der Genehmigungsbehörde haben.

Weiters stellte der ECOFIN-Rat das Vorliegen eines übermäßigen Defizits Portugals (gemäß Art. 104 Abs. 6) fest und verabschiedete die Empfehlung, diese Situation bis spätestens Jahresende 2002 zu beenden.

Der ECOFIN-Rat erörterte in Brüssel am 3. Dezember 2002 die grenzüberschreitende Zinsbesteuerung in der EU und in Drittstaaten, insbesondere der Schweiz, sowie den Informationsaustausch zwischen den Steuerbehörden. Der bereits vor zwei Jahren im portugiesischen Feira beschlossene Richtlinienentwurf verpflichtete Luxemburg, Österreich und Belgien, Zinserträge ab dem Jahr 2004 mit 15% zu besteuern und diesen Satz später auf 20% zu erhöhen. Die Schweiz wäre zu einem Quellensteuersatz von 35% sowie zum automatischen Informationsaustausch bei Steuerbetrug ab dem Jahr 2004 bereit, verweigerte aber die Information bei Verdacht auf Steuerhinterziehung, weshalb große Kapitalexporte aus den EU-Staaten in die Schweiz zu befürchten wären. Da die Verhandlungen ergebnislos endeten, beraumte die Präsidentschaft des ECOFIN-Rats eine Sondersitzung an, nachdem die Europäische Kommission mit der Schweiz nachverhandelt hat.

Der ECOFIN-Rat sprach sich mit klarer Mehrheit für die im Bericht zur „Regulierungstätigkeit, Aufsicht und Stabilität im Finanzsektor" vorgeschlagene Einsetzung von Ausschüssen auf Ebene 2 (nur beratende Funktion) und 3 sowie der umstrukturierten Gruppe für Finanzdienstleistungspolitik (Financial

Services Policy Group – FSPG) aus. Die Frage der Übertragung von Befugnissen zum Erlass von Durchführungsmaßnahmen an die Europäische Kommission blieb offen.

Weitere Tagesordnungspunkte waren die Straffung der alljährlichen wirtschafts- und beschäftigungspolitischen Koordinierung, Strukturindikatoren, Corporate Governance, der Aktionsplan für Finanzdienstleistungen, Indikatoren für Integration und Effizienz, der Vorschlag für eine neue Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie, der Jahresbericht des Rechnungshofs, Energiesteuern sowie die verstärkte Koordinierung der Haushaltspolitiken.

Bei der Sondersitzung des ECOFIN-Rats in Brüssel am 11. Dezember 2002 konnten die EU-Wirtschafts- und Finanzminister trotz intensiver Diskussion und zahlreicher bilateraler Gespräche keine Einigung zur grenzüberschreitenden Zinsbesteuerung erzielen. Der ECOFIN-Rat verpflichtete sich aber, das gesamte Steuerpaket vor der Tagung des Europäischen Rats in Brüssel im März 2003 förmlich anzunehmen.

Das Treffen der Euro-Gruppe in Brüssel am 17. Februar 2003 stand im Schatten des drohenden Irakkriegs. Die Finanzminister des Euroraums diskutierten unter anderem den Vorschlag der Europäischen Kommission, die Kriterien des Stabilitäts- und Wachstumspakts bei einem außerordentlichen Umstand zu lockern – dabei waren die Meinungen geteilt.

Der ECOFIN-Rat diskutierte bei seiner Sitzung in Brüssel am 18. Februar 2003 im Rahmen der Vorbereitung des Europäischen Rats die geplanten Abstimmungsregeln im EZB-Rat. Die Finanzminister stimmten dem Reformplan zu (Vorbehalte von Finnland und den Niederlanden) und ersuchten die Europäische Kommission und das Europäische Parlament um möglichst baldige Stellungnahmen. Der ECOFIN-Rat überantwortete den Text dem Ausschuss der Ständigen Vertreter (COREPER) zur Prüfung, um beim Treffen des ECOFIN-Rats am 7. März 2003 eine Einigung unter den Finanzministern zu ermöglichen.

Ebenfalls in Vorbereitung des Europäischen Rats in Brüssel erörterte der ECOFIN-Rat die Lissabonner Strategie und die Grundzüge der Wirtschaftspolitik. Auf Basis des Frühjahrsberichts und des Berichts über die Umsetzung der Grundzüge der Wirtschaftspolitik stellten die Finanzminister fest, dass signifikante Strukturreformmaßnahmen, insbesondere auf den Finanzmärkten, bereits in die Wege geleitet worden seien, dass jedoch weitere und rasche Reformen, insbesondere auf den Arbeits-, Produkt- und Kapitalmärkten erforderlich wären.

Weiters wurde ein gemeinsamer Bericht des Rats der Europäischen Union und der Europäischen Kommission über die statistischen Daten und Indikatoren im Euroraum angenommen und die Weiterleitung an den Europäischen Rat beschlossen.

Hinsichtlich der Verstärkung der haushaltspolitischen Koordinierung sprach sich eine klare Mehrheit gegen die von der Europäischen Kommission vorgeschlagene Möglichkeit geringfügiger Abweichungen vom Defizitkriterium im Stabilitäts- und Wachstumspakt unter bestimmten Bedingungen aus.

In der Frage der Zusammenarbeit der Verwaltungsbehörden in Mehrwertsteuerfragen (unter Einschluss der Versicherungssteuer) erzielte der ECOFIN-Rat eine politische Einigung über den Verordnungs- und den Richtlinientext.

Die 15 EU-Finanzminister prüften weiters die Durchführung des Stabilitäts- und Wachstumspakts anhand der aktualisierten Stabilitäts- und Wachstumsprogramme 2003 bis 2006 von Belgien, Dänemark, Spanien, Irland und dem Vereinigten Königreich.

Der ECOFIN-Rat beschloss die Einsetzung des Ausschusses für Finanzdienstleistungen, wobei die Funktion des Sekretariats provisorisch vom Generalsekretariat des Rats der Europäischen Union ausgeübt wird.

EU – weitere Ereignisse

Bei der Debatte des Berichts der Arbeitsgruppe „Economic Governance" im Plenum des EU-Reform-Konvents am 7. November 2002 waren die Positionen stark divergierend. Weit gehender Konsens bestand nur bei folgenden Punkten: keine Änderung des Mandats und der Aufgaben der EZB; Beibehaltung der Kompetenzverteilung für Geldpolitik bei der EZB und für die Wirtschaftspolitiken bei den Mitgliedstaaten. Hinsichtlich der Stärkung der Rolle der Europäischen Kommission bei der wirtschaftspolitischen Koordinierung sprach sich eine klare Mehrheit für ein direkt an den betreffenden Mitgliedstaat gerichtetes „early warning" bei einem übermäßigen Defizit aus.

Die Europäische Kommission prognostizierte am 13. November 2002 für Deutschland für das Jahr 2002 ein Defizit von 3˙8% und 2003 von 3˙1% des BIP. Die Europäische Kommission leitete daher ein Verfahren wegen eines übermäßigen Defizits (Art. 104 EG-V) gegen Deutschland ein.

Parallel zur Einleitung des Defizitverfahrens gegen Deutschland leitete der für Wirtschafts- und Währungspolitik zuständige EU-Kommissar Pedro Solbes am 13. November 2002 eine Frühwarnung gegen Frankreich ein, da das Land im Jahr 2003 der Defizitgrenze von 3% des BIP gefährlich nahe kommen werde.

Der EU-Außenministerrat legte am 18. November 2002 das Datum für die Erweiterung der Europäischen Union mit 1. Mai 2004 fest. Nach der für April 2003 geplanten Unterzeichnung der Beitrittsverträge ist ein Jahr Zeit für die Ratifizierung durch das Europäische Parlament sowie die Parlamente der EU-Mitgliedstaaten und Beitrittsländer und die in einigen Staaten notwendigen Volksabstimmungen. Außerdem verabschiedeten die EU-Außenminister die vereinbarte Obergrenze für die Agrarausgaben. Damit sind Neuverhandlungen zu diesem Punkt nach der EU-Erweiterung ausgeschlossen.

Anlässlich der Plenartagung des EU-Reform-Konvents am 5. und 6. Dezember 2002 in Brüssel empfahl die Arbeitsgruppe „Vereinfachung der Rechtsakte und der Rechtssetzungsverfahren", die Zahl der Instrumente von derzeit 15 auf 6 (Gesetz, Rahmengesetz, Verordnung, Entscheidung, Stellungnahme und Empfehlung) zu verringern und das Mitentscheidungsverfahren als grundsätzliches Beschlussfassungsverfahren im Legislativbereich mit einigen Ausnahmen zu Gunsten des Rats der Europäischen Union heranzuziehen.

Das portugiesische Finanzministerium gab am 12. Dezember 2002 bekannt, dass das Defizit auf Grund außerordentlicher Einnahmen insbesondere aus Verkaufserlösen des staatseigenen Telekom-Basisnetzes für das Jahr 2002 unter 3% des BIP liegen wird.

Der Europäische Rat von Kopenhagen schloss am 12. und 13. Dezember 2002 die im Jahr 1993 ebenfalls in Kopenhagen initiierten Beitrittsverhandlungen mit zehn Kandidatenländern (Estland, Lettland, Litauen, Malta, Polen, der

Slowakischen Republik, Slowenien, der Tschechischen Republik, Ungarn und Zypern) ab. Der tatsächliche Beitritt zur EU ist für den 1. Mai 2004 geplant. Damit können die zehn beitretenden Staaten im Juni 2004 an den Wahlen zum Europäischen Parlament teilnehmen. Die neue Europäische Kommission soll am 1. November 2004 ihr Amt antreten.

Als zeitliches Ziel für den EU-Beitritt Bulgariens und Rumäniens nannte der Europäische Rat das Jahr 2007.

Hinsichtlich der Türkei legte der Europäische Rat fest, dass im Dezember 2004 entschieden wird, ob die Türkei die politischen Kopenhagener Kriterien erfüllt. Sollte dies der Fall sein, wird die EU die Beitrittsverhandlungen ohne Verzug eröffnen.

Bezüglich der noch offenen Haushalts- und Finanzfragen einigten sich die Staats- und Regierungschefs auf ein Maßnahmenpaket, das sich einschließlich Landwirtschaft und Strukturfonds auf 40˙8 Mrd EUR, das sind 408 Mio EUR mehr als das letzte Angebot der Europäischen Kommission, beläuft.

Der Europäische Rat vereinbarte weiters, dass der Europäische Verfassungskonvent die Ergebnisse seiner Arbeit rechtzeitig für den Europäischen Rat in Thessaloniki im Juni 2003 vorlegen wird. Die anschließende Regierungskonferenz könnte während der italienischen EU-Präsidentschaft im November 2003 beginnen und der neue Europäische Verfassungsvertrag nach dem Beitritt der neuen Mitglieder im ersten Halbjahr 2004 unterzeichnet werden.

Die Europäische Kommission veröffentlichte am 19. Dezember 2002 eine Mitteilung betreffend „Die Einführung der Euro-Banknoten und -Münzen – Bilanz des ersten Jahres“. Demnach waren 49˙7% der Bürger des Euroraums mit dem Euro zufrieden. Die große Mehrheit hielt die Zahl und Stückelung der Banknoten (83˙7%) bzw. Münzen (53˙5%) für ausreichend. Allerdings vollzog sich die psychologische Umstellung auf den Euro nur langsam: 42˙2% der Konsumenten rechneten bereits hauptsächlich in Euro, bei größeren Ausgaben (z. B. Haus, Auto) sank dieser Wert auf 12˙5%.

Die griechische und die italienische EU-Präsidentschaft legten am 20. Dezember 2002 erstmals ein gemeinsames einjähriges Arbeitsprogramm für den Rat der Europäischen Union für das Jahr 2003 vor. Die prioritären Aufgaben des Rats der Europäischen Union sind die Unterzeichnung der Beitrittsverträge im April 2003 und die sich aus der EU-Erweiterung ergebende notwendige Reform der Strukturen und Abläufe in der EU im Rahmen einer Regierungskonferenz, die ihre Arbeiten auf Basis des vom EU-Reform-Konvent vorgeschlagenen Verfassungsentwurfs im zweiten Halbjahr 2003 abschließen soll.

Dem Plenum des EU-Reform-Konvents wurden am 20. Dezember 2002 die Abschlussberichte der Arbeitsgruppen „Außenpolitisches Handeln“ und „Verteidigung“ vorgelegt. Die erstgenannte Arbeitsgruppe empfahl, dass Satzungsänderungen von internationalen Organisationen angestrebt werden sollen, damit eine Mitgliedschaft der EU ermöglicht wird, ohne dass dies Auswirkungen auf den Status der EU-Mitgliedstaaten in diesen Organisationen hätte. Die dem Euroraum angehörenden Mitglieder der Arbeitsgruppe befürworteten eine einzige Vertretung des Euroraums in den internationalen Finanzorganisationen.

Turnusmäßig übernahm Griechenland mit 1. Jänner 2003 den EU-Ratsvorsitz und plant folgende thematische Schwerpunkte im ECOFIN-Rat: Erweite-

rung der EU, Verbesserung der wirtschaftspolitischen Koordinierung, Klärung der offenen Punkte im Steuerpaket, Integration der europäischen Finanzmärkte, internationale Finanzarchitektur, Reformen der Waren- und Dienstleistungsmärkte, Beschäftigungspolitik, Strukturpolitik.

Die Europäische Kommission stellte am 8. Jänner 2003 fest, dass in Deutschland im Jahr 2002 ein übermäßiges Defizit gemäß Art. 104 EG-V vorlag, das durch ein seit dem Jahr 2000 ansteigendes strukturelles Defizit, ein geringer als erwartetes BIP-Wachstum in den Jahren 2001 und 2002, die Körperschaftsteuerreform sowie Ausgabenüberschreitungen, insbesondere im Gesundheitswesen, begründet war. Die Europäische Kommission empfahl dem Rat der Europäischen Union daher, eine Empfehlung an die deutsche Regierung zu richten, die erforderlichen Maßnahmen zu treffen, um das übermäßige Defizit bis zum 21. Mai 2003 zu beenden.

Die Europäische Kommission konstatierte in ihrem am 8. Jänner 2003 veröffentlichten Weißbuch betreffend „10 Jahre Binnenmarkt", dass der seit 31. Dezember 1992 errichtete europäische Binnenmarkt zu mehr Wettbewerb und erhöhter Effizienz beigetragen habe und nunmehr vor neuen Herausforderungen stehe: der EU-Erweiterung im Mai 2004 und dem Erreichen der Zielsetzung von Lissabon.

Die Europäische Kommission bewertete am 15. Jänner 2003 in ihrem Synthesebericht für den Frühjahrsgipfel des Europäischen Rats die Umsetzung der Grundzüge der Wirtschaftspolitik durch die Mitgliedstaaten im Jahr 2002 im Hinblick auf das in Lissabon im Jahr 2000 beschlossene Ziel, binnen zehn Jahren die wettbewerbsfähigste Region der Welt zu werden. Die Europäische Kommission konstatierte mäßige Fortschritte und forderte die Mitgliedstaaten zu mehr Strukturveränderungen, vor allem auf den Arbeitsmärkten und bei den Sozialsystemen, zu einem verstärkten Fokus auf Zukunftstechnologien, Aus- und Weiterbildung sowie zu mehr Wettbewerb und Reformen im Energie-, Finanz-, Verkehrs- und Dienstleistungsbereich und bei öffentlichen Aufträgen auf.

Die Plenartagung des EU-Reform-Konvents in Brüssel am 20. und 21. Jänner 2003 war erstmals Fragen des institutionellen Gleichgewichts in der erweiterten EU gewidmet. Es bestand Einigkeit darüber, die drei Institutionen Europäisches Parlament, Rat der Europäischen Union und Europäische Kommission beizubehalten und deren Effizienz zu verbessern. Die Mehrheit des EU-Reform-Konvents bevorzugt ein Mischsystem zwischen einem Staatenbund (Fortsetzung des Status quo) und einem Bundesstaat (mit Zweikammernsystem und gemeinsamen Kompetenzen). Die Rolle und Präsidentschaft des Europäischen Rats sowie dessen Verhältnis zur Europäischen Kommission müssten genauer in der Verfassung definiert werden.

Die Europäische Kommission verabschiedete am 28. Jänner 2003 den zweiten Zwischenbericht über den wirtschaftlichen und sozialen Zusammenhalt (Kohäsionsbericht 2002) in der EU. Die wirtschaftlichen Disparitäten werden sich durch die EU-Erweiterung verschärfen und lassen sich nur durch langfristige Maßnahmen verringern, wobei die Finanzmittel für die Kohäsionspolitik weiterhin auf die am wenigsten entwickelten Regionen und besonders auf die Regionen der neuen Mitgliedstaaten konzentriert werden sollen.

Der Vertrag von Nizza, der die institutionellen Voraussetzungen in der Europäischen Kommission, im Rat der Europäischen Union und im Europäischen Parlament für die EU-Erweiterung schaffen soll, trat am 1. Februar 2003 in Kraft.

Präsident Giscard d'Estaing präsentierte bei der Sitzung des EU-Reform-Konvents am 6. und 7. Februar 2003 erste Textentwürfe zum Verfassungsvertrag (Art. 1 bis 16) mit Bestimmungen zu Definition, Zielen und Zuständigkeiten der EU sowie zu Grundrechten und EU-Bürgerschaft.

Die Europäische Kommission legte am 7. Februar 2003 die Angebotsliste des Allgemeinen Abkommens über den Handel mit Dienstleistungen (GATS) den EU-Mitgliedstaaten sowie dem Europäischen Parlament vor.

Die Europäische Kommission nahm am 11. Februar 2003 ihren Vorschlag zur Anpassung des Finanzrahmens für die EU-Erweiterung an. Mit diesem Vorschlag werden die zehn neuen Mitgliedstaaten in den EU-Haushalt einbezogen.

Das Generalsekretariat des Rats der Europäischen Union übermittelte der österreichischen Bundesregierung am 13. Februar 2003 die vorläufige Endfassung der Beitrittsakte der zehn neuen Mitgliedstaaten. Die geplanten Termine der Referenden in den EU-Beitrittsländern sind dem aktuellen Überblick (Stand 30. Jänner 2003) zu entnehmen:

Land	Bindend/ Nicht bindend	Datum	Kommentar
Bulgarien (EU-Beitrittskandidat)			*Geplanter Beitritt: 2007*
Zypern			Könnte kein Referendum abhalten
Tschechische Republik	bindend	15. bis 16. Juni 2003	Termin wird offiziell durch den Präsidenten bekannt gegeben
Estland	nicht bindend	14. September 2003	
Ungarn	bindend	12. April 2003	
Lettland	bindend	20. September 2003	
Litauen	bindend	11. Mai 2003	Möglicher Termin
Malta	nicht bindend	8. März 2003	
Polen	bindend	8. Juni 2003	
Rumänien (EU-Beitrittskandidat)			*Geplanter Beitritt: 2007*
Slowakische Republik	bindend	16. bis 17. Mai 2003	
Slowenien		23. März 2003	
Türkei (EU-Beitrittskandidat)			*Beitrittsverhandlungen könnten 2004 beginnen*

Quelle: European Institute of Public Administration (EIPA).

Die Europäische Kommission stimmte am 19. Februar 2003 dem Beitritt der zehn Kandidatenländer zur EU gemäß Art. 49 EG-V zu, nachdem am 13. Dezember 2002 beim Europäischen Rat in Kopenhagen die Verhandlungen erfolgreich abgeschlossen und die Beitrittsverträge in der ersten Februarhälfte 2003 finalisiert worden waren. Die Entscheidungen des Europäischen Parlaments und des Rats der Europäischen Union sind für die erste Aprilhälfte geplant, sodass die Beitrittsverträge am 16. April 2003 in Athen unterschrieben werden können.

Die Europäische Kommission teilte am 21. Februar 2003 mit, dass sie plant, fast 3.500 Beamte aus den zentral- und osteuropäischen Beitrittsländern, vor allem in den Dolmetscher- und Übersetzerabteilungen, neu einzustellen.

Kroatien reichte am 21. Februar 2003 offiziell den Antrag auf Mitgliedschaft in der EU beim griechischen Regierungschef und EU-Ratspräsidenten Konstantinos Simitis in Athen ein.

Die EZB veröffentlichte am 24. Februar 2003 einen Bericht über die „Stabilität des Bankensektors in der Europäischen Union", der vom Ausschuss für Bankenaufsicht des ESZB erstellt wurde. Die Gewinne der Banken hatten sich infolge höherer Risikovorsorge und Kursverlusten im Jahr 2001 generell und noch verstärkt im ersten Halbjahr 2002 verschlechtert. Der EU-Bankensektor verfügt allerdings über ausreichendes Potenzial, um Schocks zu verkraften.

Der Rat für Allgemeine Angelegenheiten und Außenbeziehungen (RAA/AB) erörterte in Brüssel am 24. und 25. Februar 2003 unter anderem den von der Europäischen Kommission im Jänner 2003 verabschiedeten zweiten Zwischenbericht über den wirtschaftlichen und sozialen Zusammenhalt in der EU (Kohäsionsbericht 2002), wobei Einigkeit über die Fortsetzung der Kohäsionspolitik nach der EU-Erweiterung bestand.

Frankreich überschritt laut Angaben von Premierminister Jean-Pierre Raffarin vom 25. Februar 2003 im Jahr 2002 bei der Neuverschuldung die Obergrenze von 3% des BIP und verfehlte damit das budgetäre Stabilitätsziel.

Auf der Plenarsitzung des EU-Reform-Konvents in Brüssel am 27. und 28. Februar 2003 wurden die Anfang Februar vorgeschlagenen Art. 1 bis 16 des künftigen Verfassungsvertrags unter Berücksichtigung der über 1.000 Änderungs- bzw. Ergänzungsanträge diskutiert. Außerdem wurde der Entwurf der Art. 24 bis 33 des Verfassungsvertrags mit Bestimmungen zu den Rechtsakten und Rechtssetzungsverfahren vorgestellt.

Monetäre Entwicklung in Österreich

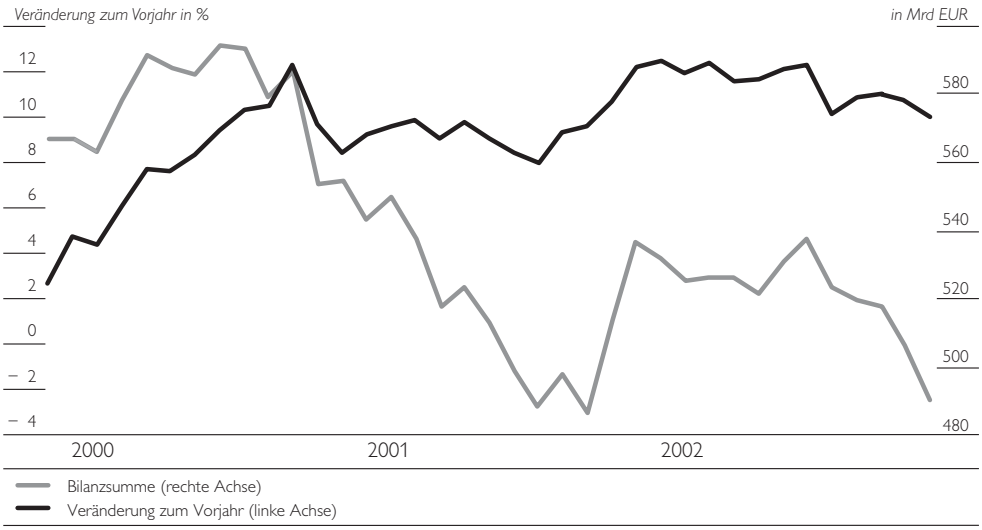
Geschäftstätigkeit und Ertragslage der in Österreich tätigen Kreditinstitute im Jahr 2002[1])

Ralf Dobringer,
Margarita Schandl-Greyer

Rückläufige Bilanzsumme

Nach einem bereits sehr schwierigen Jahr 2001 war das Jahr 2002 für die in Österreich tätigen Kreditinstitute vor allem auf Grund der nach wie vor angespannten internationalen Konjunkturlage noch wesentlich problematischer. So mussten die Banken ihre Ertragserwartungen weiter reduzieren und auch die Bilanzsummenentwicklung war rückläufig: Nach einem Zuwachs von +25˙04 Mrd EUR oder +4˙5% im Jahr 2001 verringerte sich die Gesamtbilanzsumme 2002 erstmals seit dem Beginn der elektronischen Datenaufzeichnung im Jahr 1978 für ein Gesamtjahr – und zwar um –14˙47 Mrd EUR oder –2˙5%. Hauptverantwortlich für diesen ungewöhnlichen Rückgang waren allerdings Umstrukturierungsmaßnahmen der Bank Austria AG (BA) im Zuge ihrer Integration mit der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank AG (HVB) und der damit verbundenen Fusion mit der Creditanstalt AG (CA). Ohne CA und BA wäre immerhin ein Bilanzsummenwachstum von rund +3% erreicht worden.

Bilanzsumme der in Österreich tätigen Kreditinstitute



Quelle: OeNB.

Da die CA dem Aktienbankensektor angehörte, reduzierte sich dessen Bilanzsumme um –37˙33 Mrd EUR oder –28˙9%, wogegen der Sparkassensektor (inklusive BA) einen Zuwachs von +11˙56 Mrd EUR (+5˙7%) lukrieren konnte. Einen hohen prozentuellen Bilanzsummenzuwachs wiesen auch der Landes-Hypothekenbankensektor (+12˙9%) und der Raiffeisensektor (+4˙4%) aus. Der Sonderbankensektor folgte mit +2˙4%, danach die Volksbanken mit +1˙5%. Neben den Aktienbanken verzeichnete auch der Bausparkassensektor eine rückgängige Bilanzsumme (–1˙8%).

Der Marktanteil der fünf größten Einzelinstitute an der Gesamtbilanzsumme erhöhte sich gegenüber Dezember 2001 geringfügig um +0˙4 Prozentpunkte auf 45˙9%.

1 *Im vorliegenden Bericht werden die Ertragsdaten der in Österreich tätigen Einzelkreditinstitute auf unkonsolidierter Basis dargestellt. Somit sind insbesondere die Erträge und Aufwendungen von ausländischen Tochterkreditinstituten in der folgenden Analyse nicht enthalten.*

Anzahl der Kreditinstitute sinkt weiterhin

Die Anzahl der Hauptanstalten der in Österreich meldepflichtigen Kreditinstitute hat sich im Jahr 2002 um 10 auf 897, jene der Zweigstellen um 75 auf 4.471 vermindert.

Anzahl der Bankstellen in Österreich

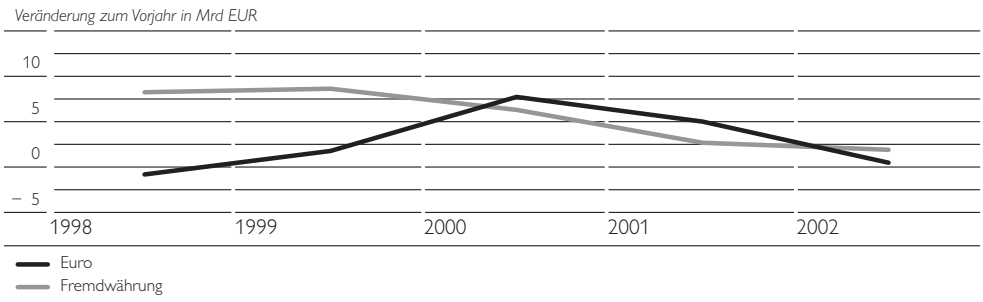
	Aktienbanken und Bankiers		Sparkassensektor		Landes-Hypothekenbanken		Raiffeisensektor		Volksbankensektor		Bausparkassen		Sonderbanken		Insgesamt		Summe Haupt- und Zweiganstalten
	H	Z	H	Z	H	Z	H	Z	H	Z	H	Z	H	Z	H	Z	
Stand: Dezember 2001	61	738	67	1.380	9	164	617	1.725	70	475	5	59	78	5	907	4.546	5.453
Stand: Dezember 2002	59	534	64	1.509	9	165	609	1.719	70	481	5	59	81	4	897	4.471	5.368
Veränderung[1])	−2	−204	−3	+129	–	+1	−8	−6	–	+6	–	–	+3	−1	−10	−75	−85

Quelle: OeNB.
H = Hauptanstalten.
Z = Zweiganstalten und Wechselstuben.
[1]) Die Veränderungen ergeben sich aus Neugründungen, Schließungen und Fusionen.

Kreditwachstum deutlich langsamer als im Jahr 2001

War im Jahr 2001 noch ein Wachstum der Direktkredite um +7˙92 Mrd EUR oder +3˙5% zu beobachten gewesen, so reduzierte es sich im Jahr 2002 auf nahezu ein Drittel (+2˙72 Mrd EUR oder +1˙2%). 2˙77 Mrd EUR wurden im vierten Quartal 2002 an debitorischen Zinsen verrechnet, um +0˙31 Mrd EUR oder +12˙6% mehr als im Vergleichsquartal 2001, und dies, obwohl die durchschnittlichen Zinsen für Eurokredite gegenüber Dezember 2001 weiter sanken.[1]) Das Kreditwachstum wurde im Jahr 2002 hauptsächlich von den Fremdwährungskrediten getragen: Von ihnen stammten +2˙06 Mrd EUR, das sind mehr als 75% der gesamten Zunahme. In relativen Zahlen betrachtet erhöhten sich die Ausleihungen in Fremdwährung um +4˙9% gegenüber +7˙2% (+2˙83 Mrd EUR) im Jahr 2001. Eurokredite waren 2002 wieder weniger beliebt: Ihr Wachstum stagnierte beinahe mit +0˙66 Mrd EUR (+0˙3%) gegenüber +5˙09 Mrd EUR oder +2˙7% im Vergleichszeitraum 2001. Somit lag der absolute Zuwachs der Fremdwährungskredite erstmals seit zwei Jahren wieder über jenem der Eurokredite.

Direktkredite an inländische Nichtbanken



Quelle: OeNB.

1 *So sank z. B. der durchschnittliche Zinssatz für Privatkredite gegenüber Dezember 2001 um –0˙38 Prozentpunkte auf 6˙51%.*

Diese Entwicklung bewirkte, dass der Anteil der Fremdwährungskredite an allen vergebenen Krediten innerhalb eines Jahres um +0˙6 Prozentpunkte auf 18˙8% anstieg.

Sektoral betrachtet waren die Volksbanken bei der Vergabe von Fremdwährungskrediten mit einem Anteil von 24˙9% an allen Direktkrediten am stärksten engagiert. Den zweitgrößten Fremdwährungskreditanteil wiesen im Dezember 2002 die Sparkassen mit 21˙7% aus, gefolgt von den Aktienbanken (20˙9%) und den Raiffeisenbanken mit 17˙8%. Die Sonderbanken hatten mit 3˙7% den geringsten Anteil. Bausparkassen ist es nicht erlaubt, Fremdwährungskredite zu vergeben.

Regional betrachtet lag der Anteil der Fremdwährungskredite am gesamten Kreditvolumen in Vorarlberg[1]) mit rund 44% am höchsten. Bei einigen Vorarlberger und Tiroler Kreditinstituten belief sich der Anteil sogar auf 60 bis 70%.

Nach Größenklassen gegliedert befanden sich zum Jahresultimo 2002 rund 71% aller Eurokredite im Bereich bis 10.000 EUR[2]), ein Eurokredit belief sich durchschnittlich auf 32.000 EUR. Die meisten Fremdwährungskredite (32˙1%) fielen hingegen in das Segment 100.000 bis 500.000 EUR; im Durchschnitt lautete ein Fremdwährungskredit auf 148.000 EUR.

Kredite in Schweizer Franken sehr beliebt

Ausleihungen in Schweizer Franken[3]) erfreuten sich im Jahr 2002 wieder größter Beliebtheit, nachdem in den Jahren zuvor Kredite in japanischen Yen deutlich dynamischer gewachsen waren. So erhöhte sich im Jahr 2002 der Anteil der Kredite in Schweizer Franken am gesamten Kreditvolumen in Fremdwährung beachtlicherweise um +4˙6 Prozentpunkte auf 54˙9%, wogegen der Anteil der Kredite in japanischen Yen erstmals seit Beginn der Wirtschafts- und Währungsunion rückläufig war (von 41˙9% im Dezember 2001 auf 37˙2% im Vergleichsmonat 2002). Der Grund für die „Renaissance“ des Schweizer Franken dürfte einerseits im attraktiven Wechselkurs, andererseits im günstigen Zinsabstand zum Euro liegen. Ausleihungen in US-Dollar stagnieren seit Jahren bei einem Anteil von rund 6 bis 7%.

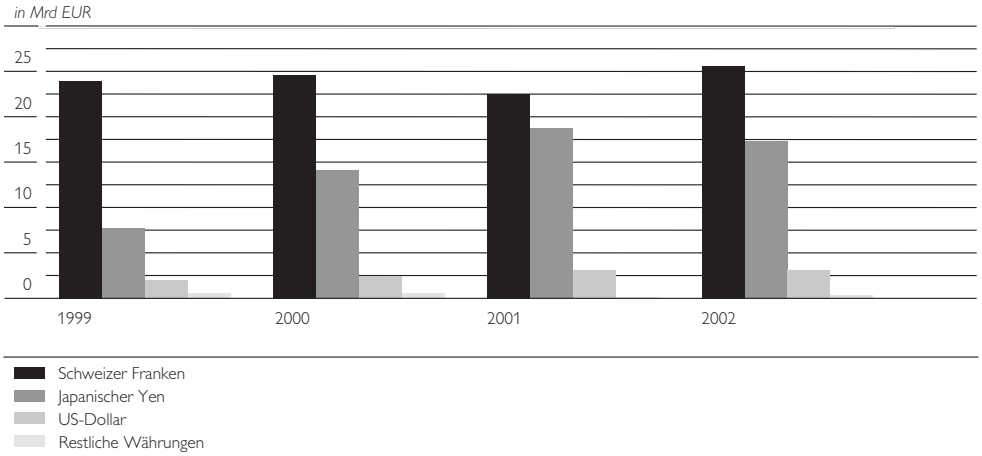
Mehr als die Hälfte aller Kredite wurde nach wie vor von Unternehmen in Anspruch genommen. Im Jahr 2002 wurde konjunkturbedingt – vor allem auf Grund verminderter Investitionstätigkeit – ein Rückgang von –2˙31 Mrd EUR oder –1˙8% verzeichnet. Der Fremdwährungsanteil lag – wie im Vergleichsmonat 2001 – bei 19˙2%. Die privaten Haushalte, die rund 28% am Kreditvolumen innehatten, nahmen im Jahr 2002 hingegen um +4˙14 Mrd EUR (+6˙6%) mehr Kredite auf. Im Jahr 2001 hatte der Anstieg +3˙58 Mrd EUR (+6˙1%) betragen. Der Fremdwährungsanteil belief sich auf 25˙0 nach 23˙2% im Dezember 2001. Die Forderungen an den Sektor Staat stagnieren seit Jahren bei rund 28 Mrd EUR, da dieser verstärkt auf andere Refinanzierungsformen zurückgreift (z. B. Bundesschätze). Der Fremdwährungsanteil lag bei nur rund 5%.

1 *Bundesländervergleiche sind insofern nur bedingt aussagekräftig, als überregional tätige Kreditinstitute jeweils dem Standort der Hauptanstalt (wie z. B. die BA-CA dem Bundesland Wien) zugerechnet werden.*

2 *Inklusive Überziehungen bei Girokonten.*

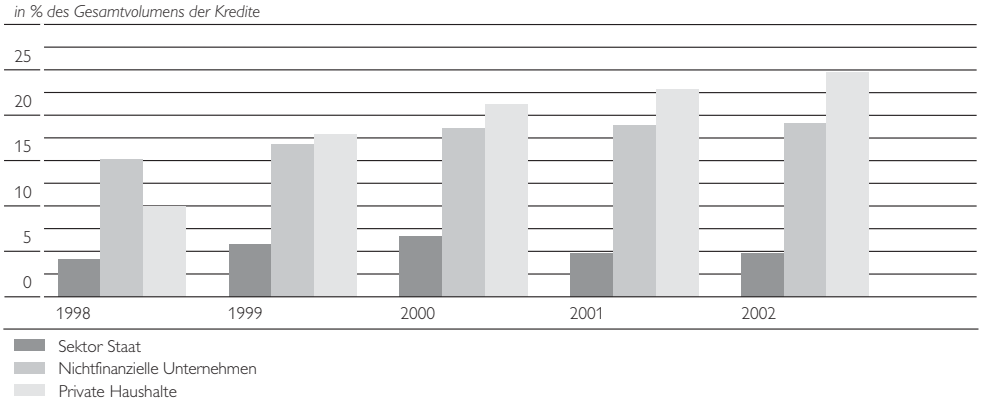
3 *Die Daten auf Einzelwährungsbasis wurden der EZB-Monetärstatistik entnommen.*

Struktur der Fremdwährungskredite



Quelle: OeNB.

Anteil der Fremdwährungskredite



Quelle: OeNB.

Der Anstieg der für Beschaffung und Erhalt von Wohnraum verwendeten Kredite verlief im Jahr 2002 – analog zu 2001 – mit +2˙48 Mrd EUR oder +5˙7% prozentuell deutlich stärker als jener der Direktkredite (+1˙2%). Der Anteil der Fremdwährungskredite an allen für Beschaffung und Erhalt von Wohnraum vergebenen Krediten erhöhte sich in diesem Segment auf 17˙8%. Zum Vergleich: Der Anteil der Fremdwährungskredite an allen vergebenen Direktkrediten lag bei 18˙8%. Der durchschnittliche Zinssatz für Kredite zur Wohnraumbeschaffung verringerte sich gegenüber Dezember 2001 um –0˙33 Prozentpunkte auf 5˙28%.

Verbriefte Kredite

Das Volumen der verbrieften Kredite reduzierte sich im Jahr 2002 um –1˙89 Mrd EUR (–8˙8%) gegenüber –3˙0 Mrd EUR oder –12˙3% im Jahr 2001. Die Subposition der anderen Schuldtitel öffentlicher Stellen, die zur Refinanzierung bei den Zentralnotenbanken zugelassen sind, sank um

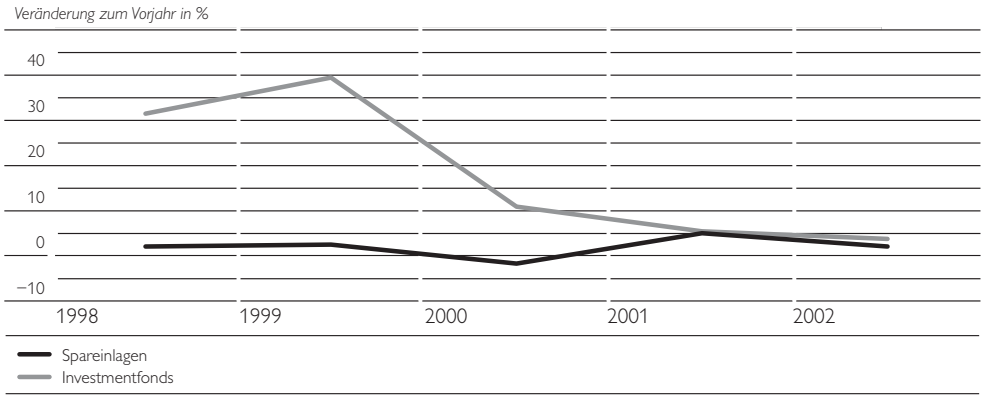
–2˙04 Mrd EUR (–13˙4%) und war somit für den gesamten Rückgang hauptverantwortlich.

Einlagenwachstum geringer als 2001

Nach einem sehr hohen Einlagenaufkommen der inländischen Nichtbanken im Jahr 2001 (+13˙77 Mrd EUR oder +7˙8%) reduzierte sich das Plus 2002 auf +2˙11 Mrd EUR oder +1˙1%. Abgesehen vom Sparkassensektor, der fusionsbedingt mit +10˙07 Mrd EUR (+18˙2%) den höchsten Einlagenzuwachs lukrieren konnte, meldete der Volksbankensektor mit +0˙51 Mrd EUR (+4˙4%) einen überdurchschnittlichen Einlagenanstieg. Es folgte der Raiffeisensektor mit +1˙93 Mrd EUR (+4˙1%). Der Bausparkassensektor musste hingegen Einlagenabflüsse (–0˙16 Mrd EUR bzw. –1˙0%) hinnehmen.

Der Stand der Sichteinlagen vergrößerte sich gegenüber Dezember 2001 um +3˙19 Mrd EUR oder +8˙2%. Im entsprechenden Vergleichszeitraum des Vorjahres war der Zuwachs ähnlich hoch gelegen (+8˙3%). Konträr dazu entwickelten sich hingegen die Termineinlagen: Waren sie im Jahr 2001 noch auf +5˙07 Mrd EUR oder +25˙1% gestiegen, sanken sie im Jahr 2002 um –3˙28 Mrd EUR (–13˙0%). Die Spareinlagen erhöhten sich (inklusive Zinsgutschriften von 2˙76 Mrd EUR) im Jahr 2002 nur noch um +2˙21 Mrd EUR oder +1˙8%. Ohne Zinsgutschriften wäre somit ein Abfluss von –0˙55 Mrd EUR zu verzeichnen gewesen. Noch 2001 hatte sich das Spareinlagenwachstum auf +5˙73 Mrd EUR oder +4˙8% (davon kapitalisierte Spareinlagenzinsen: 3˙12 Mrd EUR) belaufen.

Spareinlagen und Investmentfondsvolumen



Quelle: OeNB, VÖIG.

Auch der Volumenzuwachs bei den von den heimischen Kapitalanlagegesellschaften[1]) verwalteten Investmentfonds reduzierte sich im Jahr 2002 auf +3˙4% nach noch +5˙0% im Jahr 2001.

Die halbjährliche Statistik über die Anzahl und Höhe der Einlagenkonten zeigte folgendes Bild: Von den 23˙69 Mio Spareinlagen lauteten etwas mehr als 96% auf Beträge unter 20.000 EUR[2]). Weiters existierten 921 Sparbücher

1 *Quelle: VÖIG.*

2 *Das ist jene Grenze, bis zu der gemäß § 93 BWG pro Einleger eine Sicherungspflicht besteht.*

mit Beträgen zwischen 1 und 3 Mio EUR sowie 152 Sparbücher mit Beträgen über 3 Mio EUR.

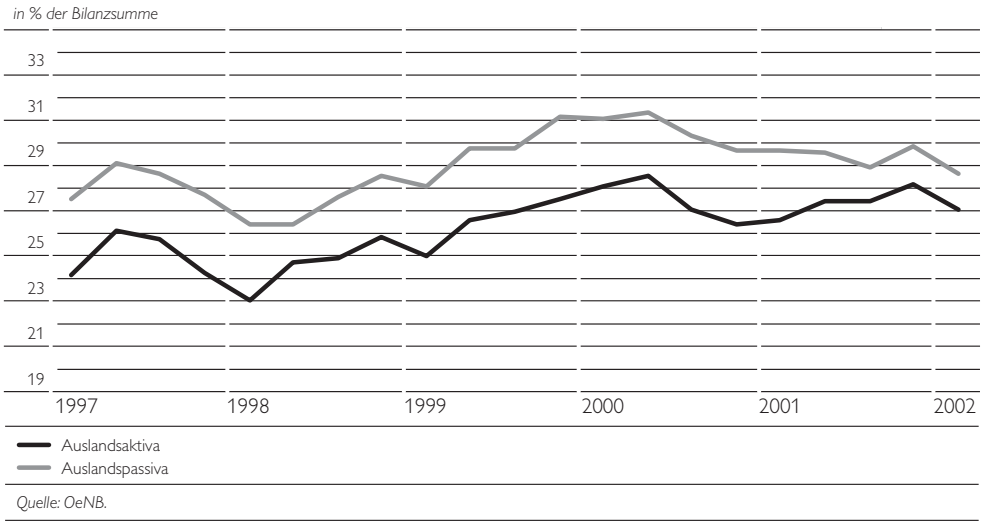
Eigene Inlandsemissionen

Die eigenen Inlandsemissionen der in Österreich tätigen Kreditinstitute verringerten sich im Gesamtjahr 2002 um –0˙34 Mrd EUR oder –0˙6%. Noch im Jahr 2001 war diese Position um +2˙2 Mrd EUR oder +4˙2% gewachsen. Innerhalb der eigenen Emissionen stiegen die begebenen Schuldverschreibungen um +1˙96 Mrd EUR oder +7˙9%, während sich die anderen verbrieften Verbindlichkeiten um –1˙92 Mrd EUR (–6˙6%) reduzierten.

Auslandsgeschäft rückläufig

Auch das Geschäft mit dem Ausland entwickelte sich im Jahr 2002 sowohl aktiv- als auch passivseitig rückläufig: Die Auslandsforderungen reduzierten sich um –1˙03 Mrd EUR oder –0˙7%, die Auslandsverbindlichkeiten gar um –10˙10 Mrd EUR oder –5˙8%. Vor allem das Geschäftsvolumen mit ausländischen Kreditinstituten ging sehr deutlich zurück: die Forderungen um –6˙97 Mrd EUR oder –8˙5%, die Verbindlichkeiten gar um –14˙82 Mrd EUR oder –17˙6%. Auf der Passivseite stiegen als einzige relevante Position die ausländischen verbrieften Verbindlichkeiten (+5˙95 Mrd EUR bzw. +11˙3%). Ein Grund unter anderen für die rückläufige Entwicklung der Auslandsverflechtung könnte auch die Tatsache sein, dass immer mehr österreichische Kreditinstitute Tochterinstitute im Ausland haben, über die Auslandsgeschäfte abgewickelt werden.

Auslandsgeschäft der in Österreich tätigen Kreditinstitute



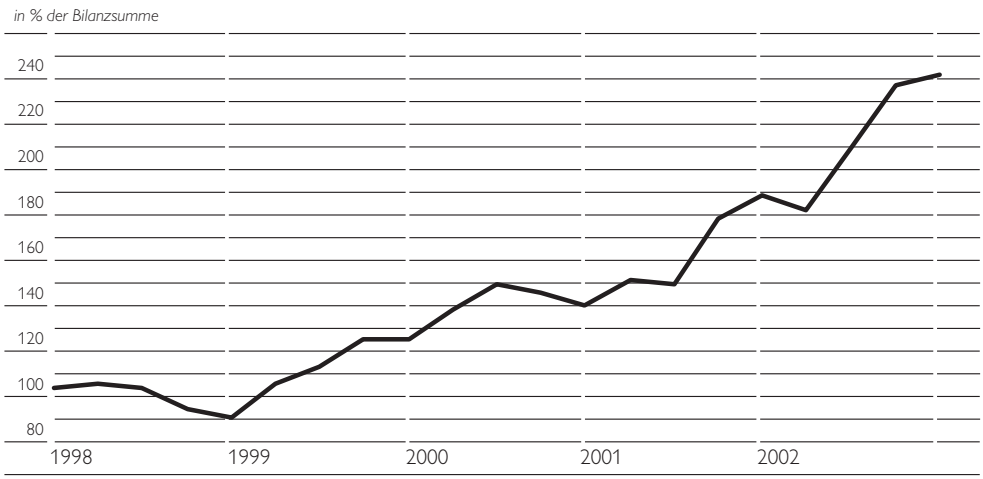
Quelle: OeNB.

Dynamische Derivativgeschäfte

Auch im Jahr 2002 stieg das Volumen der Derivativgeschäfte mit +278˙25 Mrd EUR oder +25˙1% wieder sehr dynamisch. Somit erhöhte sich das Verhältnis der besonderen außerbilanzmäßigen Finanzgeschäfte erstmals auf das nahezu 2˙5fache der Gesamtbilanzsumme der österreichischen Kreditinsti-

tute. Den weitaus größten Anteil am Derivativgeschäft hatten die Zinssatzverträge, die sich mit rund 82% des Gesamtvolumens auf 1˙14 Mrd EUR beliefen. Der Handel mit derivativen Zinsinstrumenten hat seit dem Jahr 1999 kontinuierlich zugenommen, was auf die zunehmende Bedeutung der Zinsswaps für das Aktiv/Passivmanagement und die Zinsrisikosteuerung der Kreditinstitute zurückzuführen ist.

Besondere außerbilanzmäßige Geschäfte

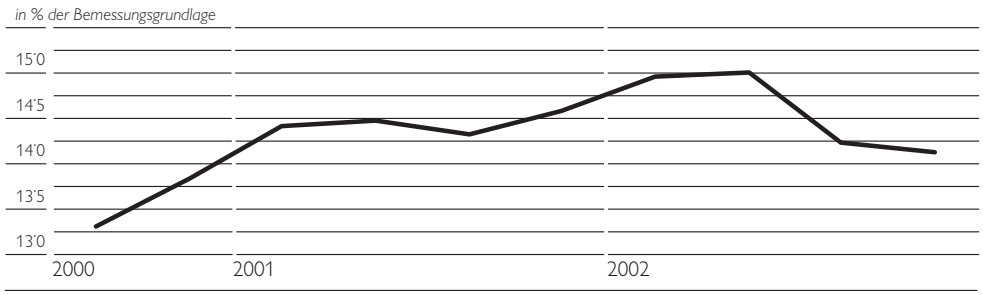


Quelle: OeNB.

Eigenmittel sinken

Erstmals seit In-Kraft-Treten der neuen Eigenmittelbestimmungen 1994 sanken im Jahr 2002 zum Jahresultimo die Eigenmittel der in Österreich tätigen Kreditinstitute. Während sich der Stand der Eigenmittel im Jahr 2001 noch um +4˙55 Mrd EUR oder +12˙1% erhöhte, belief sich der Rückgang im Jahr 2002 auf –0˙43 Mrd EUR oder –1˙0%.

Eigenmittel



Quelle: OeNB.

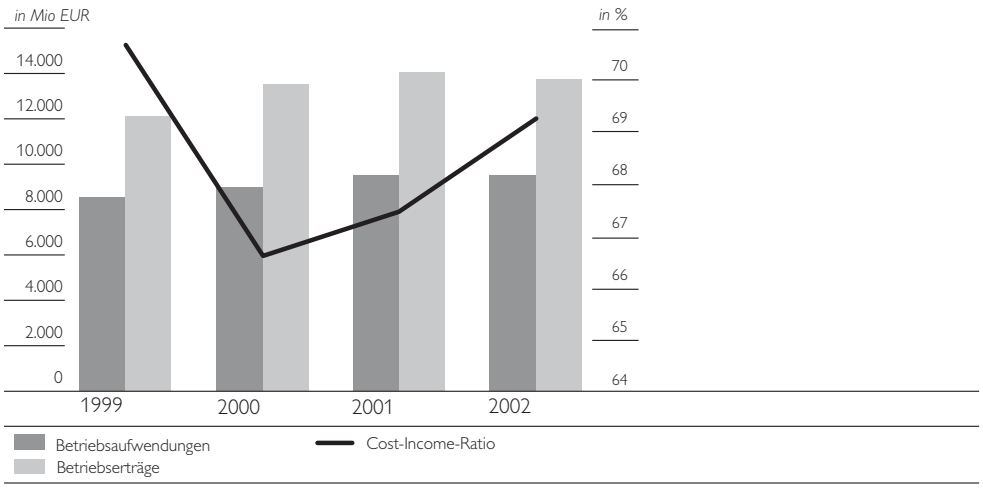
Auch die Kernkapitalquote reduzierte sich um –0˙4 Prozentpunkte auf 9˙1%. Die Kennzahl der risikogewichteten Aktiva in Prozent der Bilanzsumme erhöhte sich schließlich gegenüber Dezember 2001 um +1˙5 Prozentpunkte auf 45˙8%.

Betriebsergebnis sinkt weiterhin

Für das Jahr 2002 beträgt das vorläufige Betriebsergebnis der in Österreich meldepflichtigen Kreditinstitute 4˙22 Mrd EUR und liegt mit –0˙36 Mrd EUR bzw. –7˙9% deutlich unter dem Wert der Vergleichsperiode 2001. Sektoral betrachtet konnte eine Steigerung des Betriebsergebnisses der Bausparkassen (+38˙0%), der Sonderbanken (+14˙5%), der Raiffeisenbanken (+9˙7%), der Landes-Hypothekenbanken (+6˙8%) und der Volksbanken (+2˙1%) erzielt werden. Bei den von der Fusion von BA und CA betroffenen Sektoren Aktienbanken (–30˙7%) und Sparkassen (–18˙1%) war eine Verringerung des Betriebsergebnisses zu beobachten. Das Verhältnis Betriebsergebnis zu durchschnittlicher Bilanzsumme betrug zum Berichtszeitpunkt 0˙73% und verringerte sich gegenüber der Vergleichsperiode 2001 um –0˙08 Prozentpunkte. Die Relation Betriebsergebnis zur Bemessungsgrundlage gemäß § 22 Abs. 2 BWG[1]) belief sich im Jahr 2002 auf 1˙43% und hat sich gegenüber dem Jahr 2001 um –0˙16 Prozentpunkte reduziert.

Im Jahr 2002 meldeten die in Österreich tätigen Kreditinstitute eine deutliche Verringerung der Betriebserträge, und zwar um –0˙34 Mrd EUR bzw. –2˙4% auf 13˙72 Mrd EUR. Die Betriebsaufwendungen stiegen mit +0˙02 Mrd EUR bzw. +0˙2% auf 9˙50 Mrd EUR geringfügig an. Daraus resultierend verschlechterte sich die Cost-Income-Ratio gegenüber dem Jahr 2001 um 1˙8 Prozentpunkte und betrug zum Berichtszeitpunkt 69˙3%[2]).

Cost-Income-Ratio



Source: OeNB.

Die sektorale Betrachtung zeigt: Die Landes-Hypothekenbanken (58˙1%), die Sonderbanken (61˙8%), die Raiffeisenbanken (64˙5%) und die Volksbanken (67˙6%) erzielten eine bessere Cost-Income-Ratio als der Durchschnitt der in Österreich tätigen Kreditinstitute. Die Aktienbanken (70˙2%), die Sparkassen

1 *Für die Berechnung der Kennzahl wurden die Betriebserträge im Verhältnis zur Summe der gewichteten Aktivposten, der gewichteten außerbilanzmäßigen Geschäfte und der gewichteten besonderen außerbilanzmäßigen Finanzgeschäfte […] dargestellt.*

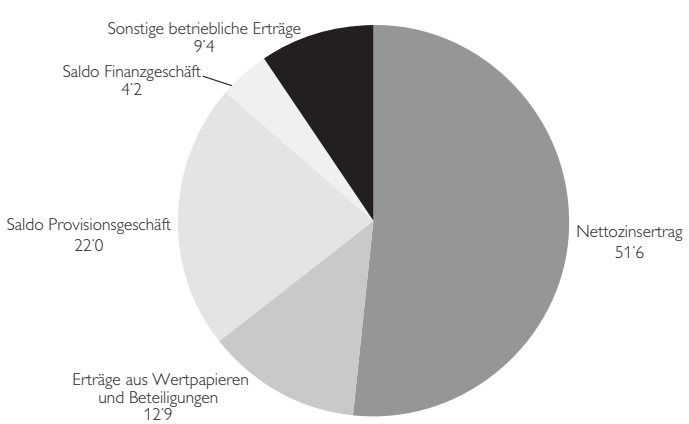
2 *Für eine Ertragseinheit benötigt man 0˙69 Mitteleinsatz.*

(75˙1%) und die Bausparkassen (80˙6%) lagen bei dieser Kennzahl schlechter als der Branchendurchschnitt.

Im Verhältnis zur durchschnittlichen Bilanzsumme reduzierten sich die Betriebserträge um –0˙12 Prozentpunkte und die Betriebsaufwendungen um –0˙03 Prozentpunkte. Die Relation Betriebserträge zur Bemessungsgrundlage gemäß § 22 Abs. 2 BWG betrug zum Berichtstermin 4˙66% und verringerte sich gegenüber der Vergleichsperiode 2001 um –0˙22 Prozentpunkte.

Struktur der Betriebserträge

Anteil in %



Quelle: OeNB.

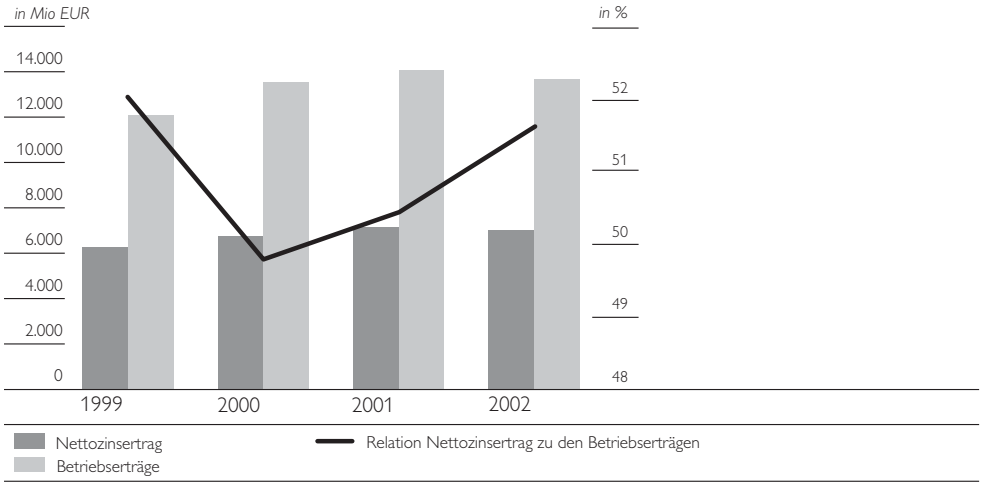
Die Analyse der Struktur der Betriebserträge auf Ebene der Sektoren zeigt folgendes Bild: Der Anteil des Nettozinsertrags an den gesamten Betriebserträgen betrug bei den Landes-Hypothekenbanken 69˙5%, den Bausparkassen 59˙1% und den Volksbanken 56˙2%. Die angeführten Sektoren konnten somit einen überdurchschnittlich hohen Anteil ihrer Erträge aus dem Zinsgeschäft lukrieren. Die Relation Saldo aus dem Provisionsgeschäft zu den gesamten Betriebserträgen betrug bei den Aktienbanken 24˙8%, den Sparkassen 24˙5% und den Sonderbanken 24˙1%. Infolgedessen lieferten bei diesen Sektoren die Provisionserträge einen relativ hohen Beitrag zu den gesamten Betriebserträgen.

Nettozinsertrag leicht rückläufig

Der Nettozinsertrag betrug zum Berichtszeitpunkt 7˙08 Mrd EUR und lag mit –0˙01 Mrd EUR bzw. –0˙1% geringfügig unter dem Wert der Vergleichsperiode 2001. Dennoch erhöhte sich die Relation Nettozinsertrag zu den gesamten Betriebserträgen mit +1˙2 Prozentpunkten und belief sich zum Berichtszeitpunkt auf 51˙6%. Das Verhältnis Nettozinsertrag zur durchschnittlichen Bilanzsumme belief sich auf 1˙23% und reduzierte sich gegenüber dem Jahr 2001 geringfügig. Die Zinsen und zinsähnlichen Erträge betrugen 23˙43 Mrd EUR und lagen um –3˙39 Mrd EUR bzw. –12˙6% unter dem Vergleichswert 2001 (2001: –0˙69 Mrd EUR bzw. –2˙5%). Die Zinsen und zinsähnlichen Aufwendungen verringerten sich mit –3˙38 Mrd EUR bzw. –17˙1% auf einen Stand von 16˙35 Mrd EUR (2001: –1˙05 bzw. –5˙0%). Die sektorale Betrachtung zeigt folgendes Bild: Eine Steigerung des Nettozins-

ertrags konnte im Jahr 2002 von den Bausparkassen (+13˙0%), den Sonderbanken (+12˙1%), den Landes-Hypothekenbanken (+11˙1%), den Volksbanken (+3˙7%) und den Raiffeisenbanken (+2˙8%) erzielt werden. Der Anstieg des Nettozinsertrags von den Sparkassen (+17˙9%) und der Rückgang des Nettozinsertrags bei den Aktienbanken (–32˙9%) ist vor dem Hintergrund der BA-CA-Fusion zu sehen.

Relation des Nettozinsertrags zu den Betriebserträgen



Quelle: OeNB.

Erträge aus Wertpapieren und Beteiligungen rückläufig

Die Erträge aus dem Wertpapier- und Beteiligungsgeschäft beliefen sich auf 1˙77 Mrd EUR und lagen mit –0˙19 Mrd EUR bzw. –9˙6% unter dem Wert der Vergleichsperiode 2001. Es konnte zwar bei den Erträgen aus Beteiligungen (+0˙14 Mrd EUR) ein Anstieg erzielt werden, allerdings musste bei den Erträgen aus Anteilen an verbundenen Unternehmen (–0˙30 Mrd EUR)[1]) sowie bei den Erträgen aus Aktien und Anteilsrechten und nicht festverzinslichen Wertpapieren (–0˙03 Mrd EUR) ein Rückgang festgestellt werden.

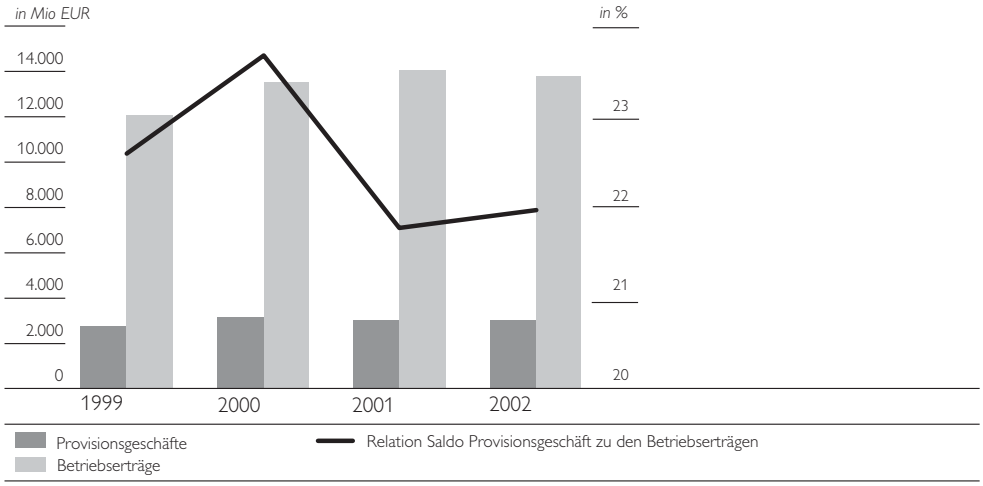
Saldo aus dem Provisionsgeschäft sinkt um 1˙6%

Der Saldo aus dem Provisionsgeschäft betrug 3˙01 Mrd EUR. Er reduzierte sich neuerlich und lag mit –0˙05 Mrd EUR bzw. –1˙6% unter dem Vergleichswert 2001. Während im Bereich der Provisionserträge aus dem Kreditgeschäft (+0˙07 Mrd EUR), dem Zahlungsverkehr (+0˙06 Mrd EUR) sowie dem Dienstleistungsgeschäft (+0˙03 Mrd EUR) Zunahmen erzielt werden konnten, musste im Bereich der Provisionserträge aus dem Wertpapiergeschäft (–0˙14 Mrd EUR) und dem Devisen-, Sorten- und Edelmetallgeschäft (–0˙07 Mrd EUR) ein Rückgang beobachtet werden. Im Jahr 2002 hat die

1 *In den letzten Jahren konnten im Bereich Erträge aus Anteilen an verbundenen Unternehmen Ertragssteigerungen beobachtet werden, die zum überwiegenden Teil aus Bankverflechtungen stammen, sodass es zu Doppelzählungen kommen konnte. Durch Eingliederungsmaßnahmen kommt es zum Wegfall zahlreicher Doppelzählungen.*

anhaltend schlechte Stimmung auf den internationalen Aktienmärkten sowie der Wegfall der Wechselspesen aller „Euro-Vorläufer-Währungen" den Provisionsertrag deutlich geschmälert. Auf Seiten der Provisionsaufwendungen konnte bei jenen im Wertpapiergeschäft (–0˙03 Mrd EUR) ein Rückgang, bei jenen im Zahlungsverkehr (+0˙02 Mrd EUR) ein Anstieg beobachtet werden. Dennoch erhöhte sich die Relation Saldo aus dem Provisionsgeschäft zu den gesamten Betriebserträgen mit +0˙2 Prozentpunkten auf einen Stand von 22˙0% geringfügig. Damit stellte das Provisionsgeschäft trotz des absoluten Rückgangs auch im Berichtszeitraum eine wichtige Ertragsquelle der in Österreich tätigen Kreditinstitute dar.

Relation des Saldos Provisionsgeschäft zu den Betriebserträgen



Quelle: OeNB.

Positiver Saldo aus Finanzgeschäften steigend

Der positive Saldo aus Finanzgeschäften belief sich auf 0˙57 Mrd EUR und verbesserte sich im Jahr 2002 mit einem Plus von +0˙05 Mrd EUR bzw. +9˙5%. Dabei ist die Entwicklung in den einzelnen Segmenten sehr unterschiedlich ausgefallen: So konnte bei dem Saldo aus Geschäften in Wertpapieren, die nicht wie Finanzanlagen bewertet werden (+0˙05 Mrd EUR), sowie dem Saldo aus sonstigen Finanzgeschäften (+0˙01 Mrd EUR) ein Anstieg erzielt werden. Bei dem Saldo aus dem Devisen-, Sorten- und Edelmetallgeschäft (–0˙01 Mrd EUR) musste ein Rückgang beobachtet werden. Der Anteil des Eigenhandels an den gesamten Betriebserträgen betrug 4˙2% und erhöhte sich um +0˙5 Prozentpunkte.

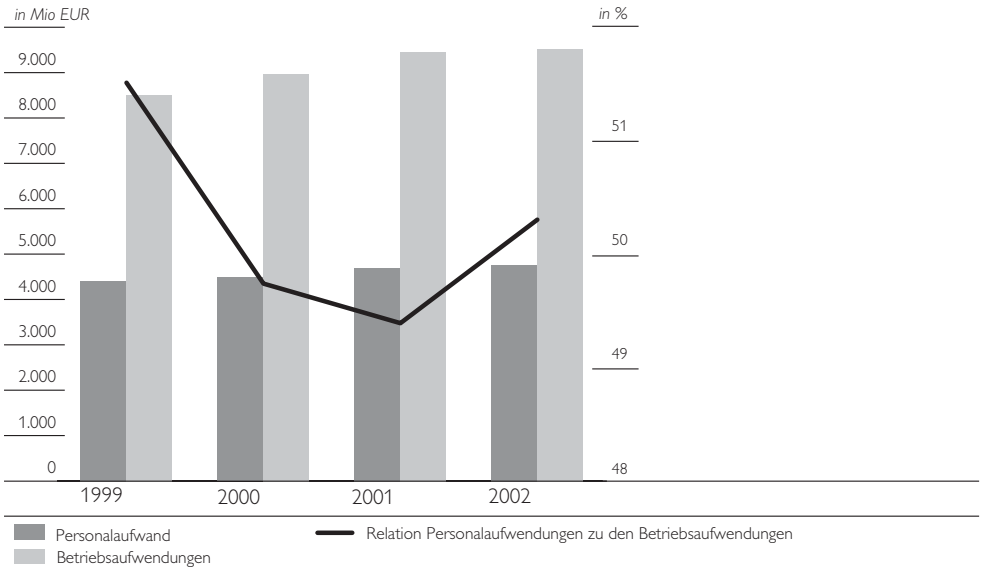
Sonstige betriebliche Erträge

Die sonstigen betrieblichen Erträge beliefen sich auf 1˙28 Mrd EUR und lagen mit –0˙14 Mrd EUR bzw. –9˙8% klar unter dem Wert der Vergleichsperiode des Jahres 2001. Dies ist auf eine Verringerung der anderen betrieblichen Erträge (–0˙15 Mrd EUR), die in erster Linie die Erträge aus banknahen und bankfremden Tätigkeiten umfassen, zurückzuführen.

Allgemeine Verwaltungsaufwendungen steigen geringer an

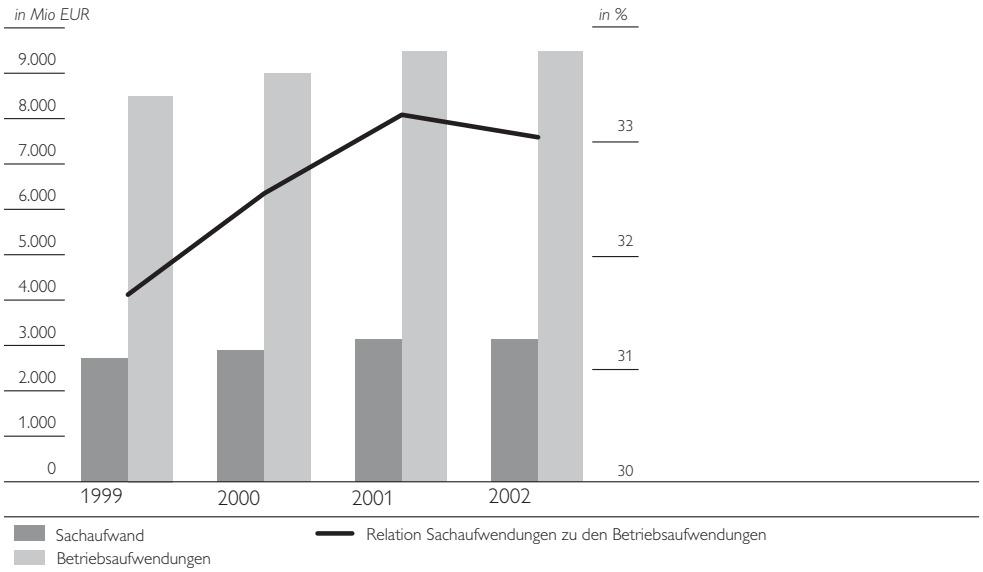
Die allgemeinen Verwaltungsaufwendungen stiegen mit +0˙09 Mrd EUR bzw. +1˙1% deutlich geringer als in den Vergleichsperioden der Vorjahre an. Im Personalbereich war eine Steigerung von +0˙10 Mrd EUR bzw. +2˙1% auf einen Stand von 4˙78 Mrd EUR zu beobachten. Die Relation Personalaufwendungen zu den gesamten Betriebsaufwendungen betrug 50˙3% (2001: 49˙4%).

Relation der Personalaufwendungen zu den Betriebsaufwendungen



Quelle: OeNB.

Relation der Sachaufwendungen zu den Betriebsaufwendungen



Quelle: OeNB.

Nachdem die sonstigen Verwaltungsaufwendungen (Sachaufwand) in den letzten Jahren stets stark angestiegen waren, verringerten sie sich im Jahr 2002 mit –0˙01 Mrd EUR bzw. –0˙4% geringfügig und beliefen sich auf 3˙14 Mrd EUR. Die Relation Sachaufwand zu den gesamten Betriebsaufwendungen betrug 33˙0% und reduzierte sich gegenüber dem Jahr 2001 um –0˙2 Prozentpunkte. Die auf Grund der schwierigen Ertragssituation eingeleiteten Einsparungsmaßnahmen machten sich damit – wenn auch noch in geringem Ausmaß – bereits bemerkbar.

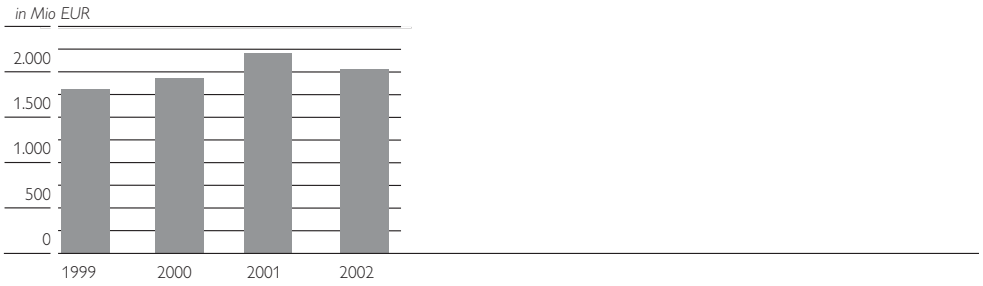
Abschreibungen und sonstige betriebliche Aufwendungen

Die Abschreibungen auf Sachanlagen und immaterielle Vermögensgegenstände erhöhten sich um +0˙06 Mrd EUR bzw. +8˙8% auf einen Stand von 0˙73 Mrd EUR. Darin spiegelt sich die hohe Investitionstätigkeit der vergangenen Jahre wider. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen verringerten sich mit –0˙12 Mrd EUR bzw. –12˙6% recht deutlich.

Vorschauwerte für das gesamte Geschäftsjahr 2002[1])

Die in Österreich tätigen Kreditinstitute erwarten – nach Durchführung sämtlicher Jahresabschlussbuchungen sowie der Bestätigung durch Wirtschaftsprüfer und Beschlussorgane – für das gesamte Geschäftsjahr 2002 ein endgültiges Betriebsergebnis von 4˙18 Mrd EUR, das mit –0˙35 Mrd EUR bzw. –7˙8% klar unter dem Wert der Vergleichsperiode 2001 liegen würde. Der Wertberichtigungsbedarf im Kreditbereich wird mit 2˙04 Mrd EUR um –0˙17 Mrd EUR bzw. –7˙9% unter dem besonders hohen Schätzwert des Jahres 2001 angesetzt, liegt jedoch immer noch über dem Wertberichtigungsbedarf des Jahres 2000. Er setzt sich weit gehend aus den erwarteten Wertberichtigungen zu Forderungen an Kunden (2˙26 Mrd EUR) zusammen. Obwohl die Wertberichtigungen zu Forderungen an Kunden gegenüber dem Jahr 2001 merklich geringer angesetzt werden, wird auf Grund der schwierigen Wirtschaftslage im Inland und Ausland auch im Jahr 2002 der Wertberichtigungsbedarf auf einem hohen Niveau notwendig sein.

Wertberichtigungen für Kreditrisiken



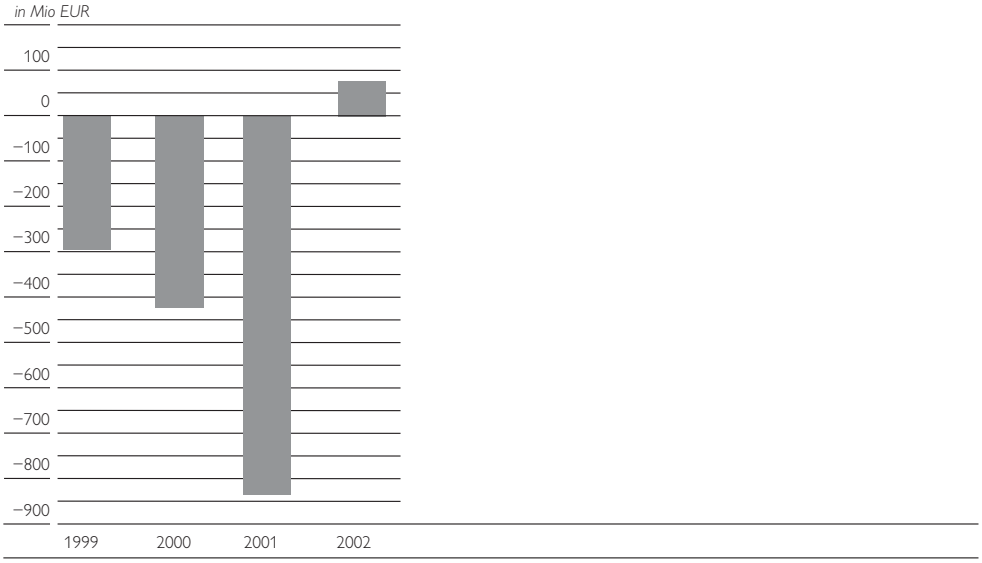
Quelle: OeNB.

1 *Die Vorschauwerte wurden von den in Österreich tätigen Kreditinstituten im Rahmen der Meldung Quartalsbericht Dezember 2002 übermittelt. Definitive Jahresabschlusswerte werden nach Beendigung der Jahresabschlussprüfung im Zuge des fünften Quartalsberichts an die OeNB übermittelt.*

Nachdem im Jahr 2001 im Bereich Wertberichtigungen auf Wertpapiere und Beteiligungen ein außerordentlich hoher ertragswirksamer Saldo erwartet wurde, wird im Jahr 2002 mit einer gegenläufigen Entwicklung gerechnet. Da mehr Wertberichtigungen zu bilden sein werden als aufgelöst werden können, ergibt sich ein Saldo von 0˙07 Mrd EUR, der im Jahr 2002 aufwandswirksam wird (2001: –0˙83 Mrd EUR). Insbesondere bei den bereits realisierten Veräußerungsgewinnen aus den Aktivposten 5 bis 8 der Bilanz (Wertpapiere, Aktien, Beteiligungen und Anteile an verbundenen Unternehmen), die im Jahr 2001 besonders stark angestiegen waren, wird im Jahr 2002 eine rückläufige Entwicklung erwartet.

Auflösung/Dotation von Wertberichtigungen

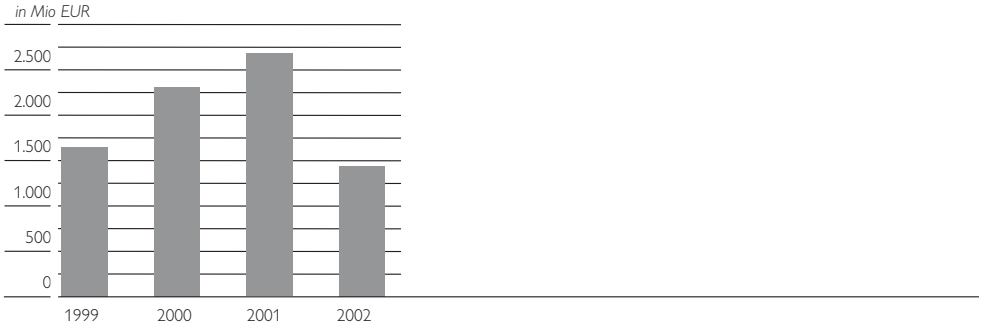
auf Wertpapiere und Beteiligungen



Quelle: OeNB.

Nach Einbeziehung der Risikokosten und der Bewertungsmaßnahmen ergibt sich ein erwartetes Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit von 2˙07 Mrd EUR. Dies wird gegenüber der Vergleichsperiode 2001 mit –1˙08 Mrd EUR bzw. –34˙3% signifikant schlechter eingeschätzt. Für das Jahr 2002 wird ein außerordentlicher Aufwand von 0˙24 Mrd EUR erwartet, der deutlich über dem Vergleichswert des Jahres 2001 liegt (2001: 0˙08 Mrd EUR). Die erwarteten Steuern werden zum Berichtstermin mit 0˙39 Mrd EUR angesetzt und gegenüber der Vergleichsperiode des Jahres 2001 mit +0˙01 Mrd EUR bzw. +1˙6% geringfügig höher eingeschätzt. Daraus resultierend rechnen die in Österreich tätigen Kreditinstitute mit einem Jahresüberschuss von 1˙44 Mrd EUR, der mit –1˙25 Mrd EUR bzw. –46˙3% markant unter dem Wert der Vergleichsperiode 2001 (2˙69 Mrd EUR) liegt.

Erwarteter Jahresüberschuss



Quelle: OeNB.

Die Eigenkapitalrentabilität (Return on Equity)[1]) betrug zum Berichtszeitpunkt 5˙4% und reduzierte sich gegenüber der Vergleichsperiode 2001 mit –4˙4 Prozentpunkten deutlich. Die Gesamtkapitalrentabilität (Return on Assets)[2]) belief sich im Jahr 2002 auf 0˙25% und reduzierte sich um –0˙23 Prozentpunkte (2001: 0˙48%) auf nahezu die Hälfte.

1 *Definition von Return on Equity: Verhältnis Jahresüberschuss zum Kernkapital.*
2 *Definition von Return on Assets: Verhältnis Jahresüberschuss zur durchschnittlichen Bilanzsumme.*

Zahlungsbilanz in den ersten drei Quartalen 2002[1])

René Dell'mour,
Matthias Fuchs,
Christine Stecyna,
Patricia Walter,
Isabel Winkler,
Robert Zorzi

– DeutlicheVerbesserung der österreichischen Leistungsbilanz durch Exporterfolg und geringere Einkommensabflüsse;
– äußerst lebhafte österreichische Direktinvestitionstätigkeit im Ausland;
– aktiv- und passivseitig deutlicher Anstieg der Wertpapiertransaktionen.

1 Leistungsbilanz

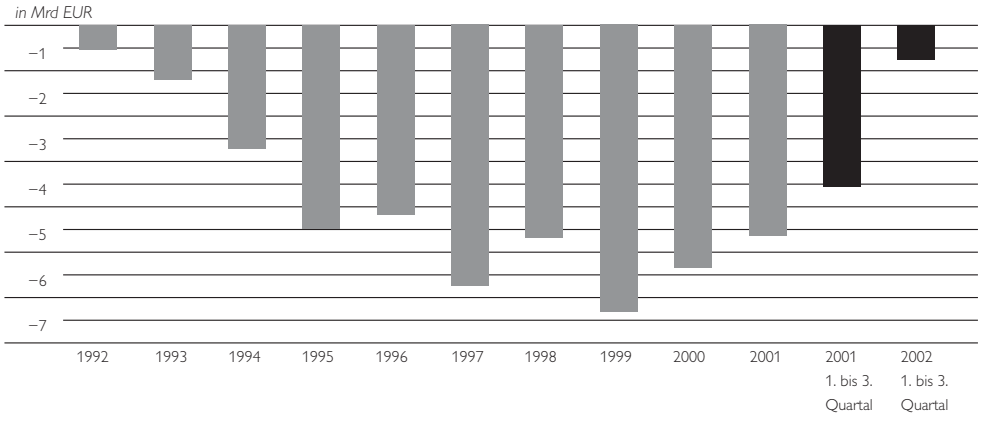
In Österreich – wie im Euroraum – zeigte sich in der Berichtsperiode keine Belebung der Binnennachfrage, die Erwartungen für einen Konjunkturaufschwung im zweiten Halbjahr 2002 haben sich nicht erfüllt. Die österreichische Wirtschaft wuchs in den ersten drei Quartalen 2002 gegenüber dem Vergleichszeitraum 2001 real nur um 0˙8%, wobei die positiven Wachstumsimpulse nur von den Nettoexporten ausgingen.

Durch diese Rahmenbedingungen verringerte sich das Defizit der österreichischen Leistungsbilanz in den ersten drei Quartalen deutlich; auf Transaktionsbasis[2]) betrug es nur 760 Mio EUR gegenüber 3˙6 Mrd EUR im entsprechenden Zeitraum 2001.

Für eine sinnvolle Datenbeschreibung und -analyse ist die nachfolgende *methodische Anmerkung* erforderlich: Die Änderung der statistischen Erhebungsmethode für Reiseverkehrsausgaben der Österreicher führt bei einem Vergleich der unterjährigen Daten für die ersten drei Quartale 2002 mit den Vergleichswerten des Jahres 2001 zu verzerrten Ergebnissen (Abschnitt 1.1.2.1 Reiseverkehr). Für die Ergebnisse der österreichischen Leistungsbilanz bedeutet dies, dass die deutliche Verminderung des Leistungsbilanzdefizits durch die zuvor genannten Einflüsse wahrscheinlich noch etwas unterschätzt wird.

Grafik 1

Leistungsbilanzsaldo Österreichs[1])



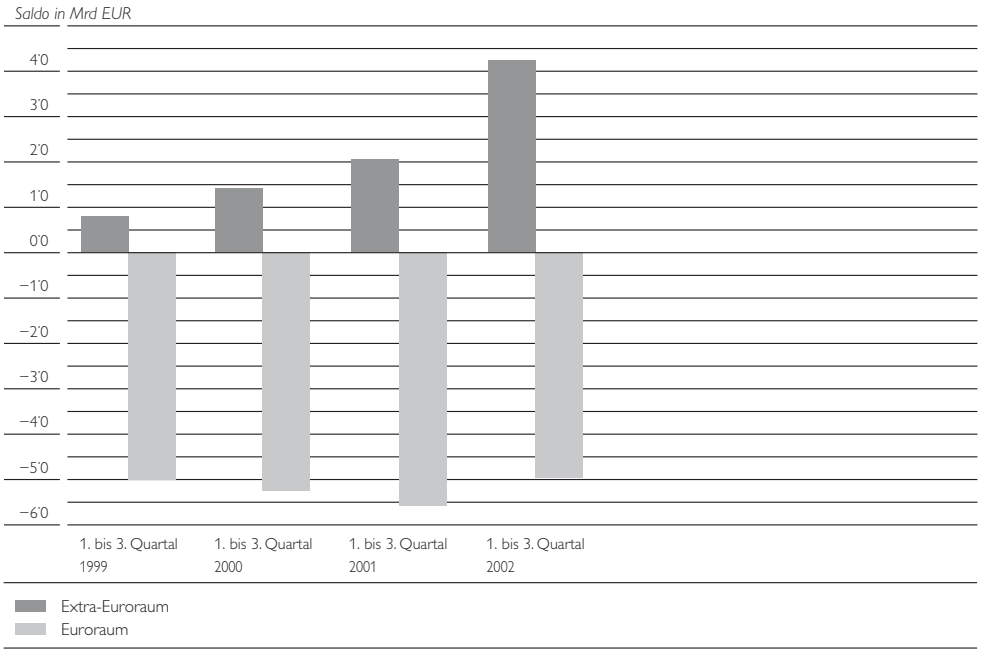
Quelle: OeNB.
[1]) Bis 2000 endgültige Daten, 2001 revidierte Daten, 2002 provisorische Daten.

1 *Transaktionsbilanz. Redaktionsschluss: 12. Februar 2003.*
2 *Die Transaktionsbilanz folgt – anders als die monatliche Cash-Bilanz, die eine erste Schnellinformation darstellt – einem Rechenmodell, das Periodenberichtigungen und andere Adaptierungen beinhaltet. Die in der Cash-Bilanz für die ersten Monate des Jahres 2002 signalisierte Ergebnisverbesserung wird nunmehr auch durch die Transaktionsbilanz bestätigt.*

Regional betrachtet verzeichnete die Leistungsbilanz Österreichs im Vorjahresvergleich mit den anderen *Ländern des Euroraums* (siehe Grafik) ein geringeres Passivum in Höhe von 5 Mrd EUR (erstes bis drittes Quartal 2001: –5˙6 Mrd EUR), während in den außenwirtschaftlichen Beziehungen mit den *Staaten außerhalb des Euroraums* ein deutlich höherer Leistungsbilanzüberschuss von 4˙2 Mrd EUR erzielt wurde (2001: 2˙0 Mrd EUR).

Grafik 2

Österreichs Leistungsbilanz nach Regionen[1])



Quelle: OeNB.
[1]) Bis 2000 endgültige Daten, 2001 revidierte Daten, 2002 provisorische Daten.

Damit trug Österreich zum Aktivum der Leistungsbilanz des *gesamten Euroraums* bei. Gemäß den Daten der Europäischen Zentralbank (EZB) für die ersten drei Quartale 2002 drehte die Leistungsbilanz des Euroraums von einem Defizit in Höhe von rund 23 Mrd EUR in den ersten drei Quartalen 2001 in einen Überschuss von rund 37 Mrd EUR in der Berichtsperiode. Bestimmend dafür war eine signifikante Zunahme des Aktivums aus dem Außenhandel. Die Importe des gesamten Euroraums nahmen um 5% ab, während sich die Exporte um 2% erhöhten.

1.1 Güter und Dienstleistungen

In den ersten drei Quartalen 2002 wuchs das Aktivum der österreichischen Güter- und Dienstleistungsbilanz im Vergleich zu den Werten aus 2001 von 40 Mio EUR auf 2˙0 Mrd EUR. Wegen der konzeptuellen Änderung bei der Ermittlung der Reiseverkehrsausgaben (Abschnitt 1.1.2.1 Reiseverkehr) wäre die tatsächliche Zunahme des Saldos der Güter- und Dienstleistungsbilanz sogar noch um 0˙5 Mrd EUR höher ausgewiesen.

1.1.1 Güter

Der österreichische Außenhandel (Daten gemäß Statistik Austria) verzeichnete in den ersten drei Quartalen 2002 einen leichten Überschuss von 320 Mio EUR gegenüber einem Defizit von 3˙8 Mrd EUR im entsprechenden Vergleichszeitraum 2001.[1]) Dies ist auf den Rückgang der Importe um nominell 3˙3% bei einer Zunahme der Exporte um 3˙9% zurückzuführen. Wesentlich für den Rückgang der Warenimporte waren die schwache Binnennachfrage sowie der in den ersten neun Monaten 2002 gegenüber 2001 geringere Durchschnittspreis für Erdöl.

Das Defizit im Außenhandel Österreichs innerhalb des *Euroraums* (Tabelle 2) verringerte sich in den ersten drei Quartalen 2002 um 1˙6 auf 3˙8 Mrd EUR; wobei die Exporte um 2˙4% zunahmen und die Importe um 2˙5% abnahmen. In absoluten Zahlen wurden Warenlieferungen in die anderen Länder des Euroraums in Höhe von 31˙0 Mrd EUR und österreichische Einfuhren aus den anderen Ländern des Euroraums in Höhe von 34˙8 Mrd EUR verzeichnet. Die stärksten Verbesserungen des österreichischen Außenhandelssaldos gab es mit Deutschland, Italien und Frankreich, wobei sich das Defizit gegenüber Deutschland verringerte und der Überschuss im Handel mit Italien und Frankreich erhöhte.

Der Warenverkehr mit *Ländern außerhalb des Euroraums* wies im Berichtszeitraum ein noch höheres Exportwachstum bei ebenfalls rückläufigen Importen auf. Es wurden im Vergleich zum Jahr 2001 um 5˙8% mehr Güter ausgeführt und um 4˙4% weniger eingeführt. Dabei betrugen Österreichs Exporte in Länder außerhalb des Euroraums 26˙2 Mrd EUR und Österreichs Importe aus diesen Ländern 22˙1 Mrd EUR. Auf der Importseite kam es vor allem gegenüber den Entwicklungsländern – diese enthalten auch die Erdöl exportierenden Staaten – zu einem nennenswerten nominellen Einfuhrrückgang (–700 Mio EUR bzw. –14%). Auch aus zentral- und osteuropäischen Ländern wurde weniger importiert (–110 Mio EUR bzw. –1˙4%), wogegen um 750 Mio EUR bzw. 8% mehr exportiert wurde. Die höchsten Zuwachsraten wurden bei den Exporten nach Rumänien, Kroatien und in die Slowakische Republik verzeichnet.

1.1.2 Dienstleistungen

Der Saldo der Dienstleistungsbilanz drehte in den ersten drei Quartalen 2002 von einem Überschuss in Höhe von 1˙6 Mrd EUR in ein Defizit von 750 Mio EUR im Vergleichszeitraum 2001. Dabei ist zu beachten, dass sich der dieser Teilbilanz zugerechnete negative Saldo der „Nicht aufteilbaren Leistungen“ (NAL)[2]) von 3˙0 auf 5˙7 Mrd EUR erhöhte.

1 *Gegenüber den Außenhandelsdaten der Statistik Austria weichen die Zahlungsbilanzdaten konzeptionell bedingt ab. Die Ursache dafür ist die unterschiedliche Datendarstellung auf fob- (free on board) und cif-Basis (cost, insurance, freight). Im Unterschied zur Außenhandelsstatistik werden gemäß internationalen Konventionen in der Zahlungsbilanz Exporte wie Importe auf fob-Basis bewertet und Fracht- und Versicherungskosten in der Dienstleistungsbilanz ausgewiesen.*

2 *Die NAL ergibt sich daraus, dass die gemäß OeNB-Erhebungsmethode von den Banken gemeldeten Import- und Exportzahlungen für Waren höher sind als die Summe der Güterimporte und -exporte der Außenhandelsstatistik der Statistik Austria. Nach internationaler Konvention werden für die Position Güter der Zahlungsbilanz die Außenhandelszahlen der Statistischen Ämter verwendet; die Position NAL enthält damit die Differenz zwischen Warenzahlungen und Außenhandelswerten.*

1.1.2.1 Reiseverkehr

Nach einer guten Wintersaison hat zwar die Zahl der Ausländernächtigungen im zweiten Quartal 2002 deutlich abgenommen, dennoch ergab sich auf Grund eines erfolgreichen dritten Quartals erstmals seit 1998 auch für die Sommersaison 2002 eine Zunahme der Nächtigungen. Bei der Beurteilung dieses Ergebnisses ist jedoch zu berücksichtigen, dass die 42 Mio Ausländernächtigungen immer noch rund 30% unter dem Niveau von 1991 liegen und dass Österreich im Sommer 2002 von der verbreiteten Flugangst infolge der Terroranschläge vom 11. September 2001 profitiert haben dürfte.

Insgesamt hat die Zahl der Ausländernächtigungen in den ersten drei Quartalen um 2·2% zugenommen (Tabelle 4). Zwei Drittel des Zuwachses von 1·55 Mio Nächtigungen von Jänner bis September 2002 entfielen auf die beiden wichtigsten Herkunftsmärkte Österreichs, nämlich Deutschland und die Niederlande. Zuwächse meldete die Statistik Austria auch für andere traditionelle Gästegruppen, wie Schweizer, Briten, Italiener und Franzosen. Markante Rückgänge gab es generell bei Gästen aus Übersee, insbesondere aus den Vereinigten Staaten.

Günstig entwickelten sich auch die Reiseverkehrseinnahmen. In den ersten drei Quartalen 2002 beliefen sie sich auf 9·7 Mrd EUR, das waren 620 Mio EUR mehr als im Vergleichszeitraum 2001 (Tabelle 3). Angesichts der Nächtigungszunahme von 2·2% und einer Preissteigerung von rund 2·5% bedeutet das Einnahmenwachstum von beinahe 7% eine spürbare Steigerung der realen Ausgaben je Nächtigung. Diese Entwicklung spiegelt sich auch in einem überdurchschnittlichen Wachstum der Nächtigungen in qualitativ höherwertigen Unterkünften wider. Die nicht mehr im Reiseverkehr enthaltenen Einnahmen aus dem internationalen Personentransport stiegen leicht um 1·9% auf 1·6 Mrd EUR.

Die Reiseverkehrsausgaben der Österreicher werden seit dem Wegfall des österreichischen Schilling als Barzahlungsmittel nunmehr auf Basis einer Haushaltsbefragung[1]) ermittelt. Demnach entfielen 8·3 Mrd EUR auf den Reiseverkehr im engeren Sinn und 620 Mio EUR auf den internationalen Personentransport. Ein Vergleich mit der entsprechenden Periode des Jahres 2001 zeigt einen Anstieg der Reiseverkehrsausgaben um 8·7%. Dieser Vergleich ist jedoch irreführend, da die Befragung zwar zu vergleichbaren Jahresergebnissen führt, jedoch ein anderes, näher beim faktischen Reisetermin liegendes Saisonmuster aufweist. Während die Reiseverkehrsausgaben laut Befragung im ersten und vierten Quartal stets deutlich niedriger ausfallen als im früheren, auf die verwendeten Zahlungsmittel gestützten System, sind die Ausgaben im dritten Quartal wesentlich höher. Verglichen mit der Umfrage 2001 sind die Reiseverkehrsausgaben im weiteren Sinn gleich geblieben (+55 Mio EUR bzw. +0·6%). Dementsprechend erweckt auch die ausgewiesene Veränderung des Reiseverkehrssaldos von –37 Mio EUR einen zu ungünstigen Eindruck: Auf vergleich-

1 *Die Befragung wird von FESSEL-GfK auf telefonischer Basis bei 3.000 Haushalten pro Quartal durchgeführt. Die Befragung erfolgt kontinuierlich bereits seit 1988, ursprünglich mit dem Ziel, zusätzliche Auskünfte zum Zweck der Reise und zur Art der Ausgaben zu erhalten. Seit 2001 erfolgt die Auftragsvergabe durch die Statistik Austria und die OeNB gemeinsam.*

barer Basis ergäbe sich ein Wachstum des Überschusses im Reiseverkehr um 465 Mio EUR.

1.1.2.2 Andere Dienstleistungen

Betrachtet man die Teilbilanz Dienstleistungen ohne die Position Reiseverkehr so ergibt sich für die ersten drei Quartale 2002 ein Passivum von 2˙2 Mrd EUR gegenüber einem Aktivum von 112 Mio EUR in den ersten neun Monaten 2001; wie bereits erwähnt, ist hier die Veränderung der NAL zu berücksichtigen. Verbesserungen zeigen sich vor allem bei folgenden Dienstleistungspositionen: Der Überschuss der Positionen Transport *(inklusive Personentransport)* erhöhte sich um 490 Mio EUR und der negative Saldo aus der Position *Finanzdienstleistungen* drehte von –5 Mio EUR auf einen positiven Saldo von 120 Mio EUR.

1.2 Einkommen

In den ersten drei Quartalen 2002 war das Defizit aus der Teilbilanz Einkommen mit 1˙4 um 1˙1 Mrd EUR geringer als im Vergleichszeitraum 2001. Dieser Defizitbetrag ist der geringste seit dem Beginn der Wirtschafts- und Währungsunion. Die Einkünfte aus *Erwerbseinkommen,* im Wesentlichen Einkommen von Grenzgängern und Saisonniers, ergaben einen den Jahren davor entsprechenden Überschuss (400 Mio EUR). Der negative Saldo aus *Vermögenseinkommen* fiel gegenüber den ersten drei Quartalen 2001 deutlich geringer aus (–1˙8 gegenüber –3 Mrd EUR). Diese Verringerung des Defizits ist mehrheitlich auf die Einkommen aus sonstigen Investitionen zurückzuführen (mehr als der doppelte Überschuss gegenüber der Vergleichsperiode).

Die regionale Analyse des Nettovermögenseinkommens zeigt, dass der Großteil der Nettoabflüsse in den Euroraum (hauptsächlich Deutschland, Luxemburg und Belgien) erfolgte und die höchsten Nettokapitalerträge aus Osteuropa zuflossen. Einen steigenden Nettozufluss aus grenzüberschreitenden Einkommen erhält Österreich aus den Beitrittsländern zur EU[1]) (vor allem Ungarn, Polen und die Tschechische Republik).

Eine Strukturierung nach den wichtigsten Teilaggregaten ergibt Nettodefizite bei Einkommen aus Direkt- sowie aus Portfolioinvestitionen (–1˙2 bzw. –2˙4 Mrd EUR), und einen Überschuss bei Einkommen aus sonstigen Investitionen (1˙7 Mrd EUR; Tabelle 5). Eine sektorale Betrachtung der Nettowerte zeigt den Staat als Nettozahler und die anderen Sektoren (OeNB, Banken, sonstiger Sektor) als Nettoempfänger.

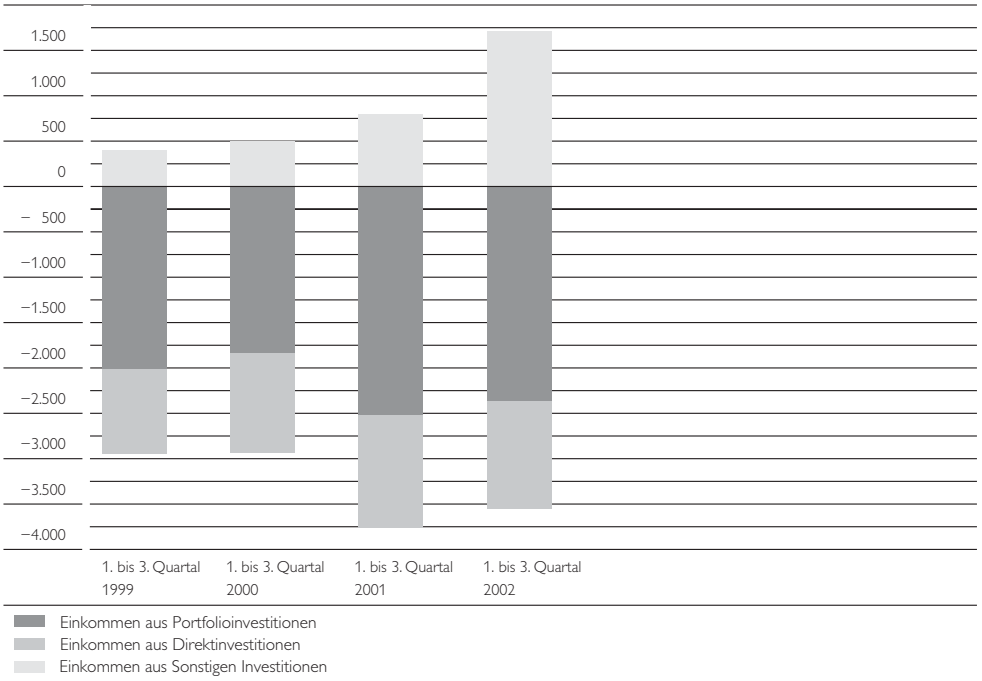
Da der Bestand ausländischer Direktinvestitionen in Österreich über jenem österreichischer Direktinvestitionen im Ausland liegt, und außerdem die passiven Direktinvestitionen im langfristigen Vergleich wegen ihres durchschnittlich höheren Alters ertragreicher sind, ergibt sich in der Bilanz der *Einkommen aus Direktinvestitionen* regelmäßig ein Defizit. Die vorläufig geschätzten Periodengewinne österreichischer Eigentümer beliefen sich in den ersten drei Quartalen 2002 auf 1˙6 Mrd EUR, die Erträge österreichischer Firmen in ausländischem Besitz hingegen auf 2˙8 Mrd EUR, was einen Nettoabfluss von 1˙2 Mrd EUR

1 *Beitrittsländer zur EU: Estland, Lettland, Litauen, Malta, Polen, die Slowakische Republik, Slowenien, die Tschechische Republik, Ungarn, Zypern.*

Grafik 3

Komponenten des Vermögenseinkommens Österreichs[1])

Saldo in Mio EUR



Quelle: OeNB.
[1]) 1999 bis 2000 endgültige Werte, 2001 revidierte Werte, 2002 provisorische Werte.

ergibt. Während die Gewinnausschüttungen der aktiven Direktinvestitionsunternehmen (im Ausland) deutlich nachgelassen haben, blieben die Dividendenzahlungen österreichischer Töchter an ihre Mütter hoch, sodass die reinvestierten Gewinne aktivseitig 990 Mio EUR und passivseitig 1˙4 Mrd EUR erreicht haben dürften.

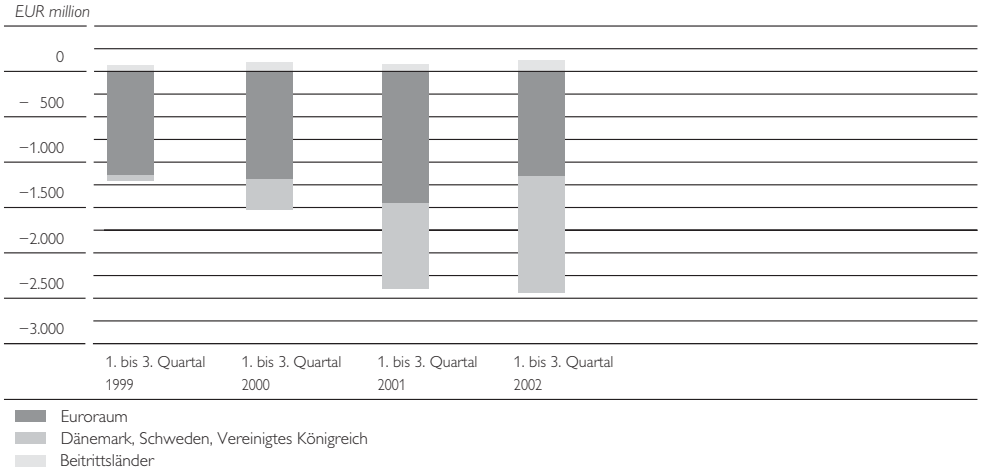
Die weiterhin quantitativ wichtigste Komponente des Vermögenseinkommens ist das *Einkommen aus Portfolioinvestitionen*. Das aus Wertpapierinvestitionen im Ausland erzielte Einkommen erreichte in den ersten drei Quartalen 2002 4˙2 Mrd EUR, während die aus der Verschuldungsposition gegenüber dem Ausland resultierenden Aufwände im selben Zeitraum mit 6˙6 Mrd EUR deutlich darüber lagen. Die relative Zunahme betrug aktivseitig 15% und passivseitig 6%. Eine regionale Betrachtung der saldierten Ein- und Ausgänge dieser Einkommenskategorie zeigt, dass weiterhin hohe Nettoabflüsse (2˙4 Mrd EUR) in EU-Länder erfolgten. Die Hälfte dieser Ausgänge ging an Länder des Euroraums, in der Residualgröße dominierte das Vereinigte Königreich. Die EU-Beitrittsländer sind beim Einkommen aus Portfolioinvestitionen weiterhin Nettozahler gegenüber Österreich.

Die Erträge aus langfristigen festverzinslichen Wertpapieren bestimmten zu 90% auf beiden Seiten der Bilanz das Ergebnis. In den ersten drei Quartalen 2002 flossen Österreich Zinserträge in Höhe von 3˙8 Mrd EUR zu, denen Zinszahlungen österreichischer Schuldner von 6˙3 Mrd EUR gegenüberstanden. Auf der Eingangsseite kamen Zinserträge vor allem dem sonstigen Sektor (62%), insbesondere institutionellen Anlegern, und den Banken (35%) zugute. Auf

Grafik 4

Nettovermögenseinkommen aus Portfolioinvestitionen

ausgewählter Ländergruppen[1])



Quelle: OeNB.
[1]) 1999 bis 2000: endgültige Werte, 2001 revidierte Werte, 2002 provisorische Werte.

der Ausgangsseite erfolgten Zinszahlungen durch den Staat (52%) sowie durch die Banken (38%). In einer Nettobetrachtung sind der österreichische Staat sowie die Banken Nettozahler, der sonstige Sektor, mehrheitlich institutionelle Anleger, Nettoempfänger. Auf beiden Seiten der Bilanz bestimmt zu 60% der Euroraum (vor allem Deutschland) das Ergebnis. Auf der Eingangsseite folgten die Vereinigten Staaten mit 11% und auf der Ausgangsseite das Vereinigte Königreich mit 24%.

Österreich erzielte in den ersten drei Quartalen 2002 einen Einkommensüberschuss aus *Sonstigen Investitionen* – grenzüberschreitende Kredite und Einlagen – und aus Währungsreserven im Ausmaß von 1˙7 Mrd EUR. Der positive Saldo stieg um 920 Mio EUR: Gegenüber der Vergleichsperiode 2001 haben sich die Einnahmen um 17% verringert, die Ausgaben jedoch um 43%. Im Hinblick auf das gesamte Vermögenseinkommen betrug der Anteil der Erträge aus Sonstigem einnahmenseitig 41% sowie ausgabenseitig 19˙6% (Vergleichszeitraum 2001: 49˙5 bzw. 31˙6%). Regional betrachtet war Österreich gegenüber dem übrigen Euroraum Nettoempfänger bei den Erträgen aus Sonstigem: Es wurde ein Einkommensüberschuss im Ausmaß von über 1 Mrd EUR erwirtschaftet. Auch gegenüber den Beitrittsländern war Österreich Nettoempfänger von Zinserträgen (313 Mio EUR).

Betrachtet man die einzelnen Sektoren der österreichischen Volkswirtschaft in den ersten drei Quartalen 2002, so ergaben sich für den Staat auf Grund von Auslandskrediten per saldo höhere Nettoeinkommensabflüsse von 140 Mio EUR (Berichtszeitraum 2001: 50 Mio EUR). Der österreichische Bankensektor konnte eine Zunahme seines Einkommensüberschusses auf 1˙3 Mrd EUR erwirtschaften (um 950 Mio EUR mehr als im Vergleichszeitraum 2001): Das Einkommensdefizit aus Sicht- und Termineinlagen verringerte sich signifikant, die Überschüsse aus Krediten waren rückläufig. Sonstige Sektoren – institutionelle Anleger, Unternehmen und private Haushalte – erzielten in

den ersten drei Quartalen 2002 per saldo steigende Erträge in Höhe von 116 Mio EUR (+80 Mio EUR).

1.3 Laufende Transfers

Das Defizit aus laufenden Transfers betrug in den ersten drei Quartalen 2002 1˙3 Mrd EUR, was einer Erhöhung um 270 Mio EUR entspricht. Maßgebend für den höheren Abfluss waren in erster Linie Transaktionen des privaten Sektors, dessen Nettozahlungen sich von 100 auf 440 Mio EUR erhöhten. Die laufenden Transfers des öffentlichen Sektors (netto: –870 Mio EUR) wurden von den Transaktionen mit den EU-Institutionen dominiert. Die Beiträge Österreichs an die EU beliefen sich in der Berichtsperiode auf 1˙6 Mrd EUR, die Rückflüsse (exklusive der Beiträge der EU zu Infrastrukturmaßnahmen) auf 1˙0 Mrd EUR, woraus eine Nettozahlung in Höhe von 600 Mio EUR (gegenüber 800 Mio EUR im Vergleichszeitraum 2001) resultierte.

2 Vermögensübertragungen

Die Vermögensübertragungen schlossen in den ersten drei Quartalen 2002 mit Abflüssen in Höhe von 290 Mio EUR.

Die unentgeltlichen Vermögensübertragungen des *öffentlichen Sektors* ergaben einen Nettoabgang von 140 gegenüber 30 Mio EUR in den ersten drei Quartalen 2001. Die Ausgänge beinhalten seit 2001 Restitutionszahlungen des österreichischen Staats.

Der Saldo der *unentgeltlichen* Vermögensübertragungen des *privaten Sektors* ergab bei höheren Bruttowerten ein ähnliches Defizit wie im Vergleichszeitraum 2001 in Höhe von 180 Mio EUR. Die höheren Abflüsse sind vor allem auf Schuldenerlässe zurückzuführen, die höheren Zuflüsse auf Einwanderung.

Die in dieser Teilbilanz enthaltenen *entgeltlichen* Vermögensübertragungen spielen in der österreichischen Zahlungsbilanzstatistik volumenmäßig eine unbedeutende Rolle.

3 Kapitalbilanz

Die österreichische Kapitalbilanz verzeichnete in den ersten drei Quartalen 2002 einen Kapitalexport in Höhe von 2˙8 Mrd EUR, während im Vergleichszeitraum des Jahres 2001 noch ein Kapitalzufluss von 3˙3 Mrd EUR vorlag (Tabelle 6). Österreichische Anleger investierten in der Berichtsperiode mit 19˙2 Mrd EUR um 11% mehr im Ausland als im Vergleichszeitraum 2001. Ausländische Investitionen in Österreich fielen hingegen mit 16˙5 Mrd EUR um 20% geringer aus als in den ersten drei Quartalen 2001.

Die Teilbilanz der *Direktinvestitionen* wies in den ersten drei Quartalen 2002 einen Kapitalabfluss in Höhe von 3˙6 Mrd EUR aus. Dieses Ergebnis wurde einerseits durch deutlich höhere Direktinvestitionen österreichischer Investoren im Ausland in Höhe von 4˙8 Mrd EUR (+69%) und andererseits durch wesentlich geringere ausländische Direktinvestitionen in Österreich in Höhe von 1˙2 Mrd EUR (–77%) verursacht. Der in der Vergleichsperiode noch nahezu ausgeglichene Saldo der *Portfolioinvestitionen* wies einen Kapitalexport in Höhe von 3˙6 Mrd EUR auf. Das Investitionsvolumen österreichischer Anleger in ausländische Wertpapiere verdoppelte sich nahezu im Vergleich zu den ersten

neun Monaten des Jahres 2001 auf 22˙4 Mrd EUR. Auch ausländische Investoren erwarben in den ersten drei Quartalen 2002 mehr inländische Wertpapiere (18˙8 Mrd EUR) als im Vergleichszeitraum 2001 (11˙9 Mrd EUR). Eine Betrachtung nach Finanzierungsinstrumenten zeigt, dass festverzinsliche Wertpapiere sowohl die aktiv- als auch die passivseitigen Veranlagungen dominierten. Die Bilanz der *Sonstigen Investitionen* drehte von einem Kapitalabfluss in Höhe von 1˙5 Mrd EUR in der Vergleichsperiode 2001 in einen Kapitalzufluss in Höhe von 3˙9 Mrd EUR im Berichtszeitraum 2002. Diese Entwicklung ist hauptsächlich auf den kurzfristigen Kapitalverkehr des Bankensystems zurückzuführen, der das Einlagen- und Kreditgeschäft beinhaltet.

Die Unterscheidung grenzüberschreitender Transaktionen nach *zinstragenden*[1]*) und risikokapitalorientierten*[2]*) Investitionen* macht deutlich, dass zinstragende Investitionen den Großteil des grenzüberschreitenden Volumens ausmachen: Österreichische Investoren veranlagten in den ersten neun Monaten 2002 10˙7 Mrd EUR (56% des gesamten Investitionsvolumens) in zinstragende Instrumente. Noch deutlicher fiel die Dominanz zinstragender Investitionen auf der Passivseite aus: 13˙4 Mrd EUR (81% des Gesamtvolumens) entfielen auf diese Veranlagungsform.

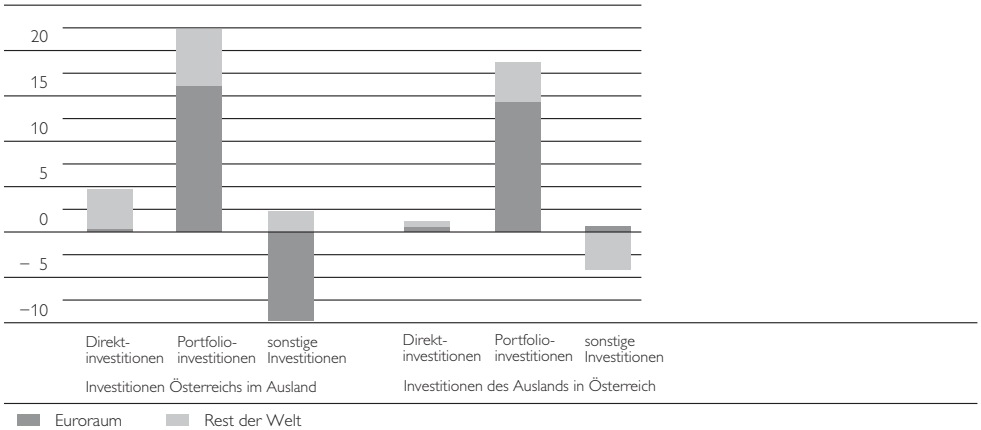
Eine regionale Analyse der grenzüberschreitenden Kapitalströme der ersten drei Quartale 2002 zeigt einen Rückgang des Nettokapitalzuflusses aus den Ländern des *Euroraums* von 12˙7 auf 7˙9 Mrd EUR (Tabelle 7). Die Kapitalströme aus Forderungen gegenüber dem Euroraum wuchsen in der Berichtsperiode auf 7 Mrd EUR, während sich die Transaktionen mit den Ländern des Euroraums auf der Passivseite auf 14˙9 Mrd EUR geringfügig verringerten.

Grafik 5

Kapitalbilanztransaktionen nach ausgewählten Teilbilanzen

in den ersten drei Quartalen 2002

in Mrd EUR



Quelle: OeNB.

1 *Festverzinsliche Wertpapiere, Einlagen und Kredite, unabhängig ob sie in den funktionellen Kategorien Direktinvestitionen, Portfolioinvestitionen, sonstige Investitionen oder Währungsreserven enthalten sind.*

2 *Veranlagung in Form von Beteiligungen und Anteilspapieren.*

Im Kapitalverkehr mit Ländern *außerhalb des Euroraums* verzeichnete Österreich in den ersten neun Monaten des Jahres 2002 einen Nettokapitalabfluss von 10˙7 Mrd EUR (Vergleichszeitraum: 9˙4 Mrd EUR). Der Rückgang der Bruttoinvestitionen österreichischer Anleger im Ausland von 14˙2 auf 12˙2 Mrd EUR wurde durch die noch deutlichere Reduktion ausländischer Investitionen um zwei Drittel auf 1˙5 Mrd EUR überkompensiert (Tabelle 7).

Eine sektorale Analyse der Kapitalbilanz zeigt einen nahezu ausgeglichenen Saldo für das *Bankensystem* (OeNB und Banken) und einen Kapitalexport von 2˙7 Mrd EUR für die *Nichtbanken* (Staat und sonstiger Sektor). Der Sektor Staat verzeichnete in den ersten drei Quartalen 2002 einen Kapitalzufluss in Höhe von 7˙6 Mrd EUR, wobei sowohl die aktiv- als auch die passivseitigen Transaktionen im Vergleich zur Vorperiode rückläufig waren. Die Zunahme des Kapitalexports im Bereich *sonstige Sektoren*[1]) von 5˙9 auf 10˙3 Mrd EUR in der Berichtsperiode ist hauptsächlich auf die deutliche Ausweitung der aktivseitigen Portfolioinvestitionen um 137% zurückzuführen.

3.1 Direktinvestitionen

Nachdem sich die weltweiten Direktinvestitionsflüsse schon im Jahr 2001 gegenüber dem Jahr 2000 halbiert und damit normalisiert hatten, rechnete die UNCTAD angesichts der unsicheren Lage der Weltkonjunktur und der anhaltenden Schwäche der Börsen auch im Jahr 2002 mit einer verhaltenen Entwicklung der Direktinvestitionen (siehe UNCTAD: World Investment Report 2002). In Österreich äußert sich dieser Effekt bisher in sehr asymmetrischer Weise. Während die passiven Direktinvestitionen tatsächlich merklich schwächer wachsen als in den Jahren zuvor, erweisen sich die aktiven Direktinvestitionen als sehr robust. Damit könnte es im Jahr 2002 gelingen, den Rückstand bei den aktiven Direktinvestitionen etwas abzubauen.

Die *aktiven* Direktinvestitionen österreichischer Unternehmen im Ausland beliefen sich in den ersten drei Quartalen 2002 auf netto 4˙8 Mrd EUR und erreichten damit den mit Abstand höchsten jemals in den ersten neun Monaten eines Jahres erreichten Wert. Dieses Teilergebnis wäre bereits das zweithöchste Jahresergebnis. Der Betrag von 4˙8 Mrd EUR setzt sich aus Beteiligungen in Höhe von 3˙7 Mio EUR und aus 990 Mio EUR an reinvestierten Gewinnen sowie aus 140 Mio EUR an konzerninternen Krediten zusammen. Im Beteiligungskapital enthalten sind Bruttoneuinvestitionen von rund 4˙5 Mrd EUR, denen 800 Mio EUR an Desinvestitionen gegenüberstanden.

Mehr als die Hälfte der investierten Mittel (2˙5 Mrd EUR) floss unmittelbar nach Zentral- und Osteuropa. Spitzenreiter war die Tschechische Republik (760 Mio EUR) vor Polen (610 Mio EUR), Kroatien (410 Mio EUR), sowie Slowenien und Ungarn (je 230 bis 240 Mio EUR). Rund ein Viertel der aktiven Direktinvestitionen entfiel auf außereuropäische Ziele, darunter die karibischen Offshore-Finanzzentren und Australien. Innerhalb Westeuropas sind vor allem Deutschland und Dänemark, in geringerem Maße auch noch die Schweiz und das Vereinigte Königreich als Zielländer erwähnenswert. Unter Branchen-

1 *Dieser umfasst sonstige Finanzinstitute, Versicherungsunternehmen und Pensionskassen sowie Unternehmen und private Haushalte.*

gesichtspunkten dominieren Banken, Handelsunternehmen und Holdinggesellschaften.

Die *passiven* Direktinvestitionen des Auslands in Österreich sind massiv eingebrochen und erreichten mit 1·2 Mrd EUR das niedrigste Niveau seit 1995. Die Nettoneuinvestitionen sind sogar zum Stillstand gekommen. Die Bruttoinvestitionen am Beteiligungskapital in Höhe von 1·3 Mrd EUR stehen Desinvestitionen von 1·4 Mrd EUR gegenüber. Einen positiven Beitrag leisteten nur die reinvestierten Gewinne mit 1·4 Mrd EUR, denn auch die konzerninternen Kreditbeziehungen führten zu einem Abzug finanzieller Mittel im Ausmaß von 120 Mio EUR.

Das investierte Kapital kam vorwiegend aus Deutschland (1·1 Mrd EUR), gefolgt von den Vereinigten Staaten (320 Mio EUR) und der Schweiz (230 Mio EUR). Gegenüber den Niederlanden zeichnen sich dagegen Desinvestitionen von mehr als 730 Mio EUR ab, die mit dem Rückzug der Telecom Italia aus dem österreichischen Telekommarkt im Zusammenhang stehen.

3.2 Portfolioinvestitionen

Rahmenbedingungen auf den internationalen Finanzmärkten:

Im zweiten und dritten Quartal 2002 nahmen die langfristigen Zinssätze sowohl im Euroraum als auch in den Vereinigten Staaten signifikant ab. Die Rendite der 10-jährigen US-Treasuries sank um rund 180 Basispunkte und jene der 10-jährigen deutschen Bundesanleihen um rund 100 Basispunkte. Die Benchmarkrendite der österreichischen Bundesanleihen vollzog den Abwärtstrend nach und lag Ende September 2002 bei 4·5% und damit rund 100 Basispunkte unter dem Höchststand von Mitte Mai 2002. Als Gründe für die große Nachfrage nach Staatsanleihen können die schwache Entwicklung der Konjunktur, die damit verbundenen Revisionen der Inflationserwartungen nach unten sowie der ebenfalls damit in Verbindung stehende Abwärtstrend auf den Aktienmärkten genannt werden. Die anhaltenden Einbrüche bei den Aktienkursen führten zu einer Flucht in die Qualität, da Staatsanleihen ein wesentlich niedrigeres Ausfallrisiko aufweisen.

Die Aktienmärkte in den Vereinigten Staaten und im Euroraum waren 2002 von deutlichen Kursverlusten gekennzeichnet. Seit 15. Juli 2002 sank der Index des EURO STOXX um rund 17%, während der S & P 500 um rund 7·5% abnahm. Im Vergleich zu diesen beiden Indizes wies der österreichische Leitindex ATX einen wesentlich stabileren Verlauf auf. Beim ATX ist kein langfristiger Abwärtstrend erkennbar, obwohl zuletzt auch hier Kursrückgänge verzeichnet wurden. Ende September 2002 notierte er bei 1.070 Punkten, ähnlich wie zu Beginn des Jahres 2001.

Die Zinssätze auf dem Eurogeldmarkt entwickelten sich im Berichtszeitraum relativ stabil. Vor dem Sommer 2002 lag der Satz des Drei-Monats-EURIBOR bei rund 3·5% und sank danach auf ein Niveau von 3·3%. Die Zinsen auf dem US-amerikanischen Geldmarkt wiesen einen sehr ähnlichen Verlauf auf.

Auf den Devisenmärkten war das zweite Quartal 2002 vor allem von einer Schwäche des US-Dollar gekennzeichnet; der US-Dollar stabilisierte sich im Verlauf des dritten Quartals auf einem Niveau von rund 0·97 bis 0·99 Cent gegenüber dem Euro.

In der österreichischen Kapitalbilanz ergaben die grenzüberschreitenden Transaktionen aus Wertpapierkäufen und -verkäufen in den ersten drei Quartalen 2002 per saldo einen Kapitalexport in Höhe von 3˙6 Mrd EUR. Betrachtet man die entsprechenden Bruttowerte, so sind sowohl bei den Investitionen von Inländern in ausländische Wertpapiere (Aktivseite), als auch bei den Engagements der ausländischen Investoren in inländische Wertpapiere (Passivseite) höhere Werte als im Vergleichszeitraum 2001 zu verzeichnen. Die Bruttoströme aus Portfolioinvestitionen in Aktien, Anleihen und Geldmarktpapiere dominierten auch in dieser Berichtsperiode die Kapitalbilanz. Sowohl aktiv- als auch passivseitig bestimmen zu mehr als 80% die festverzinslichen Wertpapiere das Transaktionsvolumen der Portfolioinvestitionen.

Eine sektorale Betrachtung der Wertpapierveranlagungen im Ausland ergibt, dass 51% der Investitionen vom sonstigen Sektor – hauptsächlich institutionelle Anleger –, und 34% von Banken durchgeführt wurden. Für ausländische Investoren waren mehrheitlich Wertpapieremissionen des österreichischen Staats (55%) sowie Bankenemissionen (33%) von Interesse.

Sowohl aktiv- als auch passivseitig wurden mehr als zwei Drittel der Transaktionen mit dem Euroraum durchgeführt (Tabelle 7), wobei das Interesse von österreichischen Anlegern an Wertpapieren aus dem Euroraum etwas höher war, als das Kaufinteresse von Investoren des Euroraums an österreichischen Wertpapieren. Daraus folgt ein Nettokapitalexport im Ausmaß von –1˙7 Mrd EUR. Die Position Portfolioinvestitionen gegenüber dem Rest der Welt führte ebenfalls zu einem Nettokapitalexport von –1˙9 Mrd EUR.

3.2.1 Portfolioinvestitionen im Ausland

In den ersten drei Quartalen 2002 erwarben österreichische Investoren ausländische Wertpapiere mit einem Marktwert von 22˙4 Mrd EUR und somit nahezu doppelt soviel wie in der Vergleichsperiode 2001. Das Kaufinteresse verteilte sich zu 68% auf langfristige festverzinsliche Wertpapiere, zu 16% auf Geldmarktpapiere, zu 14% auf Aktien und zu 2% auf Investmentzertifikate. Dabei waren für die österreichischen Anleger vor allem Emissionen aus dem Euroraum (72%) und aus den Vereinigten Staaten (12%) von Interesse.

Innerhalb der Kategorie Anteilspapiere veranlagten die inländischen Investoren 3˙2 Mrd EUR in *ausländische Aktien;* im Berichtszeitraum wurden überwiegend Aktien von Unternehmen aus den Vereinigten Staaten (42%) und dem Euroraum (35%) – vor allem aus Deutschland und Frankreich – erworben. In diesem Wertpapierbereich waren mehrheitlich inländische institutionelle Anleger aktiv, mit einigem Abstand folgten die privaten Haushalte.

Die Veranlagungen in *ausländische Investmentzertifikate* betrugen in den ersten drei Quartalen 2002 480 Mio EUR (Vergleichszeitraum 2001: 620 Mio EUR). Regional gesehen konzentrierte sich das Kaufinteresse der Österreicher auf britische und irische Investmentzertifikate, Papiere von Schweizer Investmentgesellschaften wurden netto an das Ausland verkauft. Investoren waren überwiegend inländische Investmentfonds, die in der Berichtsperiode vor allem in gemischte Fonds veranlagten.

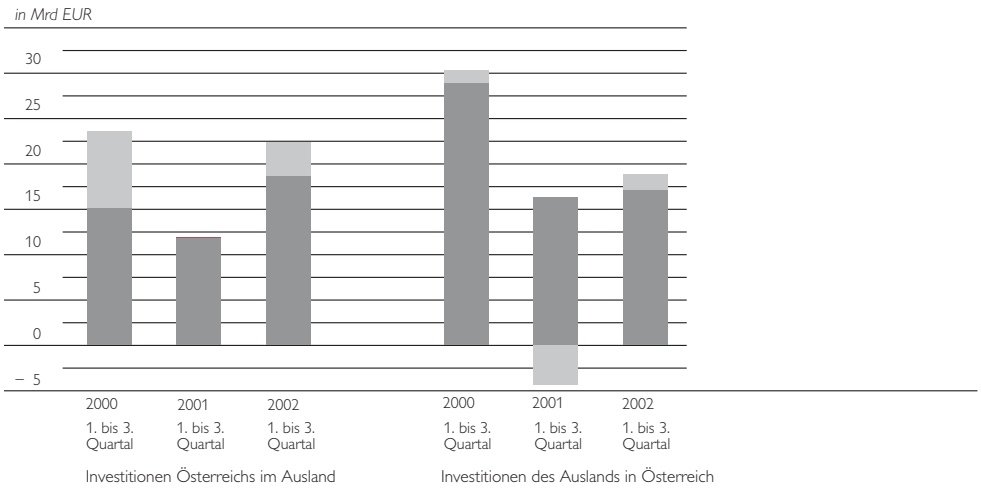
Der Erwerb ausländischer Wertpapiere erfolgt in Österreich traditionell schwerpunktmäßig in Form von festverzinslichen Wertpapieren, die auch in diesem Berichtszeitraum dominierten (18˙7 Mrd EUR): 68% der grenzüber-

schreitenden Wertpapierinvestitionen entfielen auf *langfristige festverzinsliche Wertpapiere* (15˙1 Mrd EUR), somit beträgt der Wert der ersten drei Quartale 2002 das 1˙5fache der Vergleichsperiode 2001. 80% des Erwerbs an Schuldverschreibungen erfolgte in Titel des Euroraums, wobei insbesondere deutsche (33%), italienische (14%) und griechische (7%) Emissionen für Österreicher von Interesse waren. Die Emissionen der Beitrittsländer (8%) fanden auch in Österreich eine steigende Abnahme. Die dominierenden Anlegergruppen in dieser Wertpapierart waren der sonstige Sektor (rund 52%) – vorwiegend institutionelle Anleger – und die österreichischen Banken (48%). Die Investitionen wurden fast ausschließlich in Eurowertpapieren und nur in geringem Ausmaß in US-Dollar-Schuldverschreibungen (6%) getätigt. Abnehmer in Österreich fanden auch Emissionen in Zloty (2%), gefolgt von Tschechischen Kronen und Forint (je 1%).

Ausländische Geldmarktpapiere, größtenteils Commercial Papers und Depotzertifikate, wurden von Österreichern im Ausmaß von 3˙5 Mrd EUR erworben. Mehrheitlich wurde in Emissionen aus dem Euroraum (Deutschland, den Niederlanden, Italien und Irland) investiert, gefolgt von Titeln der Vereinigten Staaten und aus dem Vereinigten Königreich. Die Investitionen wurden fast ausschließlich in Eurowertpapieren und nur im Ausmaß von 3% in Yen und zu 2% in US-Dollar-Wertpapieren getätigt. Der volumenmäßig bedeutendste Anleger in ausländische Geldmarktpapiere war der österreichische Staat.

Grafik 6

Wertpapiertransaktionen nach Finanzierungsinstrumenten[1])



Quelle: OeNB.
[1]) 2000 endgültige Daten; 2001 revidierte Daten; 2002 provisorische Daten.

3.2.2 Portfolioinvestitionen in Österreich

In den ersten drei Quartalen 2002 wurden österreichische Wertpapiere im Wert von 18˙8 Mrd EUR von ausländischen Anlegern erworben und damit – wie auch auf der Aktivseite – deutlich mehr als im Vergleichszeitraum 2001. Das Kaufinteresse galt schwerpunktmäßig den Schuldverschreibungen.

Von den vom Ausland erworbenen *österreichischen Anteilspapieren* im Ausmaß von 1·7 Mrd EUR entfiel 1 Mrd EUR auf *inländische Aktien*. Die Mehrheit des investierten Kapitals konzentrierte sich auf Bankenemissionen.

Österreichische Investmentzertifikate wurden im Ausmaß von 730 Mio EUR an das Ausland verkauft. Das Kaufinteresse konzentrierte sich vor allem auf inländische gemischte Fonds (67%) und Geldmarktfonds.

Am attraktivsten für ausländische Anleger waren wie schon in der Vergangenheit österreichische *Schuldverschreibungen:* Der Transaktionswert in den ersten drei Quartalen 2002 betrug 17·3 Mrd EUR. Neben in Euro denominierten Emissionen (66%) waren vor allem Wertpapiere in US-Dollar (17%) und in Schweizer Franken (13%) für ausländische Investoren von Interesse. Eine sektorale Analyse der Schuldverschreibungen ergibt, dass 57% der Investitionen von ausländischen Anlegern auf Emissionen des Staats und 35% auf Bankenemissionen entfielen. Von den in den ersten drei Quartalen 2002 durch die Republik Österreich emittierten oder aufgestockten Anleihen (Volumen 12·6 Mrd EUR) betrug der Absatz an das Ausland 10·1 Mrd EUR (das sind 80%).

Tender- und Syndikatsanleihen der Republik Österreich in den ersten drei Quartalen 2002[1])

	ISIN	Auslandstransaktionen in Mio EUR
5·0% Bundesanleihe 2002–2012/1/144A	AT0000385356	6.091
5·875% Bundesanleihe 1996–2006/7	AT0000383518	790
5·5% Bundesanleihe 2000–2007/144A	AT0000384953	3.207
Insgesamt		10.088

Quelle: OeNB.
[1]) Transaktionswerte: positives Vorzeichen = Verkauf ins Ausland.

Die Verbindlichkeiten aus *inländischen Geldmarktpapieren* haben um 260 Mio EUR abgenommen, dabei wurden einerseits kurzfristige Anleihen des österreichischen Staats an das Ausland verkauft und andererseits Commercial Papers und Depotzertifikate des Bankensektors getilgt.

3.3 Sonstige Investitionen

Sonstige Investitionen Österreichs – Kredite, Bargeld und Einlagen – wiesen in den ersten drei Quartalen 2002 eine Drehung des Nettoergebnisses von einem Kapitalabfluss (–1·5 Mrd EUR) in einen Kapitalzufluss im Ausmaß von 4 Mrd EUR auf.

Auf der Forderungsseite ergab das grenzüberschreitende Engagement bei Krediten und Einlagen vom ersten bis dritten Quartal 2002 einen Kapitalimport (7·5 Mrd EUR). Diese Entwicklung ging auf Sicht- und Termineinlagen zurück, der Aufbau von unverbrieften Kreditforderungen entsprach einem Kapitalexport von 5·4 Mrd EUR und verringerte sich damit gegenüber den Vergleichsperioden 2001 bzw. 2000 um 2·5 Mrd EUR. Regional betrachtet erwies sich der Forderungsaufbau gegenüber den übrigen Ländern des Euroraums im Jahresvergleich als stabil (1·8 Mrd EUR). Aus dem Vereinigten Königreich, Dänemark und Schweden, denen gegenüber von 1999 bis 2001 die Forderungen Österreichs stark ausgeweitet wurden (Berichtsperiode 2001: 4 Mrd EUR),

erfolgten Kapitalrückflüsse in Form von Tilgungen. Die Kreditforderungen an die zehn EU-Beitrittsländer zeigten gegenüber der Entwicklung in den beiden vorangegangenen Vergleichsperioden eine steigende Tendenz: Der Forderungsaufbau betrug etwas mehr als 1 Mrd EUR und entsprach damit dem Spitzenwert im Gesamtjahr 2000.

Zum überwiegenden Teil ging die Ausweitung der Forderungen aus grenzüberschreitenden Krediten auf den österreichischen Bankensektor zurück (4 Mrd EUR): Kam die Verringerung des Forderungsaufbaus 2001 gegenüber dem Spitzenwert des Berichtsjahres 2000 aus dem kurzfristigen Kreditverkehr, so betraf die rückläufige Entwicklung 2002 insbesondere langfristige Forderungen. Die transaktionsbedingte Ausweitung der Kreditaktiva des Unternehmenssektors im weiteren Sinn blieb im Jahresvergleich stabil bei knapp über 1 Mrd EUR.

Verpflichtungen aus Sonstigen Investitionen ergaben in den ersten drei Quartalen 2002 einen Kapitalexport (3˙6 Mrd EUR). Die österreichische Wirtschaft erhöhte ihre Kreditverbindlichkeiten im Ausland im Ausmaß von 1˙5 Mrd EUR. Der Zustrom von unverbrieftem Kreditkapital aus den EU-Ländern außerhalb des Euroraums entsprach 60% des gesamten Transaktionsvolumens (900 gegenüber 150 Mio EUR aus dem Euroraum) und war höher als im Gesamtjahr 2001 (540 Mio EUR bzw. für den Euroraum 1˙3 Mrd EUR). Die Banken und der Sonstige Sektor – im Wesentlichen Unternehmen und private Haushalte – bauten ihre Verpflichtungen jeweils um rund 1 Mrd EUR aus. Beim öffentlichen Sektor waren Tilgungen aus Kreditverpflichtungen gegenüber dem Ausland zu verzeichnen.

3.4 Finanzderivate

Die Position Finanzderivate umfasst im Wesentlichen Optionen, Future-Kontrakte und Swaps, die sowohl auf Kapitalprodukten (z. B. Devisen, Wertpapiere) als auch auf Zinsprodukten basieren können. Als Transaktionswerte werden einerseits die Käufe bzw. Verkäufe der in Wertpapieren verbrieften Finanzderivate erfasst, andererseits die Transaktionen, die sich aus Optionszahlungen (inklusive Prämien) im Zuge des OTC bzw. aus den Nachschusszahlungen bei Future-Kontrakten sowie aus Swapzahlungen ergeben.

Die Position Finanzderivate schloss in den ersten drei Quartalen 2002 mit einem Nettokapitalexport von 1˙1 Mrd EUR. Die darin enthaltenen zinsbasierenden Derivate führten zu einem Kapitalimport im Ausmaß von 700 Mio EUR.

3.5 Offizielle Währungsreserven

Die offiziellen Währungsreserven verringerten sich in den ersten drei Quartalen 2002 transaktionsbedingt um 1˙7 Mrd EUR.

Wesentlich für diese Entwicklung war der Rückgang der Einlagen und Sonderziehungsrechte im Ausmaß von 790 Mio EUR. Die Wertpapiere der Währungsreserve gingen ebenfalls um 650 Mio EUR zurück. Im zweiten Quartal 2002 wurde Gold im Wert von 310 Mio EUR verkauft. Die Reserveposition beim IWF zeigte im Beobachtungszeitraum einen Anstieg von 90 Mio EUR.

4 Tabellenanhang

Tabelle 1

Gesamtübersicht

	1. bis 3. Quartal 2001[1])	1. bis 3. Quartal 2002[2])	Veränderung zum Vorjahr
	in Mio EUR		
Leistungsbilanz	−3.568	− 762	+2.806
Güter, Dienstleistungen und Einkommen	−2.519	+ 556	+3.075
Güter und Dienstleistungen	+ 38	+1.991	+1.953
Güter	−1.555	+2.743	+4.298
Dienstleistungen	+1.593	− 752	−2.345
Reiseverkehr	+1.481	+1.444	− 37
Andere Dienstleistungspositionen	+ 112	−2.196	−2.308
Transport	+1.307	+1.799	+ 492
davon internationaler Personentransport	*+ 818*	*+ 950*	*+ 132*
Bauleistungen	+ 194	+ 89	− 105
Finanzdienstleistungen	− 5	+ 122	+ 127
Patente und Lizenzen	− 370	− 484	− 114
Sonstige unternehmensbezogene Dienstleistungen	+1.712	+1.570	− 142
davon Transithandelserträge	*+ 985*	*+ 983*	*− 2*
Restliche Dienstleistungen	+ 317	+ 382	+ 65
NAL	−3.043	−5.674	−2.631
Einkommen	−2.557	−1.435	+1.122
Erwerbseinkommen	+ 398	+ 397	− 1
Vermögenseinkommen	−2.955	−1.832	+1.123
LaufendeTransfers	−1.049	−1.317	− 268
öffentlicher Sektor	− 949	− 873	+ 76
privater Sektor	− 100	− 444	− 344
Vermögensübertragungen und Kapitalbilanz	+2.974	−3.069	−6.043
Vermögensübertragungen	− 300	− 294	+ 6
öffentlicher Sektor	− 35	− 137	− 102
privater Sektor	− 215	− 178	+ 37
Erwerb/Veräußerung von nicht produzierten oder nicht finanziellen Vermögensgegenständen	− 50	+ 21	+ 71
Kapitalbilanz	+3.273	−2.775	−6.048
Direktinvestitionen	+2.192	−3.612	−5.804
Portfolioinvestitionen	+ 15	−3.623	−3.638
Sonstige Investitionen	−1.540	+3.911	+5.451
Finanzderivate	+ 575	−1.112	−1.687
Offizielle Währungsreserven[3])	+2.031	+1.662	− 369
Statistische Differenz	+ 594	+3.830	+3.236

Quelle: OeNB.
[1]) Revidierte Daten.
[2]) Provisorische Daten.
[3]) Oesterreichische Nationalbank: Gold, Devisen, IWF-Position, Sonderziehungsrechte etc. Zunahme: − / Abnahme: +.

Tabelle 2

Warenverkehr gemäß Außenhandelsstatistik

Gliederung nach Ländergruppen[1])

	1. bis 3. Quartal 2002					
	Export		Import		Saldo	
	Veränderung zum Vorjahr	Anteil am Gesamtexport	Veränderung zum Vorjahr	Anteil am Gesamtimport		Veränderung zum Vorjahr
	in %				*in Mio EUR*	
EU	+2·3	60·7	– 2·4	65·8	–2.716	+1.726
Euroraum	+2·4	54·2	– 2·5	61·2	–3.807	+1.630
davon:						
Deutschland	*+1·0*	*32·3*	*– 3·0*	*40·5*	*–4.569*	*+ 898*
Italien	*+2·7*	*8·5*	*– 6·4*	*7·1*	*+ 830*	*+ 401*
Frankreich	*+2·2*	*4·5*	*–12·9*	*3·7*	*+ 439*	*+ 370*
Länder außerhalb des Euroraums	+5·8	45·8	– 4·4	38·8	+4.126	+2.450
davon:						
Schweiz und Liechtenstein	*+1·2*	*5·6*	*+ 2·9*	*3·5*	*+1.241*	*– 17*
Osteuropa[2])	*+8·0*	*17·6*	*– 1·4*	*13·7*	*+2.299*	*+ 855*
USA	*+4·1*	*5·3*	*– 4·4*	*5·0*	*+ 177*	*+ 251*
Japan	*–0·5*	*1·1*	*–11·0*	*2·2*	*– 570*	*+ 148*
Insgesamt	+3·9	100·0	– 3·3	100·0	+ 319	+4.079

Quelle: Statistik Austria.
[1]) Ländergruppen gemäß WIFO-Definition.
[2]) Albanien, Bulgarien, Estland, Nachfolgestaaten Jugoslawiens, Lettland, Litauen, Polen, Rumänien, Russland, Slowakische Republik, Tschechische Republik, Ukraine, Ungarn, Weißrussland.

Tabelle 3

Reiseverkehr und internationaler Personentransport

	1. bis 3. Quartal 2001[1])	1. bis 3. Quartal 2002[2])	Veränderung zum Vorjahr	
	in Mio EUR		*in %*	
Reiseverkehr				
Eingänge	9.089	9.715	+ 626	+ 6·9
Ausgänge	7.608	8.271	+ 663	+ 8·7
Saldo	1.481	1.444	– 37	– 2·5
Internationaler Personentransport				
Eingänge	1.542	1.570	+ 28	+ 1·8
Ausgänge	724	621	– 103	–14·2
Saldo	818	950	+ 132	+16·1
	in 1.000		*in %*	
Ausländernächtigungen	*71.962*	*73.516*	*+1.554*	*+ 2·2*

Quelle: OeNB, Statistik Austria.
[1]) Revidierte Daten.
[2]) Provisorische Daten.

Tabelle 4

Ausländernächtigungen in Österreich nach Herkunftsländern

	1. bis 3. Quartal 2002			
	Über-nachtungen	Veränderung zum Vorjahr		Anteil
	in 1.000		*in %*	
Deutschland	45.719	+ 638	+ 1·4	62·2
Niederlande	7.364	+ 425	+ 6·1	10·0
Vereinigtes Königreich	2.819	+ 149	+ 5·6	3·8
Belgien, Luxemburg	2.142	+ 103	+ 5·0	2·9
Schweiz, Liechtenstein	2.714	+ 157	+ 6·1	3·7
Dänemark	916	+ 24	+ 2·7	1·2
Italien	2.386	+ 149	+ 6·6	3·2
Frankreich	1.412	+ 103	+ 7·9	1·9
Schweden	580	– 2	– 0·4	0·8
Spanien	374	– 30	– 7·5	0·5
Polen	741	+ 37	+ 5·2	1·0
Ungarn	718	+ 64	+ 9·9	1·0
Tschechische Republik	658	+ 10	+ 1·5	0·9
Kroatien	213	+ 1	+ 0·4	0·3
GUS	427	+ 53	+14·3	0·6
Slowenien	160	+ 1	+ 0·3	0·2
Slowakische Republik	137	+ 7	+ 5·5	0·2
USA	1.073	– 290	–21·3	1·5
Japan	376	– 72	–16·1	0·5
Sonstige Länder	2.587	+ 26	+ 1·0	3·5
Insgesamt	73.516	+1.554	+ 2·2	100·0
Nachrichtlich: Inländer	*26.169*	*– 311*	*– 1·2*	*x*

Quelle: Statistik Austria.

Tabelle 5

Vermögenseinkommen

	1. bis 3. Quartal 2001[1])	1. bis 3. Quartal 2002[2])	Veränderung zum Vorjahr
	in Mio EUR		
Vermögenseinkommen, Saldo[3])	– 2.955	– 1.832	+1.123
Vermögenseinkommen vom Ausland	9.693	9.745	+ 52
Vermögenseinkommen an das Ausland	12.648	11.577	–1.071
Erträge aus Direktinvestitionen, Saldo[3])	– 1.237	– 1.182	+ 55
Erträge aus Direktinvestitionen im Ausland	1.227	1.565	+ 338
Erträge aus Direktinvestitionen in Österreich	2.464	2.747	+ 283
Erträge aus Portfolioinvestitionen, Saldo[3])	– 2.519	– 2.368	+ 151
Erträge aus ausländischen Anteilspapieren	137	313	+ 176
Erträge aus inländischen Anteilspapieren	183	239	+ 56
Erträge aus ausländischen langfristigen festverzinslichen Wertpapieren	3.458	3.802	+ 344
Erträge aus inländischen langfristigen festverzinslichen Wertpapieren	5.745	6.289	+ 544
Erträge aus ausländischen Geldmarktpapieren	69	84	+ 15
Erträge aus inländischen Geldmarktpapieren	256	38	– 218
Erträge aus Sonstigem, Saldo[3])	801	1.718	+ 917
Erträge aus Sonstigem, Aktiva[4])	4.802	3.982	– 820
Erträge aus Sonstigem, Passiva	4.001	2.264	–1.737
Vermögenseinkommen aus ausländischen zinstragenden Investitionen[5])	8.383	7.910	– 473
Vermögenseinkommen aus inländischen zinstragenden Investitionen[6])	10.008	8.593	–1.415
Vermögenseinkommen aus ausländischen risikokapitalorientierten Investitionen[7])	1.310	1.835	+ 525
Vermögenseinkommen aus inländischen risikokapitalorientierten Investitionen[7])	2.640	2.984	+ 344
Nachrichtlich:			
Finanzderivate basierend auf Zinskontrakten, Saldo[8])	*717*	*698*	*– 19*

Quelle: OeNB.
[1]) Revidierte Daten.
[2]) Provisorische Daten.
[3]) Erträge aus ausländischen Investitionen minus Erträgen aus inländischen Investitionen.
[4]) Erträge aus Einlagen, Krediten und Währungsreserven.
[5]) Erträge aus festverzinslichen Wertpapieren, Einlagen, Krediten und Währungsreserven.
[6]) Erträge aus festverzinslichen Wertpapieren, Einlagen und Krediten.
[7]) Erträge aus Direktinvestitionen und Anteilspapieren.
[8]) Bestandteil der Kapitalbilanz, Finanzderivate.

Tabelle 6

Kapitalbilanz

	2000[1])	2001[2])	1. bis 3. Quartal 2001[2])	1. bis 3. Quartal 2002[3])
	Nettowert in Mio EUR			
Kapitalbilanz	4.679	4.194	3.273	– 2.775
Forderungen	– 52.276	– 21.762	– 17.258	– 19.185
Verbindlichkeiten	56.955	25.957	20.531	16.410
Direktinvestitionen	3.365	3.195	2.192	– 3.612
im Ausland	– 6.230	– 3.408	– 2.844	– 4.794
Beteiligungen	– 5.388	– 2.613	– 2.456	– 3.657
Reinvestitionen	– 129	– 705	– 370	– 994
Sonstiges Kapital	– 713	– 90	– 18	– 142
im Inland	9.595	6.603	5.036	1.181
Beteiligungen	8.494	4.115	3.979	– 87
Reinvestitionen	944	1.562	1.188	1.391
Sonstiges Kapital	156	927	– 131	– 122
Portfolioinvestitionen	3.229	5.164	15	– 3.623
ausländische Wertpapiere	– 29.167	– 13.267	– 11.894	– 22.391
Anteilspapiere	– 16.959	– 1.277	– 24	– 3.715
davon: Investmentzertifikate	– 5.745	– 1.365	– 618	– 484
langfristige festverzinsliche Wertpapiere	– 11.441	– 12.403	– 9.734	– 15.126
Geldmarktpapiere	– 767	412	– 2.135	– 3.550
inländische Wertpapiere	32.395	18.431	11.908	18.768
Anteilspapiere	3.857	– 4.787	– 4.349	1.723
davon: Investmentzertifikate	1.205	1.004	561	730
langfristige festverzinsliche Wertpapiere	26.738	25.989	17.965	17.308
Geldmarktpapiere	1.801	– 2.771	– 1.707	– 263
Sonstige Investitionen	– 2.489	– 5.885	– 1.540	3.911
Forderungen	– 17.187	– 6.699	– 4.972	7.494
Handelskredite	– 2.234	308	188	– 137
Kredite	– 9.948	– 6.808	– 7.776	– 5.388
Sicht- und Termineinlagen	– 4.994	562	3.087	12.999
sonstige Forderungen	– 11	– 762	– 472	20
Verbindlichkeiten	14.698	814	3.432	– 3.582
Handelskredite	502	– 562	– 532	– 350
Kredite	4.302	719	– 1.626	1.535
Sicht- und Termineinlagen	9.686	649	5.545	– 4.602
sonstige Verbindlichkeiten	208	9	46	– 166
Finanzderivate	– 263	– 347	575	– 1.112
Offizielle Währungsreserven[4])	838	2.067	2.031	1.662
Nachrichtlich:				
Zinstragende Investitionen	*13.760*	*8.262*	*5.500*	*2.760*
Forderungen	*– 29.900*	*– 16.804*	*– 14.213*	*– 10.679*
Verbindlichkeiten	*43.660*	*25.067*	*19.713*	*13.439*
Sektorale Gliederung				
OeNB und Banken	18.191	– 1.943	1.725	– 46
Forderungen	– 17.532	– 11.568	– 5.092	– 2.339
Verbindlichkeiten	35.723	9.624	6.817	2.293
Öffentlicher Sektor	8.465	9.781	7.436	7.625
Forderungen	– 2.948	– 361	– 4.331	– 2.567
Verbindlichkeiten	11.413	10.143	11.766	10.191
Sonstige Sektoren	– 21.976	– 3.644	– 5.887	– 10.300
Forderungen	– 31.796	– 9.834	– 7.835	– 14.279
Verbindlichkeiten	9.820	6.189	1.948	3.980

Quelle: OeNB.
[1]) Endgültige Daten.
[2]) Revidierte Daten.
[3]) Provisorische Daten.
[4]) Oesterreichische Nationalbank: Gold, Devisen, IWF-Position, Sonderziehungsrechte etc. Zunahme: – / Abnahme: +.

Tabelle 7

Kapitalbilanz – Regionalgliederung[1])

	Investitionen in den/ aus dem Euroraum			Investitionen gegenüber dem/ vom Rest der Welt		
	2001[2])	1. bis 3. Quartal 2001[2])	1. bis 3. Quartal 2002[3])	2001[2])	1. bis 3. Quartal 2001[2])	1. bis 3. Quartal 2002[3])
	Nettowert in Mio EUR					
Kapitalbilanz	– 317	12.710	7.883	4.511	– 9.437	–10.658
Forderungen	– 6.942	– 3.011	– 6.988	–14.820	–14.247	–12.197
Verbindlichkeiten	6.625	15.721	14.871	19.332	4.810	1.539
Direktinvestitionen	2.448	2.482	155	747	– 290	– 3.767
im Ausland	– 77	330	– 387	– 3.331	– 3.174	– 4.407
im Inland	2.525	2.152	542	4.078	2.884	639
Portfolioinvestitionen	6.638	7.796	– 1.716	– 1.474	– 7.781	– 1.907
ausländische Wertpapiere	– 5.144	– 3.440	–16.132	– 8.123	– 8.454	– 6.259
inländische Wertpapiere	11.781	11.235	14.416	6.650	673	4.352
Sonstige Investitionen	–10.096	1.510	10.358	4.211	– 3.050	– 6.447
Forderungen	– 2.157	– 930	9.751	– 4.542	– 4.042	– 2.257
Verbindlichkeiten	– 7.939	2.441	607	8.753	991	– 4.189
Finanzderivate	426	660	– 914	– 773	– 85	– 198
Offizielle Währungsreserven[4])	×	×	×	2.067	2.031	1.662

Quelle: OeNB.

[1]) Während bei Direktinvestitionen und sonstigen Investitionen von Ausländern in Österreich der ausländische Kapitalgeber identifiziert werden kann, kann bei Portfolioinvestitionen nur das Land, über das die Transaktion abgewickelt wird, festgestellt werden. Dadurch ergibt sich für Portfolioinvestitionen keine aktuelle bzw. nicht durchgehend verlässliche Gliederung der Gläubiger. Allerdings zeigen laufende Untersuchungen, dass ein großer Anteil der Wertpapiere, die in den Euroraum gegangen sind, Anleihen der Republik Österreich sind, die im Rahmen des Tender- bzw. Syndikatsverfahrens an ausländische Teilnehmerbanken verkauft wurden. Da in diesem Fall der Sekundärmarkt relativ geringe grenzüberschreitende Transaktionsvolumina verursachte, kann hier die regionale Struktur der Basisdaten als hinreichend aussagekräftig betrachtet werden.

[2]) Revidierte Daten.

[3]) Provisorische Daten.

[4]) Oesterreichische Nationalbank: Gold, Devisen, IWF-Position, Sonderziehungsrechte etc. Zunahme: – / Abnahme: +.

Portfolioposition Österreichs im dritten Quartal 2002[1])

Isabel Winkler

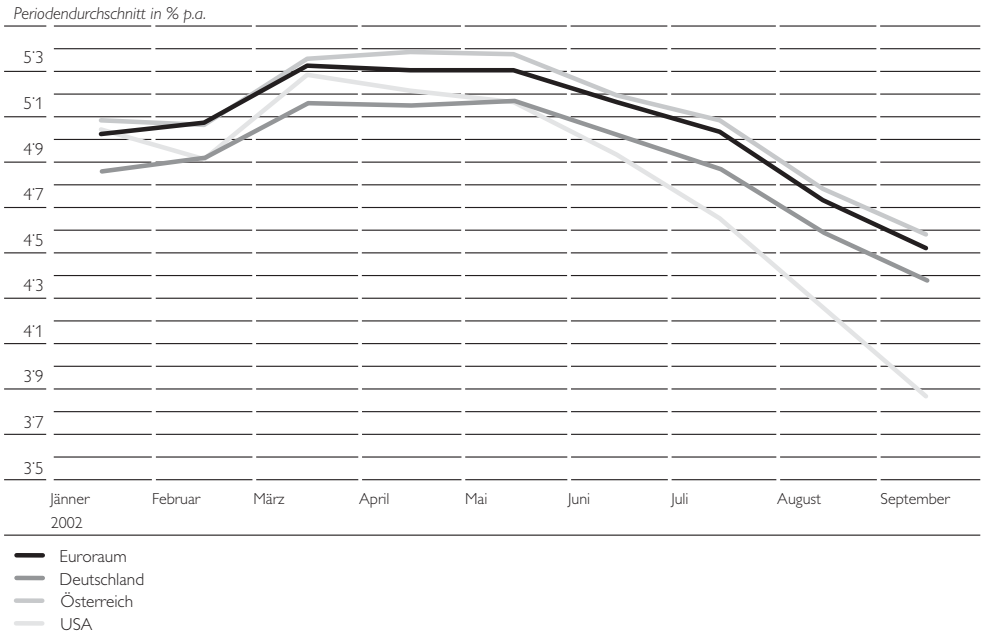
– Österreichische Nettoneuinvestitionen vorwiegend in Schuldverschreibungen von Emittenten des Euroraums mit Emissionswährung Euro.
– Vor allem inländische institutionelle Anleger und Banken investierten in ausländische Wertpapiere in der Zeit von Juli bis September 2002.
– Ausländische Investoren kaufen weiterhin inländische Emissionen des öffentlichen Sektors.

1 Entwicklung auf den internationalen Kapitalmärkten

Im dritten Quartal 2002 nahmen die langfristigen Zinssätze sowohl im Euroraum als auch in den USA signifikant ab. Die Rendite der zehnjährigen US-Treasuries sank von 4˙93 auf 3˙87% (Periodendurchschnitte p. a.) und jene der zehnjährigen deutschen Bundesanleihen von 5˙02 auf 4˙38%. Die Benchmarkrendite der österreichischen Bundesanleihen vollzog den Abwärtstrend nach und lag im September 2002 bei 4˙5% (Juni 2002: 5˙19%). Somit betrug der österreichische Zinsabstand zu Deutschland in den Monaten Juli, August und September 2002 weiterhin etwa 20 Basispunkte.

Grafik 1

Renditen langfristiger staatlicher Schuldverschreibungen[1])



Quelle: OeNB.
[1]) Sekundärmarktrenditen für 10-jährige Staatsanleihen.

Als Gründe für die große Nachfrage nach Staatsanleihen können die schwache Entwicklung der Konjunktur, die damit verbundene Revision der Inflationserwartungen nach unten, sowie der ebenfalls damit in Verbindung stehende Abwärtstrend auf den Aktienmärkten genannt werden. Die anhalten-

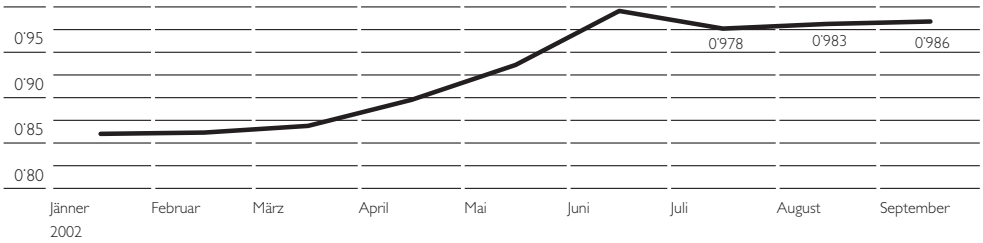
1 *Diese Form der Berichterstattung hat mit Berichte und Studien, Heft 4/2002, „Portfolioposition Österreichs – Globalisierung der Wertpapierveranlagungen und ihre Auswirkungen auf Österreich" begonnen und erfolgt nun regelmäßig.*

den Einbrüche bei den Aktienkursen führten zu einer Flucht in die Qualität, da Staatsanleihen ein wesentlich niedrigeres Ausfallrisiko aufweisen.

Der Wechselkurs des US-Dollar stabilisierte sich im Verlauf des dritten Quartals auf einem Niveau von 0˙978 bis 0˙986 Cent gegenüber dem Euro.

Grafik 2

Wechselkurs des US-Dollar zum Euro (Ultimokurs)



Quelle: OeNB.

2 PoP-Ergebnisse für Österreich[1])

2.1 Inlandsbesitz von ausländischen Rentenwerten (Aktivseite)

Ende Juni 2002 besaßen Österreicher ausländische festverzinsliche Wertpapiere im Ausmaß von 106 Mrd EUR, nahezu ausschließlich in Form von Schuldverschreibungen (102 Mrd EUR). Im Lauf des dritten Quartals 2002 kauften inländische Investoren weitere ausländische Rentenwerte um 2˙6 Mrd EUR. Auf Grund positiver Wechselkurs- und Wertpapierpreiseffekte im dritten Quartal 2002 erhöhte sich der entsprechende Inlandsbesitz bis Ende September 2002 jedoch um 4˙3 Mrd EUR und betrug somit 110 Mrd EUR.

Eine sektorale Analyse des Inlandsbesitzes von ausländischen Rentenwerten Ende September 2002 ergibt, dass – wie in den vergangenen Jahren – die österreichischen institutionellen Anleger[2]) die größte Investorengruppe (49%) sind. Es folgt der Bankensektor (OeNB und Banken) mit einem Anteil von 43%. In der Zeit von Juli bis September 2002 waren diese Investorengruppen auch die so genannten „Hauptakteure“ auf dem Kapitalmarkt. Sie erwarben im Berichtszeitraum ausländische festverzinsliche Wertpapiere im Ausmaß von 3 Mrd EUR. Die Sektoren öffentliche Stellen und private Haushalte verkauften jedoch ausländische Wertpapiere.

Ende Juni 2002 hatten österreichische Investoren zu 65% ausländische Schuldverschreibungen von Emittenten des Euroraums in ihrem Portfolio. Mehrheitlich handelte es sich dabei um Wertpapiere aus Deutschland, mit einigem Abstand folgten langfristige festverzinsliche Wertpapiere aus den Niederlanden, Italien und Frankreich. Bei Schuldverschreibungen von Emittenten, die nicht dem Euroraum angehören, entschieden sich Österreicher vor allem für die USA, das Vereinigte Königreich und Dänemark. Bei den

1 *Details zur Portfolioposition sind über die Homepage der OeNB (http://www2.oenb.at/stat-monatsheft/sta711_p.htm) abrufbar oder im Statistischen Monatsheft, Tabellenset 7.1.1, nachzuschlagen.*

2 *Dieser Sektor umfasst Versicherungsunternehmen, Pensionskassen und Sonstige Finanzinstitute, wie z. B. Investmentfonds.*

Neuinvestitionsentscheidungen im dritten Quartal 2002 erwarben österreichische Investoren netto vorwiegend Wertpapiere von Emittenten des Euroraums. Unter Berücksichtigung von Bewertungseffekten betrug der Inlandsbesitz an langfristigen festverzinslichen Wertpapieren von Emittenten des Euroraums Ende September 2002 69 Mrd EUR; gleichzeitig hatten Österreicher 36 Mrd EUR an Schuldverschreibungen von anderen ausländischen Emittenten in ihrem Portfolio.

Anders sieht die Situation bei ausländischen kurzfristigen festverzinslichen Wertpapieren aus. Von den Geldmarktpapieren im Portfolio der österreichischen Investoren entfielen Ende Juni 2002 67% auf Papiere von Emittenten des Euroraums. Da es keine Nettoneuinvestitionen, aber Tilgungen gab, verringerte sich dieser Anteil auf 65% und betrug Ende September 2002 rund 3 Mrd EUR. Gleichzeitig kam es zu Nettozukäufen bei Geldmarktpapieren von Emittenten, die nicht dem Euroraum angehören. Der Bestand an diesen Papieren im Portfolio der österreichischen Investoren betrug 1·6 Mrd EUR Ende September 2002.

Eine währungsweise Analyse des Inlandsbesitzes an ausländischen Rentenwerten zeigt folgendes Bild: Ende Juni 2002 hatten österreichische Investoren zu 75·6% in Euro denominierte Schuldverschreibungen in ihrem Portfolio. Auf Grund ihrer Neuinvestitionen im dritten Quartal 2002 erhöhten sie diesen Anteil auf 76·3%. Weiters erhöhten die inländischen Investoren ihren Besitz an ausländischen Geldmarktpapieren mit dem Euro als Nominalwährung von 3·8 Mrd EUR (84%) Ende Juni 2002 auf 4 Mrd EUR (86%) Ende September 2002.

Bei einer kreuzklassifizierten Analyse von Region und Währung ergibt sich im dritten Quartal 2002 aus der Sicht der österreichischen Anleger Folgendes:

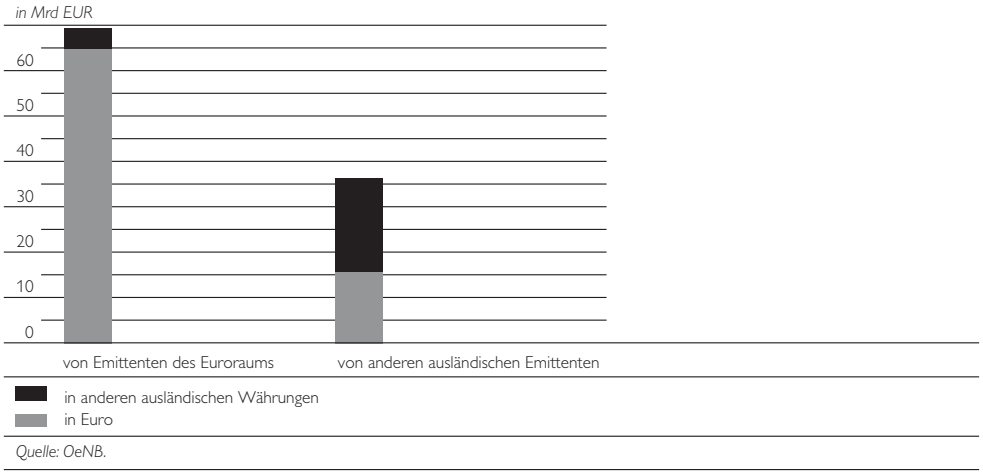
– Sie investieren in Eurodenominierte Schuldverschreibungen von Emittenten des Euroraums, zusätzlich erhöhen positive Wertpapierpreiseffekte den Portefeuillebestand.
– Sie verkaufen langfristige festverzinsliche Wertpapiere von Emittenten des Euroraums mit anderen Nominalwährungen (das heißt nicht in Euro denominiert), infolgedessen verringert sich trotz positiver Preis- und Wechselkurseffekte dieser Vermögensbestand.
– Sie erwerben in Euro denominierte Schuldverschreibungen anderer ausländischer (das heißt Nicht-Euroraum-) Emittenten und erzielen auch hier positive Wertpapierpreiseffekte.
– Sie trennen sich von langfristigen festverzinslichen Wertpapieren anderer ausländischer Emittenten mit anderen Nominalwährungen, jedoch bewirken positive Preis- und Wechselkurseffekte auch in diesem Bereich eine Bestandserhöhung.

Somit ergibt sich für Ende September 2002 folgende Portfolioverteilung: Österreicher hatten zu 61% in Euro denominierte Schuldverschreibungen von Emittenten des Euroraums, zu 15% in Euro denominierte Schuldverschreibungen von anderen ausländischen Emittenten; Schuldverschreibungen von Emittenten des Euroraums mit anderen Nominalwährungen machten nur 4% aus und Schuldverschreibungen von anderen ausländischen Emittenten mit anderen Nominalwährungen 19%.

Grafik 3

Ausländische Schuldverschreibungen in österreichischen Portefeuilles

Ende September 2002



Quelle: OeNB.

2.2 Auslandsbesitz von österreichischen Rentenwerten (Passivseite)

Ende Juni 2002 besaßen ausländische Investoren österreichische festverzinsliche Wertpapiere im Ausmaß von 191 Mrd EUR, davon entfielen 96% (184 Mrd EUR) auf Schuldverschreibungen. Im Lauf des dritten Quartals 2002 erwarben sie zusätzliche Rentenwerte in Höhe von 1 Mrd EUR. Analog zur Aktivseite gab es auch auf der Passivseite im dritten Quartal 2002 positive Wertpapierpreis- und Wechselkurseffekte. Infolgedessen betrug der Auslandsbesitz von österreichischen festverzinslichen Wertpapieren Ende September 2002 196 Mrd EUR.

Für ausländische Investoren waren – wie in den vergangenen Jahren – Emissionen des öffentlichen Sektors am attraktivsten. Ausländische Anleger hatten Ende Juni 2002 Emissionen des öffentlichen Sektors im Ausmaß von 93 Mrd EUR in ihrem Portfolio. Auf Grund weiterer Nettokäufe im dritten Quartal 2002 und vorwiegend positiver Preiseffekte erhöhten ausländische Anleger dieses Portefeuille auf 98 Mrd EUR, das sind 50% des Gesamtbesitzes von ausländischen Gläubigern an österreichischen festverzinslichen Wertpapieren.

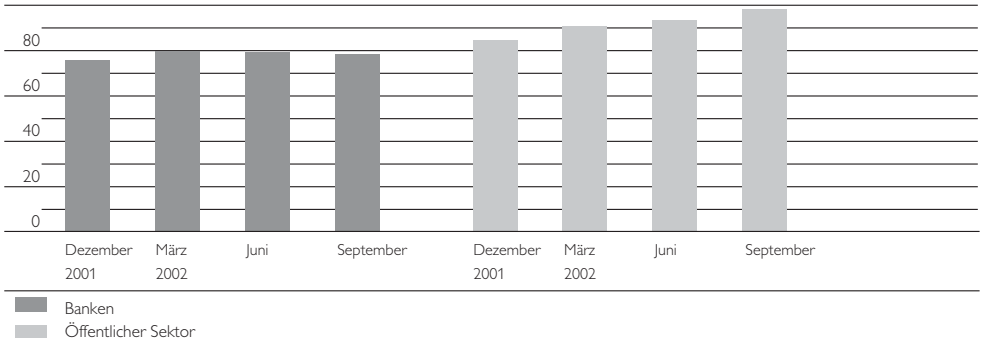
Anders sieht die Situation bei inländischen Bankenemissionen aus. In der Zeit von Juli bis September 2002 verkauften ausländische Investoren netto österreichische Bankenemissionen. Folglich verringerte sich, trotz positiver Preis- und Wechselkurseffekte, der Portfoliobestand ausländischer Anleger an inländischen Bankenemissionen weiter auf 78 Mrd EUR. Im Fall österreichischer Bankenemissionen in ausländischem Besitz war auch die Entwicklung im Jahresverlauf unterschiedlich. Zum Jahresultimo 2001 hatten ausländische Investoren österreichische Bankenemissionen im Ausmaß von 75 Mrd EUR in ihrem Besitz. Im Lauf des ersten Quartals 2002 konnten – wie bei den Emissionen des Staats – die negativen Wertpapierpreiseffekte durch Nettozukäufe kompensiert werden. Ende Juni 2002 ergab sich jedoch eine Portefolioverringerung, da die negativen Wechselkurseffekte die Nettozukäufe überstiegen.

Grafik 4

Auslandsbesitz von inländischen festverzinslichen Wertpapieren

gegliedert nach österreichischen Emittentensektoren

Periodenendstand in Mrd EUR



Quelle: OeNB.

Während des dritten Quartals 2002 kam es – aus den oben genannten Gründen – zu einer weiteren Verringerung des Portfoliobestands.

Eine währungsweise Analyse des Auslandsbesitzes von österreichischen Rentenwerten zeigt folgendes Bild: Ende Juni 2002 hatten ausländische Investoren zu 69% inländische, in Euro denominierte Schuldverschreibungen in ihrem Portfolio. Auf Grund der Neuinvestitionen und positiver Wertpapierpreiseffekte im dritten Quartal besaßen sie Ende September 2002 130 Mrd EUR an in Euro denominierten österreichischen langfristigen festverzinslichen Wertpapieren und somit weiterhin 69%. Bei Schuldverschreibungen in anderen ausländischen Währungen kam es ebenfalls zu weiteren Neuinvestitionen des Auslands. Infolgedessen und auf Grund zusätzlicher positiver Preis- und Wechselkurseffekte ergab sich eine Auslandsverschuldung Österreichs aus langfristigen festverzinslichen Wertpapieren in anderen ausländischen Währungen in Höhe von 59 Mrd EUR.

In der Zeit von Juli bis September 2002 erwarben ausländische Anleger österreichische Geldmarktpapiere mit Nominalwährung Euro, während inländische Geldmarktpapiere in anderen ausländischen Währungen verkauft und getilgt wurden. Ende September 2002 betrug der Auslandsbesitz an in Eurodenominierten inländischen Geldmarktpapieren 1˙9 Mrd EUR und an kurzfristigen festverzinslichen Wertpapieren in anderen ausländischen Währungen 5˙2 Mrd EUR.

Internationale Wirtschaft

Entwicklungen in ausgewählten Industrieländern außerhalb der EU

Ingrid Haar-Stöhr

Redaktionsschluss:
14. März 2003

USA

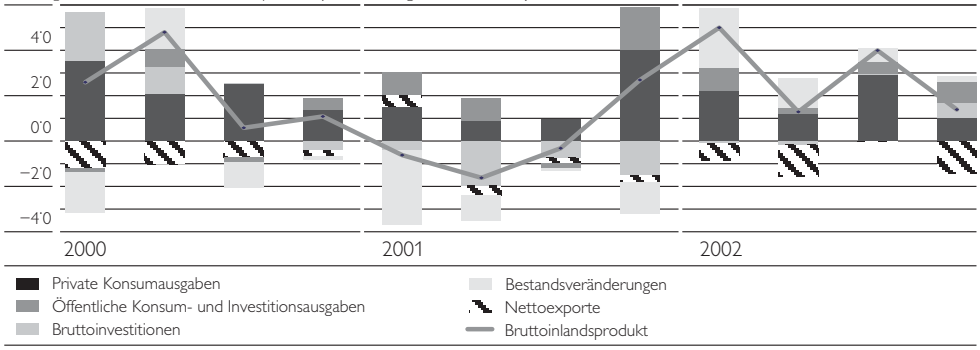
Erwartungsgemäß deutliche Konjunkturabschwächung im vierten Quartal 2002; Aussichten für eine nachhaltige Erholung gesunken

Nach einem kräftigen Anstieg des realen BIP-Wachstums im dritten Quartal 2002 um 4% (annualisiert gegenüber dem Vorquartal), gelang es nicht die Dynamik aufrechtzuerhalten, und das Wachstum verlangsamte sich im vierten Quartal 2002 deutlich auf lediglich 1·4%. Die wichtigsten Ursachen dafür waren ein schleppender Konsum (+1·5%) sowie eine rückläufige Auslandsnachfrage in Verbindung mit höheren Importen. Belebend wirkten dagegen die Staatsausgaben (+4·9%, davon Verteidigung +11%) sowie die nach mehreren Jahren wieder positive Zuwachsrate der Unternehmensinvestitionen (+2·5%), die vor allem auf dem fortgesetzten Aufwärtstrend bei den Ausrüstungs- und Software-Investitionen basiert (+6·6%). Einen weiteren Wachstumsimpuls lieferte die anhaltende Expansion des privaten Wohnbaus um 9·4%. Im Jahr 2002 wuchs die US-Wirtschaft um real 2·4% gegenüber 2001.

Wachstum der Komponenten des realen BIP in den USA

gegenüber dem Vorquartal

Beitrag zum BIP-Wachstum in Prozentpunkten (saisonbereinigt und annualisiert)



Quelle: Bureau of Economic Analysis.

Für das erste Quartal 2003 erwarten die meisten Prognosen eine Stabilisierung des Wachstums auf niedrigem Niveau. Für die zweite Jahreshälfte 2003 erwarten viele Beobachter für den Fall, dass die geopolitischen Spannungen nachgelassen haben, einen Vertrauenszuwachs, der gemeinsam mit einem weiteren Konjunkturimpulspaket der Regierung die privaten Konsum- und Investitionsausgaben ankurbeln sollte. Außerdem dürften viele Unternehmen in den nächsten Monaten ihre derzeit sehr niedrigen Lagerbestände aufstocken. Unabdingbare Voraussetzung für einen nachhaltigen Konjunkturaufschwung ist nach wie vor eine deutliche Wiederbelebung der im jüngsten Wirtschaftsabschwung stark geschrumpften Unternehmensinvestitionen.

Für das Gesamtjahr 2003 liegen die Prognosen für das reale BIP-Wachstum im Durchschnitt bei rund 2·5% (IWF-Frühjahrsprognose 2003: 2·4%; OECD-Prognose: 2·6%; Consensus-Prognose: 2·6%). Die US-Regierung veröffentlichte Anfang Februar 2003 eine optimistische Konjunkturprognose, in der sie für das Jahr 2003 ein reales BIP-Wachstum von 2·9% und für 2004 eine weitere Wachstumsbeschleunigung auf 3·6% erwartet (Consensus-Prognose: 3·6%). Die Zuversicht der Regierung beruht vor allem auf den geplanten

Steuersenkungen, die die Konjunktur beleben sollen. In der Prognose noch nicht berücksichtigt sind die Auswirkungen der militärischen Auseinandersetzung mit dem Irak.

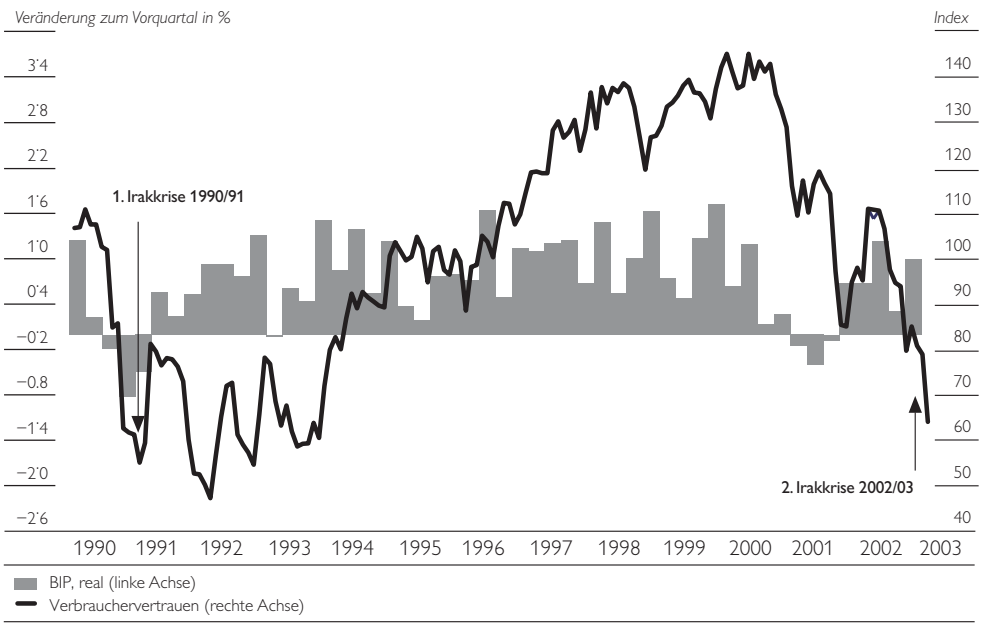
Die wichtigsten Abwärtsrisiken für die US-Konjunktur liegen in der Unberechenbarkeit der Dauer des Irakkonflikts sowie einem möglichen Vertrauensverlust internationaler Investoren in die US-Wirtschaft auf Grund des steigenden Zwillingsdefizits (US-Leistungsbilanzdefizit rund 5˙5% des BIP, Budgetdefizit voraussichtlich 3˙2% des BIP inklusive Sozialversicherung bzw. 4˙3% des BIP exklusive Sozialversicherung im Jahr 2003). Damit verbunden könnte eine weitere Abwertung des US-Dollar sowie eine deutlich steigende private Sparquote mit entsprechend negativen Implikationen für den Konsum sein. In einem derartigen Szenario könnte sich der wirtschaftliche Aufschwung bis in das Jahr 2004 verzögern.

Trotz Abschwächung bleibt der private Konsum eine wichtige Konjunkturstütze

Im Verlauf der vergangenen drei Jahre war der private Konsum die wichtigste Konjunkturstütze. Es ist zu erwarten, dass er auch im Jahr 2003 einen – wenngleich abgeschwächten – positiven Beitrag zum Wachstum der Gesamtwirtschaft leisten wird. Diese Einschätzung beruht vor allem auf vermutlich weiterhin steigenden verfügbaren Realeinkommen (+2˙6% p. a. im vierten Quartal 2002), Einkommensteuersenkungen, niedriger Inflation und hohen Produktivitätssteigerungsraten sowie auf dem bislang anhaltenden Boom bei Eigenheimen und Hypothekenrefinanzierungen (begünstigt durch niedrige Zinsen).

Im Jänner 2003 gingen die Konsumausgaben der privaten Haushalte preisbereinigt um 0˙3% gegenüber dem Vormonat zurück; im Dezember 2002 stiegen sie noch um 1%. Dieser Konsumrückgang Anfang 2003 könnte als Sondereffekt interpretiert werden, da die Automobilhersteller im Dezember 2002 mit

Verbraucherverträuen und BIP-Wachstum



Quelle: Conference Board, ESA.

Finanzierungs- und Rabattoffensiven ihren Absatz stark erhöhten (die Ausgaben für langlebige Konsumgüter waren im Jänner 2003 um 5·7% rückläufig und erlitten damit den stärksten Einbruch seit 13 Jahren). Die jüngsten Daten zum Verbrauchervertrauen, der noch schwache Arbeitsmarkt und die hohe Verschuldung der privaten Haushalte lassen jedoch auf künftig bescheidenere Konsumwachstumsraten und eine weiter leicht steigende Sparquote (4·3% im Jänner 2003) schließen.

Der Index des Verbrauchervertrauens des Wirtschaftsforschungsinstituts Conference Board brach im Februar 2003 (im dritten Monat in Folge) unerwartet deutlich um 15 auf 64 Punkte ein und sank damit auf den tiefsten Stand seit Oktober 1993 (als Reaktion auf die Terroranschläge vom 11. September 2001 war dieser Vertrauensindex um 17 Punkte zurückgegangen). Besonders stark verschlechterte sich der Teilindex der „Erwartungen über die zukünftige Lage" mit einem Rückgang um 15·5 auf 65·6 Punkte. Die Gründe für den massiven Rückgang des Verbrauchervertrauens liegen unter anderem in der Unsicherheit hinsichtlich des Irakkonflikts, der Angst vor weiteren Terroranschlägen, den anhaltenden Kursverlusten auf den Finanzmärkten, der schlechten Lage auf dem Arbeitsmarkt und den deutlich gestiegenen Benzinpreisen (um rund 15% seit Jahresbeginn 2003). Der derzeitige Indexstand des Verbrauchervertrauens signalisiert eine Stagnation des privaten Konsums. In der Vergangenheit klafften jedoch Konsumentenvertrauen und Konsumausgaben stark auseinander, sodass die Einschätzung der zukünftigen Lage zur Prognose des Konsumverhaltens nur begrenzt aussagefähig ist. Die Mehrzahl der Investmentbanken erwartet, dass sich die Konsumenten verstärkt durch die Beleihung ihrer Immobilien finanzieren und damit den Konsum so lange stützen, bis sich eine nachhaltige Erholung auf dem Arbeitsmarkt abzeichnet.

Gemischte Signale für die zukünftige Entwicklung des US-Industriesektors; Fortsetzung des moderaten Wachstums des Dienstleistungssektors

Der Frühindikator für die US-Industrie, der ISM-Index (Institute for Supply Management), stieg nach einem Tief im Herbst 2002 im November und Dezember des Vorjahres an und ist seit Jahresbeginn 2003 wieder rückläufig. Nach einem leichten Absinken im Jänner 2003 fiel er im Februar um 3·4 auf 50·5 Punkte. Damit lag er nur mehr knapp über der 50-Punkte-Marke, deren Überschreiten eine Expansion der Industrie signalisiert. Besonders stark rückläufig war zuletzt die ISM-Beschäftigungskomponente, die um 4·8 auf 42·8 Punkte fiel. Diese Daten lassen auf ein Stagnieren des US-Industriesektors im ersten Quartal 2003 schließen.

Der Konjunkturindikator der Einkaufsmanager für den Dienstleistungssektor ging nach einem leichten Anstieg im Jänner 2003 im Februar um 0·6 auf 53·9 Punkte zurück. Damit weist der Dienstleistungssektor seit 13 Monaten in Folge ein schwaches Wachstum auf. Insgesamt wächst die US-Wirtschaft eher schleppend und unter ihrem Potenzial, wodurch sich der Aufwärtsdruck auf die Arbeitslosenquote und der Abwärtsdruck auf die Kerninflation fortsetzen dürften.

Der Wert der Auftragseingänge für das Gesamtjahr 2002 deutet auf eine Stabilisierung der Nachfrage bei Industriegütern hin: Die Auftragseingänge waren 2002 nur um 0˙8% niedriger als im Jahr 2001, in dem sie um 7˙4% eingebrochen waren.

Im Jänner 2003 stieg die US-Industrieproduktion unerwartet stark um 0˙7% gegenüber dem Vormonat und erzielte damit den größten Anstieg seit sieben Monaten. Besonders deutlich wuchs die Produktion der Autohersteller (+5%). Als Folge der höheren Produktion expandierte auch die Kapazitätsauslastung leicht, lag jedoch mit 75˙7% im Jänner 2003 noch deutlich unter dem vor einem Jahr verzeichneten Wert von 80%.

Ein positives Konjunktursignal lieferte Anfang März 2003 der Frühindikator der OECD: Der Index stieg zuletzt um 1˙2 auf 132˙7 Punkte.

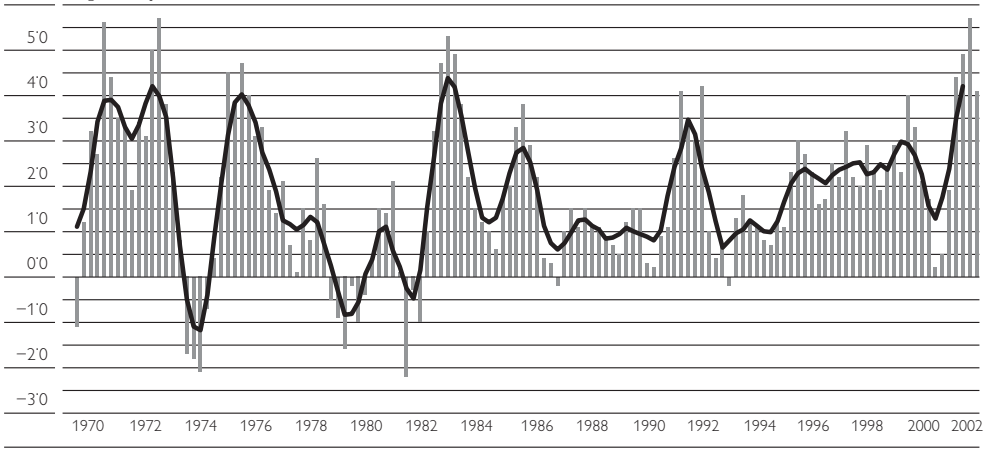
Hohes Produktivitätswachstum im Jahr 2002

Die Produktivität der US-Wirtschaft stieg im vierten Quartal 2002 um 0˙8% (drittes Quartal 2002: +5˙5% im Vorjahresvergleich). Im Gesamtjahr 2002 stieg die Arbeitsproduktivität um 4˙8% und verzeichnete damit den kräftigsten Zuwachs seit 1950. Nachdem das Wachstum des Outputs pro Arbeitsstunde in den Achtziger- und frühen Neunzigerjahren um weniger als 1˙5% jährlich zunahm, stieg die Arbeitsproduktivität in der Hochphase der „New Economy“ zwischen 1996 und 2000 um durchschnittlich 2˙5% p. a. Diese Effizienzgewinne hängen insbesondere mit verstärkten Investitionen der Informationstechnologieunternehmen zusammen. Die Gründe für das kräftige Produktivitätswachstum 2002 liegen unter anderem in einem wieder stärkeren BIP-Wachstum als im Vorjahr, in weiteren Effizienzsteigerungen bei der Anwendung der bereits vor einiger Zeit angeschafften Investitionen, aber auch im Abbau von Überkapazitäten in den Belegschaften der Firmen. Die Lohnstückkosten stiegen in den letzten drei Monaten 2002 um 3˙8%; im Jahr 2002

Produktivität

ohne Landwirtschaft

Veränderung zum Vorjahr in %



Quelle: Bureau of Labor Statistics.

konnten sie um 1·9% gesenkt werden. Die Unternehmen bemühen sich offensichtlich weiterhin um Produktivitätsverbesserungen, um den Anstieg der Lohnstückkosten in einem Umfeld mit hohem Wettbewerbsdruck niedrig zu halten.

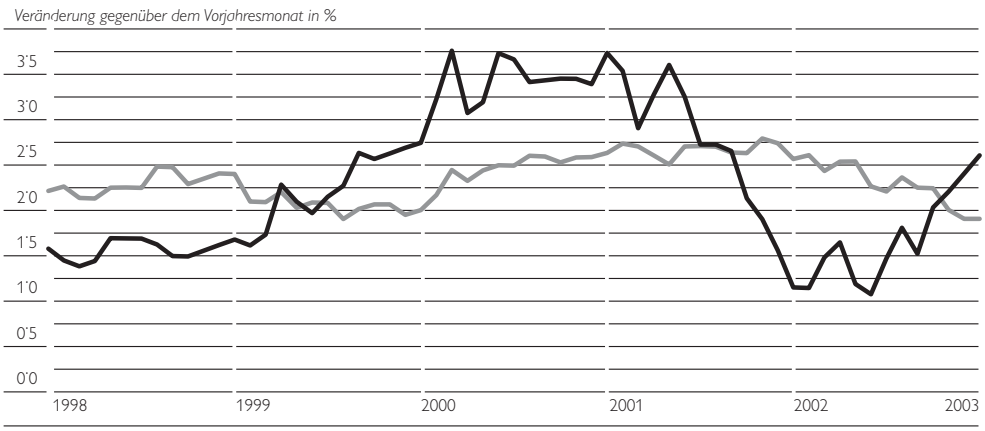
Verschlechterung der Lage auf dem Arbeitsmarkt

In der US-Wirtschaft wurden im Gesamtjahr 2002 netto 229.000 Arbeitsplätze gestrichen. Im Dezember 2002 war der Stellenabbau relativ hoch (156.000 Arbeitsplätze). Nach einem Anstieg der Beschäftigtenzahl im Jänner 2003 kam es im Februar zu einem unerwartet starken Einbruch (308.000 Arbeitsplätze). Der Stellenabbau betraf alle wichtigen Wirtschaftsbereiche. Es handelt sich dabei um den größten monatlichen Stellenverlust seit November 2001 (nach den Terroranschlägen vom 11. September 2001). Obwohl Sondereinflüsse wie schwere Winterstürme und das in den Statistiken nicht adäquat reflektierte Einziehen von rund 100.000 Reservisten das Ergebnis verzerren, sind die möglichen Implikationen für den weiteren Konjunkturverlauf naturgemäß beunruhigend. Die Arbeitslosenquote stieg im Februar 2003 wieder auf 5·8%, nachdem sie im Jänner mit 5·7% den tiefsten Stand seit September 2002 erreicht hatte. Das Arbeitsministerium hat die Statistik per 1. Jänner 2003 umgestellt und an die Ergebnisse der Volkszählung 2000 angepasst. Damit sind die Daten nicht genau mit jenen der vorangegangenen Monate vergleichbar. Mit einer nachhaltigen Besserung der Lage auf dem Arbeitsmarkt wird frühestens im zweiten Halbjahr 2003 gerechnet.

Nach wie vor kein Inflationsdruck

Die Inflationsrate stieg im Jänner 2003 im Vorjahresvergleich auf 2·6% (dieser Preisanstieg war fast zur Gänze auf stark steigende Energiepreise zurückzuführen); die Kerninflation lag bei 1·9%. Sowohl OECD als auch Consensus Economics prognostizieren für die USA für das Jahr 2003 eine Inflationsrate von 2·2%, der IWF 2·1%.

Preisentwicklung in den USA



Quelle: Bureau of Labor Statistics.

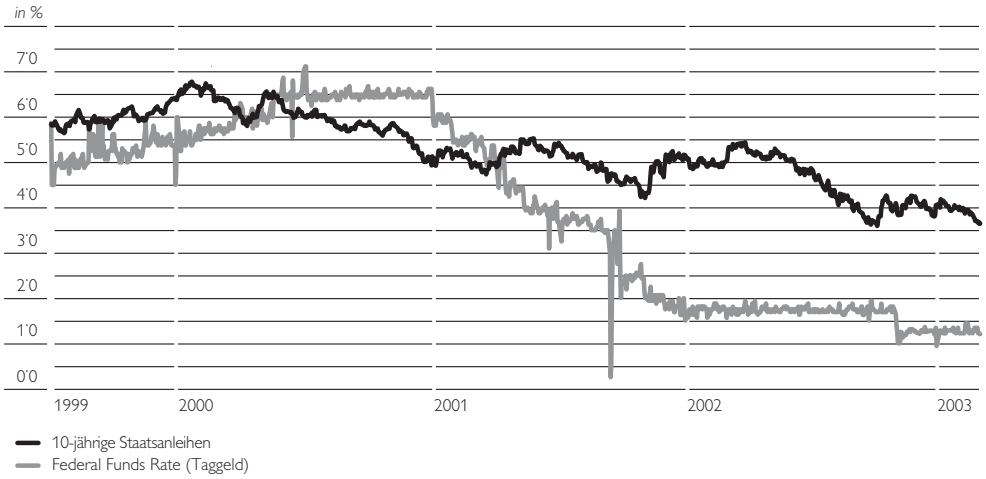
Obwohl sich die US-Notenbank in letzter Zeit offensichtlich verstärkt mit Deflationsfragen beschäftigt, wurde in mehreren aktuellen Reden von Spitzenvertretern dieser Institution die Gefahr einer Deflation in den USA als sehr gering und unwahrscheinlich bezeichnet.

Federal Funds Rate unverändert bei 1˙25%

Anlässlich der einzigen Senkung des Zielsatzes der Federal Funds Rate im Jahr 2002 am 6. November um 50 Basispunkte auf 1˙25% beschloss das Federal Open Market Committee (FOMC) der US-Notenbank, auch zu einer ausgeglichenen Risikobeurteilung zwischen den Zielen Wirtschaftswachstum und Preisstabilität überzugehen.

Bei der ersten FOMC-Sitzung im Jahr 2003 am 28./29. Jänner wurden weder beim Leitzinssatz noch bei der Risikoeinschätzung Änderungen vorgenommen.

Zinsentwicklung



Quelle: Datastream.

Anhaltende Verschlechterung der Haushaltslage;
Bundeshaushalt für 2003 verabschiedet

Der Anfang Februar 2003 von Präsident Bush vorgestellte Haushaltsentwurf für das am 1. Oktober beginnende Fiskaljahr 2004 weist mit 307 Mrd USD ein geringfügig höheres Defizit aus als jenes für das laufende Haushaltsjahr, das auf 304 Mrd USD veranschlagt wurde (entspricht rund 3% des BIP). In beiden Werten sind die Kosten einer militärischen Aktion im Irak nicht berücksichtigt, da diese vom Verlauf und von der Länge des Konflikts abhängen und dadurch schwer einschätzbar sind. Beide Fehlbeträge liegen über dem bisherigen absoluten Höchststand von 290 Mrd USD des Jahres 1992; gemessen am BIP lag das Defizit damals allerdings bei rund 6%. Im Fiskaljahr 2002 betrug das Budgetdefizit 158 Mrd USD; vor drei Jahren verzeichneten die USA noch einen Budgetüberschuss in Rekordhöhe (236 Mrd USD). Der Budgetentwurf für das Jahr 2004 enthält insbesondere eine kräftige Ausweitung der Ausgaben für die innere und äußere Sicherheit sowie Steuererleichterungen mit dem Ziel, das

Wirtschaftswachstum längerfristig anzukurbeln. Kritiker dieses Entwurfs befürchten, dass sich die angespannte Haushaltslage langfristig weiter verschlechtern könnte und dass die hohe Schuldenaufnahme des Staats die langfristigen Zinsen auf dem Kapitalmarkt in die Höhe treiben und sich die Wachstumsbedingungen für die Wirtschaft in der Folge nicht positiv, sondern negativ entwickeln werden. Das kürzlich vorgestellte Konjunkturpaket mit einem Gesamtvolumen von 674 Mrd USD über einen Zeitraum von zehn Jahren besteht größtenteils aus Steuersenkungen. Kritik wird insbesondere an der geplanten Abschaffung der Besteuerung von Dividenden geübt, da dies Bezieher hoher Einkommen bevorzugt.

Der US-Bundeshaushalt für das laufende Fiskaljahr 2003 wurde mehr als vier Monate nach Verhandlungsbeginn Mitte Februar 2003 von beiden Kammern des Kongresses verabschiedet.

Johann Elsinger

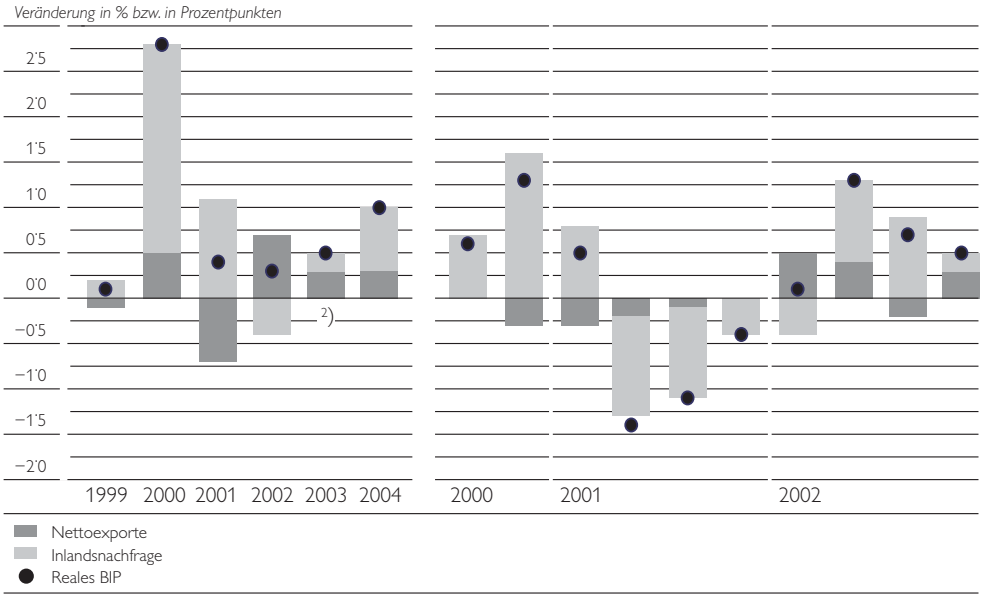
Redaktionsschluss:
10. März 2003

Japan

Schwache, jedoch fortgesetzte Wachstumsdynamik, getragen von robusten Exporten nach Asien

Die Wachstumsdynamik hat sich im vierten Quartal 2002 mit einem Anstieg des realen BIP um 0·5% zum Vorquartal weiter abgeschwächt. Getragen wurde das Wachstum hauptsächlich vom Außenbeitrag. Überraschenderweise blieb der private Konsum bei aller Verunsicherung der Verbraucher bisher stabil und leistete ebenfalls einen Wachstumsbeitrag. Die im Gesamtjahr 2002 mit einem 0·3-prozentigen realen BIP-Wachstum leichte, aber zumindest kontinuierliche konjunkturelle Erholung ist in erster Linie der robusten Entwicklung der Exporte zuzuschreiben. Die japanische Regierung erwartet für das laufende Fiskaljahr, das am 31. März 2003 endet, ein reales BIP-Wachstum von 0·9%.

Beiträge zum realen BIP-Wachstum[1])



Quelle: Nationale Quellen.
1) Veränderung zur Vorperiode; saisonbereinigt.
2) 2003: IWF-Prognose.

Sie prognostiziert für das Fiskaljahr 2003/04 eine Wachstumsabschwächung auf +0·6% infolge nachlassender privater Konsumausgaben, insbesondere auf Grund des angespannten Arbeitsmarktes.

Besorgnis erregend stark ist der Index des Verbrauchervertrauens im vierten Quartal 2002 gesunken (um 1·5 auf 38·1 Punkte); der erste Rückgang seit vier Quartalen. Auch die Auftragseingänge bei den privaten Maschinenausrüstungen gingen zurück. Das spiegelt die Verunsicherung der Verbraucher und Unternehmer hinsichtlich einer möglichen Verschlechterung der Wirtschaftslage in Japan wider. Zur gedrückten Stimmung tragen neben der gestiegenen Arbeitslosigkeit auch die Kursverluste auf den Aktienmärkten bei. Ein dauerhafter Anstieg der Konsumausgaben dürfte in absehbarer Zeit auszuschließen sein, da die Einkommen weiter rückläufig sind. Dazu kommen die deflationäre Preisentwicklung sowie die hohe Sparquote. Auch dürfte die Entwicklung der Investitionen durch den hohen Kapitalstock (vor allem in der Baubranche) und die große Anzahl von Insolvenzen börsennotierter japanischer Unternehmen gedämpft bleiben.

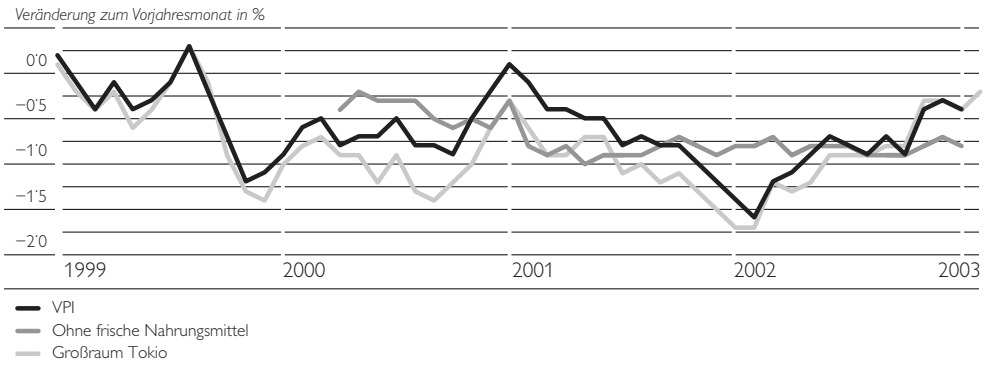
Der IWF (Frühjahrsprognose 2003) und die OECD prognostizieren für das Jahr 2003 ein Wirtschaftswachstum zwischen 0·5 und 0·8%, das allerdings wegen des Irakkonflikts von großen Unsicherheiten gekennzeichnet ist. Laut aktuellem Monatsbericht der Bank of Japan (BoJ) besteht jedoch nach wie vor Hoffnung auf Besserung der wirtschaftlichen Lage. Sobald sich die globale Konjunktur erholt hat, sollte die Nachfrage nach japanischen Erzeugnissen anziehen. Damit bestätigte die BoJ ihre im Jänner 2003 getroffene Lagebeurteilung, fügte jedoch eine etwas optimistischere Note hinzu: Exporte und Importe stiegen moderat, obwohl die Nettoausfuhren unverändert geblieben sind. Im Vormonat war lediglich von unveränderten Exporten die Rede gewesen.

Deflation lässt zwar nach, jedoch noch kein Ende absehbar

Die Deflation besteht nun seit vier Jahren (2002: –0·9%). Sie ist Ausdruck der anhaltenden Wirtschaftsschwäche, wobei die Überproduktion in der Industrie und der anhaltende Preisverfall bei den Vermögenswerten zusätzlich das Preisniveau drücken.

Die Regierung sieht zurzeit keine Anzeichen für ein baldiges Ende der Deflation. Sie geht jedoch mit einem für das Jahr 2003 erwarteten Rückgang

Entwicklung der Verbraucherpreise



Quelle: EUROSTAT, Japan Statistics Bureau.

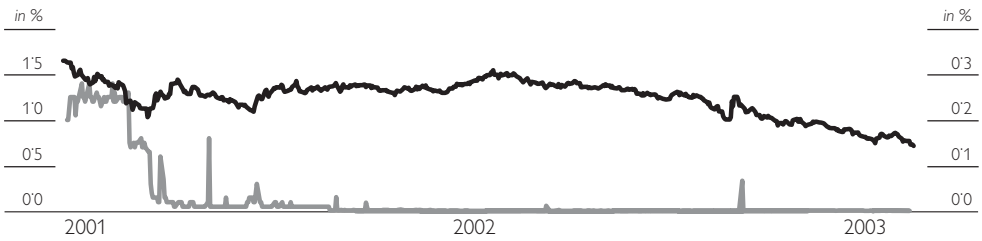
von 0˙4% des Index der Konsumentenpreise von einer leichten Abschwächung des deflationären Trends aus (IWF-Prognose: –0˙7%). Auch die BoJ erwartet, dass sich das Tempo des Verbraucherpreisrückgangs etwas verlangsamen wird und begründet dies mit den höheren Preisen für Erdöl und medizinische Leistungen.

Führungswechsel bei der BoJ bringt voraussichtlich keine Neuausrichtung der Geldpolitik

Die BoJ betreibt seit rund sieben Jahren eine Niedrigzinspolitik und hat in den letzten vier Jahren das Geldangebot stark erhöht. Dennoch gelang es ihr nicht, die Wirtschaft zu stimulieren und die Deflation zu beenden. Der neue Notenbankchef Toshihiko Fukui (ab 20. März 2003 Nachfolger von Gouverneur Hayami) war bis März 1998 Vize-Gouverneur der BoJ. Er tritt zwar für eine weitere Lockerung der Geldpolitik ein, jedoch wird allgemein davon ausgegangen, dass die BoJ lediglich kleine Korrekturen ihres derzeitigen Kurses vornehmen wird.

Wie der Trend fallender Preise am besten zu bekämpfen ist, wird sehr kontrovers beurteilt. Umstritten ist insbesondere die Frage, ob die Deflation in Japan primär ein strukturelles oder ein monetäres Phänomen darstellt. Die Vertreter der Notenbank sind vorrangig der Ansicht, dass das Problem sinkender Preise mit dem geldpolitischen Instrumentarium allein nicht zu lösen ist. Ihrer Meinung nach sind in erster Linie die strukturellen Rigiditäten in Japans Wirtschaft abzubauen, wie z. B. die hohen Bestände von Problemkrediten in den Bankbilanzen und die Tatsache, dass insolvente Unternehmen künstlich am Leben erhalten werden, wodurch der Abbau von Überkapazitäten verzögert und in der Folge der Preisrückgang beschleunigt wird. In einem derartigen Umfeld ist die Geldpolitik relativ wirkungslos. Untermauert wird diese These damit, dass trotz der Politik des billigen Geldes die Kreditvergabe sinkt, wodurch das zusätzlich geschaffene Liquiditätsangebot der BoJ nicht in die Wirtschaft gelangt. Kritiker dieser Betrachtungsweise meinen, dass die BoJ ihren Spielraum zur monetären Expansion noch lange nicht ausgeschöpft hat und an einem Glaubwürdigkeitsproblem leidet. Sie treten für ein aggressiveres Aufkaufen heimischer Staatsanleihen bzw. auch anderer Vermögenswerte ein. Damit könnte der japanische Yen geschwächt und die Deflation über eine Erhöhung der Importpreise reduziert werden. Außerdem fordern sie die Einführung eines Inflationsziels, um mithilfe positiver Inflationserwartungen die

Zinsentwicklung



10-jährige Staatsanleihen (linke Achse)
Taggeldsatz (rechte Achse)

Quelle: Datastream.

realen Zinssätze zu senken. Damit könnten die hohe Sparneigung der Konsumenten gedämpft sowie die restriktive Investitionspolitik der Unternehmen aufgeweicht werden.

IWF mahnt mittelfristige Fiskalreformen ein

Die niedrigeren Einnahmen und der laufende Einsatz von Konjunkturimpulspaketen verhinderten die nachhaltige Rückführung des hohen Budgetdefizits und die Sanierungsversuche bei der ausufernden Staatsverschuldung (2002: 143% des BIP). Der vom IWF für 2003 prognostizierte Defizitabbau auf 5·9% des BIP (2002: –6·3% des BIP) dürfte kaum zu halten sein, da der Budgetentwurf für das kommende Fiskaljahr (1. April 2003 bis 31. März 2004) einen um 0·7% höheren Ausgabenrahmen – vor allem infolge gestiegener Kosten für soziale Sicherheit – im Vorjahresvergleich vorsieht. Damit wird auch der angepeilte Emissionsrahmen von Regierungsanleihen über 30.000 Mrd JPY p. a. zur Finanzierung dieser Ausgaben deutlich überschritten. Der IWF schlägt eine glaubwürdige mittelfristige Konsolidierungsstrategie und fiskalische Reformen, wie z. B. eine Stärkung der Steuerbasis, die Aufhebung der Zweckbindung der Autobahnabgabe sowie eine Reform der öffentlichen Betreibergesellschaften von Straßen, vor.

Regionale Verschiebung in Japans Außenwirtschaft

Japan hat im Lauf der Neunzigerjahre seine außenwirtschaftliche Orientierung von den beiden großen Wirtschaftsblöcken USA und EU zu den Ländern Ostasiens verlagert. Seit kurzem übersteigt der Handelsaustausch mit Asien jenen mit den USA und der EU insgesamt. Im Jahr 2002 hat Japan erstmals mehr aus China importiert als aus den USA. Auch die Direktinvestitionen Japans in andere Länder der Region haben sich seit dem Jahr 1999 anteilsmäßig verdoppelt und liegen bereits gleich hoch wie jene in die USA. Hauptempfänger bleibt allerdings nach wie vor Europa.

Angeschlagener Bankensektor; Aktienmarkt auf 20-Jahres-Tief

Die anhaltende Herabstufung der Bonität der Unternehmen löste zahlreiche Kreditausfälle aus. Der Anteil der Problemkredite[1]) im Portfolio der Banken erhöhte sich damit weiter und die restriktive Haltung bei der Kreditvergabe an den privaten Sektor setzte sich fort. Nun plant die Regierung den japanischen Bankensektor schrittweise zu sanieren. Dieser sieht sich auf Grund seiner Finanzschwäche und mangelnden Ertragskraft einer größeren Herausforderung gegenüber als je zuvor:[2])

– Das durch Konsolidierungen im Zuge von Strukturfortschritten verursachte Wachstum an neuen Non Performing Loans (NPLs) ist beträchtlich. Die Banken gewähren weiter Kredite an bonitätsmäßig schwache Unternehmen, statt deren Kreditlinien zu kürzen.

1 *Der größte Anteil der NPLs konzentriert sich auf arbeitsintensive Branchen wie den Bau und den Handel sowie auf Immobilien. Der neue Regierungsplan sieht eine Halbierung der notleidenden Kredite bis Ende März 2005 vor. Das Ausmaß betrug Ende März 2002 gemäß japanischer Bankenaufsicht rund 12% des BIP.*

2 *Der IWF arbeitet derzeit an einer Studie über das japanische Finanzsystem; erste Ergebnisse dazu werden Ende März 2003 vorliegen.*

– Die Kreditmargen der Banken sind zu niedrig[1]) und müssen so weit erhöht werden, dass die Kreditrisiken gedeckt sind und damit im Kreditgeschäft Gewinne erzielt werden können.
– Die unrealisierten Gewinne aus den Aktienbeständen der Banken, die als Puffer verwendet wurden, sind weggeschmolzen. Die Börse Tokio hat am 11. März 2003 auf einem 20-Jahres-Tief geschlossen, der Nikkei 225 Index sank auf 7.862 Punkte. Belastet wird der Aktienmarkt von der Furcht vor den wirtschaftlichen Folgen des Irakkonflikts, von möglicher weltpolitischer Instabilität sowie von Berichten über Untersuchungen mutmaßlicher Aktienmanipulationen. Die Anleger sind zudem besorgt über wachsende Spannungen im Streit zwischen den USA und Nordkorea. Durch das kurz bevorstehende Ende des japanischen Fiskaljahres am 31. März 2003 gewinnen die Kursverluste zusätzlich an Brisanz.

Da die Banken keinen Anreiz haben, ihre ausstehenden NPLs abzuschreiben, mangelt es an Druck zur Unternehmenssanierung. Durch die Beteiligungen und personellen Verflechtungen zwischen Banken und ihren Firmenkunden sind die Banken bemüht, Insolvenzen zu vermeiden, da sie neben der Abschreibung von NPLs auch ihren Verlust leidenden Beteiligungsbesitz aus den Büchern nehmen müssten. Daher ist im Entwurf zur Bankenreform nur eine Halbierung der NPLs bis Ende März 2005 vorgesehen, die Ende März 2002 nahezu 12% des BIP betrugen. Die Berechnung der Kreditrückstellungen soll auf der erwarteten Ertragskraft des Unternehmens basieren. Da dies eine höhere Reservenhaltung erfordert, steigt auch der Anreiz, NPLs rascher als bisher abzuschreiben.

Die BoJ unterstützt inzwischen erstmals öffentlich die Wirtschaftspolitik der Regierung und beteiligt sich an der Lösung des NPL-Problems. Der Ankauf von Aktien aus dem Bankenportfolio durch die BoJ – unter Umgehung des Marktes – hat Signalwirkung, ist öffentlichkeitswirksam und zielt darauf ab, die Banken vor weiteren Verlusten zu schützen.

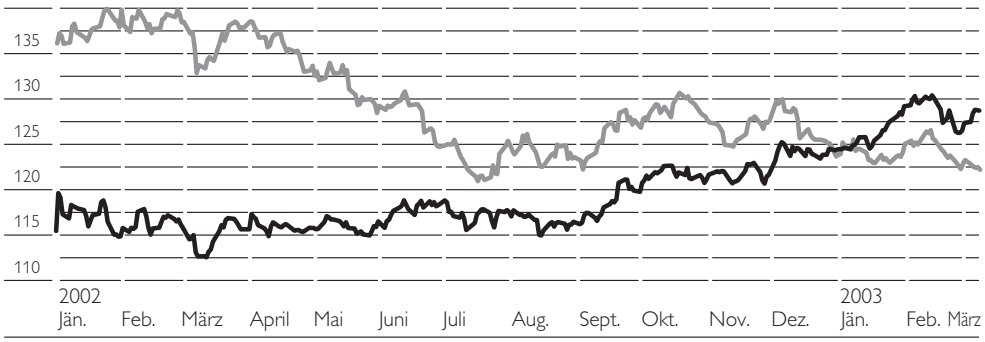
Verbale sowie nicht angekündigte Interventionen sollen JPY schwächen

Der japanische Yen hat ab Mitte August 2002 gegenüber dem Euro laufend an Boden verloren, was unter anderem mit den neuen, unorthodoxen geldpolitischen Maßnahmen der BoJ und den unsicheren Aussichten der japanischen Konjunktur zusammenhängen dürfte. Dagegen gewinnt der japanische Yen gegenüber dem US-Dollar seit Jahresende 2002 ständig an Wert, wodurch der japanischen Exportwirtschaft Wettbewerbsnachteile erwachsen. Daher wurde mehrfach öffentlich die Bereitschaft bekundet, Interventionen in Erwägung zu ziehen. Tatsächlich intervenierte die BoJ im laufenden Jahr – im Auftrag der Regierung – mehrmals. Sie gab dies jedoch erst nachher bekannt und begründete die Maßnahme damit, den Kurs des japanischen Yen angesichts der unsicheren weltpolitischen Lage stabilisieren zu wollen. Zu Jahresbeginn 2003 intervenierte die BoJ eigenständig, während die davor erfolgten Markteingriffe Mitte des Jahres 2002 konsortial mit der Europäischen Zentralbank (EZB) und der US-Notenbank durchgeführt worden waren. Die zuletzt getätigten Interventionen dürften vor allem deshalb wenig erfolgreich gewesen sein, weil

1 *Durch die Konkurrenz der dominierenden öffentlichen Postsparkasse, die nicht in den Einlagensicherungsfonds einzahlen muss, wird den Banken der Spielraum für marktgerechte Zinsmargen geraubt.*

die Märkte mit einem schwächeren US-Dollar-Wechselkurs und einer Beibehaltung der Geldpolitik durch die neue Führung der BoJ gerechnet hatten.

Wechselkurs des japanischen Yen



Quelle: Datastream.

Zusammenarbeit im internationalen Währungs- und Finanzsystem

Andrea Hofer

Redaktionsschluss:
28. Februar 2003

IWF

Der am 7. November 2002 veröffentlichte „Global Financial Stability Report" des Internationalen Währungsfonds (IWF) stellte fest, dass Unsicherheiten über die Erholung der Weltwirtschaft, Geopolitik und die Ertragsentwicklung von Unternehmen zu einer weiteren Verschlechterung der Stimmung auf den Aktien- und Anleihemärkten im dritten Quartal 2002 beitrugen. Das internationale Finanzsystem zeigte sich dennoch vergleichsweise resistent.

Der IWF schloss am 13. November 2002 die Art.-IV-Konsultationen mit Frankreich ab. Es wird eine leichte wirtschaftliche Erholung in Frankreich erwartet und der IWF forderte die Regierung auf, dringende Strukturreformen umzusetzen.

Der IWF gewährte Argentinien am 21. November 2002 angesichts seiner wirtschaftlich und sozial schwierigen Situation einen einjährigen Aufschub für die Rückzahlung eines Kredits über 141 Mio USD.

In einem offiziellen Dokument an den IWF und dessen Lenkungsorgane vom 18. Dezember 2002 bekundeten sieben führende Standesorganisationen aus der internationalen Finanz- und Bankenwelt ihre Ablehnung eines universell gültigen Insolvenzverfahrens für souveräne Schuldner. An Stelle des Sovereign Debt Restructuring Mechanism (SDRM) befürworteten sie im Vorhinein festgeschriebene Umschuldungsklauseln (Collective Action Clauses).

Der IWF genehmigte Argentinien am 10. und 24. Jänner 2003 die Umschuldung fälliger Zahlungen bis August 2003 sowie die Verlängerung der Rückzahlungsfrist einer Kreditlinie um ein Jahr und wendete damit einen formellen Zahlungsausfall Argentiniens gegenüber dem IWF vorerst ab.

Das Exekutivdirektorium des IWF empfahl den 184 Mitgliedstaaten anlässlich der zwölften Quotenüberprüfung am 30. Jänner 2003, die Höhe und Zusammensetzung der Mitgliedsbeiträge, die gleichzeitig Stimmrechtsanteile darstellen, unverändert bei 212·7 Mrd SZR (umgerechnet rund 287 Mrd USD) zu belassen. Die derzeitige Liquiditätsposition war nach Ansicht des IWF ausreichend.

Laut dem am 11. Februar 2003 veröffentlichten Global Portfolio Investment Survey 2001 des IWF erreichten grenzüberschreitende Anlagen in Aktien und Anleihen im Jahr 2001 einen Wert von 12.500 Mrd USD. 35% dieser Anlagen wurden vom Eurosystem gehalten. Auf die USA, Japan und das Vereinigte Königreich entfiel ein Anteil von 38%.

OECD

Die Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) senkte in ihrem Entwurf für die Herbstprognose am 11. November 2002 die Wachstumsprognosen für den Euroraum. Die OECD rechnet mit einem BIP-Wachstum von 0·7% im Jahr 2002 und von 1·9% für 2003 im Euroraum. Die Arbeitslosenquote blieb im Euroraum im September 2002 mit 8·3% unverändert.

Sonstige internationale Gruppen und Gremien

China und die zehn Staaten Südostasiens, die sich im Verband Südostasiatischer Nationen (Association of Southeast Asian Nations/ASEAN) zusammengeschlossen haben, trafen bei dem ASEAN-Gipfeltreffen in der kambodscha-

nischen Hauptstadt Phnom Penh am 4. November 2002 ein Abkommen zum Aufbau der größten Freihandelszone der Welt. Bis zum Jahr 2010 soll eine Handelszone mit 1·7 Milliarden Menschen, einem gemeinsamen Bruttosozialprodukt von rund 2.000 Mrd USD und einem Handelsvolumen von 1.230 Mrd USD entstehen.

Japan unterzeichnete mit der ASEAN am 5. November 2002 eine Erklärung zum Aufbau einer umfassenden Wirtschaftspartnerschaft, die innerhalb von einem Jahrzehnt ebenfalls auf die Bildung einer Freihandelszone ausgerichtet ist. Japan und die ASEAN-Mitgliedstaaten bilden einen Markt mit 590 Millionen Menschen und einem Bruttoinlandsprodukt von 4.900 Mrd EUR.

Auch Indien suchte eine engere Zusammenarbeit mit der ASEAN-Freihandelszone und strebt den Freihandel bis zum Jahr 2012 an.

Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) eröffnete am 12. November 2002 in Mexico City eine neue Auslandsvertretung.

Argentinien ließ am 14. November 2002 eine weitere Frist zur Rückzahlung geschuldeter Weltbankkredite in Höhe von 805 Mio USD verstreichen und begab sich damit erstmals auch gegenüber einem öffentlichen Geldgeber in Zahlungsverzug. Der Zahlungsausfall Argentiniens gegenüber der Weltbank hat auf den Finanzmärkten Lateinamerikas allerdings keine großen Reaktionen hervorgerufen.

Beim vierten Treffen der Finanzminister und Notenbankchefs der G-20 am 25. November 2002 signalisierten hoch verschuldete Schwellenländer, dass sie den von der Exekutivdirektorin des IWF, Anne Krueger, vorgeschlagenen Sovereign Debt Restructuring Mechanism (SDRM) nicht akzeptieren werden, da sich mit diesem Verfahren die Schuldenaufnahme für Schwellenländer verteuert. In die Abschlusserklärung der G-20 wurde der neue Vorschlag von Jean-Claude Trichet aufgenommen, sich vorerst auf die Einführung von Best Practice Standards zu verständigen. Zudem wurde die zügige Aufnahme von Umschuldungsklauseln (Collective Action Clauses) in Anleiheverträge gefordert und der Auftrag an den IWF zur Entwicklung eines neuen Konkurssystems bekräftigt.

Die Europäische Bank für Wiederaufbau und Entwicklung (EBRD) sah mit dem Beitritt der Kandidatenländer ihre Aufgaben in Osteuropa nicht als beendet an. Die Bank meldete am 10. Dezember 2002, dass sie rund 1 Mrd EUR jährlich in den Beitrittsländern ausgeben wird, die vor allem für den Aufbau eines soliden Bankwesens, eines industriellen Mittelstands und zur Finanzierung von kommunalen Infrastrukturvorhaben wie Abwasserbeseitigungsanlagen verwendet werden sollen.

Die Weltbank in Washington rechnet in ihrem neuen Wirtschaftsbericht vom 11. Dezember 2002 zwar mit einer leichten Beschleunigung des Wachstums der Weltwirtschaft von 1·7% (2002) auf 2·5% des globalen BIP im Jahr 2003, die Gefahr einer Rezession der Weltwirtschaft ist aber noch nicht gebannt.

Die USA und Chile schlossen nach zweijährigen Verhandlungen am 12. Dezember 2002 ein Freihandelsabkommen ab. Für die amerikanische Regierung war das Abkommen mit Chile ein wichtiger Schritt in Richtung einer von den USA angestrebten Freihandelszone von Alaska bis Feuerland (FTAA).

Die BIZ ernannte am 13. Jänner 2003 Malcolm D. Knight, derzeit Vizegouverneur bei der kanadischen Notenbank, mit Wirkung ab 1. April 2003 zum neuen Generaldirektor.

Die Interamerikanische Entwicklungsbank (IDB) bestätigte am 15. Jänner 2003 den nach einer 30-tägigen Schonfrist wirksam gewordenen Zahlungsausfall Argentiniens gegenüber dieser Institution, die einer der letzten Geldgeber des Landes war.

Die Gouverneure der Notenbanken der G-10-Staaten ernannten am 23. Jänner 2003 Roger W. Ferguson Jr., derzeit Vizegouverneur des Federal Reserve System, für einen Zeitraum von drei Jahren ab 11. März 2003 zum Vorsitzenden des Committee on the Global Financial System (CGFS).

Die Group of Thirty schlug am 23. Jänner 2003 eine weltweite Reform der Abwicklungsstrukturen (Clearing und Settlement) vor. Vor allem nach den Ereignissen vom 11. September 2001 wollten die G-30 die Kosten im Abwicklungsbereich senken und die Sicherheit erhöhen, indem sie dazu beitragen, dass es in fünf bis sieben Jahren ein besser integriertes Netzwerk für die Abwicklung der internationalen Zahlungsströme gibt.

Die USA und fünf mittelamerikanische Länder (Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras und Nicaragua) nahmen am 27. Jänner 2003 Verhandlungen zur Schaffung einer neuen Freihandelszone auf.

Im brasilianischen Porto Alegre fand am 27. Jänner 2003 das dritte Jahrestreffen des Weltsozialforums statt, auf dem vor rund 100.000 Globalisierungskritikern aufgerufen wurde, sich gemeinsam gegen die Übermacht von Großunternehmen, Banken, Zentralbanken, IWF, Weltbank und WTO zu verteidigen.

Beim 33. Treffen des Weltwirtschaftsforums in Davos vom 23. bis 28. Jänner 2003, das unter dem Motto „Vertrauen schaffen" stand, prognostizierten Experten für das Jahr 2003 ein Wachstum in den USA von rund 2%, wenn der private Konsum steigt.

Die Weltbank gab am 28. Jänner 2003 für Argentinien einen Kredit in Höhe von 600 Mio USD (555 Mio EUR) frei, mit dem ein Sozialprogramm für arme Familien finanziert werden soll.

Die BIZ verlangte am 10. Februar 2003, dass Banken ab Ende des Jahres 2004 Daten über ihre grenzüberschreitenden Forderungen und Derivat-Engagements detailliert nach Ländern und Branchen untergliedert liefern.

Die Weltbank räumte am 11. Februar 2003 ihrem größten Einzelschuldner, China, als erstem Land der Welt die Möglichkeit ein, über die bisher geltenden Verschuldungslimits von 13˙5 Mrd USD Kredite zu ziehen.

Beim Treffen der Finanzminister und Gouverneure der Notenbanken der G-7-Staaten in Paris am 21. und 22. Februar 2003 war die Gefahr eines drohenden Irakkriegs das beherrschende Thema. Im Abschlusskommuniqué betonten die G-7, dass sie auch weiterhin eng zusammenarbeiten werden und dass sie bei einer weiteren Konjunkturabschwächung angemessen reagieren wollen. Parallel dazu wollen die Partnerstaaten Reformen in der Wirtschafts-, Arbeitsmarkt- und Sozialpolitik vorantreiben. Angesichts der Unsicherheiten über die weitere politische und wirtschaftliche Entwicklung und möglicher Turbulenzen auf den Erdölmärkten wurde für das Jahr 2003 nicht mehr mit einer deutlichen Erholung der Weltwirtschaft gerechnet.

Finance for Growth

Finance for Growth, Finance and Growth, Finance or Growth…? Drei Erklärungsansätze zum Konnex zwischen den Finanzmärkten und der Realwirtschaft

Peter Mooslechner[1])

1 Das Jahrhundert der Finanzmärkte?

Noch bevor das 20. Jahrhundert zu Ende war, begannen die Historiker, Typisierungen dieses Zeitraums vorzunehmen – auch wenn die (zufällige) Abgrenzung von 100 Jahren nicht notwendigerweise einem überzeugenden, zusammenhängenden historischen Muster entsprechen muss. Eine der bekanntesten – und besten – stammt von Eric Hobsbawm (1995), der es als „das kurze Jahrhundert" bezeichnet hat: „vom Ausbruch des Ersten Weltkriegs bis zum Zusammenbruch der Sowjetunion".[2]) Diese Einschätzung, von Hobsbawm in ihren Ursachen und Konsequenzen eindrucksvoll argumentiert, verdeutlicht eine interessante Perspektive dieses Jahrhunderts, wenngleich sicherlich nicht die einzig mögliche und auch nicht die einzig wichtige oder richtige.

Ausgehend von diesem Hobsbawm'schen Ansatz erscheint es als Gedankenexperiment interessant zu fragen: Was hat dieses vergangene Jahrhundert eigentlich ökonomisch und wirtschaftspolitisch geprägt? Wie für den Historiker gibt es auch für den Ökonomen dabei nicht nur eine Antwort. Schließlich ergeben eine Reihe von Sonderfaktoren – zweimal Kriegswirtschaft, noch öfter Rüstungskonjunktur, Hyperinflation, Weltwirtschaftskrise, Nachkriegsaufschwung, zwei Ölpreisschocks, New Economy und mehr – ein zu heterogenes Bild, als dass sich die Entwicklungen ohne Weiteres auf einen einzigen Faktor reduzieren ließen.

Rückblickend drängt sich dem Betrachter gleichwohl der Eindruck auf, dass dieser Zeitraum (auch) stark im Zeichen der Entwicklung der Finanzmärkte stand. Diese Einschätzung bezieht sich nicht allein auf das rasche Wachstum und die ausgeprägte Differenzierung dieser Märkte in der zweiten Hälfte des Jahrhunderts, sondern gilt für die Entwicklungen zu Beginn des Jahrhunderts (Obstfeld und Taylor, 1997) und für den Weg in die Weltwirtschaftskrise, ihre Tiefe und Dauer (Kindleberger, 1973) gleichermaßen. Parallel dazu war die Geschichte des internationalen Währungssystems, vom Goldstandard über Bretton Woods bis zur Währungsunion, ebenfalls eine wichtige finanzpolitisch-monetäre Entwicklungslinie, die für das 20. Jahrhundert prägend war (Eichengreen, 1998).

Dazu einige Fakten, um das Wachstum und die Dynamik der Finanzmärkte in den letzten Jahrzehnten zu illustrieren (siehe Anhang):

- Die Tagesumsätze auf den internationalen Devisenmärkten liegen mittlerweile weit über 1.000 Mrd USD, was bezeichnend dafür ist, wie stark das (internationale) Finanzmarktgeschehen von der Realwirtschaft abgekoppelt ist.
- Der Boom bei den Derivativgeschäften (im April 2001 lagen die Tagesumsätze bei rund 1.400 Mrd USD) und der Trend weg von Devisenkontrakten hin zu Zinskontrakten sind Ausdruck der höheren Marktdifferenzierung und der gestiegenen Risikobelastung.
- Auch an der Internationalisierung des Bankensystems lässt sich die Finanzmarktentwicklung ablesen: Die Auslandsaktiva und Devisenbestände des

1 Der Autor ist den Teilnehmern eines OeNB-Workshops zu diesem Thema, vor allem Helene Schuberth, Martin Schürz und Engelbert Stockhammer, für viele hilfreiche Kommentare und Anregungen zu einer früheren Version dieser Studie zu Dank verpflichtet.

2 Das 19. Jahrhundert erscheint demgegenüber als „lang", abzugrenzen beispielsweise von 1780 bis 1914.

Bankensektors erreichten im Jahr 2000 einen Stand von 12.270 Mrd USD gegenüber lediglich 2.582 Mrd USD im Jahr 1983.

– Die internationalen Anleihe- und Aktientransaktionen in den Industriestaaten laut Zahlungsbilanzstatistik haben ähnlich stark zugenommen, auch in Relation zum nominellen BIP-Wachstum.
– Die Marktkapitalisierung (die von 4.520 Mrd USD im Jahr 1990 auf 18.846 Mrd USD im Jahr 2001 gestiegen ist) und die noch beeindruckendere Zunahme der Aktienumsätze (die von 2.950 Mrd USD im Jahr 1990 auf 30.643 Mrd USD hinaufgeschnellt sind) zeigen auch aus nationaler Sicht, welch große Rolle die Finanzmärkte inzwischen spielen.[1])
– Gleiches gilt für die langfristige Entwicklung des Geldvermögens der privaten Haushalte, das nicht nur absolut, sondern auch in Relation zum BIP in den letzten vier Jahrzehnten gewachsen ist – eine Entwicklung, die jedoch auch stark mit den besonderen Umfeldbedingungen nach dem zweiten Weltkrieg zusammenhängt und somit historisch gesehen wohl eine Ausnahme darstellt.

Obwohl es schwierig oder nahezu unmöglich ist, konsistente Zeitreihen über die Finanzmarktentwicklung für das gesamte 20. Jahrhundert zu erstellen, werden die Veränderungen im Ausmaß der internationalen Kapitalverflechtung aus historischer Sicht eingehend diskutiert. Obstfeld und Taylor (2002) zum Beispiel vertreten die Hypothese, dass die Entwicklung U-förmig verlaufen ist: Das Volumen der internationalen Kapitalströme erreichte zunächst gegen Ende des 19. Jahrhunderts bzw. zu Beginn des 20. Jahrhunderts schon ein hohes Ausmaß.[2]) Nach einem Einbruch bedingt durch die zwei Weltkriege, die Weltwirtschaftskrise und die Kapitalverkehrsbeschränkungen unter dem Bretton-Woods-System dürften die internationalen Kapitalströme jetzt wieder auf das Niveau vom Beginn des 20. Jahrhunderts zurückkehren.

Kindleberger (1984) hat die Entwicklung der Finanzmärkte in historischer Sicht und ihre Zusammenhänge mit der makroökonomischen Entwicklung in einem eindrucksvollen Buch zusammengefasst. Er meint zwar „It is not clear that there is need to justify a financial history of western Europe“, tatsächlich wurde jedoch vor ihm keine derartig umfassende Aufarbeitung unternommen, und auch nachher sind die entsprechenden Beiträge limitiert und partiell geblieben. Nicht zufällig ist jedoch Kindlebergers Geschichtsüberblick in dieser historischen Phase entstanden, und nicht zufällig stellt Kindleberger am Beginn des Buchs die Frage „Why finance?“ Und als zentrale Motivation führt er an „…one may ask whether monetary and financial events and institutions matter.“ Damit widmet er implizit das gesamte Buch der Fragestellung „Finance and Growth“, also einer Fragestellung, die zu diesem Zeitpunkt in dieser Form in der ökonomischen Literatur noch nicht präsent war.

1 *Marktkapitalisierung und Börsenumsätze der fünf größten Aktienmärkte: NYSE, Nasdaq, Deutsche Börse, London und Paris.*

2 *Obstfeld und Taylor (und andere) argumentieren diese Hypothese zwar sehr schlüssig, es gilt jedoch zu bedenken, dass sich die damals erreichte Finanzmarktentwicklung und -integration qualitativ von der heutigen Situation markant unterscheidet. So dürften sich zum Beispiel – verglichen mit der Situation in der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts – viel weniger Institute und noch weniger (sehr reiche) private Investoren auf dem Finanzmarkt, insbesondere bei internationalen Finanztransaktionen, engagiert haben; man denke nur an die viel niedrigere Relation Geldvermögen zu BIP.*

Demgegenüber fällt im Jahr 2003 die Entscheidung schon viel schwerer, aus welcher Perspektive das Thema „Finance for Growth" als Einleitung für den Studienschwerpunkt dieser Ausgabe von „Berichte und Studien" am besten aufgerollt werden sollte – vor allem angesichts der Fülle von umfassenden Studien und Literaturüberblicken zur Theorie und Empirie des Konnexes zwischen „Finance and Growth" (z. B. Pagano, 1993; Levine, 1997; Leahy et al., 2001; Thiel, 2001, Wachtel, 2001; Dolar und Meh, 2002; Giannetti et al., 2002). Aus dieser Fülle an Material werden hier drei Aspekte herausgegriffen, die im Hinblick auf praktische wirtschaftspolitische Schlussfolgerungen relevant sind und die aktuelle Fachdiskussion fokussieren: Zunächst beschäftigt sich Kapitel 2 mit der Frage „Does finance matter?", und zwar aus einer eher theoriegeschichtlichen Perspektive. Kapitel 3 konzentriert sich auf die Schlüsselfunktionen von Finanzmärkten und die Hauptcharakteristika von Finanzmarkttransaktionen. Im Mittelpunkt von Kapitel 4 steht die unverändert aktuelle Diskussion unterschiedlicher Finanzsysteme. Abschließend werden einige vorläufige Schlussfolgerungen zum heutigen Wissensstand und zu möglichen wirtschaftspolitisch-institutionellen Konsequenzen gezogen.

2 Does finance matter? – Theorie und Geschichte, Fakten und Politik

Analysiert man die Situation der Finanzmärkte nicht partiell, sondern in einem explizit gesamtwirtschaftlichen Zusammenhang, so wird rasch klar, dass die Rolle von Finanzmärkten und Finanzinstitutionen im Wirtschaftsgeschehen ambivalent ist:

1. Die Realität der ökonomischen Entwicklung der letzten Jahrzehnte war in hohem Maße von Schocks und Krisen der Finanzmärkte geprägt. Die europäische Währungsunion, ein neues Rollenbild des IWF und eine massive Aufwertung der Finanzmarktstabilität im ökonomischen Zielsystem sind sichtbare Folgen dieser Situation.
2. Als Konsequenz dieser Neugewichtung von ökonomischen Problemstellungen erlebt die Wirtschaftspolitik aller Länder Finanzmarktentwicklungen heute direkt wie indirekt als eine permanente wirtschaftspolitische Herausforderung. Die dabei immer wiederkehrenden Fragestellungen reichen vom richtigen regulatorischen Rahmen für Finanzmärkte und Finanzinstitutionen über geeignete Frühwarnsysteme für Währungs- und Finanzkrisen bis hin zu Auswirkungen von Instabilitäten auf den Vermögensmärkten auf die Geldpolitik.
3. Ebenso wie für die konkrete Wirtschaftspolitik – und vermutlich auch für eine breite Öffentlichkeit, zumindest in Zeiten substanzieller Kursverluste an den Aktienbörsen – erscheint es in der wirtschaftshistorischen Literatur in deren langfristig ausgerichteter Perspektive unumstritten, dass ein relevanter Zusammenhang zwischen Finanzmarktgeschehen und makroökonomischer Entwicklung besteht – nicht immer, aber jedenfalls in bestimmten historischen Phasen – und zwar sowohl in positiver wie auch in negativer Hinsicht.
4. Im Gegensatz zu diesen drei Einschätzungen und den aus ihnen abgeleiteten Konsequenzen für wirtschaftspolitischen Handlungsbedarf ist es aus theoretischer Perspektive alles andere als klar, ob und in welcher Form dieser

Zusammenhang zwischen Finanzmärkten und Realwirtschaft besteht und wie dieser Konnex ins theoretische Modell unseres makroökonomischen Verständnisses passt. Ein kurzer Rückblick in die Theoriegeschichte kann diese eigenartige Dichotomie illustrieren und die damit verbundene ökonomische Schizophrenie verdeutlichen.

Der Zusammenhang zwischen Finanzmärkten und Realwirtschaft – ein wirtschaftsgeschichtlicher Überblick in sechs (unzulässig verkürzenden) Punkten:

Adam Smith

Als Adam Smith die Ökonomie als Wissenschaft begründete, führte er – in der Breite seiner ökonomischen Analyse – auch drei Konzepte ein, die unser ökonomisches Verständnis seither wesentlich prägen: erstens den methodologischen Individualismus, zweitens das Eigeninteresse als bestimmendes Handlungsmotiv sowie drittens den Marktpreismechanismus („the invisible hand") als den entscheidenden Koordinierungsmechanismus. Abgesehen von einer auf Edelmetalle konzentrierten monetären Analyse und einer kurzen, partiellen Behandlung der Kreditgewährung von Banken stellen Finanzmärkte für ihn kein Thema dar. Effizienz und gesamtwirtschaftliches Gleichgewicht sind realwirtschaftlich determiniert. Die drei Grundkonzepte, die er einführte, beziehen sich im Wesentlichen auf das Verhalten der Marktteilnehmer und die Marktstruktur der Gütermärkte; finanziellen Transaktionen kommt dabei kein systematischer Einfluss auf die ökonomische Situation zu.

Ansatzweise Berücksichtigung der Finanzmärkte

Der überwiegende Teil des Mainstreams der ökonomischen Theorie, von der Klassik über den Keynesianismus und die Neoklassik bis zur Theorie realer Konjunkturzyklen, beinhaltet höchstens rudimentäre Ansätze, Finanzmärkte explizit in die Analyse zu integrieren. Banken, als die zentralen Finanzinstitutionen entwickelter Marktwirtschaften, bilden nur in den seltensten Fällen ein eigenständiges Element in makroökonomischen Modellen.

Ein gutes Beispiel in dieser Hinsicht ist das IS-LM-Modell, das über Jahrzehnte den Konsens der Lehrbücher im makroökonomischen Basisverständnis dargestellt hat. Obwohl vieler wesentlicher keynesianischer Vorstellungen entkleidet, unterscheidet sich das Modell durch eine monetäre Bestimmung des Zinssatzes von der klassischen Orthodoxie. Auch wenn damit implizit ein rudimentärer Wertpapiermarkt im Modell vorkommt, fehlt doch jeder eigenständige Effekt nichtmonetärer Finanzmärkte – z. B. über die Finanzierung von Investitionen – auf das reale Ergebnis.

Stark vereinfacht akkommodieren im Großteil dieser Modelle die impliziten Finanzmärkte einfach die realwirtschaftlichen Entscheidungen, und das selbst in den Fällen, in denen das Modell einen monetär-realwirtschaftlichen Zusammenhang überhaupt zulässt. Daran ist wichtig zu erkennen, dass die Modellierung eines geldpolitischen Zusammenhangs mit der Realwirtschaft noch keine eigenständige Rolle von Finanzmärkten bedeutet.

Finanzmarktökonomie und die Hypothese effizienter Märkte

Parallel zum makroökonomischen Mainstream der Entkoppelung von Finanzmärkten und Realwirtschaft wurde in partieller Sicht den Finanzmärkten eine wesentliche Rolle bei der Steuerung von realwirtschaftlichen Entscheidungen zugeordnet – beispielsweise in der Investitionsentscheidung. In dieser Sicht stellen Finanzmärkte und Finanzinstitutionen ein effizientes Steuerungsinstrument für ökonomische Entscheidungen dar. Dahinter steht im Wesentlichen die Vorstellung, dass Finanzmarktentscheidungen verglichen mit den Rigiditäten der Gütermärkte effizienter und die Marktstrukturen von Finanzmärkten weniger stark verzerrt sind. Insofern üben die Finanzmärkte in dieser partiellen Sicht eine wesentliche Kontroll- und Steuerungsfunktion für Gütermärkte aus und tragen auf diesem Weg zu einer verbesserten gesamtwirtschaftlichen Effizienz bei.

Gleichzeitig war das zentrale Verständnis der Finanzmarktökonomie, zum Teil auf Fama zurückgehend (1970)[1]), über Jahrzehnte von der Hypothese effizienter Märkte („efficient market hypothesis", EMH) dominiert. Die EMH definierte Finanzmarkteffizienz theoretisch als die vollständige Nutzung aller verfügbaren Information in der Preisbildung. Empirisch schloss sich daran die Behauptung an, dass die existierenden Finanzmärkte – von seltenen Ausnahmen abgesehen – tatsächlich in diesem Sinne effizient sind und die EMH bestätigen. Die hinter diesem Modell stehenden Annahmen definieren im Kern die von diesem Modell behauptete Effizienz anhand von drei wesentlichen Kriterien: 1. die Finanzmarktakteure verhalten sich grundsätzlich rational; 2. soweit es Einschränkungen dieser Rationalität gibt, ist ihr Verhalten zufällig; 3. wenn tatsächlich irrationale Akteure existieren, wird ihr Einfluss auf das Marktergebnis durch die Existenz einer ausreichenden Zahl von rationalen Arbitrageuren kompensiert.

Die EMH und ihre weit gehenden Annahmen stellt die Basis für das Modigliani-Miller-Theorem (MMT) dar, für lange Zeit das zentrale Theorem der Finanzmarktökonomie zum Zusammenhang von Finanzmärkten und Realwirtschaft. Ähnlich wie für den Mainstream der Makroökonomie typisch, trennt die MMT realwirtschaftliche Entscheidungen von Finanzkonstellationen unter einer Reihe – äußerst rigider – Annahmen betreffend Finanzmarktteilnehmer und deren Verhalten. Auf diese Weise ließ auch die Finanzmarktökonomie für lange Zeit keinen Einfluss von Finanzmarktentwicklungen auf realwirtschaftliche Entscheidungen zu, z. B. zwischen Aktienkursentwicklung, Investitions- und Konsumentscheidungen.

Wicksell und Schumpeter

Selbstverständlich gab es neben dem Mainstream der Trennung von Finanzmärkten und Realwirtschaft oder der Negierung von Finanzmärkten stets auch eine Reihe abweichender ökonomischer Ansätze, die diesem Zusammenhang sehr wohl eine wichtige Rolle zuordneten. Irgendwie haben sie es – trotz größerer Realitätsnähe – jedoch nie richtig geschafft, tatsächlich zum allgemein akzeptierten Kern ökonomischen Wissens gezählt und umfassend in die Lehr-

1 Ein Überblick und eine Neubestimmung Anfang der Neunzigerjahre finden sich bei Fama (1991).

bücher aufgenommen zu werden. Hier seien nur Wicksell und Schumpeter als zwei typische Beispiele genannt.

Wicksell (1913, 1922, 1934), der sich stets im Gegensatz zur herrschenden Meinung sah, baute seine Vorstellungen auf einer Theorie zweier Zinssätze auf. Davon war der natürliche Zinssatz als erwartete Rendite neuen Kapitals realwirtschaftlich bestimmt, während der Kreditzinssatz auf dem Bankenmarkt gebildet wird. Abweichungen zwischen diesen beiden Zinssätzen lösen dann über die Investitionsentscheidungen kumulativ eine Einkommens- und Preissteigerung bzw. eine rückläufige Entwicklung aus. Über die aktive Rolle des Kreditzinssatzes kommt damit den Finanzmärkten eine zentrale Funktion in seinem Modell zu. In ähnlicher Weise spielt das Bankensystem bei Schumpeter (1934) eine entscheidende Rolle, weil dieses durch seine (inflationäre) Finanzierung des innovativen Unternehmers den konjunkturellen Aufschwung erst möglich macht und dadurch ein höheres Gleichgewichtsniveau erreicht wird.[1])

Minsky

Minskys Theorie der Investitionen kann als Beispiel einer modernen Interpretation des Keynesianismus unter Einschluss der Finanzmärkte dienen. Seine Theorie baut durch die explizite Berücksichtigung von Budgetzwängen und Finanzierungsbedingungen zentral auf den finanziellen Rahmenbedingungen des Wirtschaftsgeschehens auf. Die Unterscheidung zwischen unterschiedlich fragilen Finanzierungskonstellationen bei gleichzeitiger Berücksichtigung des Cash-Flow-Stromes und der für die Bedienung der mit dem Aufbau des Kapitalstocks eingegangenen Kreditverpflichtungen rückt Minsky (1975) Finanzierungsfragen der Investitionen und die Situation auf den Finanzmärkten in den Mittelpunkt der makroökonomischen Betrachtung. Minsky knüpft dabei nicht nur an Keynes (insbesondere auch an den Keynes der „Treatise") an, sondern wesentlich auch an Irving Fishers Debt-Deflation-Theorie (1933), die unter dem Eindruck der Weltwirtschaftskrise ganz ähnliche Mechanismen formuliert hat.

Neokeynesianische Wirtschaftstheorie

Nach Greenwald und Stiglitz (1986) hat sich seit den Achtzigerjahren eine neue Richtung neokeynesianischer Wirtschaftstheorie herausgebildet. Demnach muss der keynesianische Theoriekern nicht nur auf Rigiditäten und unvollkommenen Wettbewerb abstellen, sondern auch die makroökonomischen Konsequenzen eines Kapitalmarktversagens auf Grund asymmetrischer Information berücksichtigen. Es wird argumentiert, dass – selbst unter der Annahme kompetitiver Märkte – der Konjunkturverlauf und die Nichtneutralität von Geld verändert werden, wenn die Kapitalmärkte versagen. Finanzfaktoren gelten als relevant für autonome Schwankungen auf Grund exogener Schocks.

Aus dieser knappen theoriegeschichtlichen Übersicht wird in erster Linie deutlich, dass die Frage nach der makroökonomischen Rolle der Finanzmärkte ganz entscheidend vom zu Grunde liegenden Modell abhängt. Kennzeichnend erscheint dabei, dass ein Großteil der den Mainstream des makroökonomischen

1 *An diese Schumpeter-Connection wird explizit in der modernen Literatur zum Thema angeknüpft (King und Levine, 1993b).*

Denkens bestimmenden Modellvorstellungen einen Einfluss der Finanzmärkte auf die Realwirtschaft überhaupt nicht zulässt. Gleichzeitig isoliert sich auch ein wesentlicher Teil der Finanzmarktökonomie von realwirtschaftlichen Fragestellungen. Nicht zuletzt erscheint dabei eigenartig, dass die vielfach angenommene Steuerungsfunktion der Finanzmärkte für realwirtschaftliche Entscheidungen eigentlich in beiden Perspektiven keinen Platz findet. Wenn spezielle Finanzmarktunvollkommenheiten (Mikrofundierung) in makroökonomische Modelle – wie die oben beschriebenen neokeynesianischen Modelle – eingebaut werden, bleibt unklar, ob die tieferen Implikationen der einzelnen Finanzmarktunvollkommenheiten von diesen Modellen adäquat berücksichtigt werden – man denke nur an die Konsequenzen einer Abweichung vom rationalen Erwartungsgleichgewicht bzw. an die Folgen begrenzter Rationalität. So bleiben zum Beispiel durch Liquiditätspräferenz ausgelöste Marktunvollkommenheiten in den neokeynesianischen Modellen außer Acht. Außerdem spielt eine Rolle, auf welche Weise der Kapitalmarkt versagt, denn davon hängen auch die dadurch ausgelösten makroökonomische Effekte ab: Während sich die Liquiditätspräferenz im Fall eines Kapitalüberschusses in einer Rigidität des Zinssatzes nach unten äußert, schlägt sich eine – in neokeynesianischen Modellen wichtige – Kapitalrationierung bei übermäßiger Kapitalnachfrage in einer Rigidität des Zinssatzes nach oben nieder (Delli Gatti und Tamborini, 2000).

Diese vereinfachte theoriegeschichtliche Einschätzung macht klar, warum sich die ökonomische Analyse in der makroökonomischen Einbindung aktueller Finanzmarktereignisse so schwer tut. Nicht nur, dass die Finanzmarktentwicklungen selbst mit traditionellen Ansätzen kaum systematisch erklärt werden können, auch ihre Auswirkungen auf Wachstum und Beschäftigung sind vielfach nur partiell zu erfassen. Eine wichtige Veränderung in dieser Hinsicht zeichnet sich im Siegeszug der verhaltensorientierten Finanzierungstheorie („behavioral finance") ab, die nicht grundsätzlich die Ausgangsbasis der Finanzmarktökonomie in Frage stellt, sondern das Bild lediglich um zusätzliche Verhaltensweisen von Marktteilnehmern erweitert, wie sie in der Realität vorkommen.[1]) Wie sich zeigt, folgen aus der Interaktion von rationalen und weniger rationalen Marktteilnehmern eine Reihe interessanter Ergebnisse. Insbesondere wird die Effizienz der Finanzmärkte fundamental in Frage gestellt, sie erscheint dann lediglich als Spezialfall mit unter realistischen Marktbedingungen geringer Wahrscheinlichkeit (Shleifer, 2000).

3 Charakteristik von Finanztransaktionen und Funktionsvielfalt der Finanzmärkte

Immer wieder führt die Beschäftigung mit Fragen der Finanzmärkte – und insbesondere der realwirtschaftlichen Konsequenzen von Finanzmarktentwicklungen – zurück zu zwei grundlegenden Fragestellungen, die entscheidend für das Verständnis dieser Zusammenhänge sind:

1 *Ein aktueller Überblick zu diesem Punkt findet sich bei Shiller (2002) und eine interessante Analyse des Buchs von Shleifer (2000) bei Zwiebel (2002). Die verhaltensorientierte Ökonomie stellt neben der Finanzökonomie auch viele der traditionellen wirtschaftstheoretischen Annahmen in Frage (Fehr und Falk, 2002; Rabin, 2002; Tirole, 2002).*

1. Sind finanzielle Transaktionen „anders", so dass sie einer speziellen ökonomischen Sicht bedürfen, oder eignet sich das traditionelle (Güter-) Marktmodell genauso für die Analyse von Finanzmärkten?
2. Welche Funktionen üben Finanzmärkte in einem makroökonomischen Zusammenhang eigentlich aus und inwieweit sind diese Funktionen wichtig für die Wachstumsperformance einer Volkswirtschaft?

Sicherlich sind das sehr grundsätzliche Fragen, ihre Beantwortung erscheint aber wesentlich dafür, inwieweit und in welcher Form Finanzmärkte in einen realwirtschaftlichen Zusammenhang zu stellen sind. Tatsächlich ist eine weiter gehende Beschäftigung mit Fragen wie dem Zusammenhang von Finanzmärkten und Wachstum wenig zielführend, so lange nicht die wesentlichen Charakteristika von Finanztransaktionen explizit in die Analyse eingehen. Insbesondere die implizite Gleichsetzung von Güter(tausch)märkten und Finanzmärkten im Rahmen der üblichen neoklassischen Mikroökonomie verdeckt die spezifischen Eigenschaften von Finanztransaktionen und damit deren potenziellen Konsequenzen für die Realwirtschaft.

Transaktionen auf Gütermärkten können in der überwiegenden Zahl der Fälle als „Spottransaktionen" verstanden werden. Verkäufer und Käufer treffen sich „auf dem Markt" nur für den Bruchteil eines Augenblicks und erzielen Einverständnis über die Art des Produkts und seinen Preis, ohne vor oder nach der Transaktion in irgendeiner Beziehung stehen zu müssen.[1])

Finanztransaktionen unterscheiden sich davon grundlegend. Mit dem Erwerb von Finanzaktiva bzw. mit dem Eingehen einer finanziellen Verpflichtung (mittels Verschuldung) gehen Käufer und Verkäufer immer eine Beziehung mit einer expliziten Zeitdimension ein – sämtliche Finanzaktiva und Passiva existieren nicht nur im Augenblick, sondern haben eine Vergangenheit und eine Zukunft. Beispielsweise stellt der Erwerb eines festverzinslichen Wertpapiers bei dessen Emission erstens eine direkte Beziehung zur Verschuldung des Emittenten dar und bindet zweitens Käufer und Emittent als Gläubiger und Schuldner so lange unmittelbar aneinander, bis sie sich entscheiden, ihre entsprechenden Bilanzpositionen zu verändern. Der Käufer des Wertpapiers erwartet dabei vom Verkäufer den zugesagten Strom an Zinszahlungen und Tilgungen, gleichzeitig wird er sehr interessiert an der Wirtschaftslage des Emittenten sein. Wenn der Emittent in Schwierigkeiten gerät, ist der Käufer unter Umständen mit einem substanziellen Vermögensverlust konfrontiert, obwohl der ursprüngliche Kaufakt eventuell Jahre oder Jahrzehnte zurückliegt. Diese Situation unterscheidet sich grundlegend beispielsweise vom Kauf eines Buches, wo etwaige Probleme des Verkäufers oder Produzenten den Käufer bereits fünf Minuten nach dem Kauf nicht mehr tangieren.

Insgesamt unterscheidet sich damit die Charakteristik finanzieller Transaktionen grundsätzlich von jener der Gütermärkte.[2]) Das wichtigste Element dieser Unterschiede ist vermutlich die immanente Zukunftsorientierung von Finanztransaktionen. Informationen über die Vergangenheit und Gegenwart der Märkte und Produkte sind im Finanzmarktbereich weit weniger bedeutend

1 *Die Gewährleistung bei dauerhaften Konsumgütern stellt offensichtlich eine Ausnahme von diesem simplen Modell dar.*

2 *Allerdings bestehen einige Ähnlichkeiten mit der realen Investitionsentscheidung.*

als auf den Gütermärkten. Vielmehr steht die Erwartungsperspektive im Vordergrund, die sich aus der vorher angesprochenen Gläubiger-Schuldner-Beziehung ergibt. Die Preisbildung auf den Finanzmärkten ist daher in erster Linie eine Erwartungspreisbildung mit zwei wesentlichen Konsequenzen: Erstens stellen – wenn man nicht von sehr rigiden (und realitätsfernen) Annahmen über die Erwartungsbildung ausgeht – fundamentale Gleichgewichte vermutlich eher die Ausnahme als die Regel dar. Zweitens ist davon auszugehen, dass sich die Erwartungshaltungen der Marktteilnehmer relativ rasch verändern können und damit eine stärkere Instabilität der Entwicklungen auf Finanzmärkten verbunden ist. Diese Eindrücke werden aktuell nicht nur von den tatsächlichen Entwicklungen auf den Finanzmärkten bestätigt, auch für die moderne Theorie der Finanzmärkte stellt diese Ausgangslage einen zentralen Punkt dar.

Natürlich ist diese stilisierte Darstellung der Unterschiede zwischen den (dominanten) Charakteristika von Transaktionen auf den Finanzmärkten und auf den Gütermärkten nur als erster Ansatz zu sehen. So weisen Garantien auf Gebrauchsgüter und generell Realinvestitionen – vor allem in neue Produkte und neue Technologien – beachtliche Ähnlichkeiten mit den Merkmalen von Finanztransaktionen auf. Umgekehrt gibt es Finanztransaktionen – zum Beispiel im Zahlungsverkehr oder kurzfristige Transaktionen auf den Aktien- und Devisenmärkten – die durchaus mit Kassageschäften viel gemeinsam haben. Deshalb bedarf es einer viel eingehenderen Analyse der Transaktionscharakteristika, wobei vor allem zwischen der kurz- und langfristigen Orientierung der Transaktionen und dem sofortigen Konsum bzw. dem Anlagecharakter sowohl auf den Güter- als auch auf den Finanzmärkten zu unterscheiden wäre.

Hinzu kommt, dass die Motive der Akteure auf den Finanzmärkten äußerst unterschiedlich sein und im Lauf der Zeit erheblich variieren können: So kann hinter einer zusätzlichen Schuldaufnahme die Verwirklichung eines hochrentablen Investitionsprojekts genauso stehen wie die Abdeckung eines auf Grund einer Fehlinvestition erlittenen Verlusts. Nur durch zusätzliche Informationen lassen sich damit für die Transaktion wesentliche Aspekte in die Transaktionsentscheidung einbeziehen. Die Existenz asymmetrischer Information verschärft die Problematik weiter. Ein wesentlicher Teil dieser Schwierigkeiten drückt sich beispielsweise in der simplen Tatsache aus, dass einem Kreditnehmer nicht notwendigerweise mehr Kredit eingeräumt wird, wenn er einen höheren Zinssatz zahlt – von einer theoretisch unbegrenzten Kreditverfügbarkeit kann in keinem Fall ausgegangen werden. Auch auf der Anlegerseite führt die Vielzahl potenzieller Motive – vom Vorsorgemotiv über die Liquiditätspräferenz bis zu Motiven der Rentabilität, Spekulation, Altersvorsorge und Vererbung – zu einer großen Variabilität der Transaktionsentscheidung. Außerdem können und werden zu unterschiedlichen Zeitpunkten ganz unterschiedliche Anlageüberlegungen maßgeblich für die Anlageentscheidung sein.

In Summe findet die Gesamtproblematik des Marktmechanismus auf Finanzmärkten schlussendlich ihren Niederschlag in den unterschiedlichen Perspektiven, die den konkreten Funktionen des Finanzsystems zugeordnet werden – und wie sie sich etwa in der Diskussion zwischen bankenorientierten und kapitalmarketorientierten Finanzsystemen wiederfinden. Die dafür bei Leahy et al. (2001) gewählte Typisierung deckt im Wesentlichen die Bandbreite der entsprechenden Einschätzungen ab:

1. Mobilisierung von Ersparnissen
2. Risikodiversifikation
3. Allokation von Ersparnissen zu neuen (Investitions-)Projekten
4. Kontrolle der Allokationsentscheidung des Managements

Tobin (1984) verbindet diese – weit gehend außer Streit stehende – Struktur der Funktionen von Finanzmärkten explizit mit der makroökonomischen Perspektive und versucht eine Typisierung dieser Konzepte hinsichtlich ihrer gesamtwirtschaftlichen Effizienz.

Die traditionelle gleichgewichtsorientierte ökonomische Theorie akzeptiert Finanzmärkte weit gehend als Modellfall für ideale Märkte und effiziente Preisbildung. In der Realität werden Finanzmärkte hingegen zunehmend als Quelle überdurchschnittlicher Volatilität und Instabilität gesehen (Shiller, 2000). Tobin identifiziert in dieser Hinsicht drei grundlegende Konzepte: Erstens die *Informationsarbitrage-Effizienz;* dabei wird davon ausgegangen, dass alle verfügbare Information von den Finanzmarktakteuren verwendet wird und zu einer effizienten Preisbildung führt. Zweitens die *Fundamentalbewertungs-Effizienz,* wonach die Effizienz des Marktes dadurch garantiert ist, dass der Preis eines jeden Vermögenswerts immer genau dem abgezinsten Wert seiner zukünftigen Erträge entspricht. Schließlich ist drittens unter *Versicherungseffizienz* in einer Arrow-Debreu-Ökonomie zu verstehen, dass jeder Akteur jederzeit in der Lage ist, sich gegen alle denkbaren zukünftigen Zustände der Welt abzusichern.

Tobin weist nun darauf hin, dass alle diese Konzepte zwar sehr sinnvoll zur Beschreibung spezifischer Funktionen und Effizienzgesichtspunkte von Finanzsystemen sind, aber für ein Verständnis von „makroökonomischer Effizienz" nicht ausreichend sein können. Das insbesondere deshalb, weil sie die eigentliche Kernfunktion von Finanzmärkten, den Mitteltransfer von den Sparern zu den Investoren (die „Finanzierungsfunktion") außer Acht lassen. Er schlägt deshalb vor, diese Konzepte um – viertens – die so genannte *funktionale Effizienz* zu erweitern, die den effizienten Mitteltransfer zur Investitionsfinanzierung zum Gegenstand hat. Aus dieser Perspektive sind Finanzmärkte und Realwirtschaft direkt verbunden – was immer den Mitteltransfer von Anlegern zu Schuldnern determiniert, wird wichtig für die makroökonomische Performance der Volkswirtschaft als Ganzes. Störungen und Ineffizienzen des Mitteltransfers können zu einem niedrigeren Investitionsniveau als sonst möglich und damit zu einem niedrigeren Wachstumspfad führen.

Kompliziert wird die Situation jetzt dadurch, dass alle diese Effizienzkonzepte nicht als alternativ – im Sinne von sich gegenseitig ausschließend – zu verstehen sind, sondern als parallel und überlappend. So schließt etwa eine Betonung der funktionalen Effizienz keineswegs die Informationsarbitrage-Effizienz aus, weil diese genauso einen Beitrag zur funktionalen Effizienz der Märkte leisten kann. Allerdings ist es sehr unwahrscheinlich, dass einerseits nicht auch Gegensätze zwischen den einzelnen Effizienzkonzepten bestehen bzw. andererseits Finanzmarkteffizienz nach allen vier Dimensionen gleichzeitig verwirklicht werden kann. Wiederum hängt es offensichtlich sehr stark von dem gewählten konzeptionellen Zugang ab, in welcher Weise man sich den Funktionen der Finanzmärkte und den dafür als wünschenswert angesehenen Rahmenbedingungen annähert. Dabei geht jedes der Konzepte von ganz unterschiedlichen realwirtschaftlichen Konsequenzen des Finanzsystems aus.

4 Finanzmarktsysteme in Europa und in den Vereinigten Staaten

Eine der wirtschaftspolitisch – und auch gesellschaftspolitisch – wichtigsten Diskussionen gegen Ende des 20. Jahrhunderts und darüber hinaus ist die nach der Systemfrage von Finanzsystemen in der Auseinandersetzung zwischen einem „amerikanischen" und einem „europäischen" Modell.[1]) Diese Diskussion schließt unmittelbar an eine Phase expliziter Deregulierung und Liberalisierung der Finanzmärkte an (Edey und Hviding, 1995; Stiglitz, 2000) und findet ihren europäischen Niederschlag in einer Reihe von wichtigen Fragestellungen – vom strukturellen Anpassungsbedarf des europäischen Bankwesens über die Stärkung der europäischen Kapitalmärkte bis zur intensiven Diskussion um Basel II und seine Konsequenzen.

Mit dem Ende der New Economy und der Krise der Aktienmärkte hat zwar die einseitige Tendenz zur Forcierung des US-Modells einer primären Kapitalmarktorientierung eine gewisse Dämpfung erfahren, trotzdem bleiben die dieser Diskussion zu Grunde liegenden Fragen entscheidend für eine strukturell effiziente Ausgestaltung des Finanzsystems – auf beiden Seiten des Atlantik.

Die ökonomische Diskussion unterschiedlicher Corporate-Governance-Strukturen in den OECD-Ländern geht von zwei kontrastierenden Grundmodellen aus: dem Outsider- und dem Insider-Modell der Unternehmenskontrolle. Im Outsider-Modell ist die Intensität der direkten Kontrolle des Unternehmensmanagements durch Eigentümervertreter – den Aufsichtsrat – gering. Die Eigentümerkontrolle erfolgt primär über den Kapitalmarkt: Ist die Performance des Unternehmensmanagements unbefriedigend, sinkt der Unternehmenswert, die Investoren verkaufen die Aktien und das Risiko einer Übernahme des Unternehmens durch einen Konkurrenten steigt. Demgegenüber erfolgt im Insider-Modell die Kontrolle des Managements durch die Eigentümer direkt über die Vertretung der wichtigsten Eigentümergruppen im Aufsichtsrat.

Bereits diese stilisierte Unterscheidung zwischen den Grundtypen von Corporate-Governance-Mechanismen macht deutlich, dass Struktur und Entwicklungsstand der Finanzmärkte einer Volkswirtschaft wesentliche Rahmenbedingungen für die Funktionsfähigkeit der unterschiedlichen Modelle darstellen.

Eine spezifische Rolle kommt dabei den Banken zu, was in der Unterscheidung zwischen kapitalmarktorientierten und bankenbasierten Finanzierungsstrukturen ihren sichtbarsten Niederschlag gefunden hat. Während im angloamerikanischen Raum die stärkere Mittelaufbringung der Unternehmen über den Kapitalmarkt dessen Mechanismen auch in der Corporate Governance dominieren lässt, haben in Mitteleuropa auf Grund der größeren Bedeutung der Kreditfinanzierung die Banken eine Schlüsselposition. Allerdings halten sich in der Literatur die Pro- und Kontra-Positionen in der Einschätzung der Effizienz beider Modelle weit gehend die Waage. In den modernen theoretischen Ansätzen zur Unternehmensfinanzierung wird der Zusammenhang zwischen

1 *In einem viel breiteren Kontext geht die Diskussion über die Unterschiede zwischen diesen Finanzmarktstrukturen und ihrer Bedeutung auf die richtungsweisenden Analysen von Goldsmith (1969), Gurley und Shaw (1955) sowie McKinnon (1973) zurück.*

Investitionsentscheidung, Finanzierung und Unternehmenskontrolle in den Mittelpunkt gerückt. Hellwig (1991) hat herausgearbeitet, dass die bisherige Vernachlässigung dieses Entscheidungskomplexes wesentlich auf die dominierende Rolle des Walrasianischen Paradigmas vollkommener Märkte im Bereich der Finanzmarktanalyse zurückgeht. Dieses Paradigma implizierte einen bestimmten institutionellen Rahmen, der die Analyse unterschiedlicher Finanzinstitutionen und Finanzierungsstrukturen nicht zuließ. Die Vernachlässigung von Finanzierungsgesichtspunkten ist im Wesentlichen Ausfluss des populären Modigliani-Miller-Theorems, das die Irrelevanz der Finanzierungsentscheidung belegt.

Sowohl auf theoretischer (z. B. Stiglitz, 1985) wie vor allem auf empirischer Ebene (Mayer, 1988) wurde die Dominanz dieser Position erst Ende der Achtzigerjahre ernsthaft in Frage gestellt. Ausgangspunkt dafür war die Zusammenführung der drei Elemente Finanzierung, Information und Unternehmenskontrolle in einer gemeinsamen Sicht der Funktionen jedes makroökonomischen Finanzierungssystems.

Im angloamerikanischen kapitalmarktorientierten System werden die Überschüsse der privaten Haushalte in hohem Ausmaß über die Wertpapiermärkte zu den Investoren transferiert. Institutionell führt das zu einer vergleichsweise fragmentierten Finanzierungsstruktur, die sich in einer ausgeprägten Spezialisierung im Bankenbereich und einer großen Bedeutung von Nichtbanken-Finanzintermediären ausdrückt. Demgegenüber erfolgt im bankenbasierten Modell der Mitteltransfer primär über Universalbanken, die sowohl im Kredit- als auch im Wertpapiergeschäft tätig sind und enge Beziehungen zu den Investoren aufrechterhalten. Diese Banken stellen langfristige Finanzierungsmittel zur Verfügung und bieten ihren Kunden ein breites Spektrum von Finanzdienstleistungen an.

Auf der Ebene des Informationsflusses sind im kapitalmarktbasierten System Unternehmensinformationen auf Grund strengerer Offenlegungspflichten leichter zugänglich. Viele Firmen treten auf dem Kapitalmarkt auf und werden an den Börsen gehandelt. Strikte Verhaltensregeln sorgen dafür, dass alle Marktteilnehmer grundsätzlich gleichen Zugang zu relevanten Informationen haben. Dies begünstigt die Liquidität und verbessert die Allokations- und Informationseffizienz dieser Märkte. Im Unterschied dazu sind Unternehmensinformationen im bankenbasierten System nur zu einem kleineren Teil öffentlich. Der Großteil der Unternehmen tritt nicht auf institutionalisierten Märkten auf, Unternehmensinformationen werden in erster Linie über langfristige (Finanzierungs-) Beziehungen erworben. Dabei nehmen die Kredit gebenden Banken eine Schlüsselposition ein. Überdies üben sie vielfach selbst Eigentümerfunktion an großen Unternehmen aus.

Die Eigentümerstruktur an Unternehmen ist im kapitalmarktorientierten System wenig konzentriert. In den meisten Unternehmen ist der Einfluss des einzelnen Eigentümers gering und auch große Eigentümer üben selten direkten Einfluss auf das Unternehmensmanagement aus. Primäre Zielsetzung der Anleger ist die Maximierung der Rendite ihres Portefeuilles, die sie durch Verkauf und Kauf von Papieren aktiv zu verwirklichen suchen. Dadurch realisieren sie indirekt die Kontrollfunktion gegenüber dem Management durch Eigentümerwechsel. Im bankenbasierten System ist das Unternehmenseigentum hingegen

stark konzentriert. Börse und Aktienkurse spielen eine geringere Rolle, feindliche Unternehmensübernahmen sind selten. Die Managementkontrolle erfolgt direkt über den Aufsichtsrat, in dem alle großen Eigentümer vertreten sind. Dazu gehören auch die Banken, die einen erheblichen Anteil der Stimmrechte von großen Unternehmen halten. Vor allem von den großen Eigentümern sind die Unternehmensbeteiligungen „auf Dauer" angelegt.

Die Vorzüge des bankenbasierten Finanzsystems werden in langfristigen Finanzierungsbeziehungen, der Rolle der Fremdfinanzierung als Governance-Instrument sowie den Vorteilen des „delegated monitorings" durch Banken gesehen. In einer Welt unvollständiger Kontrakte reduzieren Mechanismen langfristiger Bindung Moral-Hazard-Probleme zwischen Financiers, Managern und Beschäftigten. Langfristig angelegte implizite Kontrakte zwischen den Beteiligten ermöglichen die Umsetzung langfristiger Unternehmensstrategien wie Forschung und Entwicklung, große Investitionsprojekte oder Mitarbeiterqualifikation.

Weit gehend unbestritten erscheinen in der Literatur positive Effekte einer Ausweitung der Kontrollrechte auf die Fremdfinanzierung. Es ist zu erwarten, dass Eigentümer und Financiers durchaus unterschiedliche Gesichtspunkte in die Unternehmenskontrolle einbringen (Aghion und Bolton, 1992) und die Beschränkung auf Eigentümerkontrolle gesamtwirtschaftlich nicht automatisch zu optimalen Ergebnissen führt. Eigentümer und Financiers werden systematisch an anderen Informationen über das Unternehmen interessiert sein, wobei erst die Gesamtheit beider Informationssets das für die Unternehmenssteuerung erforderliche Gesamtbild ergibt.

Ausgehend von Diamond (1984) hat sich die Rolle von Banken als „delegated monitors" des Unternehmenssektors zum wichtigsten Gesichtspunkt der Corporate-Governance-Literatur entwickelt. Die Produktion zusätzlicher Information ist der entscheidende Ansatzpunkt zur Überwindung der gegebenen Informationsasymmetrien zwischen Financiers und Unternehmensmanagement. Auf Grund von Skalenerträgen sowie ihrer institutionalisierten Dauerhaftigkeit erscheinen Finanzintermediäre den Direktbeziehungen der Wertpapiermärkte in dieser Hinsicht überlegen. Gleichzeitig erweitert sich Monitoring und Kontrolle auf den viel größeren Unternehmenskreis, der intermediatisierte Finanzierungsmittel in Anspruch nimmt. Die wesentliche Einschränkung der Monitoring- und Kontrollfunktion von Finanzintermediären besteht demgegenüber darin, dass die Informationen – und auch die daraus abgeleiteten Konsequenzen – für die originären Investoren, die Anleger, nicht direkt transparent werden. Monitoring und Kontrolle werden als „delegated monitoring" im fiktiven Auftrag und Interesse der Gesamtheit aller Anleger wahrgenommen.

Der entscheidende Anstoß zum Bedeutungsgewinn dieser Aspekte in der ökonomischen Literatur ging jedoch von der empirischen Ebene aus. Als einer der ersten hat Cable (1985) herausgearbeitet, dass Länder mit einer starken Position des Bankwesens in den Finanzierungsbeziehungen und einer engen Verflechtung zwischen Banken und Industrie eine bessere Wachstumsperformance aufweisen. Weiter verstärkt wurden die damit verbundenen Konsequenzen durch das empirische Faktum, dass selbst in Ländern mit höchst entwickelten Wertpapiermärkten diese nur in vernachlässigbarem Umfang zur Finanzierung von Unternehmensinvestitionen beitragen (Mayer, 1988; Franks und Mayer,

1994). Schließlich wurde der Zusammenhang zwischen der Struktur des Finanzierungssystems und der gesamtwirtschaftlichen Performance einer Volkswirtschaft in eine langfristige Wachstums- und Entwicklungsperspektive weiterentwickelt (King und Levine, 1993a, 1993b, 1993c).

Die wesentliche Kritik aus den Erfahrungen mit bankenbasierten Finanzierungsstrukturen (Edwards und Fischer, 1994) setzt vor allem am Bankenverhalten an. Mangelnde Transparenz, Insider-Probleme, Eigeninteressen und Interessenskonflikte der die Gesamtheit der Anleger repräsentierenden Finanzintermediäre sowie mangelnde Effizienz im Monitoring und in der Unternehmensführung legen Vorbehalte gegenüber den theoretisch abgeleiteten Vorteilen des bankenbasierten Modells in der Praxis nahe.

Heute erscheint jedenfalls interessant, dass trotz dieser ausgeprägten Unterschiede zwischen dem bankenbasierten und dem kapitalmarktbasierten Modell von Finanzsystemen die aktuelle ökonomische Literatur inzwischen stark dazu tendiert, keine signifikanten Unterschiede zwischen den beiden Modellen im Hinblick auf die generelle Wachstumsperformance einer Volkswirtschaft zu sehen (z. B. Beck und Levine, 2001). Immer mehr verlagert sich der Blickwinkel dabei zum generellen Entwicklungsstand der Finanzmärkte und Finanzinstitutionen eines Landes, relativ unabhängig von der konkreten Ausprägung des Finanzierungssystems. Entwickelte Finanzmärkte scheinen jedenfalls positiv für die gesamtwirtschaftliche Performance zu sein; besondere Effekte bestimmter Finanzmarktschwerpunkte werden demgegenüber als zunehmend weniger wichtig angesehen.

Natürlich heißt das aber nicht generell, dass strukturelle Faktoren für die Effizienz des Finanzsystems keine Rolle spielen. Betont werden in dieser Hinsicht beispielsweise vermehrt institutionelle Unterschiede, etwa grundlegende Unterschiede im Rechtssystem. Aber auch Verteilungseffekte der Finanzierung bezüglich bestimmter Unternehmenstypen (z. B. nach der Unternehmensgröße) oder nach der Art der zu finanzierenden Aktivität (z. B. Innovations- und Forschungsfinanzierung) können je nach Finanzmarktstruktur leichter oder schwerer zu finanzieren sein.

5 Finanzmärkte und Realwirtschaft: Erste Schlussfolgerungen

Wirtschaftlich betrachtet war das 20. Jahrhundert sehr stark geprägt von der Entwicklung der Finanzmärkte, vor allem ihrem markantesten Wachstum und von einer deutlichen Produktdifferenzierung. Man kann zwar davon ausgehen, dass die Rahmenbedingungen für diese Entwicklung nach dem zweiten Weltkrieg sehr spezieller Natur waren, trotzdem fällt es schwer, hier historisch betrachtet keinen Zusammenhang oder nur einen vernachlässigbar geringen Zusammenhang zwischen der Finanzmarktentwicklung und dem realwirtschaftlichen Geschehen zu sehen.

Interessanterweise hat sowohl die Mainstream-Wirtschaftstheorie als auch die Finanzökonomie erhebliche Schwierigkeiten, die Finanzmärkte hinreichend in die makroökonomische Analyse zu integrieren. Zugleich kommen die Entscheidungsträger nicht umhin, Finanzmarktentwicklungen als permanente und zudem immer größere wirtschaftspolitische Herausforderung zu sehen. Neuere theoretische Ansätze, die zwar sicherlich noch nicht zum Mainstream

der Wirtschaftstheorie gehören (z. B. Behavioral Finance), versuchen auf diese Herausforderung zu reagieren und den Finanzmärkten eine eigenständige Rolle zuzuordnen. Die Rolle, die die Finanzmärkte im makroökonomischen Konzept und somit in davon abgeleiteten wirtschaftspolitischen Empfehlungen spielen dürfen, hängt somit ganz entscheidend vom zu Grunde liegenden theoretischen Modell ab.

Trotz der umfassend thematisierten Unterschiede zwischen bankenbasierten und kapitalmarktbasierten Systemen gilt heute der generelle Entwicklungsstand des Finanzsystems als der Faktor, der die Wirtschaftsleistung eines Landes am entscheidendsten beeinflusst. Es ist davon auszugehen, dass hoch entwickelte Finanzsektoren einen positiven Einfluss auf das Wachstum haben, weit gehend unabhängig von der jeweiligen Ausprägung der Finanzmarktstrukturen. Darüber hinaus wird ein Großteil der Unterschiede zwischen der Funktionsweise und der Effizienz der jeweiligen Finanzmarktsysteme Unterschieden im institutionellen Gefüge – z. B. im Rechtssystem – zugeschrieben. Strukturunterschiede schlagen sich zwar auch in der Effizienz der Finanzmarktsysteme nieder, jedoch in erster Linie über spezifische Verteilungseffekte der Finanzierung, die im Zusammenhang mit bestimmten Unternehmenstypen (z. B. nach der Unternehmensgröße) oder mit der Art der zu finanzierenden Tätigkeit (z. B. Innovations- und Forschungsfinanzierung im Gegensatz zur Finanzierung der klassischen Sektoren) stehen.

Nachdem sich die Charakteristik finanzieller Transaktionen grundsätzlich von jener der Gütermärkte unterscheidet, müssten die Finanzmärkte und -transaktionen – anders als in der traditionellen mikroökonomischen Theorie, die klar auf das kurzfristige Gleichgewicht auf den Gütermärkten ausgerichtet ist – in der theoretischen Analyse speziell berücksichtigt werden. Auf Grund der speziellen Charakteristik der Finanzmärkte und -transaktionen ist die Preisbildung auf den Finanzmärkten in erster Linie eine Erwartungspreisbildung, woraus sich eine eher volatile Marktsituation und eine größere Finanzmarktinstabilität ergibt.

Über die funktionale Effizienz eines Finanzsystems, im Wesentlichen den effizienten Transfer von Mitteln im Finanzierungskreislauf, wirkt das Finanzmarktgeschehen direkt auf die Realwirtschaft. Naturgemäß muss ein Finanzmarktsystem aus makroökonomischer Sicht vor allem funktional effizient sein. Die Faktoren, die im Finanzierungskreislauf bestimmend sind, beeinflussen das potenzielle Investitionsniveau und den potenziellen Wachstumspfad einer Volkswirtschaft. Andere Effizienzkonzepte – zum Beispiel Informationsarbitrage-Effizienz, Fundamentalbewertungs-Effizienz oder Versicherungs-Effizienz – sind deshalb nicht zu vernachlässigen. In der Praxis ist es allerdings höchst unwahrscheinlich, dass alle Effizienzkonzepte auf einmal erfüllt sein werden. Daher ergibt sich eine Herausforderung, sich je nach Wirtschaftslage und den zu lösenden wirtschaftspolitischen Problemen vorrangig für einen bestimmten Effizienzansatz zu entscheiden. Aus den verschiedenen historischen, wirtschaftspolitischen und finanzmarktpolitischen Perspektiven zeichnet sich ein klarer Trend zu einem Paradigmenwechsel ab, und zwar in Richtung einer makroökonomischen Theorie, in der die Finanzmärkte und ihre Effekte auf die Realwirtschaft einen zentralen Analysebestandteil darstellen.

Literaturverzeichnis

Aghion, Ph., Bolton, P. (1992). An Incomplete-Contract Approach to Financial Contracting. In: Review of Economic Studies, Oktober.

Beck, Th., Levine, R. (2001). Stock Markets, Banks, and Growth: Correlation or Causality. World Bank and University of Minnesota, Juli.

Cable, J. (1985). Capital Market Information and Industrial Performance. In: The Economic Journal, 95, März.

Coase, R. (1988). The Firm, the Market and the Law. The University of Chicago Press.

Davidson, P. (1978). Money and the Real World. London, Macmillan.

Delli Gatti, D., Tamborini, R. (2000). Imperfect Capital Markets: A New Macroeconomic Paradigm? In: Backhaus, R., Salanti, A. (Hrsg.). Macroeconomics and the Real World, Oxford, Band 2, 169–202.

Demirgüc-Kunt, A., Maksimovic, V. (2002). Funding Growth in Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Evidence from Firm-Level Data. In: Journal of Financial Economics, 2.

Diamond, D. (1984). Financial Intermediation and Delegated Monitoring. In: Review of Economic Studies, 51.

Dolar, V., Meh, C. (2002). Financial Structure and Economic Growth: A Non-Technical Survey. In: Bank of Canada, Working Paper Nr. 2–24.

Edey, M., Hviding, K. (1995). An Assessment of Financial Reform in OECD Countries. In: OECD Economic Studies, 25.

Edwards, J., Fischer, K. (1994). Banks, Finance and Investment in Germany. Cambridge University Press.

Eichengreen, B. (1992). Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919–1939. Oxford University Press, New York.

Eichengreen, B. (1998). Globalizing Capital. A History of the International Monetary System. Princeton University Press.

Eichengreen, B. (2000). Vom Goldstandard zum Euro. Klaus Wagenbach Verlag, Berlin.

Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. In: Journal of Finance, 25.

Fama, E. (1991). Efficient Capital Markets: II. In: Journal of Finance, 46.

Fehr, E., Falk, A. (2002). Psychological Foundations of Incentives. In: European Economic Review, 4/5.

Fisher, I. (1933). The Debt-Deflation Theory of Great Depressions. In: Econometrica, 1.

Franks, J., Mayer, C. (1994). Ownership and Control. In: Siebert, H. (Hrsg.). Trends in Business Organization: Do Participation and Cooperation Increase Competitiveness?, Tübingen.

Friedman, B. M. (1995). Economic Implications of Changing Share Ownership. In: NBER Working Paper Nr. 5141.

Gertler, M. (1988). Financial Structure and Aggregate Economic Activity. In: Journal of Money, Credit and Banking, August.

Giannetti, M., Guiso, L., Japelli, T., Padula, M., Pagano, M. (2002). Financial Market Integration, Corporate Financing and Economic Growth, European Commission. In: Economic Papers Nr. 179.

Giovannini, A. (Hrsg.) (1993). Finance and Development: Issues and Experiences. Cambridge.

Goldsmith, R. (1969). Financial Structure and Development. New Haven.

Goodhart, Ch. (1993). Can We Improve the Structure of Financial Systems? In: European Economic Review, 37(2/3).

Greenwald, B., Stiglitz, J. E. (1986). Externalities in Economies with Imperfect Information and Incomplete Markets. In: Quarterly Journal of Economics, 229–264.

Grosfeld, I. (1994). Financial Systems in Transition: Is There a Case for a Bank Based System? In: CEPR Discussion Paper 1062, London.

Gurley, J., Shaw, E. (1955). Financial Aspects of Economic Development. In: American Economic Review (XLV).

Hahn, F. (2002). Bedeutung von Aktienmärkten für Wachstum und Wachstumsschwankungen in den OECD-Ländern. WIFO, April.

Hart, O. (1995). Corporate Governance: Some Theory and Implications. In: The Economic Journal, Mai, 678–689.

Hellwig, M. (1991). Banking, Financial Intermediation and Corporate Finance. In: Giovannini, A., Mayer, C. (Hrsg.). European Financial Integration, Cambridge.

Hicks, J. (1989). A Market Theory of Money. Oxford University Press.

Hobsbawm, E. (1995). Das Zeitalter der Extreme, München – Wien (Age of Extremes. The Short Twentieth Century 1914–1991, London 1994).

Hubbard, G. (Hrsg.) (1990). Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment. University of Chicago Press.

Jarrell, G. A., Brickley, J. A., Netter, J. M. (1988). The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence since 1980. In: Journal of Economic Perspectives, Winter, 49-68.

Kindleberger, Ch. (1973). The World in Depression, 1929–1939. Berkeley.

Kindleberger, Ch. (1984). A Financial History of Western Europe. London.

Kindleberger, Ch. (1989). Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crises. Basingstoke.

King, R., Levine, R. (1993a). Financial Intermediation and Economic Development. In: Mayer, C., Vives, X. (Hrsg.). Capital Markets and Financial Intermediation, Cambridge.

King, R., Levine, R. (1993b). Finance and Growth: Schumpeter Might be Right. In: Quarterly Journal of Economics (CVIII).

King, R., Levine, R. (1993c). Finance, Entrepreneurship, and Growth. In: Journal of Monetary Economics, 32(12).

Leahy, M., Schich, S., Wehinger, G., Pelgrin, F., Thorgeirsson, Th. (2001). Contributions of Financial Systems to Growth in OECD Countries. In: Economics Department Working Papers Nr. 280, OECD.

Levine, R. (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. In: Journal of Economic Literature, 35 (2).

Levine, R. (2000). Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better? University of Minnesota, Jänner.

Mayer, C. (1988). New Issues in Corporate Finance. In: European Economic Review, (32).

Mayer, C. (1990). Financial Systems, Corporate Finance and Economic Development. In: Hubbard, R. G. (Hrsg.). Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment, Chicago.

Mayer, C. (1996). Corporate Governance, Competition and Performance. In: Economics Department, Working Papers, Paris, (164), OECD.

McKinnon, R. (1973). Money and Capital in Economic Development. Washington.

Minsky, H. (1975). John Maynard Keynes. Columbia University Press, New York.

Nunnenkamp, P. (1995). The German Model of Corporate Governance. In: Kiel Working Papers 713.

Obstfeld, M., Taylor, A. (1997). The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility over the Long Run. In: NBER Working Paper 5960.

Obstfeld, M., Taylor, A. (2002). Globalization and Capital Markets. In: NBER Working Paper 8846.

OECD (1995a). Corporate Governance Environments in OECD Countries. Paris.

OECD (1995b). Privatisation and Capital Markets in OECD Countries. In: Financial Market Trends (60).

OECD (1995c). Financial Markets and Corporate Governance. In: Financial Market Trends (62).

Pagano, M. (1993). Financial Markets and Growth: An Overview. In: European Economic Review 37(2/3).

Policy Forum (1995). Corporate Governance. In: Economic Journal, Mai.

Poole, W. (2002). Financial Stability. In: Federal Reserve Bank of St. Louis Review, September/Oktober.

Prowse, S. (1994). Corporate Governance in an International Perspective: A Survey of Corporate Governance Mechanisms among Large Firms in the United States, the United Kingdom, Japan and Germany. In: BIZ Economic Papers, 41.

Rabin, M. (2002). A Perspective on Psychology and Economics. In: European Economic Review 4/5.

Schumpeter, J. (1934). Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung. Berlin.

Shiller, R. (2000). Irrational Exuberance. Princeton.

Shiller, R. (2002). From Efficient Market Theory to Behavioral Finance. In: Cowles Foundation Discussion Paper Nr. 1385, Oktober.

Shleifer, A., Vishny, R. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. In: Journal of Political Economy, (94), 461–488.

Shleifer, A., Vishny, R. (1996). A Survey of Corporate Governance. In: NBER Working Paper Nr. 5554.

Shleifer, A. (2000). Inefficient Markets. An Introduction to Behavioral Finance. Oxford University Press, Oxford.

Smith, A. (1978). Der Wohlstand der Nationen. München.

Spiegel, H. (1983). The Growth of Economic Thought. Durham.

Stiglitz, J. (1985). Credit Markets and the Control of Capital. In: Journal of Money, Credit and Banking, (17).

Stiglitz, J. (2000). Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability, World Development, Nr. 6.

Stiglitz, J., Weiss, A. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. In: American Economic Review (71), Juni.

Strange, S. (1986). Casino Capitalism. Oxford/New York: B. Blackwell.

Thiel, M. (2001). Finance and Economic Growth – A Review of Theory and the Available Evidence. In: European Commission, Economic Papers, Nr. 158, Juli.

Tirole, J. (2002). Rational Irrationality: Some Economics of Self-Management. In: European Economic Review 4/5.

Tobin, J. (1984). On the Efficiency of the Financial System. In: Lloyds Bank Review, Juli.

Wachtel, P. (2001). Growth and Finance. New York University, Juni.

Wicksell, K. (1934). Lectures on Political Economy. London.

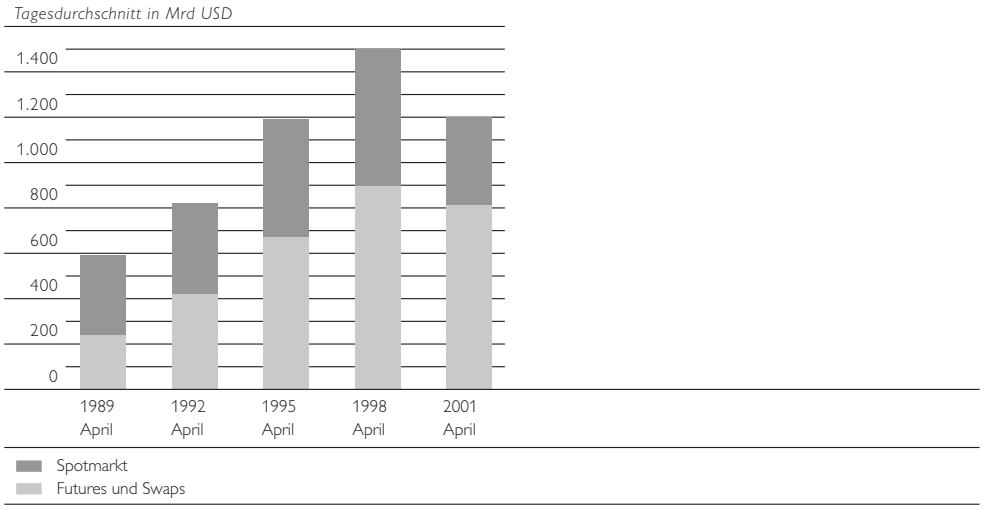
Wicksell, K. (1913, 1922). Vorlesungen über Nationalökonomie. Jena.

Zwiebel, J. (2002). Review of Shleifer's Inefficient Markets. In: Journal of Economic Literature, Dezember.

Anhang

Grafik 1

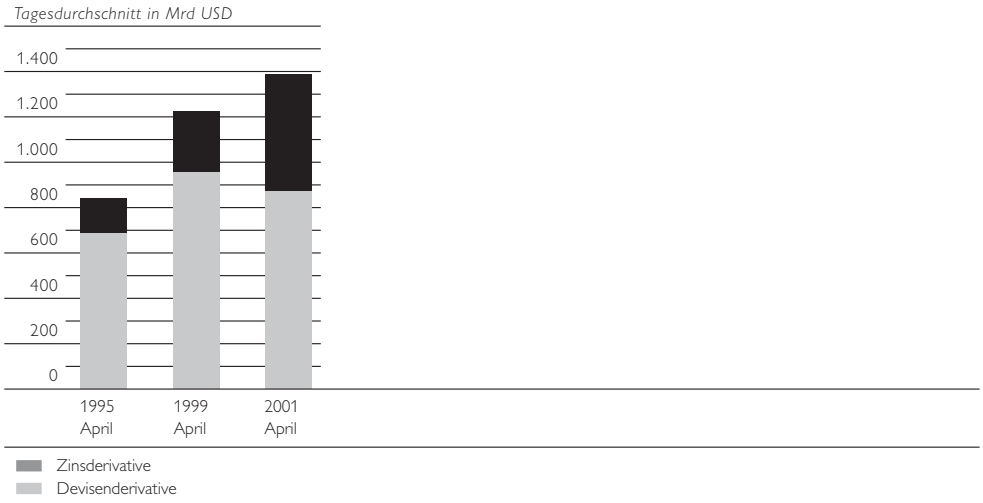
Internationale Devisenmarktumsätze



Quelle: BIZ.

Grafik 2

Internationale Umsätze auf dem OTC-Derivativmarkt

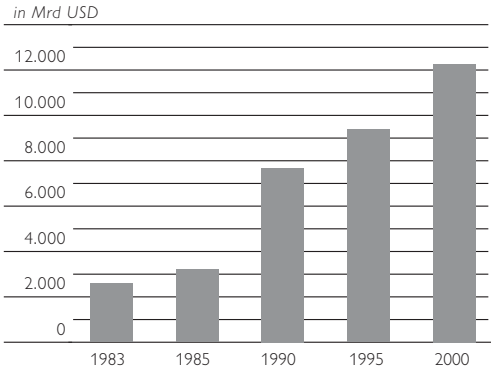


Quelle: BIZ.

Grafik 3

Internationale Position des Bankensystems[1])

(BIZ Reporting Banks)

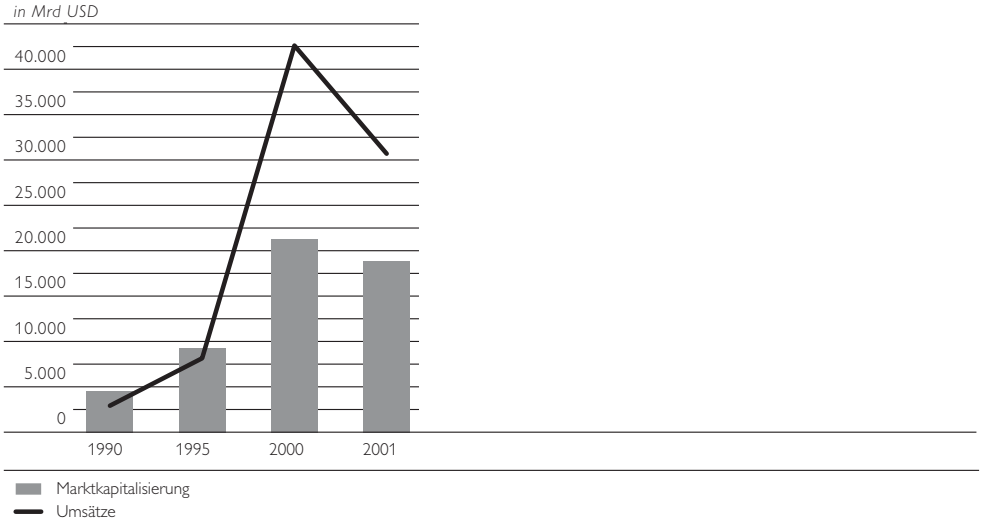


Quelle: BIZ.
[1]) Auslands- und Inlandsforderungen in Fremdwährung.

Grafik 4

Marktkapitalisierung und Aktienumsatz

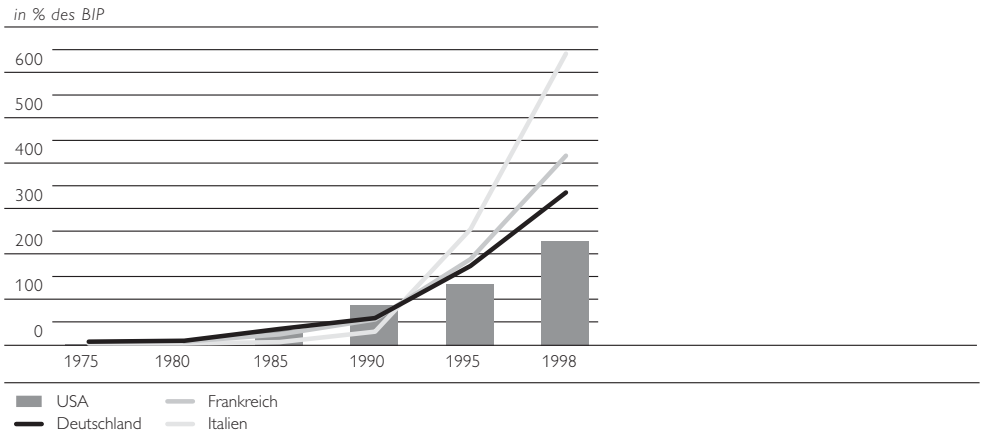
an fünf großen westlichen Börsen[1])



Quelle: FIMV, eigene Berechnungen.
[1]) NYSE, Nasdaq, Deutsche Börse, London, Paris.

Grafik 5

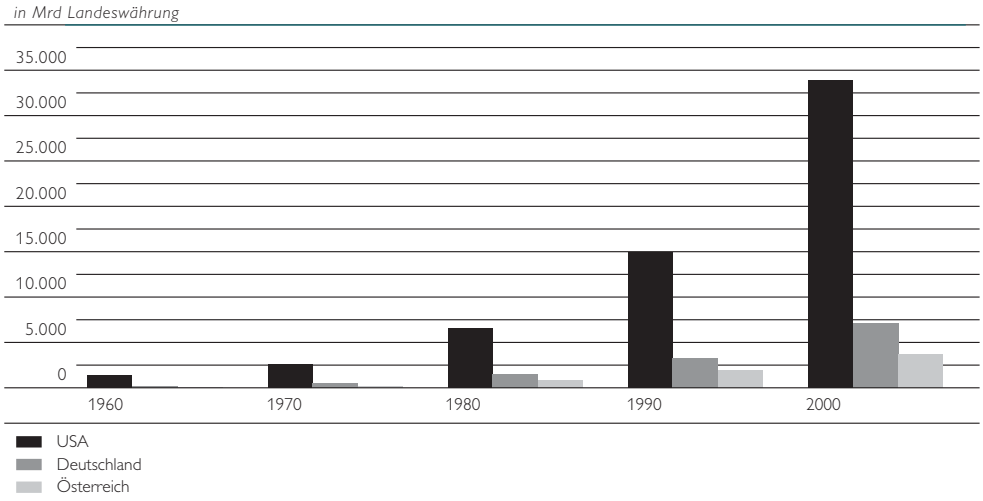
Internationale Anleihe- und Aktientransaktionen



Quelle: BIZ.

Grafik 6

Langfristige Entwicklung des Geldvermögens privater Haushalte



Quelle: Federal Reserve, Deutsche Bundesbank, OeNB.

Aktienmärkte, Shareholder Value und Investitionen

Engelbert Stockhammer[1])

1 Einleitung

Die Wirtschaftspolitik der letzten Jahrzehnte stand unter anderem stark im Zeichen der Liberalisierung des Finanzsektors. Im Zuge der Liberalisierung haben die Finanzmärkte – und hier insbesondere die Aktienbörsen – innerhalb der Volkswirtschaft an Stellenwert gewonnen. Der vorliegende Beitrag behandelt die makroökonomischen Effekte der Aktienmärkte vor allem im Hinblick auf Unternehmensinvestitionen. Die Studie setzt sich mit der weit verbreiteten Meinung auseinander, dass die Aktienbörsen deshalb wichtig sind, weil sie Kapital für Investitionen zur Verfügung stellen. Diese Auffassung wird nicht nur intuitiv als plausibel empfunden, sondern wurde auch theoretisch untermauert. Die herkömmliche Wirtschaftstheorie hat dargelegt, dass unter der Bedingung vollkommener Information die Herkunft der Finanzmittel unerheblich ist (Modigliani-Miller-Theorem) und dass höhere Aktienkurse zu höheren Investitionen führen werden, da sie die Kapitalkosten reduzieren (q-Theorie der Investitionen).

Entgegen diesen theoretischen Erwartungen weisen empirische Untersuchungen über Investitionsausgaben darauf hin, dass die Mittelbeschaffung über Aktienbörsen die Investitionstätigkeit – wenn überhaupt – nur in geringem Ausmaß beeinflusst. Daraus ist jedoch nicht notwendigerweise zu folgern, dass die Börsen keine Rolle spielen – sie wirken auf die Investitionen unter Umständen nur über andere Mechanismen. Daher beschäftigt sich die vorliegende Studie neben den direkten Finanzeffekten auch mit den folgenden indirekten Auswirkungen: den Auswirkungen auf die Allokation der Investitionen, den Auswirkungen von Bilanzeffekten auf das Finanzsystem, der Beeinflussung des Konsums durch Vermögenseffekte und den Auswirkungen auf die Corporate Governance („Shareholder Value Revolution"). Während die drei erstgenannten indirekten Effekte mittels einer – zugegebenermaßen selektiven – Literaturstudie behandelt werden, wird auf das Thema der Corporate Governance näher eingegangen und ein neues postkeynesianisches Modell des Shareholder-Value-orientierten Unternehmens vorgestellt.

Die vorliegende Studie behandelt den Einfluss, den die Aktienmärkte indirekt auf die Investitionen durch die Einführung des „Shareholder Value" als Vorgabe für das Management ausüben. Es wird angenommen, dass die Interessen des Managements und der Aktionäre einander potenziell entgegengesetzt sind. Mittels eines postkeynesianischen Modells der Firma werden die Auswirkungen von Veränderungen in der Macht der Aktionäre untersucht. Mehr Einfluss für die Aktionäre kann auf der Unternehmensebene zu einer gewünschten Profitabilitätssteigerung sowie zu einem Rückgang der angestrebten Wachstums- und Investitionsquoten führen.

Die Studie ist wie folgt gegliedert: Kapitel 2 behandelt die Bedeutung der Aktienmärkte bei der Finanzierung von Investitionen. Kapitel 3 fasst Studienergebnisse über das Investitionsverhalten und dessen Beeinflussung durch Aktien-

1 *Wirtschaftsuniversität Wien, Institut für Volkswirtschaftslehre und -politik, VWL 1, engelbert.stockhammer@wu-wien.ac.at.*
Eine frühere Version dieses Beitrags wurde beim OeNB-Workshop „Finance for Growth" präsentiert. Der Autor ist den Teilnehmern dieses Workshops für die Diskussion und Maria Valderrama für ihre kritischen Anmerkungen zu Dank verpflichtet, trägt für alle verbleibenden Fehler jedoch die alleinige Verantwortung.

kurse zusammen. Kapitel 4 beschäftigt sich mit der Frage, wie Aktienmärkte die Investitionsallokation beeinflussen. Kapitel 5 untersucht den Zusammenhang zwischen Aktienkursen und Finanzkrisen. Kapitel 6 bietet einen Überblick über die Beeinflussung des Konsums durch Vermögenseffekte. In Kapitel 7 werden Fragen der Corporate Governance präsentiert und in Kapitel 8 eine postkeynesianische Interpretation der Shareholder Revolution. Kapitel 9 fasst schließlich die wichtigsten Ergebnisse zusammen.

2 Aktienmärkte und die Finanzierung von Investitionen

Den Finanzmärkten kommt nach gängiger Auffassung die Aufgabe zu, die Ersparnisse der Haushalte an Unternehmen zur Finanzierung von Investitionen weiterzuleiten. In einer modernen Volkswirtschaft wird diese Aufgabe von Finanzintermediären wie Banken und Finanzmärkten – insbesondere (aber nicht ausschließlich) den Aktienbörsen – erfüllt. Damit liegt die Annahme nahe, dass die Entwicklung der Aktienmärkte in den vergangenen zwanzig Jahren zu einem Investitionsboom geführt haben müsste, dass also steigende Aktienkurse günstigere Finanzierungsmöglichkeiten und damit höhere Investitionen nach sich gezogen hätten. Insgesamt gesehen erweisen sich jedoch beide Erwartungen als falsch. Im Folgenden werden zwei Literaturkomplexe zusammenfassend dargestellt, die mittels sehr unterschiedlicher Methoden zu einer ähnlichen Schlussfolgerung gelangen: Die Aktienmärkte und die Börsenkurse haben wenig Einfluss auf die Investitionstätigkeit.

Im Jahr 1988 veröffentlichte Colin Mayer eine Arbeit im European Economic Review, in deren Rahmen er mittels einer Geldstromanalyse („flow of funds analysis") die Herkunft der Finanzmittel für Investitionen in großen Industrieländern untersuchte. Auf Basis der Geldstromanalyse kann für den gesamten Nichtfinanzsektor die Herkunft der zur Finanzierung der Investitionen eingesetzten Mittel analysiert werden. Bei Betrachtung des Zeitraums von 1970 bis 1985 stellte Mayer fest, dass Investitionen in allen Ländern hauptsächlich – und zwar 62 bis 107% der Gesamtinvestitionen – aus einbehaltenen Gewinnen finanziert wurden. Zwischen 5 und 42% des Investitionsaufwands wurde durch Kredite (und ähnliche Bankfinanzierungen) finanziert, aber nur –4 bis 5% durch Aktienemissionen. Der negative Beitrag des Eigenkapitals erklärt sich daraus, dass diese Zahlen für den Nettoaufwand stehen. Der Beitrag wird negativ, wenn für den Erwerb von (eigenen) Aktien mehr Mittel aufgewendet werden als durch die Ausgabe junger Aktien hereinfließen.

Tabelle 1

Nettobeitrag zur Finanzierung 1970–1994

(in Prozent der Investitionen)

	USA	Vereinigtes Königreich	Deutschland	Frankreich	Japan
	in %				
Innenfinanzierung	92·4	90·0	73·9	72·1	65·3
Bankfinanzierung	11·2	13·7	13·2	16·0	28·5
Anleihen	15·4	5·2	5·2	4·8	8·1
Aktienemissionen (Eigenkapital)	– 6·4	– 4·1	– 4·1	4·5	3·5
Lieferantenkredite	– 5·0	– 0·5	– 0·5	– 0·6	– 4·8

Quelle: Schaberg 1999, Tabelle 2.2; die Zeilen „Kapitaltransfer", „Sonstiges" und „Abweichungen" wurden zwecks Vereinfachung ausgelassen. Daher ergeben die Zeilen in Summe nicht 100.

Diese Erkenntnisse waren zur Zeit ihrer Erstveröffentlichung überraschend und stellen die Ökonomen auch heute noch vor ein Rätsel. Aktuellere Studien haben die Ergebnisse von Mayer in der Zwischenzeit im Wesentlichen bestätigt und ausgebaut (z. B. Corbett und Jenkinson, 1997). Die jüngste eingehende Analyse auf diesem Gebiet stammt von Schaberg (1999), dessen Ergebnisse im Folgenden angeführt sind und als Grundlage der Diskussion dienen.

Tabelle 1 stellt eine Übersicht des Nettobeitrags verschiedener Finanzquellen zur Finanzierung von Investitionen im Nichtfinanzsektor in den USA, im Vereinigten Königreich, in Frankreich, Deutschland und Japan von 1970 bis 1994 dar. Der Innenfinanzierung, d. h. einbehaltenen Gewinnen, kommt in allen Ländern eindeutig die größte Bedeutung zu. In den USA und im Vereinigten Königreich werden 90% der Investitionen – wenn nicht mehr – aus den vom Unternehmen erwirtschafteten Überschüssen finanziert. In anderen Ländern liegt dieser Wert bei etwa 70%. Die zweitwichtigste Finanzierungsquelle sind die Banken, deren Beitrag zwischen 11 bis 16% (USA, Vereinigtes Königreich, Frankreich und Deutschland) und 28% (Japan) liegt. In den USA werden über Anleihen mehr Finanzmittel (15·2%) aufgebracht als über Banken, während im Vereinigten Königreich, in Frankreich und Deutschland der Anleihenanteil bei nur 5% liegt. Der Finanzierungsbeitrag der Aktienemissionen war in den USA, im Vereinigten Königreich und in Frankreich negativ, in Deutschland und Japan hingegen positiv.

Die USA und das Vereinigte Königreich gelten als Länder mit kapitalmarktbasierten Finanzsystemen.[1]) Interessanterweise weisen aber gerade diese Länder den höchsten Grad an Innenfinanzierung auf. Während in den USA die Aufbringung von Finanzmitteln über Anleihen von besonderer Bedeutung ist, trägt sie in anderen Ländern nur wenig zur Unternehmensfinanzierung bei. Schon Mayer bemerkte, dass es paradox sei, dass die weltweit konkurrenzfähigsten Finanzmärkte anscheinend am wenigsten in der Lage sind, Kapital für ihre Industrien aufzubringen (Mayer, 1988, S. 1182). Insgesamt scheinen kapitalmarktbasierte Finanzsysteme ein höheres Ausmaß an Selbstfinanzierungskraft notwendig zu machen.

Tabelle 2 fasst die historische Entwicklung des Nettobeitrags der Aktienemissionen zusammen. Der Verlauf ist von Land zu Land signifikant unterschiedlich. Besonders interessant ist vielleicht das Beispiel der USA, die ja häufig als Vorbild für die Organisation des Finanzwesens genannt werden. Dort war der Beitrag des Eigenkapitals in den frühen Siebzigerjahren positiv und signifikant, ging in den späten Siebzigerjahren zurück und wurde in den frühen Achtzigerjahren negativ. In der zweiten Hälfte der Achtzigerjahre, als Fusionen und Übernahmen an der Tagesordnung waren, schrumpfte der Beitrag überraschenderweise noch weiter auf –26%. In den frühen Neunzigerjahren war der Beitrag wieder nur leicht negativ. Auch im Vereinigten Königreich wurde der höchste negative Beitrag in der zweiten Hälfte der Achtzigerjahre verzeichnet, allerdings war er dort in den gesamten Siebziger- und Achtzigerjahren im negativen Bereich. Erst in den Neunzigerjahren wurde der Beitrag wieder

1 *Die Unterscheidung zwischen kapitalmarktbasierten und bankenbasierten Finanzsystemen geht auf Gerschenkron (1962) zurück, der die Industrialisierung verschiedener Länder verglich. Grabel (1997) hat diese Diskussion aktualisiert. Schaberg (1999) spricht von „exit-based"- und „voice-based"-Finanzsystemen.*

positiv. Sowohl Deutschland als auch Frankreich weisen in den Neunzigerjahren negative, davor allerdings positive Beiträge auf. In Deutschland war der Beitrag der Aktienfinanzierung stets gering, lag in Frankreich aber in den gesamten Siebziger- und Achtzigerjahren immerhin über 5%. Nur in Japan leisteten Aktienemissionen über den ganzen Zeitraum hinweg einen positiven, wenn auch bescheidenen Beitrag.

Tabelle 2

Aktienemissionen (Eigenkapital) in Prozent der Nettofinanzierung

	1970–1974	1975–1979	1980–1984	1985–1989	1990–1994
USA	7·4	1·5	−4·7	−26·0	−4·5
Vereinigtes Königreich	−7·2	−2·3	−5·2	−12·2	9·6
Deutschland	0·7	0·5	−0·4	2·4	−3·4
Frankreich	6·9	8·9	5·4	5·8	−2·2
Japan	3·4	3·9	4·2	3·7	2·9

Quelle: Schaberg, 1999.

Was schließen wir aus dieser Geldstromanalyse? Mayer (1988) meinte, dass kapitalmarktbasierte Systeme hinsichtlich der Finanzierung und Förderung von Investitionen weniger effektiv sind. Ein schlechteres Finanzierungssystem bedeutet aber weniger Investitionsausgaben. Mankiw (1988) argumentierte allerdings, dass sich die Kausalität genau umgekehrt verhielte und dass die hohen Raten einbehaltener Gewinne in den angelsächsischen Ländern gerade den niedrigen Investitionsausgaben zuzuschreiben wären, da die Unternehmen ihre Investitionen leicht selbst finanzieren könnten. Seiner Ansicht nach ist der Finanzsektor nur ein Nebenschauplatz, der sich letzten Endes an die Erfordernisse der Industrie anpassen wird. Mittlerweile unterstreichen viele Autoren die Bedeutung eines entwickelten Finanzsektors für das Wirtschaftswachstum (siehe Überblick von Levine, 1997). Schaberg (1999) meint wie Mayer, dass kapitalmarktbasierte Finanzsysteme ein geringeres und volatileres Wachstum aufweisen als bankenbasierte Systeme. Diese Schlussfolgerung wird durch jüngste Studien allerdings nicht bestätigt (siehe Kapitel 4).

Die für die Zwecke der vorliegenden Studie wesentliche Erkenntnis lautet allerdings, dass die Aktienmärkte zur Finanzierung von Investitionen nur wenig beitragen. Darüber hinaus ist in kapitalmarktbasierten Finanzsystemen der Nettobeitrag des Aktienmarktes sogar negativ. Damit ist eine positive Auswirkung der Entwicklung der Aktienmärkte an sich auf die Investitionen unwahrscheinlich.

3 Investitionsverhalten und Aktienkurse

Ein ganz anderer Zweig der Literatur – jener, der sich mit empirischen Untersuchungen von Unternehmensinvestitionen auseinandersetzt – kommt zu einer ähnlichen Schlussfolgerung. Würden zur Finanzierung von Investitionen Aktienemissionen verwendet, sollte ein Anstieg der Börsenkurse auf Grund der dadurch sinkenden Kapitalkosten zu höheren Investitionen führen. Diese Argumentation wurde im Lauf der Zeit in der Wirtschaftswissenschaft auch immer wieder verfolgt, so z. B. von Keynes und im Rahmen der Tobinschen q-Theorie der Investitionen (Tobin, 1969).

Tobin betrachtete Investitionen als durch die Finanzmärkte beeinflusste Portfolio-Entscheidungen. Wenn der Nachfragepreis eines Unternehmens seinem Marktwert (und damit, grob genommen, dem Wert seiner Aktien) und sein Angebotspreis den Kosten zusätzlicher Sachanlagegüter entspricht, sollten die Investitionen eine Funktion des Verhältnisses dieser beiden Größen – das so genannte Tobinsche q – sein. Die Erwartungen über zukünftige Umsätze und Gewinne sollten in den Aktienkursen zum Ausdruck kommen. Gemäß dieser Theorie sind zur Erklärung der Investitionen keine weiteren Variablen erforderlich, da alle Erwartungen bezüglich zukünftiger Umsätze, etc. durch die Aktienkurse erfasst sein müssten.

Die Tobinsche Finanztheorie ist deshalb attraktiv, weil sie real- und finanzwirtschaftliche Aspekte elegant kombiniert und den Anstoß für umfangreiche empirische Studien gegeben hat. Der Ansatz dieser Theorie, die Investitionshöhe allein durch die Aktienkurse zu erklären, wäre für die Zwecke der empirischen Forschung allerdings fragwürdig, da auch andere Variablen mit den Aktienkursen korrelieren. Dass die Aktienkurse ein konjunktureller Frühindikator sind, ist bekannt, und auch andere Investitionstheorien postulieren, dass Investitionen auf Wirtschaftswachstum positiv reagieren. Daher wurde es üblich, die traditionellen erklärenden Variablen wie Nachfragewachstum, Kapitalkosten, einbehaltene Gewinne, etc. durch die Aktienkurse zu ergänzen.

Empirische Studien, die multivariate Regressionen verwenden, konnten den Einfluss von Aktienkursen auf Investitionen nicht bestätigen. So kommt Tease etwa zu folgendem Schluss: „Wenn für sonstige Investitionsdeterminanten kontrolliert wird, scheinen die Aktienkurse kaum Erklärungen für Unterschiede in den Investitionen in einem der G-7-Länder zu liefern“ (Tease, 1993, S. 58). Blanchard, Rhee und Summers (1993) sowie Morck, Shleifer und Vishney (1990) haben ebenfalls die Auswirkungen von Aktienkursen auf Investitionen untersucht und über ähnliche Ergebnisse berichtet.

Während Investitionen (ausgenommen in den Wohnbau) insgesamt immer noch schwer erklärbar bleiben, wird die relative Bedeutung der wichtigsten Einzelfaktoren durch verschiedene Studien bestätigt. Chrinko kommt in seiner maßgeblichen Studie zu dem Schluss, dass „der Output (oder der Umsatz) eindeutig die dominante Determinante für Investitionen ist, und die Nutzerkosten nur einen bescheidenen Einfluss ausüben“ (Chirinko, 1993, S. 1881). Und „die Nützlichkeit der q-Theorie wird durch ihre durchwegs enttäuschende empirische Performance in Frage gestellt“ (Chirinko, 1993, S. 1889). Ford und Poret (1991) kamen zu ähnlichen Ergebnissen.

Damit ist das empirische Bild ziemlich klar, wenngleich überraschend. Aktienemissionen sind keine wesentliche Finanzierungsquelle für Investitionen, und Aktienkurse haben auf die Investitionen keinen ökonomisch relevanten Einfluss. Wenn die Aktienmärkte also eine Auswirkung auf die Investitionen haben, dann jedenfalls nicht über den Standardmechanismus der Bereitstellung von Kapital. Hier sind natürlich einige Einschränkungen erforderlich. Erstens beziehen sich die genannten Ergebnisse hauptsächlich auf volkswirtschaftliche Gesamtgrößen. Die Geldstromanalysen wurden für Aggregate durchgeführt, und auch ein Großteil der genannten Literatur über Investitionen bezieht sich auf die volkswirtschaftlichen Gesamtinvestitionen, wenngleich z. B. Blanchard, Rhee und Summers (1993) auch auf Unternehmensdaten verweisen. Keinesfalls

widersprechen die genannten Erkenntnisse jedoch der Vorstellung, dass der Aktienmarkt für manche Unternehmen sehr wohl eine Finanzierungsquelle darstellen kann. Es kann durchaus kleine Sektoren geben – wie etwa jene, die mit Venture Capital arbeiten – in denen der Aktienmarkt sehr wohl eine Rolle spielt.

Zweitens beziehen sich die genannten empirischen Studien auf die Nachkriegszeit, also eine ganz spezielle historische Periode. In der Vergangenheit war die Rolle der Aktienmärkte möglicherweise eine andere. Rajan und Zingales (2001) meinen etwa, dass sich das Finanzsystem im vergangenen Jahrhundert sowohl in Bezug auf seine Größe als möglicherweise auch hinsichtlich seiner Funktion tief gehend gewandelt hat. Daher können die Aktienmärkte auch in der Zukunft wiederum eine ganz andere Rolle spielen. Aber, wie oben angemerkt, deuten die Erfahrungen der Länder mit den am höchsten entwickelten und liberalsten Finanzsystemen – wie etwa die der USA und des Vereinigten Königreichs – in keiner Weise darauf hin, dass der gegenwärtige Trend in Richtung Finanzmarktliberalisierung zu mehr Investitionsfinanzierung über die Aktienmärkte führen wird.

Der Umstand, dass die Aktienmärkte so wenig zur Unternehmensfinanzierung beitragen, hat die Entwicklung von Theorien angeregt, die dieses Phänomen zu erklären vermögen. Die bekanntesten davon sind die Pecking-Order-Theorie der Investitionen, die Trade-off-Theorie und Kaleckis Prinzip des zunehmenden Risikos. Die ursprünglich von Myers und Majluf (Myers und Majluf, 1984; Myers, 2001) entwickelte *Pecking-Order-Theorie* postuliert, dass auf den Finanzmärkten zwischen Managern und Investoren stärkere Informationsasymmetrien bestehen als zwischen Managern und Banken. Da Fremdkapital gegenüber Eigenkapital – das einen Residualanspruch darstellt – Vorrang genießt, unterlaufen Banken bei der Bewertung eines Unternehmens weniger Fehler als den Finanzmärkten. Daraus kann eine Rangordnung der Finanzierungsmöglichkeiten abgeleitet werden. Die Unternehmen finanzieren sich zuerst über Innenfinanzierung, zuletzt über Schulden, und über Eigenkapital nur dann, wenn die Fremdfinanzierung zu teuer wird.

Die *Trade-off-Theorie* postuliert, dass die Unternehmen auf Grund der unterschiedlichen steuerlichen Behandlung von Fremdkapital[1]) und Eigenkapital einen starken Anreiz besitzen, eher Ersteres einzusetzen. Ein hoher Verschuldungsgrad erhöht im Falle von Schockereignissen allerdings das Konkursrisiko. Daher wird das Unternehmen seinen Verschuldungsgrad nur bis zu jenem Punkt erhöhen, an dem der Grenzeffekt des Steuervorteils gleich den (erwarteten) Grenzkosten einer Finanzkrise ist (Myers, 2001). In ähnlichem Sinn, aber ohne Annahme eines Maximierungsverhaltens, argumentierte Michal Kalecki (1943) schon sehr früh, dass die Möglichkeit von Unternehmen, sich über den Kapitalmarkt zu finanzieren, von ihrer Größe und Profitabilität abhängig ist, und dass eine höhere Verschuldung im Falle von Schwierigkeiten das Überleben der Firma in Frage stellen kann. Dieser letzte Fall wurde *„principle of increasing risk"* genannt, was bedeutet, dass das Risiko eines Konkurses mit dem Verschuldungsgrad ansteigt. Was diesen Theorien gemeinsam ist, ist die Voraussetzung

1 *Der auf Schulden anfallende Zinsaufwand ist steuerlich abzugsfähig, Dividendenzahlungen sind dies nicht.*

unvollkommener Kapitalmärkte, womit die Grundannahme des Modigliani-Miller-Theorems praktisch zurückgewiesen wird.

4 Allokation von Investitionen

Wenn die Aktienmärkte auf die volkswirtschaftlichen Gesamtinvestitionen auch wenig Einfluss haben, sind sie für die Allokation der Investitionen aber dennoch von Bedeutung. Auch ohne ausgeprägte direkte Effekte beeinflussen die Aktienmärkte die Allokation von Investitionen über drei Mechanismen: Erstens können sich die Unternehmen bei der Planung ihrer Investitionsvorhaben an den Kurssignalen der Aktienmärkte orientieren. Zweitens kann die Kreditvergabe der Banken durch die Börsenperformance einzelner Unternehmen oder Sektoren beeinflusst werden. Drittens kann auch der geringe Finanzierungsbeitrag des Aktienmarktes selektiv jene Industrien finanzieren, die von den Banken vernachlässigt werden. Dieser letztere Mechanismus läuft heute allgemein unter der Bezeichnung „Venture-Capital-Finanzierung". Es wurde bereits vielfach argumentiert, dass kapitalmarktbasierte Finanzsysteme bankenbasierten überlegen sind, da sie Innovationen effektiver fördern. Es stellt sich nur die Frage, ob derartige indirekte Effekte der Aktienmärkte – sofern sie tatsächlich existieren – stark genug sind, um das Wachstum der Gesamtwirtschaft zu beeinflussen.

Trotz der bereits durchgeführten umfangreichen Studien sind diese Fragen bei weitem noch nicht geklärt. Dies ist zumindest zum Teil auf das beträchtliche Problem der Messung der beteiligten Schlüsselvariablen zurückzuführen. An Stelle eines Literaturüberblicks werden im Folgenden drei Beispiele, die jeweils zu unterschiedlichen Schlussfolgerungen gelangen, genannt. Carlin und Mayer (1999) untersuchen die Auswirkungen der Finanzsysteme (und anderer Variablen) auf das Wachstum, die Investitionen und die Forschungstätigkeit verschiedener Industriesektoren in OECD-Ländern. Sie stellen fest, dass die Aktienmärkte in reichen Ländern E&F-Investitionen fördern. Arestis, Demetriades und Luintel (2001) untersuchen mittels Zeitreihenanalysen für einige OECD-Länder die Zusammenhänge zwischen der Entwicklung des Aktienmarktes und des Wirtschaftswachstums und stellen fest, dass die Aktienmärkte nur wenig positiven Einfluss auf das Wachstum haben, während Banken eine wichtige Rolle spielen. Beck, Demirgüc-Kunt, Levine und Maksimovic (2001) kommen auf Basis von auf Unternehmens-, Industrie- und Länderebene erhobenen Daten für Entwicklungs- und entwickelte Länder zu dem Schluss, dass „eine Unterscheidung von Ländern nach deren Finanzstruktur keinen Beitrag zur Erklärung der zwischen einzelnen Ländern bestehenden Unterschiede im langfristigen BIP-Wachstum, in der industriellen Leistungsfähigkeit, bei den Unternehmensneugründungen, bei der Außenfinanzierung von Unternehmen oder dem Unternehmenswachstum liefert" (Beck, Demirgüc-Kunt, Levine und Maksimovic, 2001, S. 193). Während es also schwache Hinweise auf allokative Effekte der Aktienmärkte gibt, kann man wahrscheinlich durchaus behaupten, dass es keine Anzeichen dafür gibt, dass diese Effekte stark genug sind, um das Wachstum der Gesamtwirtschaft zu beeinflussen.

5 Bilanzeffekte und Bankenkrisen

Veränderungen in der Bewertung von Aktien haben jedenfalls wesentliche Auswirkungen auf Bilanzen. Dies gilt sowohl für Haushalte als auch für Unternehmen und Finanzinstitutionen. Am stärksten ist der Effekt natürlich bei Finanzinstitutionen, deren bedeutendste Aktiva naturgemäß Finanzaktiva sind. Da unter unvollkommenen Marktbedingungen Kredite für viele Unternehmen die wichtigste Option der Außenfinanzierung sind, kann eine Bankenkrise und die damit einhergehende Kreditverknappung verheerende Auswirkungen auf die Volkswirtschaft (und die Investitionstätigkeit) haben. Dieses Argument wurde z. B. von Bernanke (1983) in Zusammenhang mit der Lage in den USA während der großen Depression der Dreißigerjahre vorgebracht.

Es gibt nur wenige empirische Untersuchungen über den Beitrag der Aktienmärkte zur Entstehung von Bankenkrisen. Insbesondere ist es schwierig, den relativen Einfluss der Aktienkurse festzustellen, da Bankenkrisen üblicherweise mit einer Vielzahl sonstiger Faktoren wie Rezession, Verfall des Wechselkurses oder Kapitalflucht einhergehen. Viele Studien (z. B. Demirgüc-Kunt und Detragiache, 1998) berücksichtigen die Aktienkurse nicht einmal. Eine der Studien, die sie einbezieht, kommt zu dem Schluss, dass „ein Verfall der Aktienkurse mit einer erhöhten Wahrscheinlichkeit einer Krise des Bankensystems einhergeht“ (Hutchinson und McDill, 1999, S. 17). Dies ist kaum überraschend, dennoch ist der Einfluss der Aktienkurse auf die Stabilität des Bankensektors quantitativ nicht exakt zu erfassen.

6 Vermögenseffekte und Konsum

Bis vor kurzem galt die Frage der Auswirkungen der Aktienmärkte auf den Konsum als wenig relevant. Während Keynesianer und Monetaristen eingehend darüber debattierten, ob Konsumausgaben vom gegenwärtigen oder vom langfristigen Einkommen abhängig sind und wie Letzteres zu erfassen wäre, und ob – in einer damit verbundenen Fragestellung – der Konsum durch die Höhe der Zinssätze beeinflusst wird, wären sich beide Seiten vermutlich darüber einig gewesen, dass Vermögenseffekte nur von sekundärer Relevanz sind. Mit dem Aktienboom der Neunzigerjahre und insbesondere dem Platzen der spekulativen Blase gegen Ende der Neunzigerjahre intensivierte sich das Interesse am Vermögenseffekt jedoch schlagartig.

Keinen Konsens gibt es bisher hinsichtlich der Frage, ob und in welchem Ausmaß Aktienvermögen den Konsum beeinflusst. Der Economist gibt als Konsensschätzung für die USA etwa 5% und für andere Länder etwas niedrigere Prozentsätze an. Dies ist auf verschiedene Arbeitspapiere der volkswirtschaftlichen Abteilung der OECD gestützt (z. B. Boone, Giorno und Richardson, 1998; Boone, Girouard und Wanner, 2001). Andere Autoren sind hinsichtlich der Existenz eines solchen Effekts eher skeptisch. Poterba nennt in seiner Studie die Börsenkrisen von 1929 und 1987 als Nachweis dafür, dass der Konsum kaum auf Fluktuationen der Aktienkurse reagiert und interpretiert auch die Daten für die privaten Haushalte mit Vorsicht.

Eines der größten Probleme bei der Schätzung von Vermögenseffekten ist die Bestimmung, welche Vermögenskomponenten welche Effekte nach sich ziehen. Case, Shiller und Quigley (2001) unterscheiden zwischen Wohnungseigentum und Finanzvermögen und analysieren die jeweiligen Effekte auf den

Konsum in 14 Ländern und innerhalb der USA. Laut ihren Erkenntnissen wird der Konsum durch Wohnungseigentum stark, durch Aktienvermögen nur geringfügig beeinflusst. Dies ist nicht nur in Hinblick auf die gegenwärtige Situation in den USA interessant, wo es an den Aktienbörsen zu massiven Kursrutschen gekommen ist und nun die Entstehung einer spekulativen Blase auf dem Immobilienmarkt befürchtet wird. Wohnungseigentum ist außerdem viel weiter verbreitet. Einer der Gründe für die Bedeutung des Wohnungseigentums könnte darin liegen, dass Immobilienbesitz einen leichteren Zugang zu Kreditfinanzierungen ermöglicht, da Immobilien im Allgemeinen als Sicherheit akzeptiert werden.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass Studien über die Robustheit eines Einflusses von Aktienvermögen auf den Konsum unterschiedliche Ergebnisse erbracht haben. Jedenfalls gibt es mehr Nachweise für eine Beeinflussung des Konsums durch Aktienkurse als der Investitionen. Wird der Konsum beeinflusst, kommt es indirekt auch zu Auswirkungen auf die Investitionen. Ein Anstieg der Aktienkurse würde den Konsum und – über den Akzeleratoreffekt – auch die nvestitionen erhöhen. Es ist bemerkenswert, dass ein solcher indirekter Effekt eher durch empirische Untersuchungen gestützt wird als ein direkter.

7 Corporate Governance, Shareholder Value und Investitionen

Die Aktienmärkte können das Investitionsverhalten auch durch ihren Einfluss auf die Corporate Governance und damit die Prioritäten der Manager beeinflussen. Insbesondere seit den Siebzigerjahren ist in der Corporate Governance ein tief greifender Wandel zu beobachten, der in engem Zusammenhang mit der Deregulierung des Finanzwesens steht und als Shareholder Revolution bekannt wurde. Dazu soll hier ausführlich aus einer OECD-Studie zitiert werden:

„Eine der wichtigsten Strukturänderungen in den Volkswirtschaften der OECD-Länder war in den Achtziger- und Neunzigerjahren die Entwicklung zunehmend effizienter „markets for corporate control" und ein damit einhergehender größerer Einfluss der Aktionäre auf das Management von Aktiengesellschaften. Insbesondere wurde auf Grund der erweiterten Möglichkeiten der Investoren, die Unternehmensperformance am Kapitalmarkt zu messen und zu vergleichen und das Management zu bestrafen, die Motivation des Managements, den Shareholder Value zu erhöhen, merklich verstärkt. Dies stellte eine signifikante Veränderung im Verhalten großer Unternehmen dar" (OECD, 1998, S. 15).

Die Auswirkungen dieser Entwicklung werden von verschiedenen Autoren unterschiedlich bewertet, was nicht überrascht, da es hier zu einer Verschiebung der Machtstrukturen innerhalb von Unternehmen kommt. Baker und Smith begrüßen ausdrücklich, dass nach der Deregulierung und den Veränderungen der Siebziger- und Achtzigerjahre „das Pendel wieder zurück in Richtung Finanzkapitalismus ausschlagen könnte, womit der Ermessensspielraum der Manager zu Gunsten einer konsequenteren Ausbeutung der Unternehmensressourcen eingeschränkt werden würde" (Baker und Smith, 1998, S. 22).[1])

1 *Die Marxisten würden dem wahrscheinlich zustimmen, aber „.... die konsequente Ausbeutung der Arbeiter" betonen.*

Andererseits schreiben Lazonick und O'Sullivan: „Im Namen der Schaffung von ‚Shareholder Value' vollzog sich in den vergangenen zwei Jahrzehnten ein deutlicher Wandel in der strategischen Orientierung der Spitzenmanager bei der Allokation von Unternehmensressourcen and -renditen weg vom ‚retain and reinvest' (Gewinne einbehalten und reinvestieren) hin zu ‚downsize and distribute' (schrumpfen und verteilen)." (Lazonick und O'Sullivan, 2000, S. 18).

Die grundlegende theoretische Arbeit, die die Argumente für mehr Aktionärseinfluss lieferte, stammt von Jensen und Meckling (1976), die die Zielfunktion des Unternehmens aus einem Principal-Agent-Problem zwischen Eigentümern und Management ableiten. Sie waren die ersten, die diese Modelle für eine positive Modellierung des Unternehmens heranzogen. Die Motivation der Manager liegt nicht vorrangig in der Maximierung von Profiten und damit des Unternehmenswerts, sondern in der Verfolgung ihrer eigenen Interessen. Daher vergeuden unabhängige Manager, die gegenüber dem Unternehmen nur partielle Ansprüche besitzen, Unternehmensressourcen. Um eine solche Vergeudung zu vermeiden und damit die Gewinne und den Wert des Unternehmens zu steigern, sollen die Manager nach Jensen und Meckling in Aktien oder Aktienoptionen bezahlt werden, was seit den Achtzigerjahren auch durchaus Usus geworden ist.

Im Lauf der Siebzigerjahre trat in institutioneller Hinsicht ein zweifacher Wandel ein, der zu mehr Übereinstimmung zwischen den Interessen der Manager und jenen der Aktionäre führte: die Entwicklung neuer Finanzinstrumente, die feindliche Übernahmen und Veränderungen in der Gestaltung der Managerentlohnung ermöglichten. Zu den Ersteren zählten Tender Offers und Junk Bonds (Baker und Smith, 1998); zu den Letzteren leistungsorientierte Entlohnungschemata und Aktienoptionen (Lazonick und O'Sullivan, 2000), wobei Erstere als Peitsche und Letztere als Zuckerbrot dienten. Beide haben ziemlich effektiv dazu beigetragen, dass das Management die Prioritäten der Aktionäre übernahm und „einen tief greifenden Wandel in Managermacht und -verhalten" eingeleitet (Baker und Smith, 1998, S. 3).

Die bedenkenlose Verschwendung von Firmenvermögen, die von Jensen und Meckling betont wurde, ist nicht unbedingt die einzige Konsequenz. Einem anderen Gedankengang zufolge neigen unabhängige Manager auch dazu, exzessiv zu investieren. Hier sind die Manager möglicherweise zumindest zum Teil durch Machtgier motiviert, d. h. den Wunsch, über Menschen und Geldmittel zu verfügen, wozu große, im Aufbau befindliche Unternehmen besondere Möglichkeiten bieten. Wirtschaftshistoriker – speziell Chandler (1977) – und Postkeynesianer[1]) haben argumentiert, dass unabhängige Manager eher mehr Wachstum als Verschwendung erzeugen. Makroökonomisch kann das sinnvoll sein, wenn in der Wirtschaft Unterbeschäftigung herrscht, was – wie die Postkeynesianer behaupten – in kapitalistischen Wirtschaften der Normalzustand ist.

1 *Die Postkeynesianer formulierten eine detailliert ausgearbeitete Theorie des Unternehmens im Zeitalter des „managerial capitalism", die ursprünglich von Galbraith (1967) und Eichner (1976) entwickelt und von Lavoie (1992) übersichtlich zusammengefasst wurde.*

8 Ein postkeynesianisches Modell der Shareholder Revolution[1])

Im Folgenden wird zum Zweck der Analyse einer solchen Verschiebung der Machtverhältnisse ein einfaches, von der postkeynesianischen Theorie inspiriertes Modell des Unternehmens präsentiert. Der Ausgangspunkt für die postkeynesianische Theorie der Firma ist interessanterweise – ähnlich wie bei modernen Unternehmenstheorien – die Trennung von Eigentum und Kontrolle.

Manager haben andere Prioritäten als die Gewinnmaximierung: Sie streben nach Macht und Prestige, das in hohen Marktanteilen und schnellem Wachstum, luxuriösen Büros und einer großen Zahl von Untergebenen zum Ausdruck kommt. Die Eigentümer sind andererseits nur an den Gewinnen interessiert. Dies muss nicht notwendigerweise so sein, sie können durchaus auch andere Interessen verfolgen. Insbesondere sind sie an Vermögenswerten, also dem Marktwert des Unternehmens, interessiert. Wir vereinfachen hier durch die Annahme, dass zwischen Gewinnen und Vermögenswerten ein direkter Zusammenhang besteht. In der Realität wird dies nicht immer zutreffen, aber nach der herkömmlichen Theorie ergibt sich der Preis eines Wirtschaftsgutes aus dem damit erzielbaren abgezinsten (erwarteten) Einkommensstrom, der im Falle eines Industrieunternehmens annäherungsweise durch die Unternehmensgewinne dargestellt wird. Auf das Thema Spekulation wird hier nicht eingegangen. Es muss nicht betont werden, dass dies nicht aus Gründen des Realismus, sondern zum Zweck der Vereinfachung der Darlegung geschieht. Das spezifische Unternehmensziel oder, genauer gesagt, die relative Gewichtung einander widersprechender Ziele, ist von der relativen Machtverteilung zwischen Managern und Eigentümern abhängig. Diese wird wiederum durch die spezifischen institutionellen Rahmenbedingungen des Unternehmens und der Volkswirtschaft bestimmt.

Um das Argument mittels einer Formel darzustellen, wird angenommen, dass die einzigen zwei Variablen – Wachstum und Gewinne – in die Nutzenfunktionen der Manager bzw. der Eigentümer eingehen. Weiters wird angenommen, dass die Manager nur nach Wachstum und die Eigentümer nur nach Profit streben. Damit erhalten wir für die Manager und die Eigentümer die Nutzenfunktionen U_M bzw. U_O.

$$U_M = U(g)$$
$$U_O = U(r) \tag{1}$$

wobei g für die Investitionen bzw. das Wachstum des Unternehmens steht und r die Gewinnquote ist.

Die Zielfunktion Unternehmen erhält man als eine gewichtete Kombination der beiden Größen, z. B.:

$$U_F = U_M^{1-\beta} U_O{}^{\beta} \tag{2}$$

wobei $0 \leq \beta \leq 1$ die relative Macht der Aktionäre darstellt.

1 *Dieses Kapitel sowie das folgende basieren zum Teil auf Stockhammer (2004).*

Der Unterschied in den Interessen wäre kein Thema, wenn die beiden Zielsetzungen einander ergänzten. Dies wird im Allgemeinen aber nicht der Fall sein. Bei Annahme einer Standardkostenfunktion verläuft die Profitabilität konkav zu den Investitionen. Damit existiert ein Investitionsniveau, auf dem der Gewinn maximiert wird, über dem es aber zu einem Trade-off (Erzielung von Wachstum auf Kosten von Gewinn) kommt. Da Manager nach hohem Wachstum streben, wird das Unternehmen nur im Trade-off-Bereich operieren.[1])

Wenn wir den Trade-off akzeptieren, erhalten wie die Gewinne in Abhängigkeit von den Investitionen:

$$\text{Trade-off Gewinn/Wachstum: } r^{RG} = r(g) \text{ wobei } r' < 0 \tag{3}$$

Damit wird das Unternehmen seine objektive Funktion unter Berücksichtigung des Trade-offs zwischen Wachstum und Gewinn maximieren.

Informativ ist die Betrachtung zweier Extremfälle. Als ersten Fall nimmt man an, dass die gesamte Macht bei den Managern liegt. Dann beinhaltet die objektive Firmenfunktion nur das Wachstum, und die Manager streben nur danach, das Wachstum zu maximieren. Im Allgemeinen gelten für Manager allerdings gewisse Überlebensbedingungen, wie etwa, dass die Firma keine Verluste schreibt, oder es bestehen Finanzierungsrestriktionen. Dabei unterscheidet man zwischen Innen- und Außenfinanzierung.[2]) Der Einfachheit halber wird angenommen, dass die Banken Kredite in Höhe eines Vielfachen des im vergangenen Jahr erwirtschafteten Gewinns vergeben. Daraus folgt, dass wir die Höhe der für ein Unternehmen möglichen Investitionen als Funktion seiner Gewinne darstellen können.

$$\text{Finanzierungsrestriktion: } g^{FC} \leq g(r) \text{ wobei } g' > 0 \tag{4}$$

Das Finanzierungsvolumen ist durch die Gewinne abzüglich der ausgeschütteten Dividenden – also die einbehaltenen Gewinne – sowie die mögliche Außenfinanzierung, die eine positive Funktion der Gewinne ist, beschränkt. Diese Restriktion ist nicht unbedingt zwingend. Sie sagt uns, wie viel ein Unternehmen maximal investieren kann, aber nicht, wie viel es tatsächlich investieren wird.

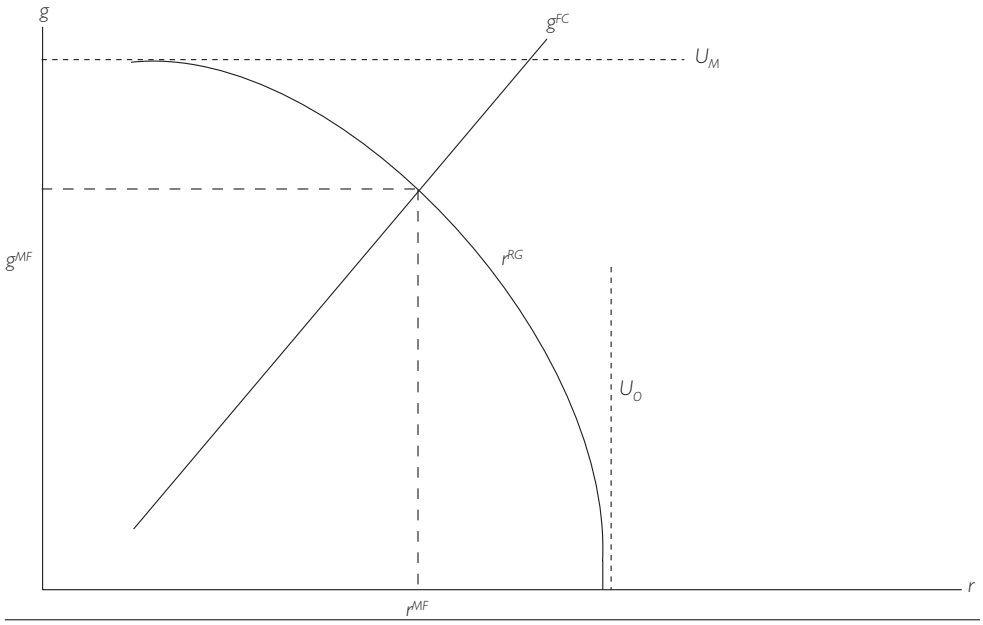
Grafik 1 stellt eine grafische Analyse des von Managern kontrollierten Unternehmens dar. Die horizontale Linie U_M ist die Indifferenzkurve der Manager, die nur nach Wachstum streben, die vertikale Linie U_O die Indifferenzkurve der Eigentümer. r^{RG}, die konkav verlaufende Kurve, steht für den

1 *Die Vorstellung, dass Wachstum auf Kosten der Gewinne geht, ist in der jüngsten Literatur über Corporate Governance weit gehend eine Standardannahme. So heißt es etwa in einer OECD-Publikation: „Diese mangelnde Kontrolle über das Management manifestierte sich u.a. im Streben nach Marktanteilen und Wachstum zu Lasten der Profitabilität (...)." (OECD; 1998, S. 17; Hervorhebung durch den Autor). Fairerweise ist dies nicht die einzige angeführte Manifestation, doch ist die Existenz eines solchen Abtauschs offensichtlich impliziert.*

2 *Dies ist eine der Grundthesen der postkeynesianischen Wirtschaftswissenschaft, die in den vergangenen Jahrzehnten nach Miller und Modigliani (1958) von den Neoklassikern erst wieder langsam und schmerzlich wiederentdeckt wurde. Gemäß dem Prinzip des zunehmenden Risikos erhöhen die Unternehmen ihre Verschuldung nur zögernd, da ein Konkurs das Weiterbestehen des Unternehmens gefährden würde. Banken betrachten andererseits den aktuellen Gewinn und das Vermögen als Proxy für die Zuverlässigkeit eines Unternehmens und vergeben Kredite nur an Unternehmen, die bereits Gewinne machen.*

Grafik 1

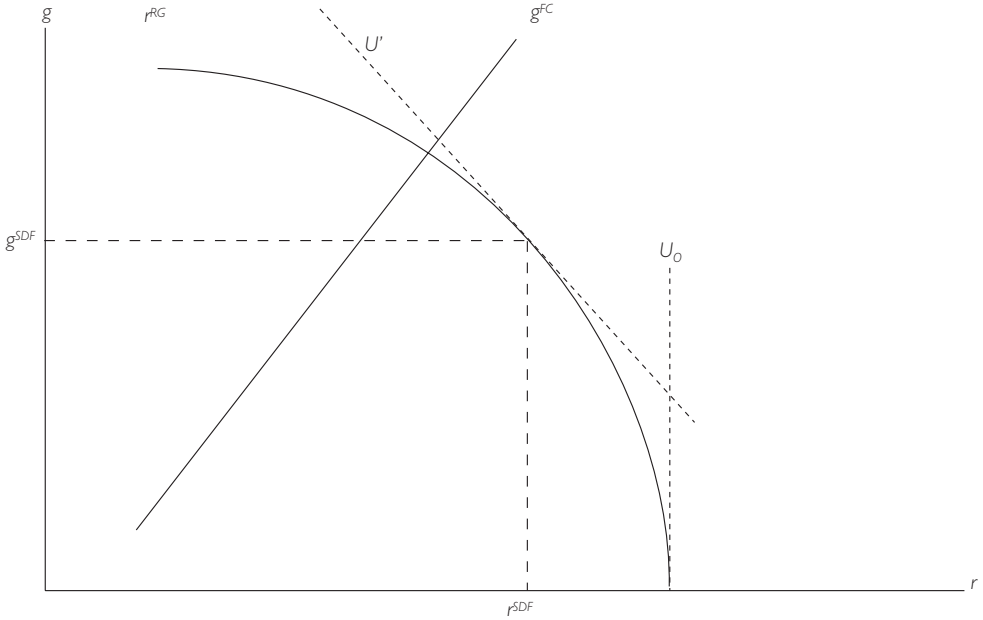
Präferenzen und Restriktionen in einer durch das Management kontrollierten Firma



Trade-off zwischen Wachstum und Gewinn, g^{FC} ist die Finanzierungsrestriktion. Die Manager wollen die höchstmögliche Wachstumsrate erreichen, die in diesem Fall bei der vollen Nutzung der Finanzierungsmöglichkeiten liegt. Daher wird in einem von Managern kontrollierten Unternehmen die für g,r gewählte Kombination g^{MF} und r^{MF} lauten.

Grafik 2

Präferenzen und Restriktionen in einer durch die Aktionäre kontrollierten Firma



Als zweiter Fall wird eine Situation betrachtet, in der die gesamte Macht bei den Eigentümern liegt. Dann zielt das Unternehmen einfach nur auf Gewinnmaximierung ab und wählt jenes Wachstum, bei dem der Gewinn am größten ist. Die Zwischenform eines von Aktionären dominierten Unternehmens (shareholder-dominated firm, SDF) ist in Grafik 2 dargestellt. Die Bezeichnungen wurden wie oben gewählt. Auf Grund der Einführung von Aktienoptionen und der Möglichkeit feindlicher Übernahmen haben sich die Manager zum Teil die Interessen der Aktionäre zu eigen gemacht, was durch die Indifferenzkurve U' zum Ausdruck kommt. Sie liegt zwischen der Indifferenzkurve der Manager und jener der Eigentümer. In diesem Fall lautet die gewählte Kombination von g und r g^{SDF} und r^{SDF}, wobei das Wachstum niedriger und die Profitabilität höher als im vorigen Fall ist.

Es ist schwierig, diese Theorie zu überprüfen, da es für die Macht der Aktionäre kein einfaches Maß gibt. Stockhammer (2004) schlägt vor, als Proxy die „Finanzeinkommensquote der Nichtfinanzunternehmen" (RQNF), d. h. das Zins- und Dividendeneinkommen der Nichtfinanzunternehmen im Verhältnis zur Wertschöpfung dieses Sektors[1]) heranzuziehen. Dabei lautet die Überlegung wie folgt: Wenn unser Ansatz stimmt, wäre zu erwarten, dass sich die Manager – und daher auch die Nichtfinanzunternehmen – zunehmend als Rentiers betrachten und sich daher auch entsprechend verhalten werden.[2]) Zu erwarten wären dann ein niedrigeres angestrebtes Wachstum und höhere Finanzinvestitionen. Anders ausgedrückt: die Zielsetzung des Unternehmens verschiebt sich von den für Industriemanager typischen produktionsorientierten Zielsetzungen hin zu einer Renditeorientierung, wie sie für Investmentfonds typisch ist. RQNF dient damit als Proxy für die „Finanzialisierung" eines Nichtfinanzunternehmens.

Diese Messgröße hat natürlich ihre Schwächen. Zunächst einmal ist sie ein indirektes Maß – ein Proxy – da wir die Veränderungen in den Managementprioritäten nicht direkt messen können. Stattdessen betrachten wir ein Maß, das laut unserer Hypothese selbst das Ergebnis veränderter Einstellungen ist. Zweitens misst RQNF nicht die Finanzinvestitionen an sich, sondern das Einkommen aus Finanzinvestitionen. Dieses kann auf Grund höherer Zinssätze oder Dividendenausschüttungen oder zufolge einer Zunahme von Finanzinvestitionen steigen. Wir können daher nicht unterscheiden, ob zusätzliches Einkommen auf Grund veränderter Managementprioritäten oder auf Grund veränderter Renditen erzielt wurde. In der ökonometrischen Analyse wird dieses Problem durch die Einbeziehung der Zinssätze in die Regressionsrechnung berücksichtigt. Das Maß ist aber auch deshalb attraktiv, weil es das Einkommen misst. Wenn Unternehmen einer Finanzrestriktion unterliegen,

1 *Der Zähler dieses Ausdrucks erfasst das Finanzeinkommen. Zu beachten ist, dass die „Finanzeinkommensquote der Nichtfinanzsektoren" nicht die Finanzinvestitionen selbst, sondern das Einkommen aus Finanzinvestitionen erfasst. Die Größe stammt aus der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung und ist damit eine Stromgröße, die Wertberichtigungen nicht berücksichtigt.*

2 *Zu beachten ist, dass bei unserer Betrachtungsweise vermieden wird, die aktive Rolle ausschließlich Rentiers und Finanzmärkten zuzuschreiben. Wie von Lazonick und O'Sullivan (2000) sowie Jürgens, Naumann und Rupp (2000) bemerkt, kann das Management in Anbetracht seiner nicht eindeutigen Klassenposition nach anfänglichen Veränderungen die Shareholder-Value-Orientierung sogar aktiv fördern.*

würde man einen positiven Zusammenhang mit jeder Art von Einkommen erwarten. Die postulierte Theorie geht jedoch von einem negativen Effekt aus.

Um den Effekt der Finanzialisierung auf die Investitionen herauszufiltern, kontrollieren wir für Standardvariablen, die Investitionsentscheidungen beeinflussen. Wir verwenden dazu einen Akzeleratorterm, einen Gewinnterm und einen Term für die relativen Kapitalkosten, also die in der Literatur genannten Standardvariablen (siehe Überblick von Meyer und Kuh, 1957; Jorgenson, 1971; und Chirinko, 1993). Die Investitionsgleichung lautet somit:

$$AKKU = f(GROWTH, PQ, RKK; RQNF) \tag{5}$$

mit den erwarteten Vorzeichen: $f_{GROWTH} > 0, f_{PQ} > 0, f_{RKK} < 0, f_{RQNF} < 0$ wobei AKKU für Akkumulation, GROWTH für das BIP-Wachstum, PQ für die Gewinnquote, RKK für die relativen Kapitalkosten und RQNF für die Finanzeinkommensquote der Nichtfinanzunternehmen (RQNF) stehen.[1]) Eine Zusammenfassung der Datendefinitionen und -quellen ist im Anhang enthalten.

Tabelle 3 stellt die Ergebnisse dieser Regression dar. Da die Regression autoregressive Terme inkludiert, sind die R^2 hoch, mit einem niedrigsten Wert von 0˙84 (für die USA). Das Wachstum ist nur einmal auf dem 5-Prozent-Niveau statistisch signifikant, und zwar im Vereinigten Königreich. PS (PQ) ist zweimal auf dem 5-Prozent-Niveau statistisch signifikant (Deutschland und Frankreich). CC (RKK) ist nur im Vereinigten Königreich statistisch signifikant (Deutschland liegt nahe am 10-Prozent-Niveau). RSNF (RQNF) ist in Frankreich und in den USA auf einem Niveau von 5% oder höher statistisch signifikant. Damit weisen die Koeffizientenschätzungen nur mäßige Signifikanzniveaus auf, was zum Teil der Multikollinearität und der nach dem Hinweis auf eine Autokorrelation der zweiten Ordnung durchgeführten Berücksichtigung zweier Lags bei der abhängigen Variablen zuzuschreiben ist. Der Breusch-Godfrey-Test liefert keine Hinweise auf die Existenz einer Autokorrelation (dieser Test wurde mit bis zu vier Lags durchgeführt). Auch gibt es keine Hinweise auf einen Strukturbruch.

Die Ergebnisse sind für verschiedene Länder unterschiedlich. Dies ist nicht überraschend, da der Grad der Orientierung am Shareholder Value stark unterschiedlich ist, wobei die USA und das Vereinigte Königreich vor Frankreich führend sind und Deutschland etwas nachhinkt. Zum Nachweis der Robustheit der Ergebnisse wurden verschiedene Spezifikationen geschätzt, die alle im Wesentlichen ähnliche Resultate ergaben. Variiert wurden das Maß für das Wachstum und verschieden Zeitserienspezifikationen.

Bei der obigen Diskussion ging es um die statistische Signifikanz. Ob die Koeffizientenschätzungen (ob statistisch signifikant oder nicht) einen ökonomisch relevanten Wert ergeben – also gemäß McClosky und Ziliak (1996) „ökonomisch signifikant“ sind – ist eine andere Frage. Einige einfache Berechnungen bestätigen dies. Die mittlere Schätzung für den Koeffizienten ergibt für

1 *Diese Spezifikation ist von der Umformulierung der postkeynesianischen Investitionsfunktion durch Marglin und Bhaduri (1990) inspiriert, enthält als Spezialfall aber den neoklassischen Ansatz (der erstmals von Jorgenson propagiert wurde, 1963). Die Keynesianer unterstreichen die Bedeutung der Nachfrageeffekte und die Rolle der Gewinne als Quelle der Innenfinanzierung und Proxy für Gewinnerwartungen, während die Neoklassiker die Rolle der relativen Kapitalkosten betonen und die Rolle des Outputs akzeptieren.*

Tabelle 3

Erklärung des Investitionsverhaltens

Periode	Deutschland 1963–1990	Frankreich 1978–1997	Vereinigtes Königreich 1970–1996	USA 1963–1997
Konst	–0˙03*	–0˙02	0˙00	0˙01
	–1˙85	*–1˙67*	*–0˙03*	*0˙40*
$WACHSTUM_{-1}$	–0˙01	0˙02	0˙08**	0˙08
	–0˙11	0˙31	2˙52	1˙24
PQ_{-1}	0˙0012**	0˙0011**	7E–05	0˙000
	2˙42	*2˙38*	*0˙10*	*0˙24*
$RQNF_{-1}$	–0˙22	–0˙32***	–0˙04	–0˙22***
	–0˙83	*–2˙66*	*–0˙34*	*–2˙45*
ΔKK_{-1}	–0˙0004	0˙0004	–0˙0003**	–0˙001
	–1˙12	*0˙61*	*–1˙71*	*–1˙47*
$AKKU_{-1}$	1˙13***	0˙49	1˙18***	0˙75
	4˙26	*1˙13*	*6˙63*	*3˙09*
$AKKU_{-2}$	–0˙36	0˙18	–0˙28	–0˙22
	–1˙60	*0˙52*	*–1˙45*	*–0˙99*
R2	0˙96	0˙93	0˙89	0˙84
adj R2	0˙94	0˙90	0˙85	0˙80
BG Obs˙ R2	2˙16	4˙11	1˙1	4˙45
Chow Breakpoint Test 1980				
F-Statistik	1˙01		1˙43	1˙25
Wahrscheinlichkeit	*0˙46*		*0˙28*	*0˙32*

Berechnungen mit Eviews durchgeführt. Kursive Werte sind T-Werte..
, ** und * entsprechen dem Signifikanzniveau von 10%, 5% und 1%. BG ist der Breusch Godfrey Autokorrelationstest. Die Nullhypothese „keine Autokorrelation" konnte nicht zurückgewiesen werden.*

alle vier Länder –0˙22. Die mittlere Änderung des RSNF (RQNF) lag zwischen den Sechziger- und den Neunzigerjahren bei etwa 0˙025. Daraus ergibt sich ein langfristiger Effekt der Änderung im RSNF (RQNF) auf die Akkumulation von –0˙015, was einem beträchtlichen Anteil der tatsächlichen Verlangsamung der Akkumulation über diesen Zeitraum entspricht. Allerdings sind die Ergebnisse von Land zu Land stark unterschiedlich. Es versteht sich, dass diese simple Rechnung keine Aussage über die tatsächlichen Effekte liefern soll und nur zur Überprüfung der Frage dient, ob die in den Parameterschätzungen implizierten Effekte von einer ökonomisch relevanten Größenordnung sind. Die Antwort auf diese Frage ist ein eindeutiges Ja.

9 Schlussfolgerung

Dieser Beitrag wirft eine scheinbar einfache Frage auf: Wie beeinflussen die Aktienmärkte die Investitionen? Die nahe liegende Antwort würde lauten, dass Aktienmärkte eine Finanzierungsquelle für Investitionen sind und höhere Aktienkurse daher zu höheren Investitionen führen. Empirisch wurde nachgewiesen, dass nichts davon zutrifft. Die Analyse der Geldströme zu Nichtfinanzunternehmen zeigt, dass mit dem Eigenkapital keine Nettofinanzierungsleistung erbracht wird, und die Studien zum Investitionsverhalten weisen fast übereinstimmend nach, dass die Aktienkurse keine Auswirkungen auf den Investitionsaufwand haben.

Neben dem offensichtlichen direkten Effekt können Veränderungen in den Aktienkursen auch indirekte Auswirkungen auf die Investitionen haben. Sie können die Allokation von Investitionen, die Stabilität des Finanzsystems und – über den Vermögenseffekt – auch den Konsum beeinflussen, der über einen Akzelerator wiederum Auswirkungen auf die Investitionsausgaben hat.

Paradoxerweise liefert die empirische Forschung mehr Bestätigungen für den Vermögenseffekt und die Akzeleratorwirkung als für den direkten Finanzierungsmechanismus.

Unter diesen indirekten Mechanismen galt das Hauptaugenmerk Veränderungen in der Corporate Governance. Es wurde argumentiert, dass eine Verschiebung in den Machtverhältnissen zu Lasten der Manager und zu Gunsten der Aktionäre – als Shareholder Revolution bekannt – die Prioritäten der Manager stark beeinflussen kann. Aufbauend auf der postkeynesianischen Theorie der Firma wurde dargestellt, dass unter diesen Bedingungen die angestrebte Gewinnquote möglicherweise gestiegen ist, während die Wachstumsraten gesunken sind. Eine ökonometrische Untersuchung bestätigte diese Hypothese.

Das hier skizzierte Gesamtbild deutet darauf hin, dass die Entwicklungen auf den Aktienmärkten in den vergangenen Jahrzehnten nur eine geringe, wenn überhaupt eine positive Auswirkung auf die Investitionen hatten. Während die direkten Effekte bei null liegen, können die indirekten Effekte des Konsumbooms – der jedoch nicht nachhaltig ist – positiv sein. Es ist unwahrscheinlich, dass eine Politik, die auf mehr Macht für Stakeholder statt für Aktionäre abzielt und damit eine Abkehr von der Politik der vergangenen zwei Jahrzehnte bedeuten würde, negative Auswirkungen auf die Investitionen hätte.

Literaturverzeichnis

Arestis, P., Demetriades, P., Luintel, K. (2001). Financial Development and Economic Growth: The Role of Stock Markets. In: Journal of Money, Credit and Banking 33, 1, 16–41.

Baker, G., Smith, G. (1998). The New Financial Capitalists: Kohlberg Kravis Roberts and the Creation of Corporate Value. In: Cambridge University Press, New York.

Beck, T., Demirgüc-Kunt, A., Levine, R., Maksimovic, V. (2001). Financial Structure and Economic Development: Firm, Industry and Country Evidence. In: Demirgüc-Kunt, A., Levine, R. (Hrsg.). Financial Structure and Economic Growth. MIT Press, Cambridge.

Bernanke, B. (1983). Nonmonetary Effects of the Financial Crises in the Propagation of the Great Depression. AER 73, 257–276.

Blanchard, O., Rhee, C., Summers, L. (1993). The Stock Market, Profit, and Investment. QJE 108, 115–136.

Boone, L., Giorno, C., Richardson, P. (1998). Stock Market Fluctuations and Consumption Behaviour: Some Recent Evidence. In: OECD Economics Department Working Papers Nr. 208.

Boone, L., Girouard, N., Wanner I. (2001). Financial Market Liberalization, Wealth and Consumption. In: OECD Economics Department Working Papers 308.

Carlin, W., Mayer, C. (1999). Finance, Investment and Growth. In: CEPR Discussion Paper Nr. 2233.

Case, K., Shiller, R., Quigley, J. (2001). Comparing Wealth Effects: The Stock Market Versus the Housing Market. In: NBER Working Paper Nr. w8606.

Chandler, A. (1977). The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business. MA, Harvard University Press, Cambridge.

Chirinko, R. (1993). Business Fixed Investment Spending: Modeling Strategies, Empirical Results and Policy Implications. Journal of Economic Literature XXXI, 1875–1911.

Corbett, J., Jenkinson, T. (1997). How is Investment Financed? A Study of Germany, Japan and the United Kingdom and the United States. The Manchester School Supplement 1997, 69–93.

Demirgüc-Kunt, A., Detragiache, E. (1998). The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries. In: IMF Staff Papers 45, 1, 81–109.

Eichner, A. (1976). Megacorp and Oligopoly: Micro Foundations of Macro Dynamics. Cambridge, Cambridge University Press.

Ford, R., Poret, P. (1991). Business Investment: Recent Performance and Some Implications for Policy. In: OECD Economic Studies 16, 79–131.

Galbraith, J. (1967). The New Industrial State. New York, New American Library.

Gerschenkron, A. (1962). Economic Backwardness in a Historical Perspective. Cambridge, Massachusetts, Harvard University Press.

Grabel, I. (1997). Savings, Investment, and Functional Efficiency: A Comparative Examination of National Financial Complexes. In: Pollin, R. (Hrsg.). The Macroeconomics of Savings, Finance and Investment. Ann Arbor, University of Michigan Press.

Hutchinson, M., McDill, K. (1999). Are All Banking Crises Alike? The Japanese Experience in International Comparison. In: NBER Working Paper Nr. w7253.

Jensen, M., Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. In: Journal of Financial Economics 3, 305–60.

Jorgenson, D. (1971). Econometric Studies of Investment Behavior: A Survey. In: Journal of Economic Literature 9, 4, 1111-1147.

Jorgenson, D. (1963). Capital Theory and Investment Behavior. AER 53, 2, 247–259.

Jürgens, U., Naumann, K., Rupp, J. (2000). Shareholder Value in An Adverse Environment: The German Case. Economy and Society 29, 1, 54–79.

Kalecki, M. (1954). Theory of Economic Dynamics. Reprinted in: Osiatynski, J. (Hrsg.). Collected Works of Michal Kalecki, Band 1, Clarendon Press, Oxford.

Lavoie, M. (1992). Foundations of Post-Keynesian Economic Analysis. Aldershot, Edward Elgar.

Lazonick, W., O'Sullivan, M. (2000). Maximising Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance. In: Economy and Society 29, 1, 13–35.

Levine, R. (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. In: Journal of Economic Literature 35, 2, 688–726.

Mankiw, G. (1988). New Issues in Corporate Finance: Comments. EER 32, 5, 1183–1186.

Marglin, S., Bhaduri, A. (1990). Profit Squeeze and Keynesian Theory. In: Marglin, S., Schor, J. (Hrsg.). The Golden Age of Capitalism. Reinterpreting the Postwar Experience. Oxford, Clarendon.

Mayer, C. (1988). New Issues in Corporate Finance. In: European Economic Review 32, 1167–1189.

Meyer, J., Kuh, E. (1957). The Investment Decision. Cambridge, MA, Harvard University Press.

McCloskey, D., Ziliak, S. (1996). The Standard Error of Regressions. In: Journal of Economic Literature 34, 1, 97–114.

Morck, R., Shleifer, A., Vishny, R. (1990). The Stock Market and Investment: Is the Market a Sideshow? BPAE 2, 1990, 157–202.

Modigliani, F., Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. AER XLVIII, 3, 261–297.

Myers, S. (2001). Capital Structure. In: Journal of Economic Perspectives 15, 2, 81–102.

Myers, S., Majluf, N. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. In: Journal of Financial Economics 13, 2, 187–221.

OECD (1998). Shareholder Value and the Market in Corporate Control in OECD Countries. In: Financial Market Trends 69, 15–38.

Poterba, J., Samwick, A. (1995). Stock Ownership Patterns, Stock Market Fluctuations, and Consumption. BPAE 2, 1995, 295–358.

Poterba, J. (2000). Stock Market Wealth and Consumption. In: Journal of Economic Perspectives, Band 14, Nr. 2.

Rajan, R., Zingales, L. (2001). The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th Century. In: NBER Working Paper 8178.

Schaberg, M. (1999). Globalization and the Erosion of National Financial Systems. Is Declining Autonomy Inevitable? Cheltenham, UK, Edward Elgar.

Stockhammer, E. (2004). Financialization and the Slowdown of Accumulation. In: Cambridge Journal of Economics, im Erscheinen.

Tease, W. (1993). The Stock Market and Investment. OECD Economic Studies 20, 41–61.

Tobin, J. (1969). A General Equilibrium Approach to Monetary Theory. In: Journal for Money, Credit, and Banking 1, 1, 15–29.

Anhang

Datenanhang

Variable	Definition	Quelle
ACCU (AKKU)	Zunahme des Bruttokapitalstocks im Unternehmenssektor	Datenbank OECD Economic Outlook
Growth (Wachstum)	Reales BIP-Wachstum im Unternehmenssektor	Datenbank OECD Economic Outlook
PS (PQ)	Gewinnquote im Unternehmenssektor	Datenbank OECD Economic Outlook
CC (RKK)	Relative Kapitalkosten: Deflator der Investitionsgüter plus kurzfristiger Zinssatz / reale Lohnkosten	Datenbank OECD Economic Outlook
RSNF (RQNF)	Zinsen- und Dividendeneinkommen der Nichtfinanzunternehmen/ Wertschöpfung der Nichtfinanzunternehmen	Datenbank OECD National Accounts, Vol. II

Finanzmarktentwicklung und Wachstumsschwankungen in den OECD-Ländern

Franz R. Hahn[1])

1 Einleitung

Es mehren sich empirische Hinweise, dass von den Aktienmärkten wesentliche Wachstumsimpulse ausgehen. So liefert z. B. eine aktuelle OECD-Studie neue empirische Erkenntnisse, wonach sich die Aktienmarktentwicklung in den Industriestaaten seit den Siebzigerjahren des 20. Jahrhunderts positiv auf das Wirtschaftswachstum ausgewirkt haben dürfte (siehe Leahy et al., 2001). Diese Erkenntnisse stellt Hahn (2002a, 2002d) mit dem Argument in Frage, dass die zur Untersuchung herangezogenen Indikatoren für die Finanzmarktentwicklung durch Preiseffekte stark verzerrt sind. Hahn (2002a, 2002d) zeigt, dass sich der kausale Zusammenhang zwischen Aktienmarktentwicklung und Wirtschaftswachstum in Industriestaaten als statistisch nicht mehr signifikant erweist, sobald verzerrende Preiseffekte in den Berechnungen entsprechend berücksichtigt werden.

Eine eng mit der „finance matters"-Diskussion verknüpfte, aber noch nicht lange thematisierte Frage ist der Zusammenhang zwischen der Finanzmarkttiefe und -struktur eines Landes einerseits und der Amplitude des Konjunkturzyklus bzw. der Stärke der Wachstumsschwankungen andererseits. Während die Literatur, die sich mit dem Zusammenhang zwischen Finanzmarktentwicklung und langfristigem Wachstum beschäftigt, praktisch gleich stark empirisch und theoretisch orientiert ist, sind die Arbeiten zum Einfluss der Finanzmarktentwicklung auf den Konjunkturverlauf noch überwiegend theoretischer Natur. Aus der Literatur geht im Wesentlichen hervor, dass Volkswirtschaften mit einem entwickelten, also effizienten und liquiden Finanzmarkt Volkswirtschaften mit weniger gut ausgebautem Finanzmarkt im Hinblick auf die Ressourcenallokation und Risikodiversifizierung überlegen sind. Dementsprechend sollten Schocks – und somit gesamtwirtschaftliche Wachstumsschwankungen – in Ländern mit einem entwickelten Finanzmarkt besser abgefedert werden können als in bankdominierten Systemen. Nach Allen und Gale (2000) hingegen ist genauso denkbar, dass die Aufteilung der gesamtwirtschaftlichen (oder nicht diversifizierbaren) Risken besser funktioniert, wenn es weniger Finanzierungsalternativen gibt. Am Beispiel von Japan, Deutschland und Frankreich veranschaulichen Allen und Gale (2000), dass private Haushalte auf Grund des hohen Anteils von Bankeinlagen an der Geldvermögensbildung von Marktwertschwankungen nur begrenzt tangiert werden. Dies deckt sich mit empirischen Beobachtungen, wonach die Banken mit ihren Risikomanagement- und Informationsverarbeitungsleistungen ganz wesentlich zur Stabilisierung der realwirtschaftlichen Entwicklung beitragen dürften (Denizer, Iyigun und Owen, 2000).

In dieser Studie wird der Zusammenhang zwischen Finanzmarktentwicklung und Konjunkturschwankungen anhand unterschiedlicher Wirkungskanäle herausgearbeitet. Zunächst wird untersucht, ob der Finanzsektor unmittelbar Konjunkturschwankungen verstärkt oder vermindert. Aufbauend auf theoretischen Arbeiten zweier unterschiedlicher Forschungsansätze wird dann die Rolle der Finanzmarktentwicklung bei der Ausbreitung realer und monetärer Schocks analysiert. Diese Analysen ergeben überwiegend, dass reale Schocks

1 Mein Dank geht an Christa Magerl für exzellente Unterstützung bei diesem und anderen Forschungsvorhaben.

durch entwickelte Finanzmarktsysteme abgefedert, monetäre Schocks hingegen verstärkt werden.

Die vorliegende Studie ist wie folgt gegliedert: Kapitel 2 bietet einen knappen Literaturüberblick über die relevanten theoretischen Arbeiten zum Einfluss der Finanzmarktsysteme auf Wachstumsschwankungen. In Kapitel 3 werden die verwendeten Schätzmethoden und Datensätze beschrieben. Gegenstand von Kapitel 4 ist die Darstellung der wichtigsten Ergebnisse und der Resultate der Sensitivitätsanalyse. Kapitel 5 enthält abschließende Bemerkungen.

2 Theoretische Motivation

2.1 Finanzmarktentwicklung, Wettbewerb und Risikoabsicherung

Kompetitiven Märkten wird häufig unterstellt, dass sie gesamtwirtschaftliche und individuelle Risiken hervorrufen, gegen die sich die Marktteilnehmer selbst durch effiziente Diversifikation nicht schützen können (Rajan und Zingales, 1999a). Marktsysteme würden eine Versicherungslücke erzeugen, die sie selbst nicht schließen könnten. Mit dem Entwicklungsstand des Marktsystems verbreitert sich das Risikoprofil, das sich marktmäßig nicht versichern lässt. Dies würde in besonderem Maße für den Finanzsektor gelten.

Marktdominierte Finanzsysteme gelten zwar als allokationseffizienter und für die Diversifikation von individuellen (idiosynkratischen) Risiken besser geeignet als Finanzsysteme, die bankdominiert sind. Sie bieten jedoch keinen Schutz gegen systemische Risiken und häufig auch nicht gegen individuelle Risiken, wenn die abgesicherten Risikopositionen über das Kontrahentenrisiko in hohem Ausmaß mit makroökonomischen Schocks positiv korreliert sind. Demnach erhöhen entwickelte Finanzsysteme die makroökonomische Volatilität bzw. Unsicherheit unmittelbar durch ihre mangelnde Versicherungseffizienz hinsichtlich jener Risiken, die sie selbst und andere Märkte erzeugen. Daraus entsteht unter anderem auch eine direkte Verantwortung für die Wirtschaftspolitik. Finanzmärkte erzeugen Risiken, gegen die nur eine aktive und vorausschauende Wirtschaftspolitik – oder der Staat im Sinn einer Risiko(zwangs) gemeinschaft – ausreichenden Versicherungsschutz für alle Marktteilnehmer gewährleistet.

Allen und Gale (2000) erweitern diese Theorie, indem sie den unvollkommenen Finanzmärkten „langlebige“ Finanzinstitutionen (z. B. Banken) gegenüberstellen, die in der Lage sind, systemische Risiken intertemporal zu diversifizieren. Banken würden demnach gerade gegen Risiken, die über Finanzmärkte grundsätzlich nicht diversifiziert werden können, einen optimalen Versicherungsschutz bieten und damit gesamtwirtschaftliche Instabilität reduzieren. Nach der Theorie von Allen und Gale (2000) erreichen sie dies durch ihre Fähigkeit, Ex-post-Transaktionen tätigen zu können, die fehlende oder unvollständige Märkte ersetzen. Banken können jedoch diese Versicherungsleistung nur dann erbringen, wenn ihre Fähigkeit zum intertemporalen Risikoausgleich durch die Existenz von kompetitiven Finanzmärkten nicht nachhaltig gemindert wird (Allen und Gale, 2000, S. 156).

Diese Arbeiten betonen, dass effiziente und liquide Märkte Marktorientierung, Wettbewerb und Marktdisziplin begünstigen. Allerdings dürfte ein höherer Grad an Finanzmarktentwicklung Hand in Hand mit stärkeren Wachs-

tumsschwankungen gehen. Nach dieser Hypothese gibt es also einen eindeutigen positiven Zusammenhang zwischen Finanzmarktentwicklung und Stärke der Wachstumsschwankungen. Diese Hypothese soll, unter anderem, in der vorliegenden Studie empirisch überprüft werden.

2.2 Finanzmarktentwicklung und gesamtwirtschaftliche Schocks

Ein interessanter Aspekt in der Beziehung zwischen Finanzmärkten und makroökonomischer Instabilität ist das Zusammenwirken bzw. die Interaktion von Finanzmarktentwicklung und realen und monetären Schocks und der daraus resultierende Effekt auf die Fluktuation der Wirtschaftsleistung. Die theoretische Literatur ist in dieser Frage sehr differenziert und unterscheidet sich primär durch die unterschiedliche Bedeutung der relevanten Unvollkommenheiten des Kapitalmarktes. Maßgebliche Arbeiten, wie etwa jene von Kiyotaki und Moore (1997) und Bernanke und Gertler (1990), postulieren eine verstärkende konjunkturelle Wirkung von realen Schocks durch entwickelte, jedoch unvollkommene Finanzmärkte. Reale Schocks beeinflussen in diesen Modellen den Nettovermögenswert von kreditbeschränkten Unternehmen. Die destabilisierende Wirkung dieser Wertänderungseffekte wird durch unvollkommene (asymmetrische) Finanzmärkte noch verstärkt.

Neuere theoretische Arbeiten beschäftigen sich vertieft mit den Unterschieden von Schocks und der Rolle von unvollkommenen Kapitalmärkten in der Übertragung der Schockwirkungen auf den Konjunkturzyklus. Diese Forschungsrichtung verwendet dynamische, allgemeine Gleichgewichtsmodelle mit asymmetrischer Information auf den Kreditmärkten, die eine differenziertere Analyse des Übertragungsmechanismus von Schocks ermöglichen. Bacchetta und Caminal (2000) zeigen mit Hilfe dieses Modelltypus, dass Finanzmärkte Schocks sowohl verstärken als auch dämpfen können. Entscheidend ist, wie der Schock die Finanzierungsstruktur von kreditbeschränkten Unternehmen verändert. Beck, Lundberg und Majnoni (2001) erweitern die Analyse, indem sie zwischen monetären und realen Schocks differenzieren und die unterschiedliche Bedeutung unvollkommener Finanzmärkte in der Übertragung beider Schocktypen auf den Konjunkturzyklus beleuchten. Die theoretische Analyse zeigt, dass Unternehmen in Ländern mit hoch entwickelten Finanzmärkten in hohem Ausmaß von externer Finanzierung abhängen und damit auch von Schocks stärker betroffen sind, die der Finanzmarkt überträgt. Die destabilisierende Wirkung von monetären Schocks wird demnach durch unvollkommene Finanzmärkte verstärkt, die „Produktionsfunktion" der kreditfinanzierten Unternehmen zusätzlich destabilisiert. Andererseits sind hoch entwickelte Finanzmärkte besser in der Lage, Schocks, die direkt zu Produktionsstörungen in Cash-Flow-beschränkten Unternehmen führen, durch kostengünstige Bereitstellung externer Finanzierung zu mildern. Reale Schocks werden nach diesem theoretischen Ansatz durch unvollkommene Finanzmärkte gedämpft.

In der empirischen Analyse werden diese Implikationen der Modellanalyse von Beck, Lundberg und Majnoni (2001) für 22 OECD-Länder getestet, allerdings nicht nur in Bezug auf den Kreditmarkt – wir dehnen die Analyse auf den Aktienmarkt aus. Für diese analytische Erweiterung bietet das Modell von Beck, Lundberg und Majnoni (2001) jedoch nur eine indirekte Fundierung

(der Commercial Banker muss im Modell durch den Investmentbanker ersetzt werden).

3 Daten und ökonometrische Analyse

3.1 Die Datengrundlagen

Das WIFO-OECD-Datenset bezieht sich auf 22 Länder und umfasst die Jahre 1970 bis 2000. Die Hauptgründe für die Beschränkung der Analyse auf die Gruppe der Industrieländer sind die Qualität der Daten und der relativ hohe Homogenitätsgrad der Produktionstechnologien. Die empirische Analyse basiert auf einem Panel, das aus sechs nicht überlappenden Perioden besteht, die jeweils ein Intervall von fünf Jahren umspannen (1971 bis 1975; 1976 bis 1980; … 1996 bis 2000). Diese Perioden decken sich auch im zeitlichen Ablauf großteils mit den beobachteten Konjunkturzyklen. Tabelle A im Anhang gibt einen detaillierten Überblick über die statistischen Grundlagen der empirischen Analyse. Für die Sensitivitätsanalysen verwenden wir ein Panel, das aus Durchschnitten über zehn Jahre besteht, also aus den Perioden 1971 bis 1980, 1981 bis 1990, und 1991 bis 2000.

Als Indikatoren für die makroökonomische Volatilität verwenden wir Ex-post-Maße auf der Grundlage von historischen Daten. Einige Studien berechnen Ex-ante-Indikatoren durch Anwendung von vorausschauenden Verfahren (z. B. Ramey und Ramey, 1995). Damit wird versucht, den unerwarteten Teil der makroökonomischen Volatilität zu isolieren. Dies ist ohne Zweifel die theoretisch angemessene Vorgangsweise. Allerdings gehen durch diese Verfahren häufig unbeabsichtigt wertvolle Informationen verloren. Der Nutzen des Ex-ante-Ansatzes ist aber vor allem durch die Unkenntnis des richtigen Modells sehr beschränkt. Diese Unwägbarkeiten waren entscheidend für die Wahl von Ex-post-Berechnungen. Dieser Ansatz ist in der einschlägigen Literatur aus den eben genannten Gründen der gebräuchlichste.

Die zentralen makroökonomischen Volatilitätsmaße sind die Standardabweichung des Output-Gap, d. h. die Standardabweichung der Differenz zwischen tatsächlichem und potenziellem realen BIP (CY_SD), und die Differenz zwischen Maximum und Minimum des Output-Gap (CY_DIFF). Für die gewählten Datenintervalle (Durchschnitte über fünf Jahre) scheinen diese Maße besser für die Abbildung von kurzfristigen Schocks, die den Konjunkturzyklus bestimmen, geeignet als die Standardabweichung des BIP-Wachstums je Einwohner (GDPC_SD). In der Sensitivitätsanalyse wird jedoch zusätzlich zu den Output-Gap-orientierten Maßen auch die Standardabweichung des BIP-Wachstums je Einwohner (GDPC_SD) verwendet, um die Robustheit der Ereignisse auch in Bezug auf die verwendeten Indikatoren zu überprüfen. Damit ist auch die Vergleichbarkeit mit jenen empirischen Untersuchungen gewährleistet, die GDPC_SD als Maß für makroökonomische Variabilität verwenden.

Als Indikatoren für die Finanzmarktentwicklung verwenden wir die Börsenkapitalisierung inländischer Unternehmen in Relation zum BIP eines Landes (CAP) und den Quotienten aus Börsenumsätzen und Börsenkapitalisierung inländischer Unternehmen (TURN). CAP bildet die Größe des Aktienmarktes ab und TURN seine Effizienz (siehe zur Interpretation beider Variablen Hahn, 2002d). Die Bedeutung der Banken für das Finanzsystem eines Landes wird durch den Anteil der Bankkredite an den privaten Sektor am BIP (CREDIT)

angenähert. Demirgüc-Kunt und Levine (2001) berechnen einen Index, der Aufschluss darüber gibt, ob das Finanzsystem eines Landes mehr markt- oder mehr bankdominiert ist. Dieser Indikator (STRUCTURE) reicht für das vorliegende Ländersample von –0˙75 (stark bankdominiert) bis 2˙00 (stark marktorientiert) und wird alternativ zu den drei Finanzindikatoren in die empirische Analyse eingebunden.

In den empirischen Schätzansätzen müssen Sondereinflüsse mitberücksichtigt werden, die durch Variable des so genannten CONDITIONING SET abgebildet werden. Diese Informationsmenge umfasst die Kontrollvariablen OPEN (Warenexporte plus Warenimporte in Relation zum BIP), KQ (Kapitalexporte plus Kapitalimporte in Relation zum BIP), GOV (öffentlicher Konsum in Relation zum BIP), INF (Inflationsrate) und INF_SD (Standardabweichung der Inflationsrate auf Quartalsbasis).

Die Variablen OPEN bzw. KQ bilden den realwirtschaftlichen bzw. finanziellen Öffnungsgrad eines Landes ab und seine Exponiertheit gegenüber externen realen und monetären Schocks. GOV repräsentiert die Größe des Staatssektors eines Landes. Diese Variable ist eine Approximation für die stabilisierenden internen Faktoren eines Landes. Die Variablen INF und INF_SD reflektieren Nachfrageschocks unter der Annahme einer „normal geneigten" aggregierten Angebotsfunktion. INF_SD ist in der empirischen Analyse auch der zentrale Indikator für die statistische Abbildung monetärer Schocks. Die Standardabweichung der quartalsweisen Veränderungen wird ebenfalls für die Messung monetärer Schocks bzw. geldpolitischer Interventionsmaßnahmen verwendet. Die Standardabweichung der Terms of Trade (TOT_SD) ist in Übereinstimmung mit der einschlägigen Literatur unser bevorzugtes Maß für die Erfassung realer Schocks, die Standardabweichung von KQ (KQ_SD) jenes für die Fluktuation internationaler Kapitalströme.

Zur statistischen Erfassung der Volatilität auf dem Aktienmarkt verwenden wir zum einen die Methode von Schwert (1989) auf der Grundlage monatlicher Veränderungen von Aktienkursen auf Indexbasis (VOL) und zum anderen die Standardabweichung der monatlichen Veränderungen von Aktienkursen auf Indexbasis (VOL_SD).

Die Bedeutung der Finanzmärkte bzw. der Banken hinsichtlich der Wirkung von Schocks auf den Konjunkturzyklus wird durch das INTERACTING SET angenähert, das Interaktionen der Variablen CAP, TURN, CREDIT und STRUCTURE unter anderem mit den Volatilitätsvariablen INF_SD und TOT_SD einschließt.

3.2 Ökonometrischer Schätzansatz

Wir verwenden für die empirische Analyse des Datenpanels zwei Schätzverfahren: einen statischen „instrumental variable"-Schätzer (IV-Schätzer) und einen statischen Fixe-Effekte-Schätzer. Die Anwendung von dynamischen Panel-Schätzern ist auf Grund der gewählten Untersuchungsanordnung nicht zweckmäßig bzw. mit nur sehr geringen Effizienzgewinnen verbunden. Allerdings kann das Auftreten von Endogenitätsproblemen nicht ausgeschlossen werden, weshalb auch ein IV-Schätzer verwendet wird. Da Versuche mit GMM-Schätzern nicht erfolgreich waren, verwenden wir den IV-Schätzer von Anderson und Hsiao (1982). Konsistenzprobleme, verursacht durch Simul-

taneität, nicht berücksichtigte Variablen („omitted variables") oder unbeobachtete länderspezifische Effekte sollten bei diesem Schätzer zu keiner Verzerrung der Ergebnisse führen.

Verschiedene Endogenitätskontrollen ermutigen jedoch auch zur Anwendung von einfacheren Algorithmen, etwa des statischen Fixe-Effekte-Schätzers. Dieser Schätzer ist unter Standardvoraussetzungen zur Analyse von Makro-Panels gut geeignet. Der „least squares dummy variable"-Schätzer (LSDV) liefert unter den gegebenen Rahmenbedingungen mit großer Wahrscheinlichkeit unverzerrte Schätzergebnisse.

Der Regressionsansatz für beide Verfahren hat folgende allgemeine Struktur:

$$\sigma_{i,t} = \alpha + \beta\, FINANCE_{i,t} + \gamma[INTERACTING\ SET]_{i,t} + \delta[CONDITIONING\ SET]_{i,t} + \lambda_t + \eta_i + \varepsilon_{i,t} \qquad (1)$$

mit den Perioden $t = 1, ..., T$ und den Ländern $i = 1, ..., N$. Die Parameter λ_t und η_i repräsentieren zeit- und länderspezifische Effekte und $\varepsilon_{i,t}$ steht für den stochastischen Störterm. Die abhängige Variable $\sigma_{i,t}$ ist entweder CY_SD oder CY_DIFF; der Regressor FINANCE umfasst entweder CAP, TURN, CREDIT oder STRUCTURE; das INTERACTING SET beinhaltet Interaktionsterme aus Variablen der Informationsmenge FINANCE mit Kontrollvariablen des CONDITIONING SET, etwa INF_SD, TOT_SD, VOL_SD und VOL. Zum CONDITIONING SET gehören auch die Variablen KQ_SD, KQ, OPEN und GOV. Wie erwähnt werden über die drei letzteren Variablen die wichtigsten externen und internen Faktoren berücksichtigt, die in engem Zusammenhang mit gesamtwirtschaftlichen Wachstumsschwankungen stehen.

Als Spezifikationstest für den IV-Schätzansatz verwenden wir einen Sargan-Test für „overidentifying restrictions" sowie einen Test auf serielle Korrelation der Residuen. Eine persistente serielle Korrelation der Residuen ist ein Hinweis für das Vorliegen unbeobachteter gruppenspezifischer Effekte.

4 Die Schätzergebnisse

4.1 Regressionsergebnisse

Wir beginnen mit der Darstellung der Schätzergebnisse, die auf Basis des Sechs-Perioden-Panels für den Zeitraum 1971 bis 2000 gewonnen wurden (Tabelle 1). Die Spezifikation des Regressionsansatzes folgt im Wesentlichen jener von Beck, Lundberg und Majnoni (2001). Unterschiede ergeben sich durch die abweichende Berücksichtigung der Interaktionsterme, durch die die Bedeutung der Finanzmärkte für die Übertragung von Schocks auf die Realwirtschaft abgebildet wird. Um Instabilitäten durch Multikollinearität zu vermeiden, gehen die beiden Interaktionsterme um eine Periode verzögert in die Gleichung ein. Die Güte der Schätzergebnisse verschlechtert sich jedoch nicht, wenn beide Terme unverzögert berücksichtigt werden. In Erweiterung von Beck, Lundberg und Majnoni (2001) wird im vorliegenden Ansatz der volatilitätsdämpfende Effekt durch einen großen Staatssektor mit der Variable GOV kontrolliert.

Die in Tabelle 1 ausgewiesenen Ergebnisse bestätigen die Schätzungen von Beck, Lundberg und Majnoni (2001) hinsichtlich der verstärkenden Wirkung von Kreditmärkten auf monetäre Schocks. Die dämpfende Wirkung von Banken

auf reale Schocks ist jedoch auf der Grundlage des WIFO-OECD-Panels ausgeprägter. Dies mag unter anderem auch damit zusammenhängen, dass Beck, Lundberg und Majnoni (2001) ihrer empirischen Analyse ein Panel zu Grunde legen, das weit über die OECD hinausreicht (es umfasst 63 Länder). Außerdem weicht die Zahl der Perioden und die Länge der Intervalle von der von uns gewählten Vorgangsweise ab. Ihr Panel setzt sich aus drei nicht überlappenden Perioden der Jahre 1960 bis 1972, 1973 bis 1985 und 1986 bis 1997 zusammen. Als makroökonomisches Volatilitätsmaß verwenden Beck, Lundberg und Majnoni (2001) – wie bereits erwähnt – die Standardabweichung des BIP-Wachstums je Einwohner. Die unterschiedliche Wahl des Volatilitätsmaßes scheint jedoch – wie die Sensitivitätsanalyse im Abschnitt 4.2. zeigt – nicht entscheidend für die abweichenden Ergebnisse zu sein.

In Übereinstimmung mit Beck, Lundberg und Majnoni (2001) können wir ebenfalls keinen signifikanten, unabhängigen Einfluss der Banken auf die

Tabelle 1

Fixe-Effekte-Schätzungen

1971 bis 2000, Fünf-Jahres-Durchschnitte

Abhängige Variable	CY_SD	CY_DIFF	CY_SD	CY_DIFF	CY_SD	CY_DIFF
Erklärende Variable						
Konstante	−0.0022	0.0002	0.0043	0.0163	0.0087	0.0217
	(0.687)	*(0.988)*	*(0.297)*	*(0.086)*	*(0.096)*	*(0.060)*
$\ln(GOV)_t$	−0.0093	−0.0158	−0.0053	−0.0065	−0.0051	−0.0054
	(0.004)	*(0.028)*	*(0.018)*	*(0.215)*	*(0.071)*	*(0.420)*
$\ln(OPEN)_t$	0.0036	0.0086	0.0038	0.0090	0.0054	0.0115
	(0.007)	*(0.003)*	*(0.004)*	*(0.003)*	*(0.006)*	*(0.013)*
INF_SD_t	0.0008	0.0029	0.0008	0.0030	0.0008	0.0027
	(0.000)	*(0.000)*	*(0.000)*	*(0.000)*	*(0.000)*	*(0.000)*
TOT_SD_t	0.0098	0.0290	0.0107	0.0308	0.0110	0.0325
	(0.000)	*(0.000)*	*(0.000)*	*(0.000)*	*(0.001)*	*(0.000)*
$\ln(CREDIT)_t$	−0.0008	−0.0024				
	(0.642)	*(0.586)*				
interaction	0.0003	0.0008				
$(\ln(CREDIT)*INF_SD)_{t-1}$	*(0.000)*	*(0.000)*				
interaction	−0.0765	−0.1638				
$(\ln(CREDIT)*TOT_SD)_{t-1}$	*(0.001)*	*(0.001)*				
$\ln(CAP)_t$			0.0012	0.0037		
			(0.308)	*(0.087)*		
interaction			0.0001	0.0003		
$(\ln(CAP)*INF_SD)_{t-1}$			*(0.001)*	*(0.000)*		
interaction			−0.0470	−0.1105		
$(\ln(CAP)*TOT_SD)_{t-1}$			*(0.010)*	*(0.003)*		
$\ln(TURN)_t$					0.0027	0.0054
					(0.017)	*(0.035)*
interaction					0.0002	0.0003
$(\ln(TURN)*INF_SD)_{t-1}$					*(0.000)*	*(0.013)*
interaction					−0.0546	−0.1314
$(\ln(TURN)*TOT_SD)_{t-1}$					*(0.014)*	*(0.003)*
R^2	0.426	0.499	0.380	0.473	0.389	0.472
	p-Werte					
Wald-Tests:						
Joint significance	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Joint group dummy significance	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Time dummy significance	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Tests für serielle Korrelation der Residuen:						
AR (1)	0.935	0.969	0.367	0.633	0.812	0.791
AR (2)	0.347	0.413	0.231	0.309	0.478	0.486

Anmerkung: Zahl der Länder: 22, Zahl der Beobachtungen: 110. – Die Regressionen kontrollieren für zeitspezifische Effekte, die nicht ausgewiesen sind; p-Werte in Klammer. Heteroskedastizitätskonsistente Standardfehler werden verwendet.

Tabelle 2

Fixe-Effekte-Schätzungen

1971 bis 2000, Fünf-Jahres-Durchschnitte

Abhängige Variable	CY_SD	CY_DIFF	CY_SD	CY_DIFF
Erklärende Variable				
Konstante	−0.0008	0.0060	−0.0016	0.0062
	(0.890)	*(0.637)*	*(0.818)*	*(0.661)*
$\ln(GOV)_t$	−0.0079	−0.0119	−0.0091	−0.0134
	(0.019)	*(0.105)*	*(0.011)*	*(0.076)*
$\ln(OPEN)_t$	0.0035	0.0082	0.0055	0.0116
	(0.006)	*(0.003)*	*(0.001)*	*(0.002)*
INF_SD_t	0.0008	0.0029	0.0009	0.0030
	(0.000)	*(0.000)*	*(0.000)*	*(0.000)*
TOT_SD_t	0.0103	0.0305	0.0087	0.0284
	(0.000)	*(0.000)*	*(0.002)*	*(0.000)*
$\ln(CREDIT)_t$	−0.0022	−0.0067	−0.0013	−0.0045
	(0.283)	*(0.205)*	*(0.526)*	*(0.377)*
interaction	0.0008	0.0017	0.0003	0.0007
$(\ln(CREDIT)*INF_SD)_{t-1}$	*(0.252)*	*(0.156)*	*(0.349)*	*(0.156)*
interaction	−0.0705	−0.1276	−0.0480	−0.0792
$(\ln(CREDIT)*TOT_SD)_{t-1}$	*(0.061)*	*(0.107)*	*(0.075)*	*(0.164)*
$\ln(CAP)_t$	0.0009	0.0036		
	(0.340)	*(0.056)*		
interaction	−0.0002	−0.0005		
$(\ln(CAP)*INF_SD)_{t-1}$	*(0.471)*	*(0.392)*		
interaction	−0.0064	−0.0309		
$(\ln(CAP)*TOT_SD)_{t-1}$	*(0.769)*	*(0.467)*		
$\ln(TURN)_t$			0.0023	0.0046
			(0.004)	*(0.016)*
interaction			0.0000	0.0000
$(\ln(TURN)*INF_SD)_{t-1}$			*(0.911)*	*(0.929)*
interaction			−0.0292	−0.0856
$(\ln(TURN)*TOT_SD)_{t-1}$			*(0.106)*	*(0.012)*
R^2	0.448	0.522	0.461	0.531
	p-Werte			
Wald-Tests:				
Joint significance	0.000	0.000	0.000	0.000
Joint group dummy significance	0.000	0.000	0.000	0.000
Time dummy significance	0.000	0.000	0.000	0.000
Tests für serielle Korrelation der Residuen:				
AR (1)	0.715	0.846	0.597	0.666
AR (2)	0.318	0.369	0.383	0.450

Anmerkung: Zahl der Länder: 22, Zahl der Beobachtungen: 110. – Die Regressionen kontrollieren für zeitspezifische Effekte, die nicht ausgewiesen sind; p-Werte in Klammer. Heteroskedastizitätskonsistente Standardfehler werden verwendet.

makroökonomische Volatilität feststellen. Wir können somit den von Allen und Gale (2000) vermuteten konjunkturdämpfenden Einfluss von Banken empirisch nicht belegen. Die Regressionsergebnisse bestätigen jedoch die volatilitätsdämpfende Wirkung eines großen Staatsektors und die stärkere Exponiertheit realwirtschaftlich offener Volkswirtschaften gegenüber destabilisierenden Schocks. Die erwarteten positiven Vorzeichen weisen auch die beiden Volatilitätsindikatoren INF_SD und TOT_SD auf.

Die Erweiterung der empirischen Analyse durch die Einbeziehung des Aktienmarktes ergibt eine überraschend deutliche Unterstützung für die populäre Hypothese, dass Aktienmärkte einen unabhängigen, destabilisierenden Einfluss auf die makroökonomische Volatilität haben. Die Aktienmärkte scheinen darüber hinaus – ähnlich den Kreditmärkten – auch monetäre Schocks zu verstärken und reale Störungen zu verringern (Tabelle 1). Diese Ergebnisse fallen signifikanter aus, wenn an Stelle von CAP, dem Maß für die Größe des Aktienmarktes, der Effizienzindikator TURN verwendet wird. Signifikanz

Tabelle 3

Two-Stage-Instrument-Variable-Schätzungen

1971 bis 2000, Fünf-Jahres-Durchschnitte

Abhängige Variable	CY_SD	CY_DIFF	CY_SD	CY_DIFF	CY_SD	CY_DIFF
Erklärende Variable						
Konstante	−0.0015	0.0029	0.0056	0.0195	0.0065	0.0201
	(0.750)	*(0.792)*	*(0.183)*	*(0.043)*	*(0.244)*	*(0.090)*
$\ln(GOV)_t$	−0.0104	−0.0164	−0.0073	−0.0091	−0.0067	−0.0075
	(0.000)	*(0.012)*	*(0.001)*	*(0.104)*	*(0.004)*	*(0.193)*
$\ln(OPEN)_t$	0.0059	0.0118	0.0064	0.0130	0.0064	0.0128
	(0.000)	*(0.000)*	*(0.000)*	*(0.001)*	*(0.000)*	*(0.002)*
INF_SD_t	0.0008	0.0029	0.0008	0.0030	0.0009	0.0030
	(0.000)	*(0.000)*	*(0.000)*	*(0.000)*	*(0.000)*	*(0.000)*
TOT_SD_t	0.0190	0.0504	0.0189	0.0495	0.0165	0.0446
	(0.000)	*(0.000)*	*(0.000)*	*(0.000)*	*(0.001)*	*(0.000)*
KQ_t	−0.0385	−0.0856	−0.0336	−0.0749	−0.0235	−0.0515
	(0.004)	*(0.001)*	*(0.014)*	*(0.016)*	*(0.077)*	*(0.078)*
KQ_SD_t	0.0263	0.0613	0.0221	0.0521	0.0160	0.0380
	(0.012)	*(0.004)*	*(0.036)*	*(0.031)*	*(0.124)*	*(0.100)*
$\ln(CREDIT)_t$	0.0002	−0.0009				
	(0.885)	*(0.814)*				
interaction	0.0003	0.0008				
$(\ln(CREDIT)*INF_SD)_{t-1}$	*(0.000)*	*(0.000)*				
interaction	−0.0799	−0.1689				
$(\ln(CREDIT)*TOT_SD)_{t-1}$	*(0.000)*	*(0.000)*				
$\ln(CAP)_t$			0.0021	0.0051		
			(0.094)	*(0.038)*		
interaction			0.0001	0.0003		
$(\ln(CAP)*INF_SD)_{t-1}$			*(0.001)*	*(0.000)*		
interaction			−0.0460	−0.1083		
$(\ln(CAP)*TOT_SD)_{t-1}$			*(0.012)*	*(0.003)*		
$\ln(TURN)_t$					0.0029	0.0063
					(0.019)	*(0.031)*
interaction					0.0002	0.0004
$(\ln(TURN)*INF_SD)_{t-1}$					*(0.000)*	*(0.000)*
interaction					−0.0599	−0.1431
$(\ln(TURN)*TOT_SD)_{t-1}$					*(0.007)*	*(0.001)*
	p-Werte					
Wald-Tests:						
Joint significance	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Joint group dummy significance	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Time dummy significance	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Sargan-Test[1])	0.608	0.496	0.503	0.381	0.424	0.471
Tests für serielle Korrelation der Residuen:						
AR (1)	0.578	0.870	0.273	0.615	0.644	0.866
AR (2)	0.096	0.107	0.104	0.135	0.188	0.192

Anmerkung: Zahl der Länder: 21, Zahl der Beobachtungen: 105. – Die Regressionen kontrollieren für zeitspezifische Effekte, die nicht ausgewiesen sind; als zusätzliche Instrumentvariable wurden die jeweils um eine Periode verzögerte endogene Variable und die Bruttoanlageinvestitionen in Prozent des BIP berücksichtigt; p-Werte in Klammer. Heteroskedastizitätskonsistente Standardfehler werden verwendet.

[1]) Die Null-Hypothese ist, dass die Instrumentvariablen mit den Residuen nicht korreliert sind.

und Vorzeichen der restlichen Koeffizienten bleiben gegenüber dem vorherigen Schätzansatz (d. h. CREDIT statt CAP bzw. TURN) im Wesentlichen unverändert. Die Signifikanz der Ergebnisse verschwindet jedoch großteils, wenn sowohl CREDIT als auch CAP bzw. TURN und die damit korrespondierenden Interaktionsvariablen gemeinsam in den Schätzversuch einbezogen werden (Tabelle 2). Probleme durch Multikollinearität beschränken jedoch die Güte dieser Berechnungen erheblich.

In Tabelle 3 und Tabelle 4 sind die Ergebnisse der IV-Schätzungen ausgewiesen. Der Schätzansatz unterscheidet sich gegenüber den bisherigen Anordnungen durch die Einbeziehung der Variablen KQ und KQ_SD. Wie bereits er-

Tabelle 4

Two-Stage-Instrument-Variable-Schätzungen

1971 bis 2000, Fünf-Jahres-Durchschnitte

Abhängige Variable	CY_SD	CY_DIFF	CY_SD	CY_DIFF
Erklärende Variable				
Konstante	0'0010	0'0101	0'0024	0'0114
	(0'830)	*(0'353)*	*(0'697)*	*(0'399)*
$\ln(GOV)_t$	−0'0101	−0'0148	−0'0090	−0'0121
	(0'000)	*(0'020)*	*(0'007)*	*(0'091)*
$\ln(OPEN)_t$	0'0063	0'0128	0'0062	0'0124
	(0'000)	*(0'000)*	*(0'000)*	*(0'000)*
INF_SD_t	0'0008	0'0030	0'0008	0'0030
	(0'000)	*(0'000)*	*(0'000)*	*(0'000)*
TOT_SD_t	0'0207	0'0539	0'0179	0'0478
	(0'000)	*(0'000)*	*(0'000)*	*(0'000)*
KQ_t	−0'0436	−0'0946	−0'0327	−0'0695
	(0'002)	*(0'001)*	*(0'033)*	*(0'018)*
KQ_SD_t	0'0290	0'0655	0'0226	0'0508
	(0'006)	*(0'002)*	*(0'059)*	*(0'032)*
$\ln(CREDIT)_t$	−0'0017	−0'0056	−0'0011	−0'0048
	(0'339)	*(0'202)*	*(0'572)*	*(0'325)*
interaction	0'0010	0'0021	0'0004	0'0009
$(\ln(CREDIT)*INF_SD)_{t-1}$	*(0'107)*	*(0'053)*	*(0'221)*	*(0'062)*
interaction	−0'0837	−0'1529	−0'0557	−0'0936
$(\ln(CREDIT)*TOT_SD)_{t-1}$	*(0'013)*	*(0'034)*	*(0'029)*	*(0'088)*
$\ln(CAP)_t$	0'0020	0'0053		
	(0'032)	*(0'015)*		
interaction	−0'0004	−0'0007		
$(\ln(CAP)*INF_SD)_{t-1}$	*(0'245)*	*(0'189)*		
interaction	0'0013	−0'0159		
$(\ln(CAP)*TOT_SD)_{t-1}$	*(0'952)*	*(0'703)*		
$\ln(TURN)_t$			0'0023	0'0057
			(0'042)	*(0'032)*
interaction			−0'0000	−0'0001
$(\ln(TURN)*INF_SD)_{t-1}$			*(0'867)*	*(0'702)*
interaction			−0'0234	−0'0741
$(\ln(TURN)*TOT_SD)_{t-1}$			*(0'231)*	*(0'044)*
	p-Werte			
Wald-Tests:				
Joint significance	0'000	0'000	0'000	0'000
Joint group dummy significance	0'000	0'000	0'000	0'000
Time dummy significance	0'000	0'000	0'000	0'000
Sargan-Test[1])	0'599	0'400	0'617	0'525
Tests für serielle Korrelation der Residuen:				
AR (1)	0'469	0'734	0'541	0'760
AR (2)	0'083	0'098	0'148	0'157

Anmerkung: Zahl der Länder: 21, Zahl der Beobachtungen: 105. – Die Regressionen kontrollieren für zeitspezifische Effekte, die nicht ausgewiesen sind; als zusätzliche Instrumentvariable wurden die jeweils um eine Periode verzögerte endogene Variable und die Bruttoanlageinvestitionen in Prozent des BIP berücksichtigt; p-Werte in Klammer. Heteroskedastizitätskonsistente Standardfehler werden verwendet.

[1]) Die Null-Hypothese ist, dass die Instrumentvariablen mit den Residuen nicht korreliert sind.

wähnt, bildet KQ den finanzwirtschaftlichen Öffnungsgrad eines Landes ab und KQ_SD das Ausmaß der Variabilität der internationalen Kapitalströme. Die beiden Variablen KQ und KQ_SD gehen signifikant in die Gleichung ein. Die Vorzeichen signalisieren, dass die Variabilität der Kapitalströme jedoch den makroökonomischen Zyklus destabilisiert. Die IV-Schätzungen bestätigen, dass die Ergebnisse der Fixe-Effekte-Schätzer hinreichend konsistent sind. Die Spezifikationstests unterstützen ebenfalls die gewählte Schätzanordnung.

Der unabhängige, destabilisierende Einfluss von Aktienmärkten auf den makroökonomischen Zyklus wird durch weitere Abänderungen der Untersuchungsanordnung bestätigt. Tabelle 5, Tabelle 6 und Tabelle 7 fassen die

zentralen Ergebnisse dieser ergänzenden Berechnungen zusammen. Als bemerkenswertestes Ergebnis dieser Schätzungen kann die deutliche empirische Bestätigung der an sich nahe liegenden Vermutung bezeichnet werden, dass die Volatilität des Aktienmarktes nur in Verbindung mit der Größe des Aktienmarktes eine signifikant destabilisierende Wirkung auf den Konjunkturzyklus hat.

Tabelle 5

Fixe-Effekte-Schätzungen

1971 bis 2000, Fünf-Jahres-Durchschnitte

Abhängige Variable	CY_SD	CY_DIFF	CY_SD	CY_DIFF	CY_SD	CY_DIFF
Erklärende Variable						
Konstante	0'0116	0'0327	0'0110	0'0311	0'0109	0'0317
	(0'031)	*(0'024)*	*(0'039)*	*(0'033)*	*(0'055)*	*(0'033)*
$\ln(GOV_I)_t$	−0'0081	−0'0170	−0'0084	−0'0178	−0'0084	−0'0170
	(0'006)	*(0'028)*	*(0'004)*	*(0'021)*	*(0'011)*	*(0'035)*
$\ln(OPEN_I)_t$	0'0024	0'0053	0'0025	0'0055	0'0028	0'0065
	(0'038)	*(0'075)*	*(0'033)*	*(0'065)*	*(0'023)*	*(0'042)*
INF_I_t	0'0003	0'0006				
	(0'000)	*(0'000)*				
$DEFL_I_t$			0'0003	0'0006		
			(0'000)	*(0'000)*		
$R3M_A1_SD_t$					0'0009	0'0022
					(0'000)	*(0'000)*
$STRUCTURE_t$	0'0043	0'0105	0'0044	0'0108	0'0037	0'0091
	(0'012)	*(0'029)*	*(0'014)*	*(0'033)*	*(0'044)*	*(0'079)*
interaction	0'0000	0'0005	−0'0000	0'0004	0'0000	0'0006
$(STRUCTURE*INF_SD)_t$	*(0'339)*	*(0'000)*	*(0'569)*	*(0'002)*	*(0'284)*	*(0'000)*
interaction	−0'1437	−0'3548	−0'1413	−0'3478	−0'1300	−0'3208
$(STRUCTURE*TOT_SD)_t$	*(0'011)*	*(0'020)*	*(0'015)*	*(0'026)*	*(0'034)*	*(0'055)*
R^2	0'335	0'331	0'328	0'322	0'275	0'274
Zahl der Länder	22	22	22	22	22	22
Zahl der Beobachtungen	132	132	132	132	129	129
	p-Werte					
Wald-Tests:						
Joint significance	0'000	0'000	0'000	0'000	0'000	0'000
Joint group dummy significance	0'000	0'000	0'000	0'000	0'000	0'000
Time dummy significance	0'000	0'000	0'000	0'000	0'000	0'000
Tests für serielle Korrelation der Residuen:						
AR (1)	0'205	0'569	0'208	0'594	0'178	0'433
AR (2)	0'879	0'520	0'906	0'574	0'466	0'256

Anmerkung: _I ... Ausgangswerte. – Die Regressionen kontrollieren für zeitspezifische Effekte, die nicht ausgewiesen sind; p-Werte in Klammer. Heteroskedastizitätskonsistente Standardfehler werden verwendet.

Tabelle 6

Fixe-Effekte-Schätzungen

1971 bis 2000, Fünf-Jahres-Durchschnitte

Abhängige Variable	CY_SD	CY_DIFF	CY_SD	CY_DIFF	CY_SD	CY_DIFF
Erklärende Variable						
Konstante	0'0044	0'0196	0'0024	0'0138	0'0022	0'0134
	(0'519)	*(0'258)*	*(0'744)*	*(0'439)*	*(0'778)*	*(0'472)*
$\ln(GOV_I)_t$	−0'0116	−0'0234	−0'0116	−0'0233	−0'0117	−0'0235
	(0'008)	*(0'030)*	*(0'011)*	*(0'035)*	*(0'010)*	*(0'034)*
$\ln(OPEN_I)_t$	0'0039	0'0083	0'0042	0'0091	0'0041	0'0089
	(0'035)	*(0'075)*	*(0'034)*	*(0'067)*	*(0'033)*	*(0'067)*
INF_I_t	0'0008	0'0019				
	(0'001)	*(0'001)*				
INF_t			0'0766	0'2051	0'0740	0'1993
			(0'020)	*(0'006)*	*(0'018)*	*(0'006)*
interaction	0'0002	0'0006	0'0003	0'0007		
$(\ln(CAP)*VOL_SD)_t$	*(0'116)*	*(0'062)*	*(0'103)*	*(0'038)*		
interaction					0'0003	0'0009
$(\ln(CAP)*VOL)_t$					*(0'168)*	*(0'086)*
R^2	0'239	0'241	0'219	0'224	0'214	0'219
	p-Werte					
Wald-Tests:						
Joint significance	0'000	0'000	0'039	0'017	0'031	0'008
Joint group dummy significance	0'000	0'000	0'000	0'000	0'000	0'000
Time dummy significance	0'000	0'000	0'000	0'000	0'000	0'000
Tests für serielle Korrelation der Residuen:						
AR (1)	0'161	0'113	0'201	0'144	0'218	0'156
AR (2)	0'644	0'519	0'758	0'559	0'791	0'592

Anmerkung: _I ... Ausgangswerte. – Zahl der Länder: 18, Zahl der Beobachtungen: 108. – Die Regressionen kontrollieren für zeitspezifische Effekte, die nicht ausgewiesen sind; p-Werte in Klammer. Heteroskedastizitätskonsistente Standardfehler werden verwendet.

Tabelle 7

Fixe-Effekte-Schätzungen

1971 bis 2000, Fünf-Jahres-Durchschnitte

Abhängige Variable	CY_SD	CY_DIFF	CY_SD	CY_DIFF	CY_SD	CY_DIFF
Erklärende Variable						
Konstante	0·0119	0·0298	0·0172	0·0422	0·0171	0·0421
	(0·044)	*(0·074)*	*(0·000)*	*(0·000)*	*(0·000)*	*(0·000)*
$\ln(GOV_I)_t$	−0·0087	−0·0203				
	(0·012)	*(0·026)*				
$\ln(OPEN_I)_t$	0·0029	0·0060				
	(0·038)	*(0·067)*				
INF_t			0·0742	0·1946	0·0714	0·1884
			(0·024)	*(0·005)*	*(0·022)*	*(0·005)*
TOT_SD_t			0·0188	0·0484	0·0188	0·0485
			(0·001)	*(0·000)*	*(0·001)*	*(0·000)*
interaction	−0·0961	−0·1988				
$(STRUCTURE*TOT_SD)_t$	*(0·005)*	*(0·055)*				
interaction	0·0009	0·0023				
$(STRUCTURE*R3M_A1_SD)_t$	*(0·000)*	*(0·003)*				
interaction			0·0002	0·0006		
$(\ln(CAP)*VOL_SD)_t$			*(0·134)*	*(0·043)*		
interaction					0·0003	0·0008
$(\ln(CAP)*VOL)_t$					*(0·234)*	*(0·107)*
R^2	0·268	0·245	0·201	0·233	0·197	0·228
Number of observations	129	129	108	108	108	108
Countries	22	22	18	18	18	18
	p-Werte					
Wald-Tests:						
Joint significance	0·000	0·000	0·012	0·001	0·011	0·001
Joint group dummy significance	0·000	0·000	0·000	0·000	0·000	0·000
Time dummy significance	0·000	0·000	0·000	0·000	0·000	0·000
Tests für serielle Korrelation der Residuen:						
AR (1)	0·216	0·510	0·160	0·128	0·177	0·143
AR (2)	0·351	0·217	0·405	0·190	0·427	0·194

Anmerkung: _I ... Ausgangswerte. – Die Regressionen kontrollieren für zeitspezifische Effekte, die nicht ausgewiesen sind; p-Werte in Klammer. Heteroskedastizitätskonsistente Standardfehler werden verwendet.

4.2 Sensitivitätsanalyse

Die Robustheit der Ergebnisse wurde durch eine Reihe von Sensitivitätstests geprüft. Zu diesem Zweck wurde die Intervalllänge der Perioden auf zehn Jahre erweitert. Das Panel für die Sensitivitätskontrolle besteht aus den Durchschnitten der Perioden 1971 bis 1980, 1981 bis 1990 und 1991 bis 2000. Als zusätzliches makroökonomisches Volatilitätsmaß kommt GDPC_SD zur Anwendung. Die in Abschnitt 4.1 besprochenen Anordnungen wurden auf dieser Grundlage mit LSDV neu geschätzt. Die zentralen Ergebnisse der empirischen Analyse erweisen sich gegenüber den veränderten Versuchsanordnungen als resistent. Tabelle 8, Tabelle 9 und Tabelle 10 fassen die wichtigsten Testergebnisse zusammen. Auf Wunsch wird das vollständige Set von Ergebnissen der Sensitivitätskontrolle zur Verfügung gestellt.

Tabelle 8

Sensitivitäts-Tests: Fixe-Effekte-Schätzungen

1971 bis 2000, Zehn-Jahres-Durchschnitte

Abhängige Variable	GDPC_SD	CY_SD	GDPC_SD	CY_SD	GDPC_SD	CY_SD
Erklärende Variable						
Konstante	−0'0030	0'0089	0'0082	0'0199	0'0022	0'0145
	(0'518)	*(0'150)*	*(0'239)*	*(0'005)*	*(0'751)*	*(0'048)*
$\ln(GOV)_t$	−0'0114	−0'0044	−0'0095	−0'0015	−0'0109	−0'0058
	(0'005)	*(0'260)*	*(0'053)*	*(0'669)*	*(0'030)*	*(0'170)*
$\ln(OPEN)_t$	0'0044	0'0015	0'0053	0'0024	0'0048	0'0040
	(0'093)	*(0'353)*	*(0'030)*	*(0'159)*	*(0'115)*	*(0'160)*
INF_SD_t	0'0035	0'0023	0'0018	0'0010	0'0016	0'0007
	(0'000)	*(0'000)*	*(0'020)*	*(0'001)*	*(0'000)*	*(0'000)*
TOT_SD_t	−0'0307	−0'0343	−0'0553	−0'0614	−0'0756	−0'0704
	(0'037)	*(0'094)*	*(0'013)*	*(0'015)*	*(0'019)*	*(0'092)*
$\ln(CREDIT)_t$	−0'0005	0'0040				
	(0'898)	*(0'354)*				
interaction	0'0018	0'0012				
$(\ln(CREDIT)*INF_SD)_t$	*(0'000)*	*(0'000)*				
interaction	−0'1147	−0'1439				
$(\ln(CREDIT)*TOT_SD)_t$	*(0'006)*	*(0'020)*				
$\ln(CAP)_t$			0'0037	0'0054		
			(0'014)	*(0'019)*		
interaction			0'0004	0'0002		
$(\ln(CAP)*INF_SD)_t$			*(0'102)*	*(0'047)*		
interaction			−0'0916	−0'1091		
$(\ln(CAP)*TOT_SD)_t$			*(0'002)*	*(0'003)*		
$\ln(TURN)_t$					0'0014	0'0040
					(0'478)	*(0'093)*
interaction					0'0005	0'0002
$(\ln(TURN)*INF_SD)_t$					*(0'001)*	*(0'079)*
interaction					−0'1040	−0'1009
$(\ln(TURN)*TOT_SD)_t$					*(0'005)*	*(0'046)*
R^2	0'508	0'410	0'448	0'400	0'467	0'335
	p-Werte					
Wald-Tests:						
Joint significance	0'000	0'000	0'000	0'000	0'000	0'000
Joint group dummy significance	0'150	0'003	0'384	0'000	0'491	0'001
Time dummy significance	0'142	0'041	0'271	0'026	0'319	0'033
Tests für serielle Korrelation der Residuen:						
AR (1)	0'749	0'816	0'406	0'551	0'624	0'870
AR (2)	0'945	0'414	0'955	0'280	0'485	0'275

Anmerkung: Zahl der Länder: 22, Zahl der Beobachtungen: 66. – Die Regressionen kontrollieren für zeitspezifische Effekte, die nicht ausgewiesen sind; p-Werte in Klammer. Heteroskedastizitätskonsistente Standardfehler werden verwendet.

Tabelle 9

Sensitivitäts-Tests: Fixe-Effekte-Schätzungen

1971 bis 2000, Zehn-Jahres-Durchschnitte

Abhängige Variable	GDPC_SD	CY_SD	GDPC_SD	CY_SD
Erklärende Variable				
Konstante	−0.0016	0.0129	−0.0043	0.0081
	(0.755)	*(0.089)*	*(0.511)*	*(0.318)*
$\ln(GOV)_t$	−0.0120	−0.0041	−0.0093	−0.0056
	(0.004)	*(0.325)*	*(0.032)*	*(0.229)*
$\ln(OPEN)_t$	0.0045	0.0019	0.0028	0.0020
	(0.048)	*(0.269)*	*(0.319)*	*(0.409)*
INF_SD_t	0.0034	0.0016	0.0036	0.0022
	(0.004)	*(0.045)*	*(0.000)*	*(0.003)*
TOT_SD_t	−0.0313	−0.0493	−0.0314	−0.0255
	(0.082)	*(0.025)*	*(0.342)*	*(0.379)*
$\ln(CREDIT)_t$	−0.0030	−0.0004	−0.0002	0.0036
	(0.562)	*(0.926)*	*(0.954)*	*(0.452)*
interaction	0.0021	0.0011	0.0017	0.0013
$(\ln(CREDIT)*INF_SD)_t$	*(0.001)*	*(0.008)*	*(0.000)*	*(0.002)*
interaction	−0.1088	−0.0909	−0.1026	−0.1601
$(\ln(CREDIT)*TOT_SD_t$	*(0.063)*	*(0.142)*	*(0.033)*	*(0.013)*
$\ln(CAP)_t$	0.0022	0.0039		
	(0.259)	*(0.020)*		
interaction	−0.0002	−0.0002		
$(\ln(CAP)*INF_SD)_t$	*(0.676)*	*(0.445)*		
interaction	−0.0029	−0.0456		
$(\ln(CAP)*TOT_SD)_t$	*(0.936)*	*(0.053)*		
$\ln(TURN)_t$			−0.0015	0.0002
			(0.423)	*(0.890)*
interaction			0.0002	−0.0002
$(\ln(TURN)*INF_SD)_t$			*(0.433)*	*(0.390)*
interaction			−0.0099	0.0190
$(\ln(TURN)*TOT_SD)_t$			*(0.812)*	*(0.597)*
R^2	0.520	0.440	0.521	0.416
	p-Werte			
Wald-Tests:				
Joint significance	0.000	0.000	0.000	0.000
Joint group dummy significance	0.170	0.001	0.057	0.016
Time dummy significance	0.179	0.030	0.062	0.060
Tests für serielle Korrelation der Residuen:				
AR (1)	0.986	0.951	0.873	0.792
AR (2)	0.989	0.385	0.897	0.356

Anmerkung: Zahl der Länder: 22, Zahl der Beobachtungen: 66. – Die Regressionen kontrollieren für zeitspezifische Effekte, die nicht ausgewiesen sind; p-Werte in Klammer. Heteroskedastizitätskonsistente Standardfehler werden verwendet.

Tabelle 10

Sensitivitäts-Tests: Fixe-Effekte-Schätzungen

1971 bis 2000, Zehn-Jahres-Durchschnitte

Abhängige Variable	GDPC_SD	CY_SD	GDPC_SD	CY_SD	GDPC_SD	CY_SD	GDPC_SD	CY_SD
Erklärende Variable								
Konstante	0'0163	0'0115	0'0180	0'0169	0'0177	0'0175	0'0158	0'0116
	(0'000)	*(0'011)*	*(0'000)*	*(0'001)*	*(0'000)*	*(0'000)*	*(0'000)*	*(0'008)*
INF_t	0'1216	0'1385					0'1224	0'1439
	(0'000)	*(0'001)*					*(0'000)*	*(0'001)*
INF_SD_t			0'0026	0'0019	0'0027	0'0019		
			(0'000)	*(0'010)*	*(0'000)*	*(0'006)*		
TOT_SD_t	0'0190	0'0195	0'0199	0'0209	0'0199	0'0210	0'0188	0'0194
	(0'000)	*(0'000)*	*(0'000)*	*(0'001)*	*(0'000)*	*(0'001)*	*(0'000)*	*(0'000)*
interaction					0'0006	0'0005	0'0007	0'0006
$(\ln(CAP)*VOL_SD)_t$					*(0'002)*	*(0'046)*	*(0'000)*	*(0'003)*
interaction	0'0010	0'0007	0'0008	0'0005				
$(\ln(CAP)*VOL)_t$	*(0'001)*	*(0'017)*	*(0'008)*	*(0'166)*				
R^2	0'266	0'272	0'284	0'217	0'300	0'238	0'278	0'298
	p-Werte							
Wald-Tests:								
Joint significance	0'000	0'000	0'000	0'000	0'000	0'000	0'000	0'000
Joint group dummy significance	0'000	0'000	0'000	0'000	0'000	0'000	0'000	0'000
Time dummy significance	0'534	0'008	0'141	0'145	0'252	0'076	0'699	0'001
Tests für serielle Korrelation der Residuen:								
AR (1)	0'422	0'522	0'763	0'772	0'977	0'644	0'629	0'608
AR (2)	0'094	0'103	0'060	0'069	0'069	0'063	0'117	0'097

Anmerkung: Zahl der Länder: 18, Zahl der Beobachtungen: 54. – Die Regressionen kontrollieren für zeitspezifische Effekte, die nicht ausgewiesen sind; p-Werte in Klammer. Heteroskedastizitätskonsistente Standardfehler werden verwendet.

5 Schlussfolgerungen

In dieser Studie wurde der Versuch unternommen, die Bestimmungsfaktoren von Wachstumsschwankungen in 22 OECD-Ländern seit 1970 näher einzugrenzen bzw. ökonometrisch zu identifizieren. Im Zentrum der Untersuchung stand die Frage, ob von den Finanzmärkten, insbesondere von den Aktienmärkten und der zunehmenden Finanzintegration, ein verstärkender oder dämpfender Einfluss auf die Wachstumsschwankungen in den Industrieländern ausgeht. Dieser Fragestellung kommt besondere Bedeutung vor dem Hintergrund des Wirkungszusammenhangs zwischen Konjunktur und Wachstum zu. Neuere theoretische und empirische Untersuchungen weisen in Richtung einer dämpfenden Wirkung von Konjunkturschwankungen auf das langfristige Wachstum in den OECD-Ländern.

Die empirische Untersuchung wurde mit Hilfe panel-ökonometrischer Verfahren durchgeführt. Die Ergebnisse der Analyse können als empirische Hinweise darauf gedeutet werden, dass für den Untersuchungszeitraum 1970 bis 2000 die zunehmende Bedeutung der Finanzmärkte, insbesondere der Aktienmärkte, einen tendenziell destabilisierenden Effekt auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung der 22 OECD-Länder ausgeübt hat. Die Destabilisierung erfolgte auf verschiedenen Ebenen: Zum einen verstärkten Aktienmärkte unabhängig und direkt die gesamtwirtschaftlichen Output-Fluktuationen, zum anderen wirkten sie destabilisierend durch ihre Bedeutung als Verstärker monetärer Schocks. Störungen, die sich vorerst nur auf die Finanzmärkte beschränkten, wurden durch das Finanzsystem in verstärkter Form auf die Realwirtschaft übertragen. Finanzmärkte fungierten jedoch auch als Schockdämpfer, sie ver-

ringerten die Wirkungen von realen Störungen auf die Produktion. Schocks, die zuerst den realen Sektor erfassten, wurden demnach durch das Finanzsystem tendenziell gemildert. Dafür liefert die vorliegende Untersuchung überraschend robuste empirische Evidenz.

Die zentralen Ergebnisse dieser Untersuchung sollten jedoch trotz umfassender Sensitivitätskontrollen als vorläufige Erkenntnisse betrachtet und nicht überinterpretiert werden.

Anhang

Tabelle A

Variablenverzeichnis und Datenquellen

Variable	Definition	Quelle	Manipulation
CAP	Börsenkapitalisierung inländischer Aktien in Relation zum BIP	World Federation of Exchanges (BIP: WIFO-Datenbank)	Eigene Berechnungen für 1970 bis 1973
CREDIT	Bankkredite an den privaten Sektor in Relation zum BIP	IWF, International Financial Statistics (Zeile 22d + 42d)	
CY_DIFF	Differenz zwischen Minimum und Maximum des Output-Gap (Abweichung des realen BIP vom potenziellen in Relation zum potenziellen)	OECD, Economic Outlook	
DEFL	Veränderung des BIP-Deflators zum Vorjahr	WIFO-Datenbank	
GDPC	BIP real je Einwohner	OECD, Economic Outlook; WIFO-Datenbank	
GOV	Öffentlicher Konsum in Relation zum BIP	OECD, National Accounts (BIP: WIFO-Datenbank)	
INF	Veränderung des Verbraucherpreisindex zum Vorjahr	OECD, Main Economic Indicators	
KQ	Direktinvestitionen plus Portfolioinvestitionen in Relation zum BIP	IWF Balance of Payments Statistics (Zeile 4505+4555+4602+4652; BIP: WIFO-Datenbank)	
LIQ	Börsenumsätze inländischer Aktien in Relation zum BIP	World Federation of Exchanges (BIP: WIFO-Datenbank)	Eigene Berechnungen für 1970 bis 1973
OPEN	Warenexporte plus Warenimporte in Relation zum BIP	IWF, International Financial Statistics	
R3M	Dreimonatszinssatz	WIFO-Datenbank	
STRUCTURE	Index für Finanzsystementwicklung nach Demirgüc-Kunt und Levine (2001)		
TOT	Terms of Trade (Exportpreise dividiert durch Importpreise)	IWF, International Financial Statistics	
TURN	LIQ dividiert durch CAP		
VOL	Aktienkursvolatilität nach Schwert (1989)		
CY_SD	Standardabweichung des Output-Gap		
GDPC_SD	Standardabweichung des BIP-Wachstums je Einwohner gegenüber dem Vorjahresquartal		
INF_SD	Standardabweichung der Inflationsrate auf Quartalsbasis		
KQ_SD	Standardabweichung von KQ		
R3M_A1_SD	Standardabweichung des Dreimonatszinssatzes basierend auf Vorquartalsveränderungen		
TOT_SD	Standardabweichung der Terms-of-Trade-Veränderungen gegenüber dem Vorjahresquartal		
VOL_SD	Standardabweichung der Aktienkursindizes basierend auf Vormonatsveränderungen		
Länder	Australien, Belgien, Dänemark, Deutschland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Irland, Italien, Japan, Kanada, Luxemburg, Neuseeland, Niederlande, Norwegen, Österreich, Portugal, Schweden, Spanien, Türkei, USA, Vereinigtes Königreich.		

Tabelle B

Statistische Maße

1970 bis 2000

	CY_SD	CY_DIFF	GDPC_SD	GOV	OPEN	KQ	CAP	LIQ	CREDIT
Mittelwert	0'0242	0'0947	0'0210	0'1999	0'4784	0'0893	0'3720	0'1587	0'7224
Standard-abweichungen	0'0071	0'0320	0'0055	0'0416	0'2413	0'0886	0'2013	0'0942	0'2604
Korrelations-matrix									
CY_SD	1'0000	0'9648	0'8623	0'0006	−0'0067	−0'0328	0'0942	−0'0809	−0'2568
CY_DIFF		1'0000	0'8882	−0'0779	−0'0568	−0'0828	0'1498	−0'0226	−0'2788
GDPC_SD			1'0000	−0'3255	−0'1802	−0'1777	0'0441	−0'0162	−0'1466
GOV				1'0000	0'5273	0'2823	−0'1420	−0'2120	−0'4091
OPEN					1'0000	0'8427	−0'2108	−0'3803	−0'2368
KQ						1'0000	0'0035	−0'2465	−0'1320
CAP							1'0000	0'8584	0'2636
LIQ								1'0000	0'5367
CREDIT									1'0000
TURN									
STRUCTURE									
INF									
INF_SD									
TOT_SD									
KQ_SD									
R3M_A1_SD									
VOL									
VOL_SD									

Tabelle B

Statistische Maße (Fortsetzung)

1970 bis 2000

	TURN	STRUC-TURE	INF	INF_SD	TOT_SD	KQ_SD	R3M _A1_SD	VOL	VOL_SD
Mittelwert	0'3227	0'0869	5'7741	4'0771	0'0591	0'1439	1'1619	3'4840	5'1294
Standard-abweichungen	0'1566	0'7160	1'6165	1'2270	0'0312	0'2242	0'2173	0'6585	0'9492
Korrelations-matrix									
CY_SD	−0'2753	−0'0447	0'4454	0'4161	0'0722	−0'0263	0'2098	0'2228	0'2557
CY_DIFF	−0'2614	0'0278	0'4668	0'4709	0'1052	−0'0724	0'3126	0'1174	0'1543
GDPC_SD	−0'0253	−0'0639	0'2683	0'3277	0'2416	−0'1433	0'2420	−0'0650	−0'0421
GOV	−0'3209	0'1215	0'0394	−0'3026	−0'6488	0'2506	0'0579	0'2162	0'1715
OPEN	−0'3704	−0'3940	−0'2385	−0'3012	−0'4695	0'7978	−0'0892	−0'0670	−0'0305
KQ	−0'3809	−0'2520	−0'2113	−0'1737	−0'3757	0'9837	−0'1516	−0'1350	−0'1335
CAP	0'1835	0'7180	0'0144	0'2650	0'0165	−0'0929	0'2928	−0'4377	−0'4275
LIQ	0'6176	0'6947	−0'2093	0'0557	0'1008	−0'3193	0'1414	−0'5025	−0'4803
CREDIT	0'5435	0'0174	−0'4453	−0'0944	0'2526	−0'1317	−0'3006	−0'2251	−0'2193
TURN	1'0000	0'2294	−0'4570	−0'3048	0'3038	−0'3986	−0'1777	−0'3787	−0'3346
STRUCTURE		1'0000	0'0386	−0'0562	−0'1298	−0'2888	0'3144	−0'3248	−0'3915
INF			1'0000	0'8218	0'2432	−0'1851	0'5830	0'6829	0'6169
INF_SD				1'0000	0'4220	−0'1651	0'5041	0'4296	0'3838
TOT_SD					1'0000	−0'3397	0'2749	0'3034	0'3193
KQ_SD						1'0000	−0'1678	−0'0801	−0'0997
R3M_A1_SD							1'0000	0'1338	0'0206
VOL								1'0000	0'9566
VOL_SD									1'0000

Literaturverzeichnis

Acemoglu, D., Johnson, S., Robinson, J., Thaicharoen, Y. (2002). Institutional Causes, Macroeconomic Symptoms: Volatility, Crises and Growth. NBER Working Paper 9124.

Acemoglu, D., Zilibotti, F. (1997). Was Prometheus Unbound by Chance? Risk, Diversification, and Growth. In: Journal of Political Economy 105. 709–751.

Aghion, P., Howitt, P. (1998). Endogenous Growth Theory. MIT Press, Cambridge.

Allen, F. (1993). Stock Markets and Resource Allocation. In Mayer, C., Vives, X. (Hrsg.). Capital Markets and Financial Intermediation, Cambridge University Press, Cambridge.

Allen, F., Gale, D. (2000). Comparing Financial Systems. MIT Press, Cambridge.

Anderson, T. W., Hsiao, C. (1982). Formulation and Estimation of Dynamic Models Using Panel Data. In: Journal of Econometrics, 18, 47–82.

Arellano, M., Bond, S. R. (1991). Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations. In: The Review of Economic Studies, 58, 277–297.

Bacchetta, P., Caminal, R. (2000). Do Capital Market Imperfections Exacerbate Output Fluctuation? In: European Economic Review, 44, 449–468.

Baliga, S., Polak, B. (2001). The Emergence and Persistence of the Anglo-Saxon and German Financial System, Yale University, Department of Economics. Mimeo.

Baltagi, B. H. (1995). Econometric Analysis of Panel Data, John Wiley & Sons, New York.

Basu, S., Taylor, A. (1999). Business Cycle in International Historical Perspective. In: Journal of Economic Perspective, 13, 45–68.

Beck, N., Katz, J. (1995). What to Do (and Not to Do) with Time-series Cross-section Data. In: American Political Science Review 89, 634–647.

Beck, T., Levine, R. (2002a). Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Market- or Bank-based System Matter? NBER Working Paper 8982.

Beck, T., Levine, R. (2002b). Stock Markets, Banks, and Growth: Panel Evidence. NBER Working Paper 9082.

Beck, T., Lundberg, M., Majnoni, G. (2001). Financial Intermediary Development and Growth Volatility: Do Intermediaries Dampen or Magnify Shocks? World Bank. Mimeo.

Bekaert, G., Harvey, C., Lundblad, C. (2000). Emerging Equity Markets and Economic Development. NBER Working Paper 7763.

Bernanke, B. S., Gertler, M. (1990). Financial Fragility and Economic Performance. In: Quarterly Journal of Economics, 105, 87–114.

Blanchard, O., Simon, J. (2001). The Long and Large Decline in U. S. Output Volatility. In: Brooking Papers on Economic Activity, 1, 135–164.

Blum, D., Federmair, K., Fink, G., Haiss, P. (2002). The Financial-Real Sector Nexus: Theory and Empirical Evidence. University of Economics and Business Administration, IEF Working Paper 43.

Buch, C. M. (2002). Business Cycle Volatility and Globalization: A Survey. Kiel Institute of World Economics, Working Paper 1107.

Buch, C. M., Döpke, J., Pierdzioch, C. (2002). Financial Openness and Business Cycle Volatility, Kiel Institute for World Economics, Working Paper 1121.

Demirgüc-Kunt, A., Levine, R. (Hrsg.) (2001). Financial Structure and Economic Growth – A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development. MIT Press, Cambridge.

Denizer, C., Iyigun, M. F., Owen, A. L. (2000). Finance and Macroeconomic Volatility. World Bank, Policy Research Paper 2487.

Easterly, W., Islam, R., Stiglitz, J. E. (2000). Shaken and Stirred: Explaining Growth Volatility. World Bank, Washington D. C. Mimeo.

Eichengreen, B., Leblang, D. (2002). Capital Account Liberalization and Growth: Was Mr. Mahathir Right? NBER Working Paper 9427.

Gorton, G., Winton, A. (2002). Financial Intermediation. NBER Working Paper, 8928.

Greene, W. (2000). Econometric Analysis. Prentice-Hall, Inc., 4. Auflage.

Hahn, F. R. (2002a). The Finance-Growth Nexus Revisited: New Evidence from OECD Countries. WIFO Working Paper 176.

Hahn, F. R. (2002b). Financial Development and Output Growth Fluctuation: Evidence from OECD Countries. WIFO Working Paper 181.

Hahn, F. R. (2002c). The Politics of Financial Development – The Case of Austria. WIFO Working Paper 187.

Hahn, F. R. (2002d). Bedeutung von Aktienmärkten für Wachstum und Wachstumsschwankungen in den OECD-Ländern. Studie des Österreichischen Instituts für Wirtschaftsforschung im Auftrag der Bundesarbeitskammer, Wien.

Judson, R. A., Owen, A. L. (1999). Estimating Dynamic Panel Data Models: A Guide for Macroeconomists. In: Economics Letters, 65, 9–15.

King, R. G., Levine, R. (1993). Finance, Entrepreneurship and Growth: Theory and Evidence. In: Journal of Monetary Economics, 32(3), 513–542.

Kiyotaki, N., Moore, J. (1997). Credit Cycles. In: Journal of Political Economy, 105, 211–248.

Kneller, R., Young, G. (2001). Business Cycle Volatility, Uncertainty and Long-Run Growth. In: The Manchester School, 69, 534–552.

Lane, P. (2001). The New Open Economy Macroeconomics: A Survey, Journal of International Economics, 54, 235–266.

Leahy, M., Schich, S., Wehinger, G., Pelgrin, F., Thorgeirsson, T. (2001). Contributions of Financial Systems to Growth in OECD Countries. OECD Economics Department Working Papers, Paris, 280.

Levine, R., Loayza, N., Beck, T. (2000). Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes. In: Journal of Monetary Economics, 46, 31–77.

Martin, P., Rogers, C. A. (2000). Long-Term Growth and Short-Term Economic Stability. In: European Economic Review, 44, 359–381.

Neusser, K., Kugler, M. (1998). Manufacturing Growth and Financial Development: Evidence from OECD Countries. In: The Review of Economics and Statistics, 638–646.

Obstfeld, M. (1995). International Capital Mobility in the 1990s, In: Kenen, P. (Hrsg.). Understanding Interdependence: The Macroeconomics of the Open Economy. Princeton University Press, Princeton.

Obstfeld, M., Rogoff, K. (1996). Foundations of International Macroeconomics. MIT Press, Cambridge.

Pagano, M. (1993). Financial Markets and Growth: An Overview. In: European Economic Review, 37, 613–622.

Petersen, M. A., Rajan, R. G. (1995). The Effect of Credit Market Competition on Lending Relationships. In: Quarterly Journal of Economics, 110(12), 407–443.

Rajan, R. G., Zingales, L. (1999a). Politics, Law and Financial Development. Supplement No. 24 to the Government Inquiry on the International Competitiveness of the Swedish Financial Sector.

Rajan, R. G., Zingales, L. (1999b). Which Capitalism? Lessons from the East Asian Crisis. Mimeo.

Rajan, R. G., Zingales, L. (2001a). The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th Century, NBER Working Paper, 8178.

Rajan, R. G., Zingales, L. (2001b). Financial Systems, Industrial Structure, and Growth. In: Oxford Review of Economic Policy, 17(4), 467–482.

Ramey, G., Ramey, V. R. (1995). Cross-Country Evidence on the Link between Volatility and Growth, In: American Economic Review, 85(5), 1138–1151.

Rodrik, D. (1998). Why Do More Open Economies Have Bigger Governments? In: Journal of Political Economy, 106, 997–1032.

Rousseau, P., Sylla, R. (2001). Financial Systems, Economic Growth, and Globalization, Vanderbilt University Working Paper 01-W19.

Rousseau, P., Wachtel, P. (1998). Financial Intermediation and Economic Performance: Historical Evidence from Five Industrialized Countries. In: Journal of Money, Credit, and Banking, 30(4), 657–678.

Rousseau, P., Wachtel, P. (2000). Equity Markets and Growth: Cross-Country Evidence on Timing and Outcomes, 1980-1995. In: Journal of Business and Finance, 24, 1933–1957.

Sarno, L. (2001). Toward a New Paradigm in Open Economy Modeling: Where Do We Stand? In: Review Federal Reserve Bank of St. Louis, 83, Mai/Juni, 21–36.

Schwert, G. W. (1989). Why Does Stock Market Volatility Change over Time? Journal of Finance, 49(5), 1115–1153.

Senay, O. (1998). The Effects of Goods and Financial Market Integration on Macroeconomic Volatility, In: The Manchester School Supplement, 66, 39-61.

Shan, J. Z., Morris, A. G., Sun, F. (2001). Financial Development and Growth: An Egg-and-Chicken Problem? In: Review of International Economics, 9(3), 443–454.

Stiglitz, J. E. (1989). Financial Markets and Development. In: Oxford Review of Economic Policy, (5), 55–68.

Stock, J. H., Watson, M. W. (2002). Has the Business Cycle Changed and Why? Harvard University and Princeton University. Mimeo.

Sutherland, A. (1996). Financial Market Integration and Macroeconomic Volatility. In: Scandinavian Journal of Economics, 98(4), 521-539.

Wurgler, J. (2000). Financial Markets and the Allocation of Capital. In: Journal of Financial Economics, 58(1˙2), 187–214.

Wirkt in Europa ein Finanzdezelerator? Analyse für Österreich

Benedikt Braumann[1])

1 Einleitung

Aus den Finanzkrisen der letzten Jahrzehnte konnten wertvolle Erkenntnisse über das Verhalten von Banken gewonnen werden. Es zeigte sich, dass die Liberalisierung von Finanzmärkten, wie sie in vielen Teilen der Welt umgesetzt wurde, mit großen Risiken verbunden ist. Schließlich stellt die Finanzmarktliberalisierung – ähnlich wie eine hohe Inflationsrate – einen starken monetären Schock dar. Die Art, wie der Finanzsektor auf derartige Schocks reagiert, kann Gesetzmäßigkeiten verraten, die von seiner Marktstruktur erzeugt werden.

Diese Studie soll die Literatur zur Finanzmarktliberalisierung ergänzen, die bisher auf Krisenepisoden konzentriert war. Im Zentrum steht die Reform in Österreich, wo alle Voraussetzungen für eine schwere Finanzkrise gegeben waren. Wie in Schweden oder Finnland war das Finanzsystem in Österreich stark reglementiert. Zusätzlich war die politische Einflussnahme groß. Der Schilling war fest an die D-Mark gebunden, und die österreichischen Firmen finanzierten sich viel stärker als skandinavische Unternehmen über Bankkredite. Vor diesem Hintergrund war damit zu rechnen, dass sich Störungen im Bankensektor in Österreich schnell zu großen Krisen aufschaukeln würden.

Trotzdem kam es zu keinem Boom-Bust-Zyklus, und die Finanzmarktliberalisierung ging in Österreich glatt über die Bühne. Letztlich profitierte Österreich von den Reformen sehr stark. Ein vergleichbarer Schock – die Liberalisierung des Finanzmarkts – bewirkte offensichtlich unterschiedliche Reaktionen in Österreich und in Skandinavien. In einem größeren Kontext ist das Beispiel Österreichs noch ungewöhnlicher: Schwellenländer zum Beispiel hat die Liberalisierung des Finanzsektors meist in eine Finanzkrise gestürzt.

Zweck dieser Studie ist es, mögliche Gründe für den Erfolg in Österreich herauszuarbeiten. Angesichts des komplexen Prozesses müssen verschiedene Dimensionen analysiert werden. Manche Faktoren fallen in den wirtschaftspolitischen Bereich, andere sind strukturell bedingt. Letztere werden hier besonders berücksichtigt, weil sie wertvolle Rückschlüsse auf den geldpolitischen Transmissionsmechanismus zulassen. Dabei zeigt sich, dass die österreichischen Banken monetäre Schocks durch ein System endogener Puffer tendenziell abfedern; das heißt, es gibt Anzeichen für einen *Finanzdezelerator.*

Aus der Studie lassen sich drei wirtschaftspolitische Schlüsse ziehen: Erstens hat sich in Österreich eine Strategie der kleinen Schritte bewährt. Dank der Aufgliederung der Reformen in überschaubare Stufen wurden eine Bündelung von Risikofaktoren und das Auftreten spekulativer Blasen verhindert. Es war somit möglich, die auftretenden Probleme zu isolieren und der Reihe nach zu lösen. Zweitens folgte die Sequenz der Reformschritte im Großen und Ganzen der heutige gültigen Lehrmeinung – die freilich damals noch nicht bestand. Drittens war die Reform des österreichischen Finanzsektors antizyklisch getimt, und wirtschaftspolitische Instrumente wurden entsprechend

1 *An dieser Stelle möchte ich Eduard Hochreiter meinen Dank für die Anregung zu diesem Forschungsprojekt aussprechen und mich bei der OeNB für ihre Gastfreundschaft bedanken. Weiters gebührt mein Dank Peter Brandner, Heinz Glück, Harald Grech, Sylvia Kaufmann, Markus Knell und Martin Summer für wertvolle Anmerkungen und Vorschläge. Danken möchte ich ferner den Teilnehmern der IAEA-Konferenz in Washington, D.C., im September 2002, bei der die Studie präsentiert wurde.*

eingesetzt, um zyklische Effekte zu dämpfen. Liberalisierungsschritte wurden in Zeiten rückläufiger Nachfrage gesetzt, während die Aufsicht in Zeiten konjunktureller Erholung verschärft wurde.

Die Studie ist wie folgt gegliedert. Kapitel 2 bietet einen kurzen Überblick über die wesentlichen Reformschritte. Kapitel 3 untersucht, ob die Reformen in Österreich im Vergleich zu anderen Ländern tatsächlich ein Erfolg waren. Schließlich erörtert Kapitel 4 mögliche wirtschaftspolitische Gründe für den Erfolg. Kapitel 5 beschäftigt sich mit dem potenziellen Beitrag der Struktur des österreichischen Finanzmarktes. Wie andere Arbeiten auf diesem Gebiet ist dieses Papier als Fallstudie aufgebaut, mit der eine breite Palette von Variablen untersucht werden. Die Studie reißt mehrere Fragen an, die im Verlauf weiterer Forschung vertieft werden können.

2 Finanzmarktliberalisierung in Österreich im Überblick

Verglichen mit anderen Ländern wurde die Reform des Finanzsektors in Österreich relativ spät in Angriff genommen. Sie gestaltete sich langwierig, war aber dafür umfassend. Bis in die späten Siebzigerjahre zählten Österreichs Finanzmärkte zu den am stärksten regulierten in Europa. Art und Ausmaß der Regulierung waren mit Skandinavien und vielen Entwicklungsländern vergleichbar. Der Finanzsektor war gekennzeichnet durch Zutrittsbarrieren, Einschränkungen bei der Eröffnung von Zweigstellen, Kredit- und Zinskontrollen, bedeutendem Staatsbesitz und Kapitalverkehrskontrollen. Tabelle 1 fasst die wichtigsten Einschränkungen zusammen.

Tabelle 1

Die wichtigsten Finanzmarktbeschränkungen

- Die Eröffnung neuer Zweigstellen muss von der Regierung bewilligt werden.
- Sparkassen und Genossenschaftsbanken unterliegen regionalen Beschränkungen.
- Sparkassen dürfen bestimmte Wertpapiergeschäfte nicht durchführen.
- Ein Marktzutritt muss vom Bankenverband und von der Regierung genehmigt werden.
- Die Regierung setzt Mindestzinsen. Ein Bankenkartell legt die detaillierte Struktur von Soll- und Habenzinsen fest.
- Kreditplafonierung relativ zum Bestand von Einlagen und Krediten.
- Internationale Kapitalströme bedürfen einer Genehmigung durch die Nationalbank.
- Der Staat besitzt 60% der Aktiva im Bankensektor.
- Konsumentenkredite dürfen nicht beworben werden.

Die Liberalisierung des österreichischen Finanzsektors begann im Jahr 1977 mit der Freigabe der Zweigstellen und wurde im Jahr 2000 mit der Privatisierung der letzten großen Staatsbank abgeschlossen. Braumann (2002) gibt einen ausführlichen Überblick über die Ereignisse und regulatorischen Veränderungen. Der folgende Abschnitt fasst den Liberalisierungsprozess und seine Auswirkungen kurz zusammen. Tabelle 2 enthält einen Zeitplan der wichtigsten regulatorischen Reformen. Die Finanzmarktliberalisierung in Österreich lässt sich in neun Phasen gliedern:

Phase 1: 1977–1978. Mit der Freigabe der Zweigstellen schnellte deren Anzahl in die Höhe. Darauf folgte ein Kreditboom, der zu einer Überhitzung der Wirtschaft und einer drastischen Verschlechterung der Leistungsbilanz führte.

Phase 2: 1979–1981. Hohe Inflation ließ das starre Zinskartell zusammenbrechen und führte zu einer De-facto-Liberalisierung der Zinssätze.

Phase 3: 1980–1986. Die Kreditqualität verschlechterte sich gegen Ende des Kreditbooms zusehends. Staatliche Subventionen und Garantien hielten nicht

wettbewerbsfähige verstaatlichte Industriebetriebe über Wasser. Politischer Druck auf Banken ermöglichte den Verstaatlichten weiterhin Zugang zu Krediten, mit dem Effekt, dass die Regierung im Jahr 1986 vor einem Scherbenhaufen stand: Sie übernahm den Schuldendienst der insolventen verstaatlichten Unternehmen. Dadurch wurde eine ernste Bankenkrise abgewendet.

Phase 4: 1985–1987. In diesen Jahren kam es zu einem Rückschlag im Prozess der Liberalisierung. Die Regierung setzte vorübergehend das Zinskartell wieder ein, damit sich die Banken nach der schwierigen Zeit Anfang der Achtzigerjahre finanziell erholen konnten.

Phase 5: 1987–1993. Zur langfristigen Gesundung des Bankensystems wurde die Bankenaufsicht verschärft. Höhere Eigenmittelerfordernisse drosselten das Kreditangebot.

Phase 6: 1988–1991. In Erwartung des EU-Beitritts wurde der Kapitalverkehr liberalisiert. In der Folge zogen die Kapitalzuflüsse und Vermögenspreise kräftig an, während die Kreditvergabe verhalten blieb.

Phase 7: 1995–2000. Infolge des EU-Beitritts wurden die letzten Beschränkungen im Finanzsektor aufgehoben. Die Marktzutrittsbarrieren wurden beseitigt, und die Regierung privatisierte den Großteil der verstaatlichten Banken. Dies führte zu Fusionen und löste einen Konsolidierungsprozess aus.

Phase 8: 1995–2001. Die Privatisierungen und Fusionen störten das Gleichgewicht auf dem Kreditmarkt. Damit verschärfte sich der Wettbewerb, weil die Banken ihre Positionen zu verteidigen suchten. Eine restriktive Fiskalpolitik ermöglichte eine rasche Ausweitung der Kredite an Private und ein „crowding-in" der privaten Nachfrage.

Phase 9: 1995–2001. Banken entdeckten Fremdwährungskredite als Wettbewerbsmittel. Der Marktanteil dieser Niedrigzinskredite stieg sprunghaft auf 20% an; Österreich verzeichnet in Westeuropa den höchsten Grad an Währungssubstitution. Der spekulative Charakter von Fremdwährungskrediten birgt beträchtliche aufsichtsrechtliche Risiken.

Tabelle 2

Meilensteine der Liberalisierung

1977	Aufhebung der Zweigstellenbeschränkung
1980	Liberalisierung der Zinssätze
1981	Abschaffung der Kreditkontrollen
1985	Erneuerung des Zinskartells
1987	Bankaufsichtliche Reformen; Erhöhung der Eigenmittelerfordernisse; umfassende Meldepflicht
1988–1991	Liberalisierung des Kapitalverkehrs
etwa 1993	Auflösung des Zinskartells
1994	Öffnung des Marktzutritts
1992–2000	Privatisierung verstaatlichter Banken

Quelle: Braumann (2002).

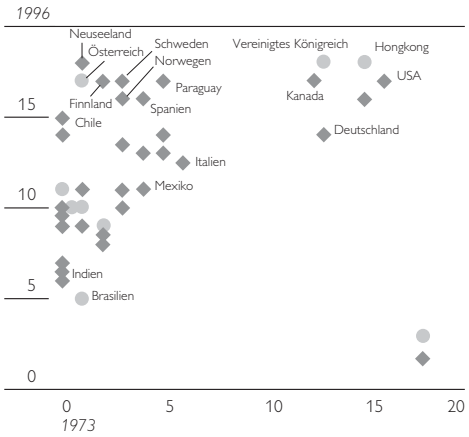
3 Wie erfolgreich war die Reform des Finanzsektors in Österreich?

In ihrem Überblick über Finanzliberalisierung und Finanzkrisen schattieren Lindgren, Garcia und Saal (1996) auf einer Weltkarte jene Länder grau, die in den letzten zwanzig Jahren von Finanzkrisen betroffen waren. Übrig bleiben nur wenige weiße Flecken, die zum Großteil auf Datenmangel zurückzuführen sind. Österreich stellt aber eine echte Ausnahme dar, eine regelrechte Insel der

Stabilität, die dem globalen Trend trotzt. Dieser Abschnitt behandelt die erste von zwei zusammenhängenden Fragen, nämlich: War die Liberalisierung des Finanzsektors in Österreich tatsächlich ein Erfolg? Im nachfolgenden Abschnitt geht es um die Frage: Wenn die Liberalisierung ein Erfolg war, welche Faktoren waren dafür ausschlaggebend? Frage 1 lässt sich kurz und bündig mit ja beantworten. Die Antwort auf Frage 2 wird in Form der vier nachstehenden Thesen gegeben. Erstens hielt die Regierung eine vernünftige Reihenfolge bei der Umsetzung der einzelnen Reformschritte ein. Zweitens wurden die Maßnahmen graduell und – drittens – antizyklisch gesetzt. Viertens profitierte Österreich von einem wettbewerbsfähigen und dynamischen Bankensektor mit langfristigen Geschäftsstrategien. Dieser Bankensektor baute interne Stoßdämpfer gegen Schocks auf, mit deren Hilfe Schwankungen selbst ohne staatliche Eingriffe geglättet wurden.

Grafik 1

Finanzmarktliberalisierung und Krisen[1])



● Keine Krise
◆ Krise

1) *In der Grafik werden 40 Episoden von Liberalisierung berücksichtigt, wovon 36 auf Williamson und Mahar (1998) beruhen. Die Angaben zu Finnland, Norwegen und Schweden stammen von Drees und Pazarbasioglu (1998), zu Österreich von Braumann (2002). Auf Lindgren, Garcia und Saal (1996) gehen Informationen über Finanzkrisen zurück. Williamson und Mahar (1998) unterscheiden zwischen sechs Dimensionen einer Finanzreform. Für den Index wurde jeder Dimension ein numerischer Wert zugewiesen: 0 = reguliert, 1 = teilweise reguliert, 2 = weit gehend liberalisiert, 3 = liberalisiert.*

These 1: Im Unterschied zu vielen anderen Ländern gelang es Österreich, den Finanzsektor mit geringem Kostenaufwand zu liberalisieren und dabei große Vorteile zu erzielen.

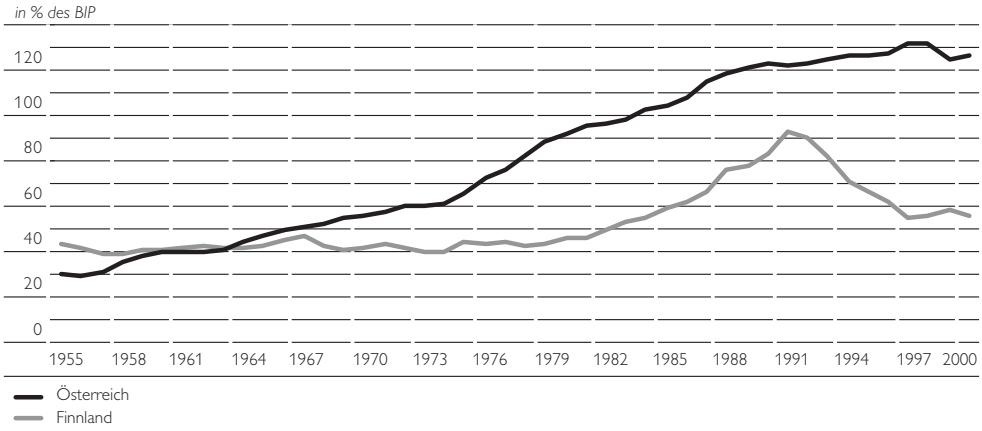
Der Begriff Finanzmarktliberalisierung löst des Öfteren negative Assoziationen aus. Häufig werden damit Finanzkrisen in Verbindung gebracht, insbesondere wenn es sich um eine tief greifende Liberalisierung handelt. Grafik 1 veranschaulicht diese Beobachtung. Sie stützt sich auf einen Überblick über Finanzmarktliberalisierung von Williamson und Mahar (1998) und einen Überblick über Finanzkrisen von Lindgren, Garcia und Saal (1996) und fasst die Ergebnisse dieser zwei großen länderübergreifenden Studien zusammen. Die Grafik zeigt die Veränderung in der Liberalisierung zwischen 1973 (horizontale Achse) und 1996 (vertikale Achse). Der Liberalisierungsindex reicht von 0 (am stärksten regulierter Finanzsektor) bis 18 (am stärksten liberalisierter Finanzsektor). Die Liberalisierung war in den Ländern am stärksten ausgeprägt, die

im linken oberen Bereich des Diagramms liegen. Rechtecke symbolisieren Finanzkrisen, während Kreise für glatte Übergänge stehen. Es ist offensichtlich, dass die Liberalisierung des Finanzmarktes ein riskantes Unterfangen ist. Von 40 Ländern, die liberalisierten, wurden rund drei Viertel (29) von Finanzkrisen heimgesucht. Die übrigen Länder unternahmen geringe Reformschritte, entweder weil sie bereits weit gehend liberale Märkte hatten (rechts oben) oder weil sie bestehende Kontrollen aufrecht erhielten (links unten).

Österreich entspricht dem seltenen Fall eines Landes, das tief greifende Finanzreformen ohne Finanzkrisen durchgezogen hat. Alle anderen Länder, die umfassend liberalisierten (links oben in Grafik 1), machten im Zeitraum von 1973 bis 1996 eine Finanzkrise durch. Spanien wurde Anfang der Achtzigerjahre von einer Krise heimgesucht, als 20% aller Einlagen vom Staat aufgefangen werden mussten. In Neuseeland kam es Ende der Achtzigerjahre zu ernsten Schwierigkeiten, als ein Viertel aller Einlagen gefährdet war. Norwegen, Finnland und Schweden durchliefen um 1990 einen Boom-Bust-Zyklus, der seither als ein klassisches Beispiel für Finanzkrisen gilt. Viele weitere Krisen betrafen die aufstrebenden Marktwirtschaften. Die Bankenkrisen in Chile und Argentinien zu Beginn der Achtzigerjahre verursachten Kosten in der Höhe von über einem Drittel des BIP. In Paraguay und Mexiko kam es Mitte der Neunzigerjahre zu Systemkrisen. Gegen Ende der Neunzigerjahre traten Krisen in Russland, der Türkei und Ostasien auf; sie sind in Grafik 1 noch nicht berücksichtigt.

Grafik 2

Kredite an den Privatsektor



Quelle: IWF – International Financial Statistics.

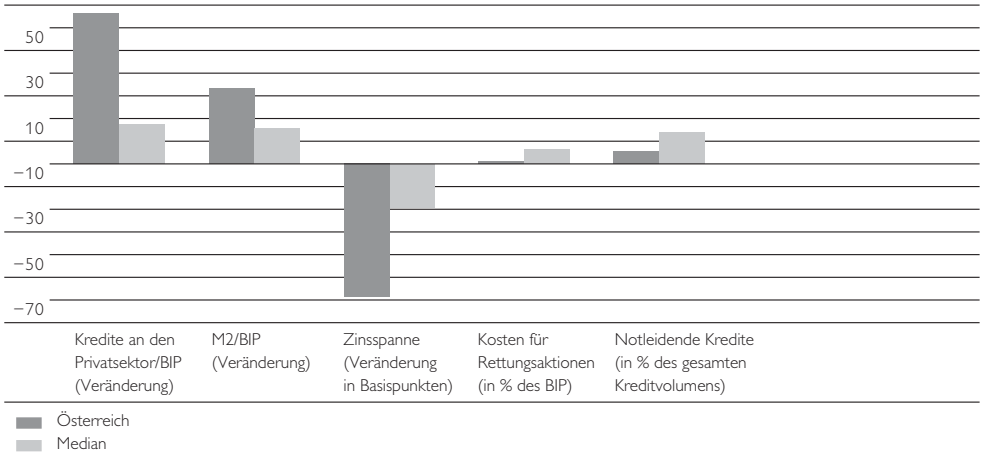
In Österreich hätte die Reform auch ganz anders verlaufen können. Das Land blieb nicht nur von einer systemischen Finanzkrise verschont, sondern konnte spürbaren wirtschaftlichen Nutzen aus der Liberalisierung ziehen. Die Finanzmärkte gewannen an Tiefe und Wettbewerb. Grafik 2 zeigt einen Indikator der Tiefe von Finanzmärkten, das Verhältnis der Kredite an den Privatsektor zum BIP. Dieser Indikator hat sich zwischen 1973 und 2001 mehr als verdoppelt, was einem der größten Zuwächse weltweit gleichkommt. Nur Malaysia verzeichnete einen stärkeren Anstieg dieser Kennzahl. Auch in

Finnland vertiefte sich der Finanzmarkt rasch nach der Deregulierung; dieser Fortschritt wurde aber durch die Krise Anfang der Neunzigerjahre wieder zunichte gemacht. Kredite an den Privatsektor nahmen dort von 1973 bis 1991 von 45% auf 94% zu, fielen jedoch bis 2001 wieder auf 57%.

Grafik 3 enthält einige wesentliche Kennzahlen zur Solidität des Finanzsektors. Hier werden die Medianwerte aller 40 Länder aus Grafik 1 Österreich gegenübergestellt. In Österreich nahm von 1973 bis 2000 die Kreditquote 3·7 Mal schneller als im Durchschnitt der angeführten Länder zu. Ein weiterer Indikator der Tiefe des Finanzsektors, M2 zum BIP, wuchs doppelt so rasch wie im Durchschnitt. Die Zinsmarge, die Aufschluss über die Kosten der Intermediation gibt, ist in Österreich seit jeher relativ gering und wurde durch die Liberalisierung noch weiter reduziert, nämlich um 0·6 Prozentpunkte – dreimal so stark wie im Durchschnitt. Daher verfügt Österreich heute über ein recht effizientes Bankensystem. Da Österreich von einer Krise verschont blieb, wies es einen niedrigen Prozentsatz an notleidenden Krediten auf und geringe fiskale Kosten für Rettungsaktionen. Während in den anderen Ländern durchschnittlich 13% der Kredite notleidend waren, beschränkte sich dieser Wert in Österreich auf maximal 4·7%. Rettungsaktionen waren äußerst selten. Die Regierung schoss Banken Mittel in der Höhe von 0·8% des BIP zu, verglichen mit 6·4% in den anderen Ländern. Das war eine deutliche Ersparnis für die Steuerzahler.

Grafik 3

Kosten und Nutzen der Finanzmarktliberalisierung



Quelle: IWF – International Financial Statistics, Lindgren, Garcia und Saal (1996), Demirgüc-Kunt und Detragiache (1998), Frydl (1999), Williamson und Mahar (1998), Grubelnik (1999), OeNB.

4 Maßnahmen zur Glättung der Liberalisierungseffekte

These 2: Österreich hielt sich weit gehend an die empfohlene Reihenfolge der Reformschritte, wobei der Fiskalsektor allerdings nachhinkte.

Es gibt eine umfangreiche Literatur zur richtigen Sequenzierung von Finanzreformen.[1]) Fehlern im Timing wird häufig die Schuld an Finanzkrisen gegeben, da sie zu übermäßiger Risikobereitschaft und Moral Hazard führen

1 *Ein aktueller Überblick findet sich bei Caprio et al. (2001).*

können. Nach dem Konsens der Literatur sollten makroökonomische Stabilisierung, Liberalisierung des Handels, Privatisierung und Verschärfung der Bankenaufsicht umgesetzt sein, bevor eine Finanzmarktreform in Angriff genommen wird. Danach sollten die Behörden zuerst die Zinssätze liberalisieren und Kreditkontrollen aufheben, freien Marktzutritt gewähren und anschließend den Kapitalverkehr öffnen (siehe Tabelle 3). Österreich folgte weit gehend diesem Muster für Reformen. Als schwächstes Glied stellte sich der Fiskalsektor heraus. Eine Sanierung des Budgets und Privatisierungen wurden lange Zeit hinausgezögert. Das Timing der Handelsreformen und der internen sowie externen Öffnung war aber richtig, was erheblich zum Erfolg des Liberalisierungsprojekts beitrug.

Die österreichische Regierung nahm ein beträchtliches Risiko auf sich, als sie in den Jahren vor der Reform das Haushaltsdefizit erhöhte. Die Sanierung wurde bis in die späten Neunzigerjahre hinausgezögert, und das Defizit überstieg in 14 von 20 Jahren zwischen 1975 und 1995 die 5-Prozent-Marke. In der Folge wuchs die Staatsverschuldung rasant von 17% des BIP (1975) auf 68% (1995). Schließlich erfolgte eine Sanierung mittels massiver Steuererhöhungen, und 2001 entstand ein leichter Budgetüberschuss. Große Haushaltsdefizite können eine Schuldenspirale oder hohe Inflation auslösen, was zu politischen Unruhen führen und den Abbruch der Reformen bewirken kann. Dies war in Chile, Argentinien und der Türkei der Fall, wo ein unhaltbarer Budgetkurs die Wirtschaft ins Chaos gestürzt hatte. Österreich war in der glücklichen Lage, dass hohe private Ersparnisse die öffentlichen Schulden auffangen und Inflation verhindern konnten.

Tabelle 3

Timing der Finanzmarktliberalisierung

Vorherrschende Lehrmeinung	Österreichische Praxis
1. Haushaltsanpassungen	1. Handelsreformen
2. Handelsreformen	2. Interne Liberalisierung
3. Bankenaufsicht	3. Bankenaufsicht
4. Privatisierung	4. Externe Liberalisierung
5. Interne Liberalisierung	5. Privatisierung
6. Externe Liberalisierung	6. Haushaltsanpassungen

Ebenfalls entgegen der Lehrmeinung setzte die Privatisierung spät ein und ist nach wie vor nicht abgeschlossen. Große Banken wurden gegen Ende der Neunzigerjahre privatisiert, und die Regierung hält nach wie vor beträchtliche Beteiligungen. Die Krise in Asien und viele weitere Erfahrungen weltweit warnen vor politischem Einfluss im Bankensektor. Die Manager verstaatlichter Banken in Österreich waren in ähnlicher Weise politischem Druck ausgesetzt, vor allem während der späten Siebziger- und frühen Achtzigerjahre. Verstaatlichte Betriebe, die Verluste schrieben, wurden durch Kredite gestützt. Eine Systemkrise wurde nur abgewehrt, da die Regierung Mitte der Achtzigerjahre die Schulden der Industrie übernahm und sicherstellte, dass sie rechtzeitig bedient wurden.

Österreich hielt sich allerdings bei der Reihung wichtiger Reformschritte an die Empfehlungen der Lehrmeinung. Dies hat sicherlich dazu beigetragen, dass keine fehlsteuernden Anreize gesetzt wurden und sich die Akteure mit der Zeit auf eine stärker marktorientierte Umgebung einstellen konnten. Insbesondere

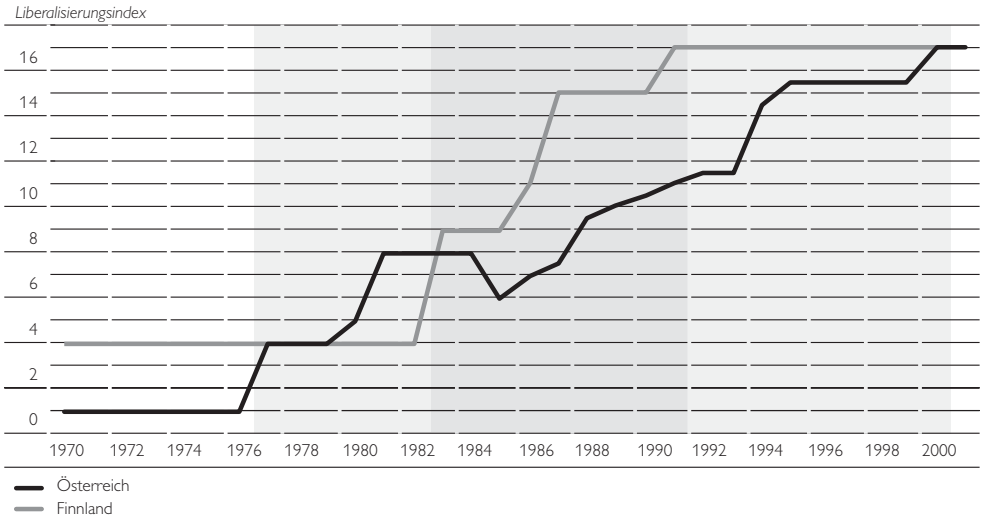
die Großbanken waren dank ihres privilegierten Zugangs zu Devisenhandelskonzessionen gut auf die Liberalisierung des Kapitalverkehrs vorbereitet. Marode Staatsfinanzen und schleppende Privatisierung stellten die Schwachpunkte des Reformprozesses dar.

These 3. Die schrittweise Umsetzung verhinderte eine Kumulation negativer Symptome und wirkte der Bildung einer allgemeinen spekulativen Blase entgegen. Die Reformen waren dadurch aber auch anfällig gegenüber Rückschlägen.

Aus Grafik 1 geht deutlich hervor, dass Österreich umfassende Reformen durchführte. Die Liberalisierung des österreichischen Finanzsektors ging allerdings äußerst langsam vor sich. In Grafik 4 wird das Reformtempo in Österreich mit jenem Finnlands verglichen.[1]) Die Steigung der Linien zeigt die Geschwindigkeit des Reformprozesses an, und der schattierte Bereich gibt seine Dauer an; dunkel in Finnland bzw. hell in Österreich. Die finnischen Reformen wurden nach neun Jahren abgeschlossen. In Österreich zog sich der Liberalisierungsprozess hingegen über 23 Jahre (von 1977 bis 2000). Das ist selbst in einem breiteren internationalen Kontext langsam. So stellen Williamson und Mahar fest, dass eine Gruppe „langsamer Reformer" zwischen 10 und 15 Jahren für eine vollständige Liberalisierung brauchte.[2]) Die „schnellen Reformer", zu denen lateinamerikanische und skandinavische Länder, die Türkei und Südafrika gehören, benötigten zwischen 3 und 10 Jahren.

Grafik 4

Reformtempo in Österreich und Finnland[1])



[1]) Die Skala entspricht dem Liberalisierungsindex (siehe Grafik 1). Die Angaben zu Finnland basieren auf Drees und Pazarbasioglu (1998).

Eine schrittweise Umsetzung von Reformen kann das Risiko systemischer Finanzkrisen verringern. Braumann (2002) zeigt, dass alle Krisensymptome zum einen oder anderen Zeitpunkt in Österreich präsent waren: exzessive

1 *Die Angaben zu Finnland stützen sich auf Drees und Pazarbasioglu (1998). Die numerische Interpretation entspricht der Klassifikation von Williamson und Mahar (siehe Grafik 1).*

2 *Japan, Israel und Sri Lanka benötigten 15 Jahre, Frankreich, Thailand, Indonesien, Malaysia und die Philippinen rund 10 Jahre.*

Kreditvergabe, überhöhte Vermögenspreise, politische Einflussnahme, Erosion des Eigenkapitals, Fremdwährungsrisiken und extremer Wettbewerb. Keines dieser Symptome geriet allerdings außer Kontrolle. Durch die schrittweise und vorsichtige Umsetzung der Reformen gelang es, die einzelnen Störungen zeitlich auseinander zu halten und somit eine echte Krise abzuwenden.

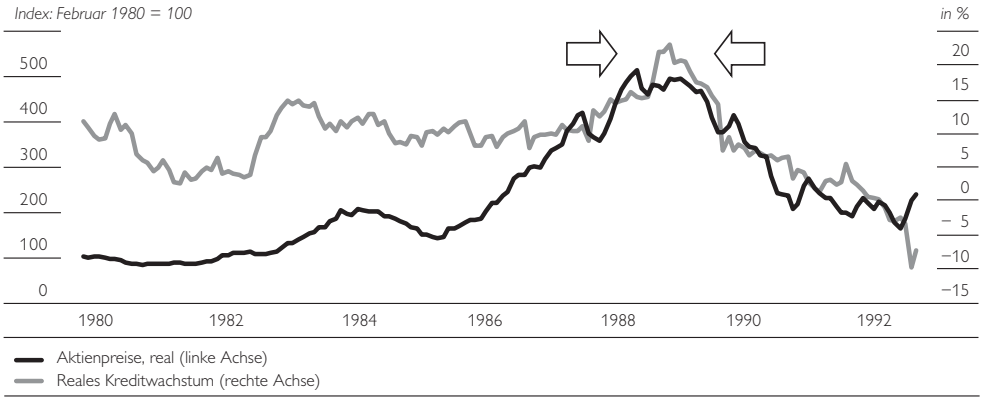
Grafik 5 veranschaulicht am Beispiel von Finnland die typischen Gefahren der Finanzmarktliberalisierung. Kurz nach der Deregulierung des heimischen Marktes zwischen 1982 und 1986 kam es zu einem Kreditboom. Der Kapitalverkehr wurde im Jahr 1986 liberalisiert, und starke Kapitalzuflüsse blähten die Vermögenspreise auf. Besonders stark zogen die Immobilienpreise an. Für Gläubiger, die Immobilien als Sicherung verwenden konnten, wurden Kredite dadurch billiger. Der Kreditboom beschleunigte sich weiter. Schließlich platzte die Seifenblase zwischen 1990 und 1992 und löste eine scharfe Rezession aus.

Grafik 6 zeigt die Verhältnisse in Österreich. Zwar waren die gleichen Ungleichgewichte wie in Finnland vorhanden: ein Kreditboom, eine spekulative Blase und ein steiler Anstieg von Fremdwährungskrediten. Allerdings traten diese Phänomene zeitlich getrennt auf, wodurch eine allgemeine Finanzseifenblase vermieden wurde. Die Liberalisierung des heimischen Finanzmarktes in den späten Siebzigerjahren löste einen Kreditboom aus. Es kam aber zu keinen Kapitalzuflüssen, da Kapitalkontrollen in Kraft blieben. Der Kreditboom wurde durch hohe Realzinsen und Kreditplafonierung erstickt. Als Ende der Achtzigerjahre der Kapitalverkehr mit dem Ausland liberalisiert wurde, führten Kapitalzuflüsse zu einem sprunghaften Anstieg der Vermögenspreise. Das Kreditwachstum blieb aber moderat. Erstens wurden nämlich gleichzeitig die Aufsichtsstandards verschärft, wodurch die Banken die Kreditvergabe einschränken mussten. Zweitens war die Palette der verwendeten Sicherheiten breit gefächert, wobei Immobilien nur einen geringen Anteil aufwiesen. Das unterbrach in Österreich die direkte Verbindung von Vermögenspreisen zum Kreditangebot. Drittens dämpften hohe Realzinsen zusätzlich die Kreditnachfrage. Dem Boom bei Fremdwährungskrediten in den späten Neunzigerjahren stand zuletzt eine restriktive Fiskalpolitik gegenüber. Die drei Episoden mit Krisensymptomen waren durch jeweils fast ein Jahrzehnt getrennt.

Der Nachteil einer schrittweisen Umsetzung der Reformen lag in der Anfälligkeit für Rückschläge. Tatsächlich kam es Mitte der Achtzigerjahre zu Rückschlägen, als die schlechte Finanzlage der Banken die Regierung und den Bankensektor gleichermaßen beunruhigte. Die Regierung reaktivierte in der Folge das Zinskartell, um dem „übertriebenen und ruinösen" Wettbewerb Einhalt zu gebieten und die Gewinnmargen wiederherzustellen. Die kartellartigen Zinsvereinbarungen (ordnungspolitischen Vereinbarungen, OPV) führten zu einer sofortigen Verbreiterung der Zinsmargen, zu einer Steigerung der Gewinne und des Eigenkapitals. Wie Grafik 7 zeigt, erhöhten sich die Zinsmargen zwischen 1985 und 1993 von 1·5 auf 2·5%, was darauf hindeutet, dass der Wettbewerb tatsächlich behindert wurde. Die Eigenkapitalquote verbesserte sich rasch, um 8% im Jahr 1986 und 18% im darauf folgenden Jahr. Die Rekapitalisierung der Banken wurde damit in erster Linie von den Schuldnern über höhere Zinszahlungen finanziert. Der Bankensektor erholte sich, aber der Prozess der Liberalisierung erlitt einen Rückschlag. Das war der Preis, den Österreich für seinen Gradualismus zahlen musste.

Grafik 5

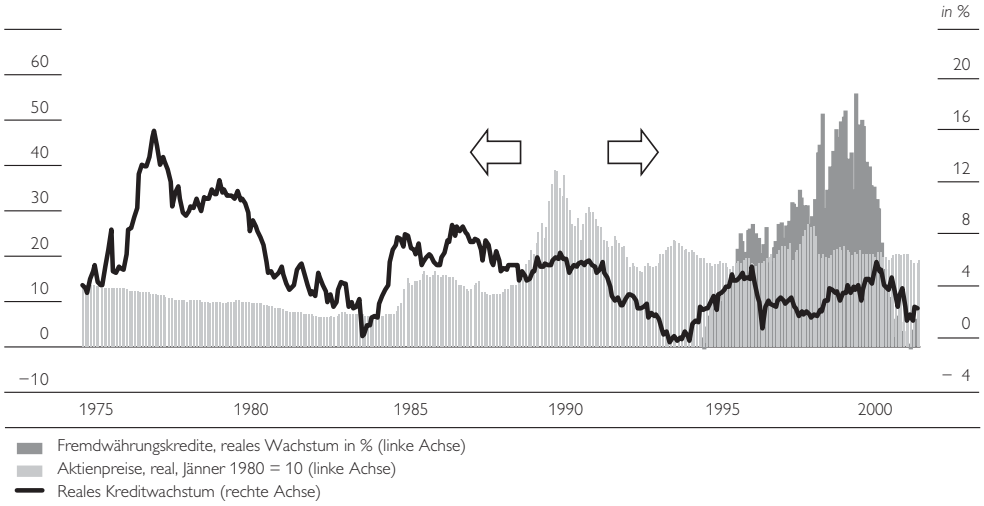
Finnland: Gleichzeitiger Kredit- und Vermögenspreis-Boom



Quelle: IWF – International Financial Statistics.

Grafik 6

Österreich: Zeitlich versetzter Kredit- und Vermögenspreis-Boom



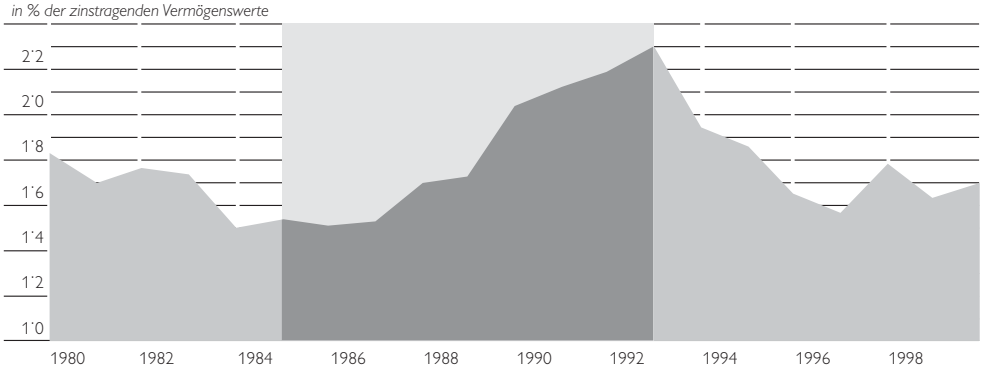
Quelle: IWF – International Financial Statistics, OeNB.

These 4: Die expansiven Effekte der Finanzmarktliberalisierung wurden durch eine restriktive Geld-, Fiskal- und Aufsichtspolitik ausgeglichen. Die Restriktionen kamen – manchmal durch Zufall – gerade zum richtigen Zeitpunkt.

Wie Geld- und Fiskalpolitik können auch Finanzreformen zyklisch wirken. In Österreich haben sich diese Instrumente häufig untereinander zyklisch kompensiert. Die Liberalisierung des Finanzsektors hat ähnliche makroökonomische Effekte wie eine expansive Geldpolitik, während eine Verschärfung der Aufsichtsstandards restriktiv wirkt. Der wichtigste Unterschied besteht darin, dass Schwankungen im privatwirtschaftlichen Teil der Geldmenge auftreten (d. h. im Bereich des Geldes, das von Kommerzbanken geschöpft wird) und nicht im Zentralbankgeld. Finanzmarktliberalisierung und -regulierung bewirken Veränderungen des Geldmultiplikators. Dieser Zusammenhang ist besonders anschaulich in der Finanzmarktliberalisierung von Paraguay während der

Grafik 7

Zinsmarge und Reformumkehr[1])

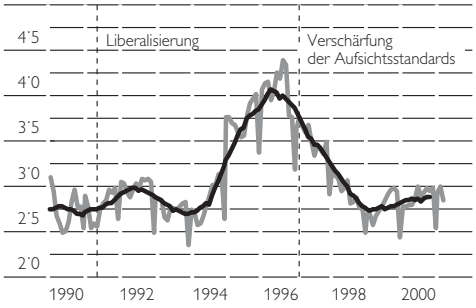


Quelle: Verband österreichischer Banken und Bankiers, eigene Berechnungen.
[1]) Der schattierte Bereich deutet die Kartellperiode an.

Neunzigerjahre zu sehen (Grafik 8). Im Unterschied dazu vergrößerte sich der M2-Multiplikator in Österreich kontinuierlich und ohne Unterbrechung. Das ist bemerkenswert, da der Finanzsektor während dieser Zeit einer ganzen Reihe von Schocks ausgesetzt war. Wirtschaftspolitische Maßnahmen und interne Stabilisatoren des Bankensystems federten die Schocks ab. Zuerst sollen hier die Maßnahmen der Wirtschaftspolitik behandelt werden.

Grafik 8

M2-Multiplikator in Paraguay[1])

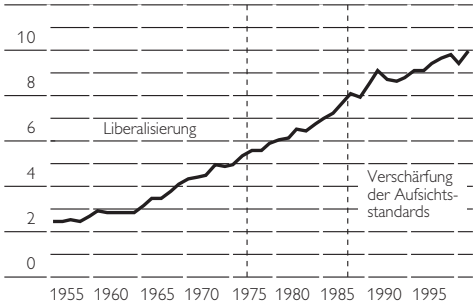


gleitender Durchschnitt
M2-Multiplikator

Quelle: Zentralbank von Paraguay.
[1]) Der Multiplikator ist hier als das Verhältnis von M2 oder M3 zum Bargeldumlauf (M0) definiert. Die Bankenkrise bewirkte eine deutliche Verringerung des M2-Multiplikators in der Guarani-Geldmenge. Der M3-Multiplikator blieb auf Grund der zunehmenden Dollarisierung konstant. Zuletzt legte der M2-Multiplikator wieder leicht zu, während der M3-Multiplikator kräftig anstieg.

Grafik 9

M2-Multiplikator in Österreich



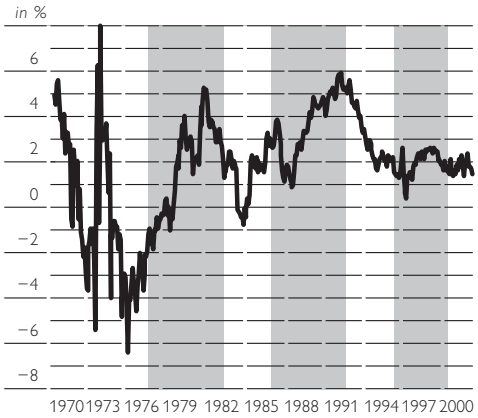
Quelle: OeNB.

Die Geldpolitik steuerte den expansiven Impulsen der Finanzreform aktiv gegen. Grafiken 10 und 11 zeigen, dass die realen Zinsen während der Reformperioden (1977–1981, 1986–1992, 1994, 2000) deutlich höher waren als sonst. Die realen Geldmarktsätze, die direkt von der Zentralbank beeinflusst werden können, stiegen während Reformperioden um 250 Basispunkte. Dieser

Trend griff auf andere Teile des Finanzsektors über, z. B. auf die Renditen von Staatsanleihen und auf die Soll- und Habenzinsen. Zu einem gewissen Grad wurde die Geldpolitik vom Ausland bestimmt. Österreich musste durch die Anbindung seiner Währung an die D-Mark die deutsche Politik nachvollziehen. Allerdings fielen die Zeitpunkte internationaler monetärer Restriktion recht günstig.

Grafik 10

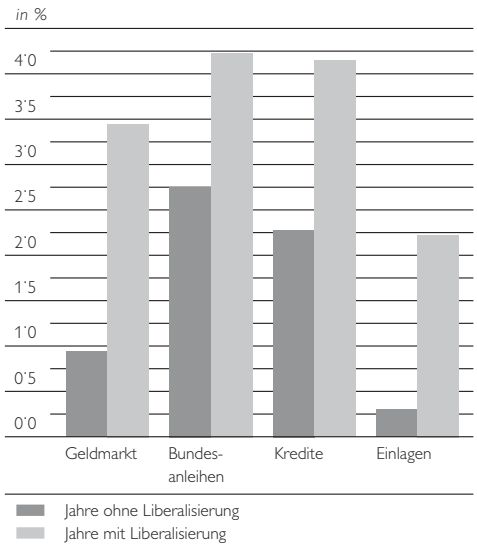
Reale Kurzfristzinsen[1])



Quelle: OeNB.
[1]) Schattierte Bereiche bezeichnen expansive Phasen auf den Finanzmärkten.

Grafik 11

Reale Zinsen und Finanzmarktliberalisierung



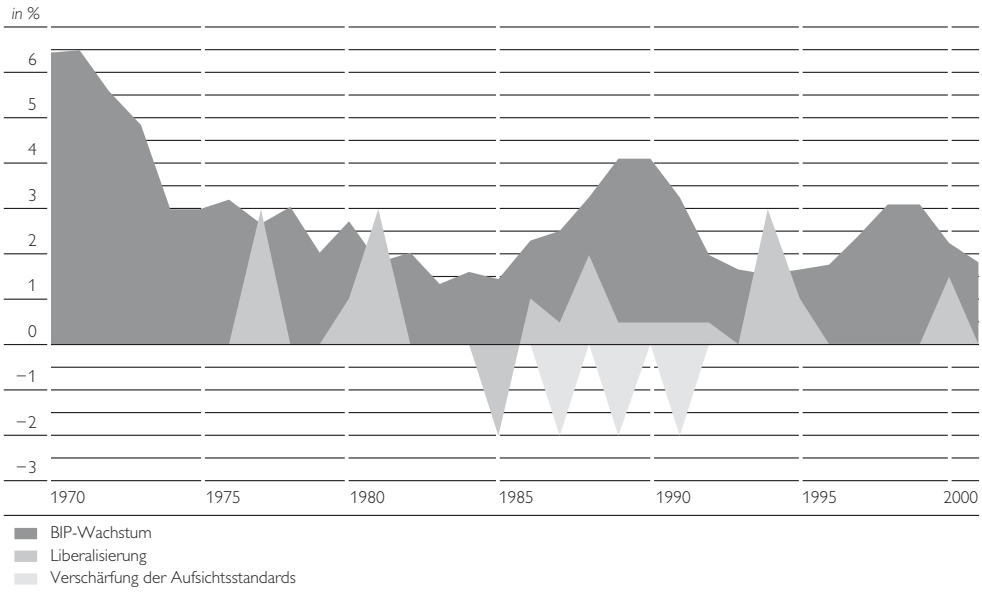
Quelle: OeNB, Verband österreichischer Banken und Bankiers, eigene Berechnungen.

Die Fiskalpolitik dämpfte die expansiven Effekte der jüngsten Phase der Finanzmarktliberalisierung. In den späten Neunzigerjahren kam es im Zuge der Privatisierung wichtiger Banken zu einer Verschärfung des Wettbewerbs und zu einem Boom bei Fremdwährungskrediten. Die expansiven Impulse auf das Kreditangebot wurden durch eine restriktive Fiskalpolitik neutralisiert. Die Regierung reduzierte das Budgetdefizit um 6½ Prozentpunkte des BIP zwischen 1995 und 2001, um die Kriterien des Stabilitäts- und Wachstumspakts zu erfüllen. Parallel dazu verringerte sie die ausstehenden Bankschulden real um rund 30%. Das ermöglichte eine Ausweitung der Privatkredite, ohne dass das Kreditwachstum insgesamt destabilisiert wurde.

Auch von der Reform der Bankenaufsicht gingen wichtige antizyklische Effekte aus. Die erste Welle der Liberalisierung um 1980 hatte zu einem scharfen Wettbewerb und einer bedrohlichen Verschlechterung der Ertragslage der Banken geführt. Die Eigenkapitaldeckung war äußerst dünn geworden. Die Regierung versuchte Mitte der Achtzigerjahre, diesen Trend umzukehren, indem sie zuerst das Zinskartell wiederbelebte und später die Aufsichtsstandards verschärfte – insbesondere durch höhere Eigenkapitalerfordernisse. Beide Maßnahmen dämpften das Kreditwachstum. Die Sollzinsen stiegen, und die Zinsspannen verbreiterten sich. Dadurch wurde auch der expansive Impuls gedämpft, der von der Öffnung des Kapitalverkehrs mit dem Ausland ausging.

Grafik 12

Reformen und die Konjunktur



Quelle: OeNB, Veränderungen im Liberalisierungsindex aus Grafik 1.

Die drei Instrumente der Wirtschaftspolitik – Geldpolitik, Fiskalpolitik und Finanzreformen – waren in geeigneter Weise an das Wirtschaftswachstum angepasst – mit oder ohne Absicht. Grafik 13 zeigt, dass Episoden der Liberalisierung hauptsächlich in Zeiten wirtschaftlicher Schwäche erfolgten. Die Grafik kombiniert BIP-Wachstumsraten (gleitende Drei-Jahres-Durchschnitte) mit Veränderungen im oben beschriebenen Liberalisierungsindex. Als in den späten Siebzigerjahren der heimische Finanzmarkt liberalisiert wurde, war die Wirtschaft durch Ölpreisschocks und eine globale Rezession geschwächt. Die Kapitalströme wurden in den späten Achtzigerjahren während eines Wirtschaftsaufschwungs liberalisiert, allerdings kompensiert durch die gleichzeitige Verschärfung der Aufsichtsstandards. Die Privatisierungen und der Boom der Fremdwährungskredite in den späten Neunzigerjahren fielen wiederum in eine Phase verhaltenen Wachstums und der Budgetkonsolidierung. Insgesamt war das zyklische Timing der Reformen in Österreich sehr glücklich.

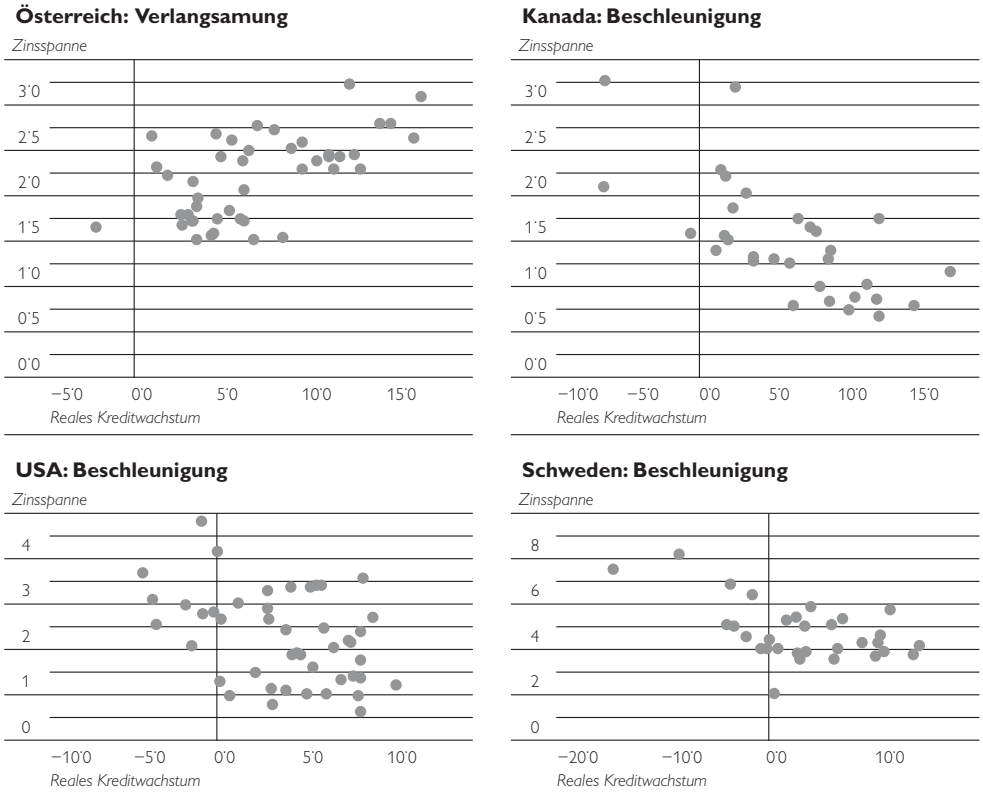
5 Strukturelle Puffer im Finanzmarktsystem

These 5: Viele österreichische Banken verfolgen langfristige Geschäftsstrategien und federn vorübergehende Schocks ab. Ihr interner „Finanzdezelerator" glättet die Konjunktur. Dies ist ungewöhnlich, passt aber in den weiteren europäischen Kontext, wo ein buckelförmiger Zusammenhang zwischen dem Finanzdezelerator und der Größe des Bankensektors besteht.

Monetäre Schocks – wie die Finanzmarktliberalisierung – wirken auf die Realwirtschaft über den *geldpolitischen Transmissionsmechanismus.* Angesichts der großen Zahl von Finanzkrisen sind die Transmissionskanäle in den letzten Jahren eingehend untersucht worden, z. B. von Kashyap und Stein (1995), Ehrmann et al. (2001) und Angeloni et al. (2001). Es wurde festgestellt, dass der Finanz-

Grafik 13

Zinsmargen und die Konjunktur



Quelle: Verband österreichischer Banken und Bankiers, OeNB, IWF – International Financial Statistics, eigene Berechnungen.

sektor in vielen Ländern monetäre Schocks verstärkt. Dieser Effekt ist als *Finanzakzelerator* bekannt.

Die Stärke des Finanzakzelerators hängt von der Mikroökonomik des Transmissionsmechanismus ab. Im Wesentlichen gibt es drei mikroökonomische Transmissionskanäle: 1. Den *Zinskanal (interest rate channel),* der auf vollkommenen Kapitalmärkten und unabhängig von den Banken funktioniert. Höhere Zinssätze führen zu einer intertemporalen Substitution von Investitions- und Konsumausgaben und drücken die gesamtwirtschaftliche Nachfrage. Dieser Kanal ist aus dem IS-LM-Modell bekannt und zeigt in empirischen Studien keine länderspezifischen Unterschiede (siehe Angeloni et al, 2001). 2. Ein zweiter Mechanismus ist der *Bilanzkanal (balance sheet channel),* der auf Veränderungen im Besicherungswert, vor allem im Fall von Immobilien, beruht. Dieser Effekt dürfte in Österreich wenig ausgeprägt sein, weil eine breite Palette von Sicherheiten verwendet wird und die Besicherung mit Immobilien eine geringe Rolle spielt. Die österreichischen Banken verwenden zur Besicherung am liebsten Einlagen, Anleihen und Lagerbestände. 3. Der *Kreditkanal (bank lending channel),* über den sich Zinsänderungen im Kreditangebot niederschlagen. Wenn die Leitzinsen steigen, geben die Banken diese Erhöhung nur teilweise an die Einleger weiter. Die Einlagen gehen daher bei Leitzinserhöhungen oft zurück. Auf Grund der rückläufigen Einlagen müssen die Banken ihre Kreditvergabe einschränken – außer wenn sie alternative Liquiditätsquellen haben. Dieser

Kanal ist bei den kleinen und mittleren US-Banken nachweislich stark ausgeprägt. In Europa, wo der Bankensektor in Relation zum BIP viel größer ist, und speziell in Österreich, wo die meisten Banken klein sind, sollte dieser Effekt eigentlich noch stärker sein als in den USA. A priori sollte Österreich also einen großen Finanzakzelerator besitzen.

Das ist allerdings nicht der Fall. Ein Finanzakzelerator würde, empirisch gesehen, eine negative Beziehung zwischen Kreditwachstum und Zinsmargen erzeugen. Die Erklärung für dieses Muster liegt im Risikoverhalten der Banken und der kurzfristigen Maximierung der Gewinne. Aufschwünge erzeugen optimistische Erwartungen, und Banken drängen darauf, ihre Kredite auszuweiten. Der Wettbewerb intensiviert sich, und die Zinsmargen werden enger, was die Kreditnachfrage ansteigen lässt. Demgegenüber erleiden Banken bei einem Konjunkturabschwung Kreditausfälle, und die Zinserträge gehen zurück. Als Ausgleich erhöhen sie die Zinsmargen und rationieren Kredite, während sie ihr Portfolio in sichere Vermögenswerte umschichten. Kurzfristige Gewinnmaximierung verstärkt also die konjunkturellen Schwankungen.

Grafik 13 zeigt für mehrere Länder das Verhältnis zwischen realem Kreditwachstum und Zinsmarge. Die Zinsmargen errechnen sich als Differenz der Soll- und Habenzinsen aus jährlichen IFS-Daten für den Zeitraum von 1955 bis 2000. Kanada, die USA und Schweden repräsentieren den allgemeinen Fall eines Finanzakzelerators in Form einer negativen Korrelation zwischen Kreditwachstum und Zinsmargen. Im Fall Österreichs zeigt sich hingegen eine positive Korrelation: Die Zinsmarge vergrößert sich bei hohem Kreditwachstum. Das lässt auf einen *Finanzdezelerator* schließen, d. h. ein Verhalten der Banken, das die Konjunktur dämpft.

Für die schwache Ausprägung des Kreditkanals in Österreich dürfte eine Kombination von Faktoren ausschlaggebend sein. Erstens hatte der Staat bis vor kurzem starken Einfluss auf den Bankensektor. Bis in die Mitte der Neunzigerjahre kontrollierte der Staat mehr als die Hälfte der sektoriellen Bilanzsumme. Zweitens waren die österreichischen Banken zumindest bis zum EU-Beitritt 1995 kartellartig organisiert. Damit ging eine starre Zinsstruktur einher, möglicherweise auch eine abgeschwächte Übertragung der Zinssignale. Drittens gehören die meisten Banken einem Sektorenverbund an, der das Liquiditätsmanagement zentralisiert. Sparkassen und Genossenschaftsbanken sind so organisiert. Sie können sich bei ihrem Spitzeninstitut refinanzieren, wenn die Liquidität aus dem Einlagengeschäft nicht reicht. Damit fällt ein zentrales Element des Kreditkanals weg.

Weiters dürften die Eigentümerstruktur und ihre Anreize für Bankmanager eine zentrale Erklärung für das zyklische Verhalten der österreichischen Banken sein. Österreich weist den höchsten Anteil an Genossenschaftsbanken und Sparkassen in der OECD auf: Diese beiden Banktypen machen zwei Drittel der österreichischen Bankaktiva aus. Ihr Hauptinteresse gilt nicht kurzfristiger Gewinnmaximierung. Vielmehr versuchen diese Banken, den Wert ihrer Einlagen auf lange Sicht stabil zu halten und ihre Kunden, die oft zugleich Eigentümer sind, verlässlich mit Kredit zu versorgen. Das so genannte Hausbankensystem kann außerdem Informationsasymmetrien reduzieren, da die Hausbank in einem engen geografischen Rahmen agiert und ihre Kunden meist genau kennt. Sie vergibt meist Kredite mit langen Laufzeiten.

Das Management dieser Banken verfolgt deshalb eine Strategie der intertemporalen Glättung, wie von Allen und Gale (2000) beschrieben: In guten Zeiten werden Reserven angelegt, die in schlechten Zeiten liquidiert werden können. Die Banken weiten die Zinsmargen aus, wenn die Kreditnachfrage hoch ist, bzw. verengen sie, wenn die Kreditnachfrage rückläufig ist. Diese Strategie bringt vorübergehend Gewinneinbußen, aber stabilisiert die Kreditströme langfristig. Banken, die primär am vierteljährlichen *Shareholder Value* interessiert sind, steht dieses Mittel der *intertemporalen Glättung* nicht zur Verfügung. Die Mehrheit der österreichischen Banken bietet den Schuldnern eine implizite Versicherung und dämpft den Konjunkturzyklus.

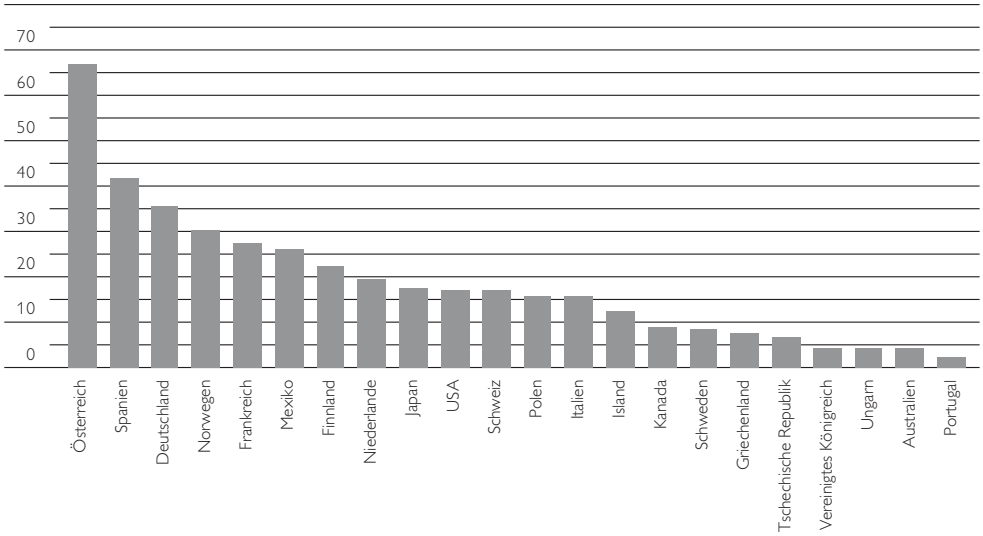
Diese Beobachtungen bestätigen die Erkenntnisse von Kaufmann (2001) und Valderrama (2001), wonach in Österreich der Kreditkanal nicht ausgeprägt ist. Unter den Industriestaaten zählt Österreich zu den Ländern mit dem größten Bankensektor gemessen am BIP, aber zu den Ländern mit dem kleinsten Finanzakzelerator. Das lässt den Schluss zu, dass ein großer Bankensektor nicht notwendigerweise größere Instabilität bedeutet. Das Gegenteil könnte der Fall sein. Grafik 15 veranschaulicht die Ergebnisse einer Reihe von EZB-Studien, die Angeloni et al. (2001) ausgewertet haben. Ausgangspunkt dieser Studie war eine Prüfung der These, dass der Kreditkanal in Europa – wegen der Dominanz der Banken auf dem Finanzsektor – stärker ausgeprägt ist als in den Vereinigten Staaten. Erstaunlicherweise zeigte sich aber, dass in den meisten europäischen Ländern der Kreditkanal schwächer ist. Außerdem *verschwindet* der Kreditkanal, wenn das Verhältnis der Kredite an den privaten Sektor zum BIP sehr groß wird.

Der Zusammenhang zwischen der Größe des Bankensektors und dem Finanzakzelerator könnte also buckelförmig sein, wie in Grafik 15 dargestellt. Länder mit einem kleinen und einfachen Finanzsektor (linke Skala) hätten einen

Grafik 14

Marktanteil von Sparkassen und Genossenschaftsbanken in der OECD (1999)

in % des Bilanzvolumens von Banken



Quelle: OECD, Bank Profitability (2000).

kleinen Finanzakzelerator. In dem Maß, in dem der Bankensektor wächst, nimmt der Finanzakzelerator zunächst zu. Ab einer bestimmten Schwelle wächst der Bankensektor aber nur, wenn es ihm gelingt, die steigenden Informationsasymmetrien zu bewältigen. Strategien dazu waren der Aufbau eines Hausbankensystems oder eines Liquiditätsnetzwerks. Beide implizieren eine intertemporale Glättung und bilden interne Puffer heraus, die den Effekt von Schocks abfedern. Damit kann der Finanzakzelerator am rechten Ende der Skala kleiner werden und letztlich ganz verschwinden. Ein großer Bankensektor ist vielschichtiger und durch eine größere Zahl interner Puffer geschützt. Aus Sicht der Geldpolitik ist das sehr begrüßenswert.

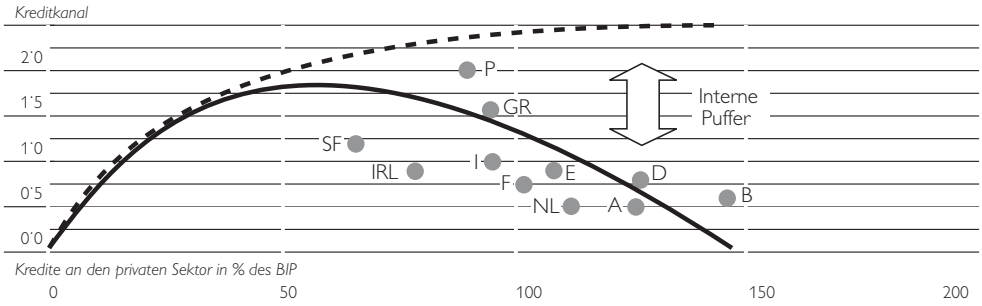
Schlussfolgerungen

Aus einer Reihe von Finanzkrisen in den letzten Jahrzehnten konnten wertvolle Erkenntnisse über das Verhalten von Banken gewonnen werden. Die Finanzmarktliberalisierung stellt ein besonders interessantes monetäres Experiment dar: Es gibt weltweit viele Fallbeispiele, in denen das Finanzsystem damit hart auf die Probe gestellt wurde. Je nach mikroökonomischer Struktur des Bankensystems war die Reaktion auf die Liberalisierung in den einzelnen Ländern aber ganz unterschiedlich.

Diese Studie soll die Literatur zur Finanzmarktliberalisierung, die einseitig auf Krisen ausgerichtet ist, ergänzen. Im Zentrum steht die Reform in Österreich, wo alle Voraussetzungen für eine schwere Finanzkrise gegeben waren. Wie in Schweden oder Finnland war das Finanzsystem in Österreich stark reglementiert und zudem im politischen Einflussbereich. Der Schilling war fest an die D-Mark gebunden, und die österreichischen Unternehmen finanzierten sich überwiegend über Bankkredite. Es war also damit zu rechnen, dass Veränderungen im Bankensektor in Österreich einen starken realwirtschaftlichen Effekt haben würden.

Grafik 15

Finanzakzelerator und Größe des Bankensektors



Anmerkung: Die Bedeutung des Kreditkanals ist nach Angeloni et al. (2001), Tabelle 8, als der kumulative VAR-Koeffizient der Veränderung der Kreditvergabe bei Leitzinsveränderungen ausgewiesen. Je höher dieser Koeffizient, umso stärker ist der Kreditkanal ausgeprägt. Die Daten zur Kreditvergabe an den privaten Sektor im Verhältnis zum BIP stammen vom IFS.

Trotzdem kam es zu keinem Boom-Bust-Zyklus, und die Finanzmarktliberalisierung ging in Österreich reibungslos über die Bühne. Diese Studie bietet zwei Erklärungsansätze für diese Beobachtung, wobei eine mit der Wirtschaftspolitik und die andere mit der makroökonomischen Struktur des Bankensektors zu tun hat. Letztere ist besonders interessant, weil sie Rückschlüsse auf den

geldpolitischen Transmissionsmechanismus zulässt. So zeigt sich, dass im großen österreichischen Bankensektor geldpolitische Schocks nicht verstärkt, sondern gedämpft werden, das heißt, es gibt Anzeichen für einen Finanzdezelerator. Im größeren Kontext zeigt sich, dass Länder mit einem sehr großen Bankensektor, wie Österreich, weniger anfällig für Finanzkrisen sind. Das ist eine gute Nachricht für die Geldpolitik in Europa, wo der Bankensektor generell größer ist als in anderen Teilen der Welt.

Diese Studie zieht drei Schlüsse für die Wirtschaftspolitik von Finanzreformen: Erstens hat sich in Österreich eine Strategie der kleinen Schritte bewährt. Dank der Aufgliederung der Reformen in überschaubare Stufen wurden eine Bündelung von Risikofaktoren und das Auftreten spekulativer Blasen verhindert. Es war somit möglich, die auftretenden Probleme zu isolieren und der Reihe nach zu lösen. Zweitens folgte die Sequenz der Reformschritte im Großen und Ganzen der heute gültigen Lehrmeinung – die freilich damals noch nicht bestand. Drittens war die Reform des österreichischen Finanzsektors antizyklisch getimt, und wirtschaftspolitische Instrumente wurden entsprechend eingesetzt, um zyklische Effekte zu dämpfen. Liberalisierungsschritte wurden in Zeiten rückläufiger Nachfrage gesetzt, während die Aufsicht in Zeiten konjunktureller Erholung verschärft wurde.

Literaturverzeichnis

Allen, F., Gale, D. (2000). Comparing Financial Systems. Cambridge: MIT Press.

Angeloni, I. et al. (2001). Monetary Transmission in the Euro Area: Where Do We Stand? In: EZB Working Paper 114.

Berger, A., Hunter, W., Timme, S. (1993): The Efficiency of Financial Institutions: A Review and Preview of Research Past, Present and Future. In: Journal of Banking and Finance, 17, 221–249.

BIZ (2001). Jahresbericht, Kapitel VII: Zyklen und das Finanzsystem. Basel: BIZ.

Brandner, P. (1991). Liberalisierung der österreichischen Devisenbestimmungen. In: WIFO-Monatsberichte 11/91.

Braumann, B. (2002). Financial Liberalization. In: Austria. OeNB-Mimeo.

Caprio, G., P. Honohan, Stiglitz, J. (Hsrg.) (2001). Financial Liberalization: How Far, How Fast? Cambridge UP.

Demirgüç-Kunt, A., Detragiache, E. (1998). Financial Liberalization and Financial Fragility. In: IWF Working Paper WP/98/83.

Drees, B., Pazarbasioglu, C. (1998). The Nordic Banking Crisis. In: IWF Occasional Paper 161.

Ehrmann, M. et al. (2001). Financial Systems and the Role of Banks in Monetary Policy Transmission in the Euro Area. In: EZB Working Paper 105.

Frydl, E. (1999). The Length and Cost of Banking Crises. In: IWF Working Paper WP/99/30.

Glauninger, V., Magerl, Ch., Mooslechner, P. (2001). Österreichs Bankensystem im Umbruch: Neue Fragen auf alte Antworten? In: Fuchs, W., Horvath, O. (Hrsg.). Wirtschaftsstandort Österreich. Von der Theorie zur Praxis. Wien: Bundesministerium für Wirtschaft.

Grubelnik, K. (1998). Die Rote Krake. Wien: Molden.

Hviding, K. (2000). Challenges of European Financial Integration: The Case of Austria. In: IWF-Länderbericht Österreich 00/124.

Kashyap, A., Stein, J. (1995). The Impact of Monetary Policy on Bank Balance Sheets. Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy, Band 42, 151–195.

Kaufmann, S. (2001). Asymmetries in Bank Lending Behavior. Austria During the 1990s. In: EZB Working Paper 97.

Kernbauer, H. (1991). Währungspolitik in der Zwischenkriegszeit. Wien.

Lindgren, C.-J., Garcia, G., Saal, M. (1996). Bank Soundness and Macroeconomic Policy. Washington, D.C. IWF.

Mishkin, F. (2000). The Economics of Money, Banking and Financial Markets, Boston, Adison, Wesley, Longman.

Schulz, G. (1997). Entwicklungen und Perspektiven des österreichischen Devisenrechts. Wien, Peter Lang Verlag.

Shy, O. (1997). Industrial Organization, Boston, MIT Press.

Valderrama, M. (2001). Credit Channel and Investment Behavior in Austria. A Micro-Econometric Approach. In: EZB Working Paper 108.

Williamson, J., Mahar, M. (1998). A Survey of Financial Liberalization. Princeton, Princeton UP.

Wyplosz, C. (2001). Financial Restraints in Postwar Europe. In: Caprio, G. et al. (Hrsg.) (2001). Financial Liberalization. Cambridge, UK, Cambridge UP.

Bankenstruktur und Investitionsverhalten in Österreich Empirische Evidenz[1])

Maria Teresa Valderrama[2])

1 Einleitung

Die Kernaussage der Investitionstheorie des Finanzakzelerators ist die Annahme, dass auf Grund von Kapitalmarktunvollkommenheiten die Investitionsentscheidungen der Unternehmen nicht unabhängig von ihren Finanzierungsentscheidungen erfolgen. In Anbetracht der Beeinflussung des Investitionsverhaltens durch Fremdfinanzierung stellt die Finanzmarktentwicklung wegen ihrer Implikationen für die Kosten und Verfügbarkeit von Fremdmitteln einen wichtigen Wachstumsfaktor dar.[3]) Auch der institutionelle Rahmen spielt insofern eine wichtige Rolle, als er Finanzierungsrestriktionen verringert, auf Grund derer weniger investiert werden könnte. Bisher konnte allerdings weder empirisch noch theoretisch eindeutig geklärt werden, ob ein kapitalmarkt- oder ein bankendominiertes Finanzsystem stärker wachstumsfördernd wirkt.[4]) Ein Punkt, der oft ins Treffen geführt wird, ist, dass bankendominierte Systeme – bei all ihren Nachteilen – den Aufbau von langfristigen Kreditbeziehungen[5]) ermöglichen, womit Probleme hinsichtlich asymmetrischer Informationen, Moral Hazard und adverser Selektion teilweise wettgemacht werden können.

Mit dieser Studie soll zuerst untersucht werden, ob das Hausbankprinzip die Investitionsnachfrage beeinflusst, wobei andere relevante Variablen wie Eigenmittel, Größe und Alter des Unternehmens entsprechend berücksichtigt werden; und zweitens, ob dieser Einfluss auf die Unternehmensinvestitionen von den Charakteristika der Hausbank abhängig ist. Die meisten theoretischen und empirischen Studien zum Hausbankprinzip (Petersen, 1994, 1995; Ongena und Smith, 1998; Houston und James, 1999; Boot, 2000) zeigten, dass das Vorliegen einer Hausbankbeziehung die Sensibilität der Investitionsfunktion gegenüber den Kapitalkosten nicht verringert, sondern das Unternehmen weniger abhängig von Eigenmitteln macht.

Die Struktur des Bankensystems hat sich für das Investitionsverhalten ebenfalls als relevant herausgestellt. Das erhöhte Interesse an den Auswirkungen der Bankenstruktur auf die Investitionsnachfrage liegt in den zunehmenden Fusionen und Übernahmen und der Konsolidierung des Bankensystems begründet. Manche Autoren (Berger und Udell, 1994, 1998; Berger et al., 2001; Bonaccorsi und Dell'Ariccia, 2000; Bonaccorsi und Gobbi, 2000; Cole und Walraven, 1998) sind der Ansicht, dass sich Marktkonzentration und Marktkonsolidierung negativ auf Kreditbeziehungen auswirken, da Großbanken oder Banken mit einer starken Marktposition weniger Interesse daran haben werden, vor allem mit kleinen oder jungen Unternehmen enge Kreditbeziehungen aufzubauen. Es bestehen daher Bedenken dahin gehend, dass das Hausbank-

1 *Ich bedanke mich bei Gerhard Fiam und Wolfgang Schüller für die Aufbereitung und Beschaffung der Daten sowie bei Helene Schuberth und Fabio Rumler für ihre hilfreichen Kommentare und Vorschläge. Für eventuelle Fehler übernehme ich die Verantwortung.*

2 *Oesterreichische Nationalbank, Abteilung für Volkswirtschaftliche Analysen, Otto-Wagner-Platz 3, 1090 Wien. Telefon: (+43-1) 40420-7412, Fax: (+43-1) 40420-7499;*
E-Mail: Maria.Valderrama@oenb.at. Die hier dargestellten Ansichten müssen sich nicht mit jenen der OeNB decken.

3 *Siehe Tsuru (2000) für eine Literaturübersicht über den Zusammenhang zwischen Finanzrestriktionen und Unternehmensinvestitionen.*

4 *Levine (2002).*

5 *Damit ist eine Hausbankbeziehung gemeint.*

prinzip auf Grund von Entwicklungen im Bankensektor an Bedeutung verlieren wird.

Die vorliegende Studie bestätigt diese Ergebnisse zum Teil. Das Vorliegen einer engen Hausbankbeziehung reduziert die Kapitalkosten nicht, sondern kann je nach Unternehmensgröße die Finanzrestriktionen verringern, mit denen das Unternehmen konfrontiert ist. Anders als erwartet profitieren jedoch kleine und junge Unternehmen in größerem Ausmaß davon, eine Großbank zur Hausbank zu haben.

Die vorliegende Studie ist wie folgt strukturiert: Das nun folgende Kapitel beschäftigt sich mit der empirischen Spezifikation. In Kapitel 3 werden die im empirischen Teil verwendeten Daten und Indikatoren beschrieben. Kapitel 4 enthält die Ergebnisse der Schätzungen, gefolgt von einer Zusammenfassung und Schlussfolgerungen.

2 Theoretischer Rahmen

In einer Welt vollkommener Kapitalmärkte würde die Investitionsentscheidung eines Unternehmens unabhängig von seiner Finanzierungsentscheidung erfolgen.[1]) Doch in einer Welt mit asymmetrischen Informationen, Moral Hazard, Agency-Costs, adverser Selektion und anderen Marktunvollkommenheiten sind Innen- und Fremdfinanzierung nicht vollkommen substituierbar, und auch Bankkredite können nicht perfekt durch andere externe Geldquellen ersetzt werden. Liegen Kapitalmarktunvollkommenheiten vor, dann hängt es – neben der Finanzstruktur – von einer Reihe von Unternehmensfaktoren ab, in welchem Umfang und zu welchen Kosten das Unternehmen Zugang zu Fremdmitteln hat. Dazu gehören unter anderem Größe und Alter des Unternehmens und eine enge Kreditbeziehung mit seiner Hausbank.

Unter diesen Umständen wird die Investitionsfunktion von Unternehmen mit begrenztem Zugang zu den Kapitalmärkten stärker sowohl von den Eigenmitteln als auch von den Kapitalnutzungskosten abhängen, da für diese Unternehmen die Prämie für Fremdfinanzierung rascher steigen wird. Durch Kreditrationierungen könnten Finanzintermediäre sogar Unternehmen vom Markt verdrängen.[2]) Anders ausgedrückt: Hat ein Unternehmen auf Grund von Marktunvollkommenheiten eingeschränkten Zugang zum Kapitalmarkt und keine ausreichenden Eigenmittel, unterliegt es Finanzierungsrestriktionen und wird sein Investitionsvolumen zurückschrauben müssen.

1 *Das heißt, sofern sich das Modigliani-Miller-Theorem bestätigt.*

2 *Siehe Stiglitz und Weiss (1981), Hubbard (1994), Cecchetti (2000), sowie Oliner und Rudebusch (1996).*

Aus dem gleichen Grund kann das Finanzsystem, innerhalb dessen ein Unternehmen operiert, das Investitionsvolumen beeinflussen, je nachdem, ob Unvollkommenheiten des Kapitalmarktes leicht wettgemacht werden können oder nicht. Die Literatur zur Wachstumsfinanzierung gibt bisher keine klaren Antworten auf die Frage, welches Finanzsystem stärker wachstumsfördernd wirkt.[1]) Für das bankendominierte System wird oft ins Treffen geführt, dass es – bei all seinen Nachteilen – Vorteile gegenüber dem kapitalmarktbasierten System hat, weil es den Aufbau langfristiger Kreditbeziehungen ermöglicht, womit Probleme hinsichtlich asymmetrischer Informationen, Moral Hazard und adverser Selektion, die es in unvollkommenen Märkten gibt, wettgemacht werden können.[2])

Um die Auswirkungen finanzieller Faktoren auf die Investitionsnachfrage empirisch nachzuweisen, wurde in mehreren Studien getestet, ob die Investitionsnachfrage von Unternehmen mit unterschiedlichem Zugang zu den Kapitalmärkten sensibler auf Determinanten wie Kapitalnutzungskosten und die Eigenmittel reagieren.[3])

Der Einfluss des Finanzsystems auf das Investitionsverhalten wurde üblicherweise untersucht, indem man sich die Rolle näher ansah, die das Hausbankprinzip bei der Umsetzung von Investitionsvorhaben spielt. Bei der Analyse der Kreditbeziehungen zwischen Unternehmen und Banken wurde entweder, wie hier vorgeschlagen, das Investitionsverhalten der Unternehmen untersucht oder ihre Nachfrage nach Krediten näher betrachtet. Studien zur Kreditkanal- und Finanzakzeleratortheorie konzentrierten sich bisher auf die Auswirkungen von Finanzierungsrestriktionen auf die Investitionsnachfrage (Bernanke et al., 1994; Bond et al., 1994, 1997). Die meisten Werke in der Fachliteratur, die Bank- und Unternehmensdaten gegenüberstellten, haben einen Zusammenhang zwischen der Kreditnachfrage von nichtfinanziellen Unternehmen (bzw. der Kreditvergabe an nichtfinanzielle Unternehmen) und den Merkmalen der Banken hergestellt (Berger, 1995 bis 2001; Bonaccorsi et al., 2000).[4]) Nur wenige Studien, wie z. B. Gibson (1995, 1997), bezogen Merkmale der Banken in die Investitionsgleichung mit ein.[5])

Der Vorteil der Verwendung mikroökonomischer Daten in Studien zum Thema „Finance for Growth" liegt darin, dass sich diese Art von Daten besser

1 *„The results are robust to an extensive array of sensitivity analyses that employ different measures of financial structure, alternative statistical procedures, and different datasets. The conclusions are also not altered when looking at extremes: countries with very well developed banks but poorly developed markets do not perform notably differently from those with very well developed markets but poorly developed banks, or than those with more balanced financial systems: cross-country comparisons do not suggest that distinguishing between bank-based and market-based is analytically useful for understanding the process of economic growth." (Levine, 2002).*

2 *Ein weiterer Grund ist die intertemporale Risikoteilung, die von Banken mit engen Kreditbeziehungen praktiziert wird.*

3 *Für Literaturüberblicke siehe Hubbard (1994), Mojon et al. (2000). Studien über Österreich finden sich bei Valderrama (2001), Wesche (2000) und Kaufmann (2001).*

4 *Dies ist nicht einfach, da es hier ein Identifikationsproblem zu lösen gilt. In der Annahme, dass es stets ein bestimmtes Maß an Kreditrationierung gibt, wird die Kreditnachfrage nicht beobachtet, sondern nur das Kreditangebot.*

5 *Gibson ist der Ansicht, dass die Bonität von Banken eine wichtige Determinante für die Investitionsnachfrage von bankenabhängigen Firmen in Japan war.*

zur Umgehung des Kausalitätsproblems eignet, da die Performance eines Unternehmens die finanzielle Entwicklung einer Volkswirtschaft kaum beeinflussen kann. Die Verwendung von Unternehmensdaten hat den klaren Vorteil, dass die Struktur des Finanzsystems im Hinblick auf die Performance einzelner Firmen als exogen betrachtet werden kann, vor allem bei der Verwendung von Daten kleiner und mittelständischer Firmen.

Der Ausgangspunkt dieser Untersuchung ist eine Spezifikation der Investitionsnachfrage, die vom Optimierungsproblem des Unternehmens abgeleitet wird. Nimmt man eine Cobb-Douglas-Produktionsfunktion an, so ergibt sich der erwünschte Kapitalstock K^*_{it} des Unternehmens i zum Zeitpunkt t aus den Bedingungen erster Ordnung des Gewinn maximierenden Verhaltens, was bedeutet, dass die Grenzproduktivität des Kapitals seinen Grenzkosten entsprechen sollte. Die Grenzkosten werden hier mit den Kapitalnutzungskosten gleichgesetzt. Daher erhält man:[1])

$$K^*_{it} = \alpha_i \frac{S_{it}}{UC_{it}} \tag{1}$$

wobei S_{it} für Output oder Nettoumsatz steht, UC_{it} für die firmenspezifischen Kapitalnutzungskosten[2]) und α_i für den Kapitalanteil an der Produktionsfunktion. Gibt man die Logarithmen von K^*_{it}[3]) und S_{it}[4]) mittels Kleinbuchstaben an – wobei ρ für den Logarithmus (Log) der Kapitalnutzungskosten verwendet wird – und lockert man die Restriktionen einer proportionalen Reaktion des Kapitals auf Output und Kapitalnutzungskosten, kann die Gleichung (1) linearisiert werden:

$$k^*_{it} = \alpha_i + \beta s_{it} - \gamma \rho_{it} \tag{2}$$

Die Akzeleratorspezifikation der Investitionsnachfrage erhält man durch Verwendung erster Differenzierungen und des folgenden Ausdrucks als Approximation für Investitionen $\Delta k_{it} \approx I_{it}/K_{it-1} - \delta$ (I_{it} und δ stehen hierbei für Investition bzw. Abschreibung).

Da die Anpassung an den erwünschten Grad des Kapitalstocks nicht sofort erfolgt, wird diese Gleichung im Allgemeinen als ADL-Modell[5]) dargestellt, wobei η_{it} eine unternehmensspezifische Konstante bezeichnet und υ_{it} den Fehlerterm darstellt:

1 *Detaillierte Ableitungen des Gewinn maximierenden Verhaltens können beispielsweise Bond et al. (1997) und Mairesse et al. entnommen werden (1999).*

2 *Die firmenspezifischen Kapitalnutzungskosten werden folgendermaßen definiert:* $UC_{it} = (p^I_t/P_t)(r_{it} - \Delta p^I_{t+1}/p^I_t + \delta)$ *wobei* r_{it} *den effektiven Zinssatz darstellt, der als das Verhältnis von Zinszahlungen und zinsähnlichen Aufwendungen zur Bruttoverschuldung definiert ist.* P_t *ist der volkswirtschaftliche Preisdeflator der Bruttoinvestition und* δ *ist die wirtschaftliche Abschreibungsrate. Diese Definition der Kapitalnutzungskosten umfasst zudem drei weitere Elemente: die Opportunitätskosten des Kapitals, die sich durch den effektiven Zinssatz ergeben, eine vorausschauende Inflationskomponente, ausgedrückt durch den Term* $\Delta p^I_{t+1}/p^I_t$*, und die wirtschaftliche Abschreibung.*

3 *Der Kapitalstock wurde unter Anwendung der Perpetual Inventory Method (Kumulationsmethode) mit einer Abschreibungsrate von 10% berechnet.*

4 *Output wird als Nettoumsatz definiert.*

5 *Autoregressive Distributed Lag Model.*

$$I_{it}/K_{it-1} = \lambda(I_{it-1}/K_{it-2}) + \sum_{j=0}^{T} \beta_j \Delta s_{it-j} - \sum_{h=0}^{T} \gamma_h \Delta \rho_{it-h} + \eta_{it} + \upsilon_t \quad (3)$$

Auf Grund asymmetrischer Informationen und Agency-Costs verlangen Kreditgeber höhere Prämien von jenen Unternehmen, über die sie weniger Informationen haben. Je größer der Firmenwert, der zur Besicherung dienen kann, desto geringer diese Prämie. So gesehen hängen die Kosten für Fremdfinanzierung von der Finanzstruktur des Unternehmens und die Investitionsnachfrage von der Finanzlage des Unternehmens ab. Diese empirische Spezifikation basiert auf der Investitionstheorie des Finanzakzelerators, welche besagt, dass schwache Bilanzen die negativen Schocks auf Firmeninvestitionen verstärken können.[1])

In diesem Rahmen wird die Investitionsnachfragegleichung bei (3) um jene Faktoren erweitert, die den Firmenwert ausmachen, wie etwa das Verhältnis zwischen liquiden Mitteln und Kapital. Die erweiterte Investitionsnachfragegleichung kann daher wie folgt dargestellt werden:

$$\begin{aligned} I_{it}/K_{it-1} = \lambda(I_{it-1}/K_{it-2}) &+ \sum_{j=0}^{T} \beta_j \Delta s_{it-j} - \sum_{h=0}^{T} \gamma_h \Delta \rho_{it-h} \\ &+ \sum_{m=0}^{T} \omega_m C_{it-m}/p^I_{t-m} K_{t-1-m} + \eta_{it} + \upsilon_t \qquad (4) \end{aligned}$$

wobei C_{it} den Cash-Level und p^I_t den volkswirtschaftlichen Preisdeflator der Bruttoinvestition darstellt. Die Hypothese besagt, dass die Verfügbarkeit von Eigenmitteln nicht nur die Investitionsnachfrage, sondern auch den Gesamteffekt der Kapitalnutzungskosten auf die Investitionsnachfrage beeinflusst. Zusätzlich wird die Stichprobe nach Alter und Größe des Unternehmens geteilt, um der Heterogenität der verschiedenen Zugänge zu Fremdkapital Rechnung zu tragen.

Rolle des Hausbankprinzips

Kreditbeziehungen sind für Investitionen wichtig, da auf Grund langfristiger Beziehungen sowohl Kreditgeber als auch Kreditnehmer so manche asymmetrischen Informationsprobleme, die es in unvollkommenen Märkten gibt, wettmachen können. Daher können beispielsweise kleine oder junge Firmen, die sonst einen geringeren finanziellen Spielraum hätten, durch den Aufbau einer Kreditbeziehung besseren Zugang zu Fremdmitteln erhalten. Die Gewissheit, auch in schlechten Zeiten Zugang zu Geldmitteln zu haben, könnte jedoch für das Unternehmen mit Kosten verbunden sein. Erstens könnte die Hausbank Monopolpreise für die Kredite festsetzen,[2]) und zweitens könnte die starke Abhängigkeit von einer Bank, die vielleicht nicht über ausreichende Mittel verfügt, den Investitionsspielraum von Firmenkunden einschränken.[3])

1 *Bernanke und Gertler (1995).*

2 *Hierbei handelt es sich um das so genannte Hold-Up-Problem. Siehe Ongena und Smith (1998) sowie Dell'Ariccia und Marquez (2001).*

3 *Bei Ongena und Smith (1998) findet sich ein detaillierter Bericht über alle möglichen Auswirkungen von Kreditbeziehungen auf Banken.*

Die Bedeutung von Kreditbeziehungen für Investitionen wird untersucht, indem eine Dummy-Variable für das Vorliegen einer Hausbankbeziehung[1]) in der Regression eingesetzt wird. Frühere Studien kamen üblicherweise zu dem Ergebnis, dass sich Kreditbeziehungen mit Banken eigentlich nicht auf den Preis, sondern eher auf die Verfügbarkeit von Fremdmitteln positiv auswirken und dass davon vor allem junge und kleine Firmen profitieren.[2])

Manche Studien befassten sich auch mit den Merkmalen der Kreditgeber. Petersen und Rajan (1995) arbeiten beispielsweise heraus, dass „borrowing from banks with large market power facilitates inter-temporal sharing of rent surplus and hence increases the value of a single relationship".[3]) Gleichzeitig gibt es auch Hinweise darauf, dass kleine Banken kleinen Unternehmen bessere Finanzierungsmöglichkeiten bieten können, da sie beim Sammeln und Verarbeiten von „soft information"[4]) besser sind. Andere Gründe, warum die Charakteristika des Kreditgebers für den Kreditnehmer eine Rolle spielen könnten, sind, dass die Hausbank bei einem Liquiditätsschock, wie in Detragiache und Kunt (1997) beschrieben, die Kreditvergabe einschränkt und ein auf Kredite angewiesenes Unternehmen mit geringen Eigenmitteln zwingt, Geldmittel entweder teuer anderswo aufzunehmen oder die Investitionen zurückzuschrauben.[5]) Kashyap und Stein (1997) und Cecchetti (2000) behaupten, dass beispielsweise bei kleinen Banken eher damit zu rechnen ist, dass sie im Falle von Geldknappheit die Kreditvergabe reduzieren.

Nachdem geklärt ist, ob ein Unternehmen eine Hausbank hat, werden daher Querschnittsvariationen nach Teilung der Stichprobe in Hausbankgruppen untersucht. Wie im nächsten Kapitel erklärt, werden die Banken je nach ihrer Größe in Kategorien eingeteilt.

3 Daten und Indikatoren

In diesem Projekt sollen die Auswirkungen der Bankenstruktur und gleichzeitig der Kreditbeziehungen auf die Investitionsnachfragefunktion von nichtfinanziellen Firmen unter Auswertung von OeNB-Datenbankinformationen untersucht werden. Zu diesem Zweck vernetzen wir 1. Jahresabschlusskennzahlen von nichtfinanziellen Unternehmen, 2. Daten aus der Großkreditevidenz und 3. Bankenstrukturdaten auf Basis der OeNB-Bankenstatistik. Dabei kann man den Einfluss der Merkmale des Kreditgebers, wie z. B. Größe, auf das Investitionsverhalten des Kreditnehmers beobachten.[6])

Im Rahmen ihrer Refinanzierungstätigkeit holt die Oesterreichische Nationalbank Bilanzdaten und Gewinn- und Verlustrechnungsdaten österreichischer Unternehmen ein, um Bonitätsprüfungen im Zusammenhang mit Kundenforderungen bzw. Unternehmenspapieren, mit denen Banken ihre geldpolitischen Geschäfte besichern, durchführen zu können. Die Jahresabschlüsse werden

1 *Eine Erklärung hierzu findet sich nachstehend.*

2 *Petersen und Rajan (1994, 1995), Ongena und Smith (1998), Houston und James (1999), Boot (2000).*

3 *Ongena und Smith (1998).*

4 *Petersen und Rajan (1994), Berger et al. (2002).*

5 *Gibson (1995, 1997), Kang und Stulz (2000), Ongena et al. (2000) und Tsuru (2000) behaupten beispielsweise, dass Kreditbeziehungen die Folgen einer Bankenkrise für die Wirtschaft verstärken.*

6 *Jahresabschlusskennzahlen von Unternehmen sind ab dem Jahr 1979 verfügbar. Die Daten aus der Großkreditevidenz und aus der Bankenstatistik der OeNB sind seit 1990 verfügbar.*

der OeNB von den Unternehmen selbst oder von Geschäftsbanken vorgelegt, die mit den betreffenden Unternehmen in einer Geschäftsbeziehung stehen. Konsolidierte Abschlüsse werden nur in Ausnahmefällen verlangt.[1])

Die Unternehmensdatenbank der OeNB enthält Jahresdaten für die Jahre 1979 bis 2000 mit 42.870 Beobachtungen. Obwohl seit dem Jahr 1987 mehr als 2.000 Unternehmen pro Jahr ihre Abschlüsse vorgelegt haben, ist die Zeitreihendimension für die meisten Firmen relativ klein; so wurden beispielsweise nur 88 Unternehmen über die gesamte Untersuchungsperiode beobachtet, und 3.959 Unternehmen scheinen in der Datenbank nur einmal auf.

Nach Bereinigung der Daten (Entfernen von Beobachtungen mit negativen Umsatzwerten, Gesamtvermögen, Kapitalstock, Gesamtverschuldung und Anzahl der Beschäftigten), der Entfernung von Ausreißern[2]) und der Auswahl einer Stichprobe von Firmen, die mindestens fünf Jahre hintereinander erfasst waren, verbleiben nur 13.703 Beobachtungen für die Jahre 1990 bis 2000.

Auf Grund der besonderen Struktur des Datenmaterials handelt es sich bei der Stichprobe der OeNB um keine statistische Stichprobe. Außerdem sind finanziell gesunde Unternehmen überrepräsentiert, weil die Geschäftsbanken üblicherweise Sicherheiten von Unternehmen anbieten, von denen anzunehmen ist, dass sie die Solvabilitätsbestimmungen der OeNB erfüllen. Noch stärker verzerrt ist das Bild, wenn nur Firmen betrachtet werden, für die längere Zeitreihen vorliegen, da es sich dabei um relativ große Unternehmen handelt.

Um ein Proxy für das Vorliegen einer Hausbankbeziehung zu bilden, verwenden wir Daten aus der Großkreditevidenz. Diese Datenbank führt die OeNB seit dem Jahr 1990 auf Basis monatlicher Meldungen der Banken, mit denen alle Firmenkredite im Ausmaß von mehr als 350.000 EUR erfasst werden. Im Rahmen dieser Meldung berechnet die OeNB unter anderem, welche Bank den höchsten Anteil an der Kreditverschuldung der einzelnen Unternehmen hat.

Normalerweise wird die Dauer des Kreditverhältnisses als Hilfsvariable für die Kreditbeziehungen gewählt.[3]) Auf Grund der kurzen Zeitspanne, die diese Datenbank abdeckt, ist die Bildung eines solchen Indikators jedoch nicht möglich. Außerdem sind in dieser Datenbank keine anderen Leistungen erfasst, die die Bank eventuell neben der Kreditvergabe für ein Unternehmen erbringt. Daher wurde der Indikator für das Vorliegen einer Hausbankbeziehung auf folgende Art gebildet: Der Anteil der Bank mit dem höchsten Anteil am Kreditobligo eines Unternehmens ist aus der Großkreditevidenz ersichtlich. Handelt es sich bei der Bank mit dem höchsten Anteil an der Kreditverschuldung eines Unternehmens in den Jahren, in denen die Firma in der Stichprobe erfasst ist, immer um ein und dieselbe Bank und ist dieser Anteil höher als 45%, dann wird davon ausgegangen, dass eine Hausbankbeziehung vorliegt. Wenn das Unternehmen im Beobachtungszeitraum nicht bei ein und derselben Bank am stärks-

1 *Die Unternehmensdaten sind streng vertraulich und dürfen aus Datenschutzgründen nur aggregiert veröffentlicht werden.*

2 *Dabei wurden jene Daten entfernt, die fünfmal so groß wie das Intervall zwischen Quartilen und dem Median waren.*

3 *Conigliani et al. (1997), Berlin und Mester (1998), Ongena und Smith (1998), sowie Boot (2001).*

ten verschuldet ist oder wenn die höchste Kreditquote unter 45% liegt, wird das Unternehmen in die Kategorie jener Firmen eingestuft, die keine enge Kreditbeziehung mit einer bestimmten Bank unterhalten.[1]) Somit wird der Indikator für eine Hausbankbeziehung als interaktive Dummy-Variable in die Regression einbezogen. Wir messen die Kreditbeziehungen mit diesem Indikator, weil auf Grund der hohen Bankstellendichte in Österreich und der starken Konkurrenz in diesem Sektor ein hoher Anteil einer einzelnen Bank an der Kreditverschuldung einer Firma als Indiz für eine enge Kreditbeziehung betrachtet werden kann. Wenn dieser Anteil über viele Jahre gleich bleibt, gibt es Grund zur Annahme, dass das Unternehmen eine enge Beziehung mit dieser Bank unterhält. Nach dieser Klassifizierung haben 59·2% der in der Stichprobe vertretenen Unternehmen eine Hausbank, und 50·8% der Banken in der Stichprobe fungieren als Hausbank für mindestens eine Firme in der Stichprobe.

Da das Hauptinteresse hier auf dem Einfluss der Bankengröße auf Investitionen liegt, werden die stichprobenartig ausgewählten Banken nach ihren Bilanzsummen in drei Gruppen eingeteilt: Großbanken, mittelständische Banken und kleine Banken. Als Großbanken gelten Institute mit einer Bilanzsumme von mehr als 24·1 Mio EUR, als kleine Banken solche mit einer Bilanzsumme unter 3·2 Mio EUR. Gemäß dieser Einteilung handelt es sich bei 44·1% der Beobachtungen, die Unternehmen mit einer Hausbank entsprechen, um große Hausbanken, bei 30·1% um mittelständische und bei 25·8% um kleine Banken.[2])

Die Tabellen 1a bis 1d enthalten einige deskriptive Statistiken der in dieser Studie verwendeten Stichprobe. Der Mittelwert der Investitionsquote beträgt 9·66% für die gesamte Stichprobe. Wie erwartet haben große Unternehmen die höchste Investitionsquote (10·29%) und kleine Firmen die niedrigste (7·31%), während die Investitionsquote von jungen und alten Unternehmen keine signifikanten Unterschiede aufweist.[3]) Da uns die Auswirkungen einer Hausbankbeziehung auf Investitionen interessieren, teilten wir die Stichprobe nach dem oben beschriebenen Indikator für eine Hausbankbeziehung. Interessanterweise ist die Investitionsquote von Unternehmen ohne Hausbank bei allen Gruppen höher, mit Ausnahme der kleinen Firmen. Da wir im zweiten Teil der Untersuchung die Auswirkungen von Bankmerkmalen auf Investitionen analysieren, teilten wir die Stichprobe nochmals nach der Bankengröße. Es zeigte sich folgendes Muster: Handelt es sich bei der Hausbank um ein großes Institut, ist die Investitionsquote immer niedriger, außer im Fall von jungen Firmen. Bei einer mittelständischen Hausbank ist die Investitionsquote stets höher. Bei einer kleinen Hausbank ist die Investitionsquote immer geringer, außer im Fall von kleinen Firmen.

Der Mittelwert der Kapitalnutzungskosten für die gesamte in Tabelle 1c dargestellte Stichprobe beträgt 11·76%. Dieser Wert ist für kleine (12·28%) und junge (11·9%) Firmen wesentlich höher und für große und alte Firmen etwas niedriger (11·62% bzw. 11·72%). Eine Hausbankbeziehung erhöht den

1 *Da die in der Stichprobe verwendeten Unternehmen mindestens fünf aufeinander folgende Jahre präsent sein sollen, beträgt die kürzeste gemessene Kreditbeziehung fünf Jahre.*

2 *Daten für fusionierte Banken werden als Daten für eine einzelne Bank rückgerechnet.*

3 *Als kleine Firmen gelten jene mit weniger als 55 Mitarbeitern, während junge Firmen in den letzten zehn Jahren gegründet wurden.*

Mittelwert der Kapitalnutzungskosten für die gesamte Stichprobe und für alte und kleine Unternehmen geringfügig (11˙77% bzw. 12˙32%)[1]). Da sich der zweite Teil der Studie mit den Auswirkungen von Bankmerkmalen auf Investitionen beschäftigt, betrachten wir nochmals die Unterschiede bei den Kapitalnutzungskosten und teilen die Stichprobe nach den Merkmalen der Hausbank. Je nach Größe der Bank zeigt sich folgendes Muster: Die durchschnittlichen Kapitalnutzungskosten sind – außer bei jungen und kleinen Firmen – am niedrigsten, wenn die Hausbank in die Kategorie Großbanken fällt. Hingegen sind bei einer kleinen Hausbank die durchschnittlichen Kapitalnutzungskosten am höchsten, außer bei großen Unternehmen.

Der Mittelwert der Liquiditätskennzahl beträgt 44˙7% für die gesamte Stichprobe. Wie erwartet ist diese Quote bei großen Unternehmen (43˙5%) geringer als bei kleinen Firmen (49˙0%) und bei alten Unternehmen (43˙9%) niedriger als bei jungen (47˙8%). Berücksichtigt man den Faktor Hausbankbeziehung, erhält man folgendes Bild: Die Liquiditätskennzahl von Unternehmen ohne Hausbank ist tendenziell etwas geringer als oder gleich groß wie jene der gesamten Stichprobe und jener Unternehmen mit einer Hausbank. Je nach Größe der Hausbank zeigt sich folgendes Muster: Unternehmen, deren Hausbank als Großbank gilt, weisen eine höhere durchschnittliche Liquiditätskennzahl auf als Firmen mit mittelständischen oder kleinen Banken. Die Ausnahme bilden junge Firmen, die die höchste Liquiditätskennzahl aufweisen, wenn die Hausbank als klein eingestuft wird.

4 Schätzungen und Ergebnisse

Die Schätzung der Investitionsfunktion wurde mit Hilfe der zweistufigen Arellano-Bond-GMM (Generalised Method of Moments)-Schätzer durchgeführt, welche Verzerrungen auf Grund unbeobachteter unternehmensspezifischer Auswirkungen und verzögerter endogener Variablen berücksichtigen.[2]) Die Schätzungen wurden durch Verwendung erster differenzierter Logarithmen zur Eliminierung unternehmensspezifischer Auswirkungen η_{it} durchgeführt, und zur Kontrolle exogener Schocks wurden Zeit-Dummies in die Daten inkludiert. Mehrere Schätzungen, die hier nicht angeführt wurden, wurden zur Feststellung der Anzahl von Wirkungsverzögerungen (Lags) abhängiger Variablen durchgeführt. Alle verzögerten Werte der Variablen (Lagged Levels) werden als Instrumentvariablen verwendet. Auf Grund des Wesens der Investitionsfunktion werden alle Variablen als vorbestimmte Variablen behandelt. Die Gültigkeit der Instrumente wurde anhand eines Sargan-Tests zur Ermittlung überidentifizierender Restriktionen und Tests der seriellen Korrelation bei den Residuen überprüft.

Als erstes wird hier analysiert, ob eine Hausbankbeziehung für die gesamte Stichprobe einen Unterschied macht, und anschließend für verschiedene Unternehmensgruppen. Im zweiten Teil werden die Auswirkungen der Auftei-

1 *Das geht mit der Theorie konform, dass Banken in diesen Kreditbeziehungen ihre Monopolpreismacht ausüben. Bei jungen Firmen wenden sie diese allerdings nicht an, damit sie eine langfristige und in der Zukunft gewinnträchtige Beziehung aufbauen können. Andererseits befinden sich große Firmen möglicherweise in einer besseren Verhandlungsposition mit Banken, und deshalb können die Banken ihre Monopolstellung nicht voll ausnützen.*

2 *Arellano und Bond (1991).*

lung der Banken nach ihrer Größe auf die Investitionsfunktion der gesamten Unternehmensstichprobe und dann wiederum auf Unternehmensgruppen untersucht.

Die Tests zeigen, dass die Investitionsgleichung gut spezifiziert ist, da die Unternehmen mit einer Hausbank die erwarteten Vorzeichen und meist signifikanten Koeffizienten aufweisen, wohingegen in der Unternehmensgruppe ohne Hausbank die meisten Koeffizienten nicht signifikant sind, außer in der Gruppe mit kleinen Firmen. Überraschenderweise ist der Koeffizient für den Nettoumsatz für Unternehmen mit einer Hausbank in den meisten Fällen positiv und signifikant, obwohl der Wert im Vergleich zu ähnlichen, für andere Länder durchgeführten Untersuchungen relativ niedrig ist. Daraus geht hervor, dass Investitionen mit diesem Modell im Allgemeinen gut spezifiziert zu sein scheinen.

Übersichtstabelle

Langfristige Elastizitäten

	Koeffizient alle	Koeffizient jung	Koeffizient alt	Koeffizient klein	Koeffizient groß
Nettoumsatzwachstum					
Keine Hausbank	0˙002	0˙072*	−0˙001	−0˙009*	0˙037
Alle Hausbanken	0˙010	0˙032	0˙016	0˙018**	0˙029
Große Hausbank	0˙103*	−0˙028	0˙085*	0˙026*	0˙059*
Mittelständische Hausbank	0˙058*	0˙086*	0˙066*	0˙044*	0˙089*
Kleine Hausbank	−0˙019	−0˙012	−0˙009	−0˙031*	0˙028*
Veränderung Kapitalnutzungskosten					
Keine Hausbank	−0˙121*	0˙044	−0˙126*	−0˙176*	−0˙085
Alle Hausbanken	−0˙063	−0˙128*	−0˙071	−0˙069*	−0˙058
Große Hausbank	−0˙091*	−0˙181*	−0˙032	−0˙160*	−0˙105*
Mittelständische Hausbank	−0˙002	0˙054*	−0˙041	−0˙189*	−0˙050*
Kleine Hausbank	−0˙150*	−0˙349*	−0˙088*	0˙002	−0˙203*
Liquiditätskennzahl					
Keine Hausbank	0˙194*	0˙125*	0˙166*	0˙058*	0˙204*
Alle Hausbanken	0˙222*	0˙181*	0˙224*	0˙147*	0˙163*
Große Hausbank	0˙093*	0˙176*	0˙117*	0˙083*	0˙105*
Mittelständische Hausbank	0˙215*	0˙177*	0˙201*	0˙184*	0˙200*
Kleine Hausbank	0˙193*	0˙224*	0˙175*	0˙259*	0˙124*

*Anmerkung: * 95%-Signifikanz.** 90%-Signifikanz.*

4.1 Auswirkungen der Hausbankbeziehung nach Unternehmensgruppen

Aus der Überblickstabelle geht hervor, dass die langfristige Elastizität der Kapitalnutzungskosten für Unternehmen ohne Hausbank –12˙1% und für Unternehmen mit Hausbank –6˙3% beträgt.[1]) Im letzteren Fall ist der Koeffizient jedoch nicht signifikant. Im Allgemeinen ist diese Elastizität bei Unternehmen mit einer Hausbank geringer, ausgenommen hiervon sind junge Unternehmen; dieser Koeffizient ist jedoch oft nicht signifikant. Bei kleinen Firmen ist die langfristige Elastizität der Kapitalnutzungskosten signifikant geringer, wenn sie eine Hausbank haben (–6˙9% im Vergleich zu –17˙6% bei Firmen ohne Hausbank). Obwohl keine überzeugenden Schlussfolgerungen über die Auswirkungen von Kreditbeziehungen auf die Sensibilität von Investitionen gegenüber den Kapital-

1 *Detaillierte Ergebnisse finden sich im Anhang in den Tabellen 2 bis 5.*

nutzungskosten gezogen werden können, scheinen – wie die Theorie besagt – kleine Firmen am meisten vom Aufbau einer langfristigen Beziehung mit einer Bank zu profitieren.

Wie in den meisten Studien dieser Art ist die Liquiditätskennzahl positiv und immer signifikant. Anders als erwartet ist jedoch die langfristige Elastizität der Liquiditätskennzahl für alle Unternehmensgruppen mit Ausnahme von großen Firmen höher, wenn das Unternehmen eine Hausbank hat. Entgegen den Erwartungen wurde auch festgestellt, dass kleine Firmen die niedrigste langfristige Elastizität der Liquiditätskennzahl aufweisen, während jene von alten Firmen am höchsten ist.

Die meisten theoretischen und empirischen Studien über Kreditbeziehungen kamen zu dem Ergebnis, dass Kreditbeziehungen sowohl die Verfügbarkeit von Fremdmitteln als auch deren Kosten für die Unternehmen erhöhen. In Österreich scheinen allerdings Unternehmen mit einer Hausbank von Eigenmitteln abhängiger zu sein als Unternehmen ohne Hausbank. Anders als erwartet sinkt jedoch die Sensibilität von Investitionen gegenüber Veränderungen bei den Kapitalnutzungskosten, wenn das Unternehmen Kreditbeziehungen unterhält, oder diese Variable wird unbedeutend.

4.2 Auswirkungen der Hausbankgröße nach Unternehmensgruppen

Auf Grund theoretischer und empirischer Ergebnisse früherer Studien ist zu erwarten, dass kleine Firmen mit einer Großbank als Hausbank von dieser Kreditbeziehung nicht profitieren werden, da Großbanken nicht in Firmen mit vielen asymmetrischen Informationen investieren können oder wollen. Andererseits sollte die Investitionsnachfrage kleiner Unternehmen mit einer kleinen Hausbank von den Kapitalnutzungskosten und der Liquiditätskennzahl weniger beeinflusst werden. Im folgenden Abschnitt testen wir diese zwei Hypothesen für Österreich.

Bezüglich der Sensibilität von der Investitionsfunktion gegenüber den Kapitalnutzungskosten zeigen die Ergebnisse dieser Regressionen, dass eine kleine Bank als Hausbank für die verschiedenen Unternehmensgruppen kostspielig ist. Wenn die fehlende Signifikanz dieser Variable in der Investitionsfunktion dahin gehend interpretiert werden kann, dass das Unternehmen nicht auf Veränderungen bei den Kapitalnutzungskosten reagiert, dann scheinen kleine Firmen tatsächlich von einer kleinen Bank zu profitieren. Die meisten anderen Unternehmensgruppen zeigen jedoch geringere Sensibilität gegenüber den Kapitalnutzungskosten, wenn die Hausbank eine Großbank ist. Eine Ausnahme stellen große Unternehmen dar, die am meisten von einer mittelständischen Bank als Hausbank profitieren. Für alte Firmen scheinen die Kapitalnutzungskosten keine wichtige Determinante für die Investitionsentscheidung zu sein, da dieser Koeffizient in den meisten Fällen nicht signifikant ist. Das häufige Auftreten von nicht signifikanten Koeffizienten macht es jedoch schwierig, aussagekräftige Schlussfolgerungen über die Auswirkungen der Bankengröße auf die Sensibilität der Investitionsfunktion gegenüber den Kapitalnutzungskosten zu ziehen.

Die Analyse der Sensibilität der Investitionsnachfrage gegenüber der Liquiditätskennzahl ermöglicht eine klarere Vorstellung von den Auswirkungen verschiedener Banken. In allen Fällen ist die langfristige Elastizität der Liquiditätskennzahl niedriger, wenn die Hausbank eine Großbank ist. Das überrascht

besonders im Fall von kleinen Firmen. Die Sensibilität der Investitionsfunktion gegenüber der Liquiditätskennzahl fällt von 25˙9% bei einer kleinen Hausbank auf nur 8˙3% bei einer großen Hausbank. Weiters überrascht das Ergebnis, dass es für große Unternehmen keinen wesentlichen Unterschied auszumachen scheint, ob die Hausbank nun groß oder klein ist. Dies reflektiert möglicherweise die Verhandlungsstärke, die ein großes Unternehmen gegenüber seiner Hausbank haben kann.

5 Zusammenfassung und Schlussfolgerungen

Auf Grund von Kapitalmarktunvollkommenheiten hängt die Investitionsentscheidung des Unternehmens mit seiner Finanzierungsentscheidung zusammen. Daher sind die Finanzlage eines Unternehmens und das Finanzsystem, innerhalb dessen dieses Unternehmen operiert, mitentscheidend für das Ausmaß der Investitionen und beeinflussen daher das Wachstum.

Diese Studie beschränkt sich nicht auf die Analyse, ob Finanzvariablen wichtige Determinanten für Investitionen sind, sondern untersucht auch die Rolle des Hausbankprinzips im Zusammenhang mit dem Investitionsverhalten. Die Resultate bestätigen, dass Finanzvariablen – in diesem Fall das Verhältnis zwischen liquiden Mitteln und Kapital – wichtige Determinanten für Investitionen sind, sogar wichtiger als die Kapitalnutzungskosten.

Die Untersuchung der Rolle von Kreditbeziehungen führte zu einigen erstaunlichen Ergebnissen. Erstens ist es nicht klar, dass alle Firmen von einer Hausbankbeziehung profitieren. Die Auswirkungen einer Hausbank auf Investitionen hängen nicht nur von der Art des Unternehmens, sondern auch von der Art der Hausbank ab. Im Allgemeinen scheinen die Unternehmen am meisten zu profitieren, wenn die Hausbank – an ihrer Bilanzsumme gemessen – groß ist. Wie jedoch viele derartige Studien zeigen, profitieren Unternehmen hauptsächlich dann, wenn sie weniger von ihren Eigenmitteln als von einer geringeren Elastizität der Kapitalnutzungskosten abhängig sind.

Diese Ergebnisse widersprechen manchen Erkenntnissen für die USA, wo z. B. kleine Banken für kleine Unternehmen die besseren Hausbanken darstellen. Auf Österreich trifft das Gegenteil zu: Kleine Banken wirken sich negativ auf Investitionen von jungen und kleinen Firmen und positiv auf alte und große Firmen aus, während überraschenderweise junge und kleine Firmen stärker von einer Großbank als Hausbank profitieren.

Literaturverzeichnis

Arellano, M., Bond, S. R. (1991). Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations. In: Review of Economic Studies, 58, 277–297.

Berger, A. N., Goldberg, L. G., White, L. J. (2001). The Effects of Dynamic Changes in Bank Competition on the Supply of Small Business Credit. In: Board of Governors of the Federal Reserve System Working Paper.

Berger, A. N., Udell, G. F. (1994). Did Risk-Based Capital Allocate Bank Credit and Cause a 'Credit Crunch' in the United States? In: Journal of Money, Credit, and Banking, 26 (August), 585–628.

Berger, A. N., Udell, G. F. (1998). The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle. In: Journal of Banking and Finance, 22, 613–674.

Berger, A. N., Miller, N., Petersen, M. A., Rajan, R. G., Stein, J. C. (2002). Does Function Follow Organizational Form? Evidence From the Lending Practices of Large and Small Banks. In: NBER Working Paper Nr. 8752.

Berlin, M., Mester, L. J. (1998). On the Profitability and Cost of Relationship Lending. In: Journal of Banking and Finance, 22, 873–897.

Bernanke, B. S., Gertler, M. (1995). Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. In: NBER Working Paper Nr. 5146.

Bernanke, B. S., Gertler, M., Gilchrist, S. (1994). The Financial Accelerator and the Flight to Quality. In: Review of Economics and Statistics, 78, Februar, 1–15.

Bonaccorsi di Patti, E., Dell'Ariccia, G. (2000). Bank Competition and Firm Creation. In: Bank of Italy Working Paper.

Bonaccorsi di Patti, E., Gobbi, G. (2000). The Effects of Bank Consolidation on Small Business Lending: Evidence from Market and Firm Data. In: Bank of Italy Working Paper.

Bond, S., Meghir, C. (1994). Financial Constraints and Company Investment. In: Fiscal Studies, Band 15, Nr. 2, 1–18.

Bond, S., Elston, J., Mairesse, J., Mulkay, B. (1997). Financial Factors and Investment in Belgium, France, Germany and the UK: A Comparison Using Company Panel Data. In: NBER Working Paper No. 5900.

Boot, A. W. A. (2000). Relationship Banking: What Do We Know? In: Journal of Financial Intermediation, 9, 7–25.

Cole, R. A. (1998). The Importance of Relationships to the Availability of Credit. In: Journal of Banking and Finance, 22, 959-977.

Cecchetti, S. G. (1995). Distinguishing Theories of the Monetary Transmission Mechanism, FRB of St. Louis Economic Review, 77, 83–97.

Cecchetti, S. G. (2000). Legal Structure, Financial Structure, and the Monetary Policy Transmission Mechanism in the Monetary Transmission Process: Recent Developments and Lessons for Europe. Deutsche Bundesbank, Palgrave.

Cole, R. A., Walraven, N. (1998). Banking Consolidation and the Availability of Credit to Small Business. In: Federal Reserve Board Working Paper.

Conigliani, C., Ferri, G., Generale, A. (1997). The Impact of Bank-Firm Relations on the Propagation of Monetary Policy Squeezes: An Empirical Assessment for Italy. In: Quarterly Review/Banca Nazionale del Lavoro, 50 (202), September, 271–299.

Dell'Ariccia, G., Marquez, R. (2001). Flight to Quality or to Captivity? Information and Credit Allocation. In: IWF Working Paper Nr. 01/20.

Detragiache, E., Demirgüç-Kunt, A. (1997). The Determinants of Banking Crises: Evidence from Industrial and Developing Countries. In: World Bank Working Paper Nr. 1828.

Frühwirth-Schnatter, S., Kaufmann S. (2001). Asymmetrische Transmission der Geldpolitik über den Kreditvergabekanal – Eine Analyse anhand österreichischer Bankbilanzen. In: Berichte und Studien, Heft 3-4, Oesterreichische Nationalbank, Wien.

Gibson, M. S. (1995). Can Bank Health Affect Investment? Evidence from Japan. In: Journal of Business 68, 281–308.

Gibson, M. S. (1997). More Evidence on the Link between Bank Health and Investment in Japan. In: Journal of Japanese International Economics 11, 29–49.

Houston, J., James, C. M. (1999). Do Relationships Have Limits? Banking Relationships, Financial Constraints and Investment. Working Paper, University of Florida.

Hubbard, R. G. (1994). Is There a „Credit Channel" for Monetary Policy? In: NBER Working Paper Nr. 4977.

Hubbard, R. G., Kuttner, K., Palia, D. N. (2002). Are There Bank Effects in Borrower Cost of Funds? Evidence from a Matched Sample of Borrowers and Banks. In: Journal of Business, Band 75 (4).

Kang, J.-K., Stulz, R. (2000). Do Banking Shocks Affect Borrowing Firm Performance? An Analysis of the Japanese Experience. In: Journal of Business, V73, n1, 1–23.

Kashyap, A. K., Stein, J. C. (1995). The Impact of Monetary Policy on Bank Balance Sheets. In: Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 42, 151–195.

Kashyap, A. K., Stein, J. C. (1997). Monetary Policy and Bank Lending. In: Mankiw, N. Gregory (Hrsg.). Monetary Policy, Chicago, University of Chicago Press, 221–256.

Kashyap, A. K., Stein, J. C. (2000). What do a Million Bank Observations Have to Say About the Transmission of Monetary Policy? In: The American Economic Review 90, 407–428.

Kaufmann, S. (2001). Asymmetries in Bank Lending Behaviour. Austria during the 90s. Mimeo, Oesterreichische Nationalbank, Wien.

Kiyotaki, N. (1998). Credit and Business Cycles. In: Japanese Economic Review, Band 49, I, 18–35.

Levine, R. (2002). Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better? In: NBER Working Paper Nr. 9138.

Mairesse, J., Hall, B. H., Mulkay, B. (1999). Firm-Level Investment in France and the United States: An Exploration of What We Have Learned in Twenty Years. In: NBER Working Paper Nr. 7437.

Mojon, B., Smets, F., Vermeulen, P. (2000). Investment and Monetary Policy in the Euro Area. Europäische Zentralbank, Mimeo.

Oliner, S. D., Rudebusch, G. D. (1996). Is There a Broad Channel for Monetary Policy? In: Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Review, Band 1, 3-13.

Ongena, S., Smith, D.C. (1998). Bank Relationships: A Review. In the Performance of Financial Institutions, In: Zenios, S., Harker, P. (Hrsg.). Performance of Financial Institutions. Cambridge University Press, 221–258.

Ongena, S., Smith, D., Michalsen, D. (2000). Firms and Their Distressed Banks: Lessons from the Norwegian Banking Crisis (1988–1991). In: Journal of Financial Economics, 67.1, 81–112.

Peek, J., Rosengren, E. S. (1995). Bank Regulation and the Credit Crunch. In: Journal of Banking and Finance, 19, 679–692 (a).

Petersen, M., Rajan, R. (1994). The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data. In: Journal of Finance 49, 1367–1400.

Petersen, M., Rajan, R. (1995). The Effect of Credit Market Competition on Lending Relationships. In: Quarterly Journal of Economics 110, 406–443.

Stiglitz, J. E., Weiss, A. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. The American Economic Review 71, 393–410.

Tsuru, K. (2000). Finance and Growth: Some Theoretical Considerations, and a Review of the Empirical Literature. In: OECD Working Paper Nr. 228.

Valderrama, M. T. (2003). Credit Channel and Investment Behavior in Austria: A Micro-Econometric Approach. In: Angeloni, I., Kashyap, A., Mojon, B. (Hrsg.). Monetary Policy Transmission in the Euro Area, Cambridge University Press (forthcoming).

Vermeulen, P. (2000). Business Fixed Investment: Evidence of a Financial Accelerator in Europe. In: Working Paper Nr. 37, Europäische Zentralbank.

Wesche, K. (2000). Is There a Credit Channel in Austria? The Impact of Monetary Policy on Firms' Investment Decisions. In: Working Paper Nr. 41, Oesterreichische Nationalbank, Wien.

Yamori, N., Murakami, A. (1999). Does Bank Relationship Have an Economic Value? The Effect of Main Bank Failure on Client Firms. In: Economics Letters 65, 115–120.

Anhang

Tabelle 1a

Deskriptive Statistik: Investitionsquote

	alle	jung	alt	klein	groß
Beobachtungen	11.450	2.339	9.111	2.414	9.036
	in %				
Mittelwert	9'66	9'88	9'61	7'31	10'29
Standardabweichung	9'50	10'37	9'26	9'63	9'36
Minimum	– 3'42	– 3'42	– 0'51	– 0'51	– 3'42
Maximum	57'24	57'17	57'24	57'24	57'17
	ohne Hausbank				
Beobachtungen	4.809	1.035	3.774	803	4.006
	in %				
Mittelwert	9'99	10'11	9'95	7'26	10'53
Standardabweichung	9'61	10'25	9'42	9'45	9'54
Minimum	0'00	0'00	0'00	0'00	0'00
Maximum	57'14	57'14	57'13	56'81	57'14
	mit einer Hausbank				
Beobachtungen	6.641	1.304	5.337	1.611	5.030
	in %				
Mittelwert	9'43	9'70	9'36	7'34	10'10
Standardabweichung	9'41	10'46	9'14	9'73	9'21
Minimum	– 3'42	– 3'42	– 0'51	– 0'51	– 3'42
Maximum	57'24	57'17	57'24	57'24	57'17
	mit einer großen Hausbank				
Beobachtungen	3.140	707	2.433	597	2.543
	in %				
Mittelwert	9'07	9'74	8'88	6'16	9'76
Standardabweichung	9'04	10'19	8'67	8'98	8'92
Minimum	– 0'51	0'04	– 0'51	– 0'51	0'06
Maximum	57'17	57'17	55'97	53'73	57'17
	mit einer mittelständischen Hausbank				
Beobachtungen	1.908	351	1.557	459	1.449
	in %				
Mittelwert	10'09	9'84	10'14	8'27	10'67
Standardabweichung	9'81	10'71	9'60	9'81	9'75
Minimum	0'00	0'00	0'01	0'00	0'02
Maximum	56'88	55'34	56'88	53'08	56'88
	mit einer kleinen Hausbank				
Beobachtungen	1.593	246	1.347	555	1.038
	in %				
Mittelwert	9'34	9'38	9'33	7'85	10'13
Standardabweichung	9'61	10'90	9'36	10'31	9'12
Minimum	– 3'42	– 3'42	0'00	0'00	– 3'42
Maximum	57'24	52'95	57'24	57'24	56'92

Tabelle 1b

Deskriptive Statistik: Nettoumsatzwachstum

	alle	jung	alt	klein	groß
Beobachtungen	11.570	2.364	9.206	2.416	9.154
	in %				
Mittelwert	3'40	5'12	2'95	2'28	3'69
Standardabweichung	16'51	17'77	16'14	18'30	16'00
Minimum	– 74'92	– 68'67	– 74'92	– 74'92	– 74'79
Maximum	81'38	81'12	81'38	79'51	81'38%
	ohne Hausbank				
Beobachtungen	4.844	1.045	3.799	798	4.046
	in %				
Mittelwert	3'60	5'38	3'11	3'00	3'72
Standardabweichung	15'86	16'95	15'51	18'50	15'29
Minimum	– 71'60	– 66'40	– 71'60	– 71'12	– 71'60
Maximum	79'82	73'88	79'82	78'59	79'82
	mit einer Hausbank				
Beobachtungen	6.726	1.319	5.407	1.618	5.108
	in %				
Mittelwert	3'25	4'92	2'84	1'93	3'67
Standardabweichung	16'97	18'40	16'57	18'20	16'54
Minimum	– 74'92	– 68'67	– 74'92	– 74'92	– 74'79
Maximum	81'38	81'12	81'38	79'51	81'38
	mit einer großen Hausbank				
Beobachtungen	3.156	709	2.447	582	2.574
	in %				
Mittelwert	3'23	4'82	2'77	1'82	3'55
Standardabweichung	16'84	19'02%	16'13	19'55	16'16
Minimum	– 74'79	– 68'67	– 74'79	– 68'67	– 74'79
Maximum	81'12	81'12	80'45	75'62	81'12
	mit einer mittelständischen Hausbank				
Beobachtungen	1.937	355	1.582	467	1.470
	in %				
Mittelwert	3'32	5'65	2'79	2'05	3'72
Standardabweichung	16'59	16'84	16'49	16'57	16'58
Minimum	– 73'23	– 57'03	– 73'23	– 62'03	– 73'23
Maximum	81'38	76'93	81'38	70'92	81'38
	mit einer kleinen Hausbank				
Beobachtungen	1.633	255	1.378	569	1.064
	in %				
Mittelwert	3'21	4'18	3'03	1'96	3'88
Standardabweichung	17'65	18'80	17'43	18'08	17'39
Minimum	– 74'92	– 60'83	– 74'92	– 74'92	– 70'06
Maximum	79'51	71'23	79'51	79'51	78'93

Tabelle 1c

Deskriptive Statistik: Kapitalnutzungskosten

	alle	jung	alt	klein	groß
Beobachtungen	13.612	3.067	10.545	2.908	10.704
	in %				
Mittelwert	11'76	11'90	11'72	12'28	11'62
Standardabweichungen	2'16	2'09	2'17	2'38	2'07
Minimum	6'96	6'96	6'96	6'96	6'96
Maximum	25'42	24'90	25'42	24'90	25'42
	ohne Hausbank				
Beobachtungen	5.683	1.353	4.330	988	4.695
	in %				
Mittelwert	11'75	12'04	11'66	12'19	11'66
Standardabweichungen	2'13	2'15	2'12	2'46	2'04
Minimum	6'96	6'96	6'96	6'96	6'96
Maximum	25'42	24'90	25'42	24'90	25'42
	mit einer Hausbank				
Beobachtungen	7.929	1.714	6.215	1.920	6.009
	in %				
Mittelwert	11'77	11'79	11'77	12'32	11'59
Standardabweichungen	2'17	2'04	2'21	2'34	2'09
Minimum	6'96	7'31	6'96	6'96	6'96
Maximum	24'77	21'62	24'77	24'77	22'21
	mit einer großen Hausbank				
Beobachtungen	3.499	878	2.621	692	2.807
	in %				
Mittelwert	11'62	11'77	11'56	12'25	11'46
Standardabweichungen	2'09	2'00	2'12	2'29	2'01
Minimum	7'02	7'67	7'02	7'62	7'02
Maximum	21'93	20'98	21'93	21'10	21'93
	mit einer mittelständischen Hausbank				
Beobachtungen	2.445	490	1.955	550	1.895
	in %				
Mittelwert	11'85	11'74	11'88	12'22	11'75
Standardabweichungen	2'21	2'04	2'25	2'44	2'12
Minimum	6'96	7'31	6'96	6'98	6'96
Maximum	23'79	20'32	23'79	23'79	22'15
	mit einer kleinen Hausbank				
Beobachtungen	1.985	346	1.639	678	1.307
	in %				
Mittelwert	11'94	11'89	11'95	12'48	11'65
Standardabweichungen	2'26	2'13	2'28	2'30	2'18
Minimum	6'96	7'32	6'96	6'96	7'00
Maximum	24'77	21'62	24'77	24'77	22'21

Tabelle 1d

Deskriptive Statistik: Liquiditätskennzahl

	alle	jung	alt	klein	groß
Beobachtungen	11.757	2.407	9.350	2.478	9.279
	in %				
Mittelwert	44·7	47·8	43·9	49·0	43·5
Standardabweichung	30·2	31·5	29·8	35·6	28·5
Minimum	0·0	0·1	0·0	0·2	0·0
Maximum	204·2	204·2	203·2	204·2	203·2
	ohne Hausbank				
Beobachtungen	4.921	1.060	3.861	821	4.100
	in %				
Mittelwert	44·1	44·9	43·9	49·1	43·1
Standardabweichung	30·1	29·1	30·3	36·2	28·6
Minimum	0·1	0·1	0·2	0·2	0·1
Maximum	203·2	192·3	203·2	202·1	203·2
	mit einer Hausbank				
Beobachtungen	6.836	1.347	5.489	1.657	5.179
	in %				
Mittelwert	45·1	50·1	43·9	49·0	43·9
Standardabweichung	30·3	33·1	29·5	35·3	28·4
Minimum	0·0	0·4	0·0	0·8	0·0
Maximum	204·2	204·2	203·2	204·2	203·2
	mit einer großen Hausbank				
Beobachtungen	3.210	726	2.484	602	2.608
	in %				
Mittelwert	48·0	51·7	46·9	55·3	46·3
Standardabweichung	32·1	34·0	31·4	39·7	29·8
Minimum	0·3	0·4%	0·3	3·2	0·3
Maximum	203·2	201·1	203·2	201·1	203·2
	mit einer mittelständischen Hausbank				
Beobachtungen	1.974	365	1.609	479	1.495
	in %				
Mittelwert	42·9	45·7	42·3	45·4	42·1
Standardabweichung	28·3	31·5	27·5	31·2	27·2
Minimum	0·0	4·0	0·0	1·2	0·0
Maximum	204·2	204·2	182·8	204·2	182·8
	mit einer kleinen Hausbank				
Beobachtungen	1.652	256	1.396	576	1.076
	in %				
Mittelwert	42·0	52·1	40·2	45·3	40·3
Standardabweichung	28·7	32·5	27·5	32·7	26·1
Minimum	0·8	8·0	0·8	0·8	2·3
Maximum	197·1	188·8	197·1	197·1	188·8

Tabelle 2

Investitionsfunktion – Alle Banken

Zweistufiger GMM-Schätzer

	Koeffizient alle	P>lzl	Koeffizient jung	P>lzl	Koeffizient alt	P>lzl	Koeffizient klein	P>lzl	Koeffizient groß	P>lzl
Anzahl der Beobachtungen	7.150		1.126		6.024		1.345		5.805	
Anzahl der Unternehmen	1.728		430		1.434		451		1.386	
Investitionsquote$_{t-1}$	0·143	0·0	0·006	0·89	0·024	0·60	−0·152	0·00	0·136	0·00
Nettoumsatzwachstum$_t$	−0·009	0·7	0·079	0·00	−0·019	0·40	−0·030	0·00	0·023	0·31
Nettoumsatzwachstum$_{t-1}$	0·011	0·2	−0·008	0·69	0·018	0·05	0·019	0·00	0·009	0·34
Veränderung Kapitalnutzungskosten$_t$	−0·051	0·2	−0·022	0·61	−0·068	0·09	−0·090	0·00	−0·038	0·34
Veränderung Kapitalnutzungskosten$_{t-1}$	−0·052	0·0	0·066	0·00	−0·054	0·00	−0·113	0·00	−0·036	0·01
Liquiditätskennzahl$_t$	0·120	0·0	−0·057	0·22	0·110	0·00	0·013	0·01	0·082	0·00
Liquiditätskennzahl$_{t-1}$	0·046	0·1	0·181	0·00	0·052	0·06	0·054	0·00	0·094	0·00
Investitionsquote$_{t-1}$* HB	−0·089	0·3	−0·070	0·32	0·104	0·17	0·145	0·00	−0·092	0·21
Nettoumsatzwachstum$_t$* HB	0·007	0·8	−0·055	0·10	0·023	0·47	0·039	0·00	−0·007	0·82
Nettoumsatzwachstum$_{t-1}$* HB	0·000	1·0	0·018	0·43	−0·008	0·49	−0·010	0·16	0·004	0·76
Veränderung Kapitalnutzungskosten$_t$* HB	0·031	0·4	−0·019	0·68	0·032	0·40	0·052	0·00	0·021	0·58
Veränderung Kapitalnutzungskosten$_{t-1}$* HB	0·013	0·5	−0·161	0·00	0·029	0·11	0·081	0·00	−0·003	0·84
Liquiditätskennzahl$_t$* HB	0·030	0·4	0·139	0·01	0·025	0·52	0·022	0·04	0·038	0·31
Liquiditätskennzahl$_{t-1}$* HB	0·014	0·7	−0·070	0·25	0·009	0·82	0·060	0·00	−0·058	0·19
Sargan-Test:	279·7	1·0	127·8	1·00	265·4	1·00	246·3	1·00	293·8	0·98
m1:	− 14·7	0·0	− 5·7	0·00	− 13·5	0·00	− 5·2	0·00	− 13·7	0·00
m2:	0·3	0·8	− 0·6	0·55	− 0·3	0·78	− 0·7	0·48	0·3	0·73
Langfristige Elastizitäten:										
Nettoumsatzwachstum	0·002	0·9	0·072	0·04	−0·001	0·97	−0·009	0·05	0·037	0·22
Nettoumsatzwachstum * HB	0·010	0·8	0·032	0·27	0·016	0·63	0·018	0·08	0·029	0·32
Veränderung Kapitalnutzungskosten	−0·121	0·0	0·044	0·40	−0·126	0·02	−0·176	0·00	−0·085	0·13
Veränderung Kapitalnutzungskosten * HB	−0·063	0·2	−0·128	0·01	−0·071	0·15	−0·069	0·00	−0·058	0·20
Liquiditätskennzahl	0·194	0·0	0·125	0·01	0·166	0·00	0·058	0·00	0·204	0·00
Liquiditätskennzahl * HB	0·222	0·0	0·181	0·00	0·224	0·00	0·147	0·00	0·163	0·00

Anmerkung: Zeit-Dummies und eine Konstante wurden inkludiert, aber nicht dokumentiert.
Instrumentvariablen: alle verzögerten Werte von endogenen und vorbestimmten Variablen.
Als kleine Unternehmen gelten Firmen mit weniger als 55 Mitarbeitern; junge Unternehmen sind solche, die in den letzten zehn Jahren gegründet wurden.

Tabelle 3

Investitionsfunktion – Großbanken

Zweistufiger GMM-Schätzer in ersten Differenzierungen

	Koeffizient alle	P>lzl	Koeffizient jung	P>lzl	Koeffizient alt	P>lzl	Koeffizient klein	P>lzl	Koeffizient groß	P>lzl
Anzahl der Beobachtungen	3.427		601		2.826		521		2.906	
Anzahl der Unternehmen	939		249		762		191		788	
Investitionsquote$_{t-1}$	0'081	0'0	−0'012	0'73	−0'004	0'91	−0'106	0'00	0'069	0'06
Nettoumsatzwachstum$_t$	−0'043	0'0	−0'017	0'25	−0'045	0'01	0'011	0'00	0'003	0'88
Nettoumsatzwachstum$_{t-1}$	0'009	0'4	0'016	0'31	0'014	0'15	0'012	0'00	0'007	0'53
Veränderung Kapitalnutzungskosten$_t$	−0'091	0'0	−0'072	0'07	−0'088	0'01	−0'051	0'00	−0'095	0'00
Veränderung Kapitalnutzungskosten$_{t-1}$	−0'021	0'1	−0'010	0'64	−0'029	0'04	−0'091	0'00	−0'022	0'11
Liquiditätskennzahl$_t$	0'015	0'4	−0'005	0'87	0'032	0'08	−0'019	0'00	0'029	0'07
Liquiditätskennzahl$_{t-1}$	0'090	0'0	0'292	0'00	0'060	0'00	0'041	0'00	0'138	0'00
Investitionsquote$_{t-1}$* HB	−0'022	0'7	−0'080	0'06	0'100	0'05	0'090	0'00	−0'023	0'69
Nettoumsatzwachstum* HB	0'126	0'0	−0'010	0'60	0'114	0'00	0'027	0'00	0'047	0'07
Nettoumsatzwachstum$_{t-1}$* HB	0'005	0'7	−0'019	0'27	−0'007	0'61	−0'024	0'00	0'000	0'99
Veränderung Kapitalnutzungskosten$_t$* HB	0'026	0'5	−0'021	0'71	0'065	0'05	−0'062	0'00	0'028	0'40
Veränderung Kapitalnutzungskosten$_{t-1}$* HB	0'000	1'0	−0'095	0'00	0'022	0'22	0'041	0'00	−0'011	0'55
Liquiditätskennzahl$_t$* HB	−0'039	0'2	0'065	0'05	−0'038	0'16	0'023	0'00	−0'054	0'04
Liquiditätskennzahl$_{t-1}$* HB	0'021	0'5	−0'159	0'00	0'052	0'08	0'040	0'00	−0'012	0'70
Sargan-Test:	265'3	1'0	115'4	1'00	228'1	1'00	161'1	1'00	263'1	1'00
m1:	− 10'0	0'0	− 4'2	0'00	− 8'6	0'00	− 3'3	0'00	− 9'2	0'00
m2:	0'1	0'9	− 0'6	0'53	0'4	0'69	− 1'0	0'32	0'5	0'60
Langfristige Elastizitäten:										
Nettoumsatzwachstum * HB	0'103	0'0	−0'028	0'21	0'085	0'00	0'026	0'00	0'059	0'02
Veränderung Kapitalnutzungskosten * HB	−0'091	0'0	−0'181	0'00	−0'032	0'46	−0'160	0'00	−0'105	0'01
Liquiditätskennzahl * HB	0'093	0'0	0'176	0'00	0'117	0'00	0'083	0'00	0'105	0'00

Anmerkung: Zeit-Dummies und eine Konstante wurden inkludiert, aber nicht dokumentiert.
Instrumentvariablen: alle verzögerten Werte von endogenen und vorbestimmten Variablen.
Als kleine Unternehmen gelten Firmen mit weniger als 55 Mitarbeitern; junge Unternehmen sind solche, die in den letzten zehn Jahren gegründet wurden.
Als Großbanken gelten Banken mit einer Bilanzsumme von mehr als 24'1 Mio EUR.

Tabelle 4

Investitionsfunktion – Mittelständische Banken

Zweistufiger GMM-Schätzer in ersten Differenzierungen

	Koeffizient all	P>lzl	Koeffizient young	P>lzl	Koeffizient old	P>lzl	Koeffizient small	P>lzl	Koeffizient large	P>lzl
Anzahl der Beobachtungen	2.184		328		1.856		378		1.806	
Anzahl der Unternehmen	708		154		581		151		583	
Investitionsquote$_{t-1}$	−0'171	0'0	−0'152	0'00	−0'136	0'00	−0'240	0'00	−0'166	0'00
Nettoumsatzwachstum$_t$	0'040	0'0	0'092	0'00	0'019	0'17	0'008	0'28	0'016	0'21
Nettoumsatzwachstum$_{t-1}$	0'006	0'6	0'064	0'00	0'007	0'38	0'011	0'09	−0'003	0'74
Veränderung Kapitalnutzungskosten$_t$	0'008	0'8	0'071	0'00	0'003	0'90	−0'042	0'04	−0'025	0'29
Veränderung Kapitalnutzungskosten$_{t-1}$	0'011	0'4	0'090	0'00	−0'021	0'13	−0'138	0'00	0'001	0'95
Liquiditätskennzahl$_t$	0'082	0'0	0'092	0'00	0'119	0'00	0'189	0'00	0'092	0'00
Liquiditätskennzahl$_{t-1}$	0'069	0'0	0'203	0'00	0'076	0'00	0'110	0'00	0'079	0'00
Investitionsquote$_{t-1}$* HB	0'311	0'0	−0'076	0'00	0'215	0'00	0'169	0'00	0'269	0'00
Nettoumsatzwachstum$_t$* HB	−0'014	0'5	−0'030	0'00	0'016	0'33	0'011	0'16	0'040	0'01
Nettoumsatzwachstum$_{t-1}$* HB	0'017	0'2	−0'020	0'08	0'018	0'08	0'017	0'01	0'027	0'02
Veränderung Kapitalnutzungskosten$_t$* HB	0'012	0'7	0'095	0'00	−0'029	0'33	−0'072	0'00	−0'005	0'85
Veränderung Kapitalnutzungskosten$_{t-1}$* HB	−0'033	0'1	−0'190	0'00	0'009	0'58	0'049	0'00	−0'015	0'36
Liquiditätskennzahl$_t$* HB	0'012	0'7	−0'015	0'22	-0'040	0'06	−0'120	0'00	−0'061	0'01
Liquiditätskennzahl $_{t-1}$* HB	0'021	0'4	−0'063	0'01	0'031	0'10	0'019	0'20	0'069	0'00
Sargan-Test:	262'7	1'0	98'9	1'00	255'4	1'00	121'6	1'00	293'9	0'98
m1:	− 8'2	0'0	− 2'5	0'01	− 7'3	0'00	− 2'5	0'01	− 7'5	0'00
m2:	0'0	1'0	− 1'1	0'30	0'7	0'49	− 0'7	0'52	− 0'2	0'85
Langfristige Elastizitäten:										
Nettoumsatzwachstum * HB	0'058	0'0	0'086	0'00	0'066	0'00	0'044	0'00	0'089	0'00
Veränderung Kapitalnutzungskosten * HB	−0'002	1'0	0'054	0'00	−0'041	0'15	−0'189	0'00	−0'050	0'03
Liquiditätskennzahl * HB	0'215	0'0	0'177	0'00	0'201	0'00	0'184	0'00	0'200	0'00

Anmerkung: Zeit-Dummies und eine Konstante wurden inkludiert, aber nicht dokumentiert.
Instrumentvariablen: alle verzögerten Werte von endogenen und vorbestimmten Variablen.
Als kleine Unternehmen gelten Firmen mit weniger als 55 Mitarbeitern; junge Unternehmen sind solche, die in den letzten zehn Jahren gegründet wurden.
Mittelständische Banken sind Banken mit einer Bilanzsumme von mehr als 3'2 Mio EUR und weniger als 24'1 Mio EUR.

Tabelle 5

Investitionsfunktion – Kleine Banken

Zweistufiger GMM-Schätzer in ersten Differenzierungen

	Koeffizient alle	P>lzl	Koeffizient jung	P>lzl	Koeffizient alt	P>lzl	Koeffizient klein	P>lzl	Koeffizient groß	P>lzl
Anzahl der Beobachtungen	1.539		197		1.342		446		1.093	
Anzahl der Unternehmen	487		91		424		162		359	
Investitionsquote$_{t-1}$	−0'260	0'0	−0'551	0'00	−0'233	0'00	−0'383	0'00	−0'175	0'00
Nettoumsatzwachstum$_t$	0'029	0'0	0'021	0'61	0'048	0'00	−0'037	0'00	0'054	0'00
Nettoumsatzwachstum$_{t-1}$	0'022	0'0	−0'177	0'00	0'059	0'00	0'005	0'41	0'010	0'01
Veränderung Kapitalnutzungskosten$_t$	−0'066	0'0	−0'108	0'01	−0'009	0'35	−0'082	0'00	0'009	0'23
Veränderung Kapitalnutzungskosten$_{t-1}$	−0'053	0'0	0'131	0'00	−0'071	0'00	−0'195	0'00	−0'025	0'00
Liquiditätskennzahl$_t$	0'119	0'0	0'069	0'04	0'115	0'00	0'174	0'00	0'105	0'00
Liquiditätskennzahl$_{t-1}$	0'110	0'0	0'271	0'00	0'052	0'00	−0'055	0'00	0'122	0'00
Investitionsquote$_{t-1}$* HB	0'333	0'0	0'460	0'00	0'315	0'00	0'181	0'00	0'203	0'00
Nettoumsatzwachstum$_t$* HB	−0'040	0'0	−0'007	0'89	−0'060	0'00	0'034	0'00	−0'049	0'00
Nettoumsatzwachstum$_{t-1}$* HB	−0'027	0'0	0'151	0'00	−0'056	0'00	−0'040	0'00	0'012	0'00
Veränderung Kapitalnutzungskosten$_t$* HB	−0'020	0'3	−0'171	0'04	−0'031	0'04	0'105	0'00	−0'103	0'00
Veränderung Kapitalnutzungskosten$_{t-1}$* HB	0'000	1'0	−0'232	0'00	0'030	0'05	0'174	0'00	−0'078	0'00
Liquiditätskennzahl$_t$* HB	−0'062	0'0	0'003	0'91	−0'036	0'00	−0'027	0'33	−0'066	0'00
Liquiditätskennzahl$_{t-1}$* HB	0'011	0'5	−0'099	0'03	0'031	0'03	0'220	0'00	−0'040	0'00
Sargan-Test:	259'7	1'0	50'3	1'00	254'7	1'00	138'7	1'00	239'7	1'00
m1:	− 6'2	0'0	− 1'8	0'08	− 5'8	0'00	− 2'4	0'02	− 5'4	0'00
m2:	− 2'1	0'0	− 0'4	0'67	− 2'5	0'01	− 1'3	0'19	− 2'2	0'03
Langfristige Elastizitäten:										
Nettoumsatzwachstum * HB	−0'019	0'2	−0'012	0'57	−0'009	0'50	−0'031	0'00	0'028	0'00
Veränderung Kapitalnutzungskosten * HB	−0'150	0'0	−0'349	0'00	−0'088	0'00	0'002	0'66	−0'203	0'00
Liquiditätskennzahl * HB	0'193	0'0	0'224	0'00	0'175	0'00	0'259	0'00	0'124	0'00

Anmerkung: Zeit-Dummies und eine Konstante wurden inkludiert, aber nicht dokumentiert.
Instrumentvariablen: alle verzögerten Werte von endogenen und vorbestimmten Variablen.
Als kleine Unternehmen gelten Firmen mit weniger als 55 Mitarbeitern; junge Unternehmen sind solche, die in den letzten zehn Jahren gegründet wurden.
Als kleine Banken gelten jene mit einer Bilanzsumme von weniger als 3'2 Mio EUR.

Corporate Governance, Investitionen und Wachstum

Klaus Gugler[1])

1 Einleitung

Die Entwicklung des Finanzsektors kann das Wirtschaftswachstum im Wesentlichen über drei Schienen beeinflussen.[2]) Erstens kann ein größerer Teil der Ersparnisse in die Finanzierung von Investitionen fließen, wenn der Finanzsektor an Markttiefe gewinnt, weil die Kosten der Finanzintermediation mit dem stärkeren Wettbewerb sinken. Zweitens kann eine Veränderung der Finanzmarktstrukturen eine effizientere Kapitalallokation für die risikobereinigt profitabelsten Projekte ermöglichen und damit zum Wirtschaftswachstum beitragen. Drittens kann ein effizienter Finanzsektor die Sparquote der privaten Haushalte und damit Investitionen und Wachstum positiv beeinflussen. Die vorliegende Studie beschäftigt sich hauptsächlich mit der ersten und der zweiten Schiene und untersucht den Einfluss von Finanzierungsrestriktionen auf die Investitionsentscheidungen von Unternehmen.

Eine der wesentlichsten Aufgaben des Finanzsystems besteht im Transfer von Finanzmitteln von Akteuren, die über einen Überschuss verfügen, zu jenen, bei denen Mittel-Knappheit herrscht. Indem wir zwischen Firmen, die auf Grund ihrer Corporate-Governance-Struktur potenziell unterinvestieren bzw. potenziell überinvestieren, unterscheiden, beleuchten wir die Effizienz ihrer Investitionsentscheidungen. Daraus lassen sich wichtige Schlussfolgerungen für Entscheidungsträger und Finanzaufsichtsbehörden ableiten. Bezüglich der Effizienz von Investitionen ist entscheidend, welcher Art von Unternehmen mehr und welchen weniger Mittel für Investitionsvorhaben zur Verfügung stehen. Im Zuge des Ausbaus des Finanzsektors sollten die Entscheidungsträger daher sicherstellen, dass die zur *Unterinvestition* neigenden Unternehmen mehr Mittel für Investitionszwecke erhalten und die Mittelbereitstellung für *überinvestierende* Unternehmen restriktiver gehandhabt wird.

In dieser Studie wird der Frage nachgegangen, ob die Corporate-Governance-Strukturen einer Firma Einfluss auf die Effizienz der Unternehmensinvestitionen haben. Wir konnten zwischen verschiedenen Kontrollkategorien jedenfalls signifikante und robuste Unterschiede im Zusammenhang der Investitionen zum Cash-Flow feststellen. Bei österreichischen Nichtfinanzunternehmen ist dieses Verhältnis von der Identität der kontrollierenden Eigentümer abhängig. Speziell bei familienkontrollierten Unternehmen finden wir positive Sensitivitäten zwischen Investitionen und Geldströmen, die in Finanzierungsrestriktionen und Unterinvestition zum Ausdruck kommen. Bei in Familienbesitz befindlichen Unternehmen entstehen zwischen den kontrollierenden Anteilseigentümern – den Insidern – und außenstehenden Finanzierungsgebern häufig Informationsasymmetrien hinsichtlich der Qualität von Investitionen und des damit verbundenen Risikos, was die Kostenunterschiede zwischen Außen- und Innenfinanzierung verschärft. Staatliche Einflussnahme ruft ebenfalls Infor-

1 *Klaus Gugler – Universität Wien, Institut für Wirtschaftswissenschaften, BWZ, Brünner Straße 72, 1210 Wien, Österreich, Tel.: (+043-1) 4277/37467, Fax: (+43-1) 4277/37498, E-Mail: klaus.gugler@univie.ac.at.* *Ich bin Dennis C. Mueller für verschiedene Anmerkungen und Vorschläge zum Dank verpflichtet. Weiters möchte ich auch Paul Geroski, Andrea Gaunersdorfer und Maria Valderrama für ihre nützlichen Hinweise danken.*

2 *In der Literatur zu den Auswirkungen der Entwicklung von Finanzsystemen wird im Allgemeinen festgestellt, dass eine größere Markttiefe im Finanzsektor tatsächlich zu höheren Wirtschaftswachstumsraten führt. Siehe z. B. King und Levine (1993), Rajan und Zingales (1998) und Demirgüc-Kunt und Levine (2001).*

mationsasymmetrien zwischen den „Letzt-Aktionären" (also den Staatsbürgern) und der Unternehmensleitung hervor. Die bei solchen Firmen festgestellten positiven Elastizitäten zwischen Cash-Flow und Investitionen weisen allerdings auf Managerial Discretion und Überinvestition hin. Wo Banken als große kontrollierende Aktionäre auftreten, verringern sich offensichtlich die Informationsasymmetrien wie auch der Entscheidungsspielraum des Managements. Diese Schlussfolgerungen werden durch Renditeberechnungen bestätigt.

Wir interpretieren diese Beobachtungen dahin gehend, dass die Corporate-Governance-Strukturen sowohl den Entscheidungsspielraum der Geschäftsleitung hinsichtlich des Einsatzes der verfügbaren Mittel als auch deren Möglichkeit, zusätzliche Mittel für Investitionen zu beschaffen, beeinflussen. Daher dürfen bei der Prüfung von Hypothesen über die Kapitalmarkteffizienz typische Corporate-Governance-Eigenschaften bankenbasierter Systeme (Edwards und Fischer, 1994) und „Insider"-Finanzsysteme (Franks und Mayer, 1997)[1]) nicht außer Acht gelassen werden.

Dieser Beitrag ist wie folgt gegliedert: Kapitel 2 enthält eine kurze Beschreibung unserer zwei Haupthypothesen, der Finanzierungsrestriktions-Hypothese (FRH) und der Managerial-Discretion-Hypothese (MDH) und verknüpft diese mit den Eigentums- und Kontrollverhältnissen. Kapitel 3 beschreibt die erhobenen Daten. Kapitel 4 stellt die wesentlichen Ergebnisse vor, und Kapitel 5 bietet eine abschließende Zusammenfassung.

2 Finanzierungsrestriktionen, Managerial Discretion und Corporate Governance

In Grafik 1 sind die beiden Haupthypothesen dargestellt. Bei vollkommenen Kapitalmärkten verläuft das Mittelangebot S als horizontale Gerade bei r, dem risikobereinigten Marktzinssatz. Innen- und Außenfinanzierung sind vollkommen substituierbar. Es wird angenommen, dass die Nachfrage D nach Investitionen in Sachanlagen negativ geneigt ist. Gemäß der neoklassischen Theorie sind die Investitionen eines Unternehmens nur von dieser Nachfrage und den Kapitalkosten abhängig, nicht jedoch von der Höhe des Cash-Flows. Ein neoklassisches Unternehmen investiert bis zu I^*, jenem Punkt, an dem der erwartete Grenzertrag der Investition ihren Grenzkosten entspricht. Laut der Modigliani-Miller-Theorie (1958) sind finanzielle Faktoren irrelevant. Mit zunehmendem Ausbau des Finanzsystems werden sich in einem gegebenen Land immer mehr Unternehmen gemäß der neoklassischen Theorie verhalten.

1 *Laut Franks und Mayer (1997) ist ein „Insidersystem" durch 1. eine geringe Anzahl börsennotierter Unternehmen, 2. eine große Anzahl von Großaktionären und 3. hohe Kapitalverflechtungen zwischen Unternehmen gekennzeichnet. Das österreichische System weist alle diese Merkmale auf (siehe Gugler, 2002, und Gugler et al., 2001).*

Im Gegensatz zur neoklassischen Theorie geht die *Finanzierungsrestriktions-Hypothese (FRH)* von steigenden Kapitalkosten aus, sobald sich ein Unternehmen über den Kapitalmarkt finanziert, da es auf Grund asymmetrischer Informationen zu einer adversen Selektion kommt.[1]) Bei steigenden Außenfinanzierungskosten ist das Kapitalangebot S von der Höhe der Cash-Flows abhängig. Bei einem Cash-Flow von CF^a ist das Unternehmen darauf *beschränkt,* I^a zu investieren und unterinvestiert daher. Erhöht sich der Cash-Flow von CF^a auf CF^b, verschieben sich die Finanzierungskosten von $S(CF^a)$ nach $S(CF^b)$, und das Unternehmen investiert I^b. Nach der FRH besteht somit eine positive Abhängigkeit des Investitionsvolumens vom Cash-Flow.[2]) Auf empirischer Basis wird weiters prognostiziert, dass 1) die Dividenden (im Wesentlichen) bei null liegen und 2) der Grenzertrag der Investition die Kapitalkosten des Unternehmens übersteigt.

Eine positive Sensitivität von Investitionen gegenüber dem Cash-Flow wird auch nach der *Managerial-Discretion-Hypothese (MDH)* erwartet.[3]) Nach Marris (1964, 1998) vermehrt sich der Managernutzen $U = U(g(I), p(d))$ mit dem Wachstum g, das wiederum mit der Höhe der Investitionen steigt, und sinkt mit der Wahrscheinlichkeit p von Eigentümerinterventionen. Diese Wahrscheinlichkeit wird bei der optimalen Investitionshöhe I^*, bei der der Unternehmenswert mit $V^* = D^*|r$ sein Maximum erreicht und dem abgezinsten Barwert der optimalen Dividenden entspricht, mit null angenommen. Steigt I über I^* hinaus, sinkt der Firmenwert und steigt p mit der Differenz zwischen optimalen und tatsächlichen Dividenden: $d = V^* - V = (D^* - D)|r$. In den angelsächsischen, kapitalmarktbasierten Systemen können durch Überinvestitionen externe Kontrollmechanismen – wie etwa feindliche Übernahmen – ausgelöst werden. In den in Kontinentaleuropa vorherrschenden „Insider"-Systemen kann es zum Einschreiten dominanter Aktionäre kommen. Die für das Management optimale Investitionshöhe ist in Grafik 1 mit I^m bezeichnet, die entsprechenden Dividenden betragen $CF^m - I^m$. Die Manager setzen die Dividenden bewusst so an, dass der Grenznutzen, der aus steigendem Wachstum zufolge höherer Investitionen entsteht, den Grenznutzenverlust aus der durch die entsprechende Senkung der Dividenden verursachten höheren Wahrscheinlichkeit einer Eigentümerintervention ausgleicht. Das Optimierungsproblem der Manager lässt

1 *Myers und Majluf (1984) postulieren, dass Unternehmen finanzierungsrestringiert sein können, weil externe Investoren weniger Informationen über den wahren Kapitalwert oder Investitionschancen eines Unternehmens besitzen als die das Unternehmen leitenden Eigentümer. Bei Mittelknappheit verzichtet die Unternehmensleitung im Sinne einer Maximierung des Vermögens der bestehenden Aktionäre eher auf Projekte mit positivem Barwert (NPV), als auf Grund der asymmetrischen Information unterbewertete Aktien zu emittieren. Adverse Selektion kann auch Kreditrationierung zur Folge haben (Stiglitz und Weiss, 1981). Unternehmen könnte der Zugang zu unbesicherten Krediten verwehrt werden, wenn die Banken infolge adverser Selektion von Kreditwerbern einen Zinssatz wählen, bei dem der Markt nicht geräumt wird.*

2 *Könnte keines der Unternehmen Fremdkapital aufbringen, verliefe S als vertikale Gerade in Höhe des Cash-Flows der Firmen. Deren Investitionen sollten dann genau in Höhe ihrer Cash-Flows erfolgen, und der Cash-Flow-Koeffizient in einer Investitionsgleichung wäre 1˙0.*

3 *Managerzentrierte Unternehmenstheorien (Baumol, 1959; Williamson, 1963; Marris, 1963, 1964; Grabowski und Mueller, 1972) sowie die Literatur zum Principal-Agent-Problem (Jensen und Meckling, 1976; Jensen, 1986) stellen die Annahme der Profitmaximierung in Frage. Hinsichtlich einer neueren Untersuchung zum Einfluss von Informationsasymmetrien und Agency auf die Effizienz von Unternehmensinvestitionen siehe Stein (2001).*

sich somit als max $U = U[g(I), p((D^* - D)|r)]$ $s.t.$ $CF = D + I$ über I darstellen.[1]) I^m ergibt sich als Schnittpunkt aus dem den Managern zufließenden indirekten Grenznutzen der Investitionen und ihrem indirekten Grenznutzen (-verlust). Eine Erhöhung des Cash-Flows von CF^m auf $CF^{m'}$ verschiebt MD_I in Grafik 1 nach $MD_I{}'$: Nun ist die Abnahme des Managernutzens durch eine zusätzliche Investition bei jeder Investitionshöhe geringer, da das Risiko einer Eigentümerintervention bei höheren Dividenden sinkt. Die aus Managersicht optimale Investitionshöhe erhöht sich von I^m auf $I^{m'}$, während die Dividenden von $CF^m - I^m$ auf $CF^{m'} - I^{m'}$ steigen. Ein höherer Cash-Flow wirkt wie eine Lockerung der Budgetrestriktion, weil die Manager infolgedessen sowohl die Investitionen als auch die Dividenden anheben können. Ein Versagen der Kontrollmechanismen führt zu „billiger" Innenfinanzierung und Überinvestitionen durch das Management. Die MDH postuliert, dass 1) der Koeffizient für Investitionen und Cash-Flow positiv (aber kleiner als 1) ist, 2) die Dividenden positiv sind und 3) der Grenzertrag der Investitionen unter den Kapitalkosten liegt.[2])

Im Folgenden untersuchen wir die Abhängigkeit der FRH und der MDH von den Eigentümer- und Kontrollstrukturen des Unternehmens, indem wir die vier in Österreich wichtigsten Kategorien von kontrollierenden Aktionären – Banken, Staat, Familien und ausländische Firmen – betrachten.[3])

Potenziell vermindern Bankbeteiligungen die Informationsasymmetrie zwischen Aktionären und Geldgebern und/oder dem Management. Durch Beteiligungen an Unternehmen erlangen Banken auf Grund der Eigentümern zustehenden Informationsrechte, ihrer Vertretung im Aufsichtsrat, der Bestellung von Vorständen oder der Informationsbeschaffung im Zuge der Vergabe von Bankkrediten einen Informationsvorsprung. Wenn eine Bank an einem Unternehmen, an das sie Kredite vergibt, eine große Beteiligung besitzt, ist sie auf Grund ihrer Residualentscheidungsrechte in der Lage, die Investitionstätigkeit des Unternehmens genauer zu verfolgen (Gertner et al., 1994). Unsere Hypothese lautet daher, dass bei bankenkontrollierten Unternehmen zwischen Investitionen und Cash-Flow keine positiven Sensitivitäten bestehen.

Weltweit sind viele Aktiengesellschaften mehrheitlich im Staatsbesitz.[4]) Es wird angenommen, dass die MDH für staatlich kontrollierte Unternehmen Gültigkeit hat, da die Staatsbürger als sehr *stark gestreute* Letzteigentümer

1 *Aus Gründen der Einfachheit wird angenommen, dass dem Management als Finanzierungsquelle nur der interne Cash-Flow zur Verfügung steht, das heißt, dass keine neuen Schulden aufgenommen werden und auch das Eigenkapital nicht aufgestockt wird.*

2 *Sowohl FRH als auch MDH sind in Einklang mit der „life-cycle"-Hypothese für Unternehmen (Mueller, 1972, sowie Grabowski und Mueller, 1975), der zufolge junge, rasch wachsende Unternehmen zur Umgehung der Transaktionskosten einer Außenfinanzierung eher Innenfinanzierung einsetzen, während große, etablierte Firmen Innenfinanzierung benutzen, um das Wachstum auf Kosten der Aktionäre zu maximieren. Siehe auch Kathuria und Mueller (1995) und Carpenter (1995).*

3 *Institutionelle Investoren, wie etwa Pensionsfonds, spielen in Österreich keine wesentliche Rolle. Pensionsfonds können erst seit 1990 aufgelegt werden (siehe Jud, 1993). Sehr ähnliche Eigentümerstrukturen sind insbesondere auch in Deutschland (siehe Boehmer, 1998), aber auch vielen anderen Ländern weltweit zu beobachten (siehe LaPorta et al., 1997, 1999, und Barca und Becht, 2001).*

4 *Laut LaPorta et al. (1999) kontrollierte der Staat 1995 in 27 Ländern im Durchschnitt 20% der zwanzig größten Aktiengesellschaften, so z. B. 40% in Italien, 25% in Deutschland, 15% in Frankreich, 5% in Japan, aber 0% in den USA und 0% im Vereinigten Königreich.*

(„Principals") angesehen werden können, die weder die entsprechenden Anreize noch die Möglichkeiten besitzen, den Staat (als den ersten „Agent") zu überwachen. Dieser verfolgt bei der Überwachung der Manager (den schlussendlichen „Agents") wiederum selbst verschiedene Motive. De facto liegen die Kontrollrechte in den Händen von Managern, Bürokraten oder Politikern, deren Zielsetzungen üblicherweise sehr stark vom Ziel der Maximierung des Unternehmenswerts abweichen (Shleifer und Vishny, 1997; Mueller, 1998). Zu potenziellen Anreizen in staatlich kontrollierten Firmen zählen überhöhte Ausgaben und ein kurzfristiger Beschäftigungszuwachs (womit sich Stimmen „kaufen" lassen). Andererseits sind Finanzierungsrestriktionen nicht zu erwarten, wenn der Staat als Großaktionär auftritt, da zwischen den Interessen der das Unternehmen führenden Manager und jenen der Staatsbürger (der Letzteigentümer) nur eine geringe Übereinstimmung besteht. Wie Myers und Majluf (1984) in ihrer asymmetrischen Informationshypothese ausführen, gibt es keinen Grund, warum das Management von staatskontrollierten Firmen die Altaktionäre gegenüber neuen Aktionären bevorzugen und das Kapital nicht aufstocken sollte. Auch die Wahrscheinlichkeit einer Kreditrationierung erscheint gering, da das Konkursrisiko niedrig ist und es unter den Kreditwerbern zu keiner adversen Selektion kommt.[1]) Daher ist bei staatlich kontrollierten Unternehmen ein positiver Investitions-Cash-Flow-Koeffizient (I-CF-Koeffizient) durch die Managerial-Discretion-Hypothese zu erklären.

Finanzierungsrestriktionen sollten sich am stärksten bei in Familienbesitz befindlichen Unternehmen auswirken, die die Eigentümer mit dem Ziel einer Maximierung des Vermögens der bestehenden Anteilseigner leiten. Aufbauend auf Myers und Majluf (1984) weist Hadlock (1998) nach, dass die I-CF-Sensitivitäten bei Unternehmen mit guten Investitionsmöglichkeiten umso größer werden, je stärker sich Management- und Eigentümerinteressen decken. In Familienunternehmen ist der Deckungsgrad zwischen Management- und Eigentümerinteressen naturgemäß am höchsten. Weiters ist bei Unternehmen, die im Eigentum einiger weniger Anteilseigner stehen, die Transparenz gegenüber dem Kapitalmarkt am geringsten. Dies erhöht die Informationsasymmetrie und führt zu Fehlbewertungen von Unternehmensanteilen. Daher nimmt man an, dass das Management eines Familienunternehmens eher auf eine Investition verzichtet als Unternehmensanteile unter ihrem Wert zu verkaufen.[2])

Andererseits erwartet man in Familienunternehmen nicht, dass ein Ermessensspielraum für das Management besteht. In Familienunternehmen sind die Vorstandsmitglieder entweder zugleich Großaktionäre – und haben somit einerseits die Residualansprüche auf (fast) alle Erträge, müssen aber andererseits (fast) alle Kosten ihrer Handlungen tragen (weit gehende Interessensidentität) – oder es gibt einen Großaktionär mit dem Interesse und der Möglichkeit, die Manager zu überwachen. Daher kann bei in Familienbesitz stehenden Unter-

1 *In der Vergangenheit haben die österreichischen Banken im Fall von Finanzkrisen Fremdkapital in Eigenkapital umgewandelt und die Kontrolle von im Staatseinfluss stehenden Firmen übernommen (Mathis, 1990).*

2 *Gugler (2001) weist nach, dass unter einer Reihe von OECD-Ländern Österreich gemessen an der Börsenkapitalisierung im Verhältnis zum BIP die kleinste Börse besitzt.*

nehmen jede positive I-CF-Sensitivität durch die Finanzierungsrestriktions-Hypothese erklärt werden.[1])

Bei den Letzteigentümern von ausländischen Firmen kann es sich um Banken, einen ausländischen Staat oder auch Familien handeln, weshalb hier a priori keine konkreten Annahmen getroffen werden.[2]) Da ausländisch kontrollierte Firmen in Österreich eine wesentliche Rolle spielen, wurden sie in der Analyse belassen. In Tabelle 1 sind unsere Prognosen für die Cash-Flow-Koeffizienten zusammengefasst.

3 Unternehmensdaten, Eigentums- und Kontrollverhältnisse

Zur Überprüfung dieser Hypothesen wurde ein Firmensample zusammengestellt, das aus 214 österreichischen Nichtfinanzunternehmen besteht und den Zeitraum 1991 bis 1999 umfasst. Die im Sample enthaltenen Firmen gehören zu den 600 größten österreichischen Unternehmen (wobei die Datenverfügbarkeit Voraussetzung für die Berücksichtigung war). Als Quellen für die Bilanzdaten dienten die Wirtschafts-Trend-Zeitschriftenverlagsgesellschaft m.b.H., die Arbeiterkammer Österreich und der Compass Verlag. Daten zur Eigentümerstruktur wurden aus „Der Finanzcompass" und aus „Großunternehmen in Österreich" von Hoppenstedt (mehrere Jahrgänge) entnommen. Die im Sample enthaltenen Unternehmen beschäftigen etwa 10% der in der österreichischen Privatwirtschaft tätigen Arbeitnehmer.

Um die Letzteigentümer einer Konzernpyramide bestimmen zu können, muss man zunächst die Eigentumsverhältnisse auf jeder einzelnen Ebene feststellen, bis man die Spitze der Pyramide erreicht hat. *Direkte* Beteiligungen sind untergliedert in Banken (BA), Staat (ST), Familien (FAM), inländische Nichtbanken (INB), ausländische Firmen (AF) und Streubesitz (SB). „Staatliches" Eigentum beinhaltet Beteiligungen von Bund, Ländern und Gemeinden, „Bank"-Eigentum Beteiligungen im Besitz von Gesellschaften, die im Finanzsektor tätig sind (meist Banken). Eigentum „inländischer Nichtbanken" und „ausländischer Firmen" umfasst Beteiligungen inländischer Firmen, die keine Finanzinstitutionen sind, sowie Beteiligungen von ausländischen Firmen. Die Nationalität wird nach dem Kriterium des Firmensitzes bestimmt. „Familieneigentum" beinhaltet Beteiligungen von Familien und Einzelpersonen. Beteiligungen von weniger als 5% gelten als „Streubesitz".

Der im Besitz des *Letzteigentümers* stehende Anteil ist als jene prozentuelle Beteiligung definiert, den ein Anteilseigner *an der Spitze* der Pyramide besitzt. Er umfasst sowohl direkte Beteiligungen als auch *indirekte* Beteiligungen über andere Gesellschaften. Indirekte Beteiligungen ergeben sich durch eine multiplikative Beteiligungskette innerhalb einer Pyramide. Eine indirekte Beteiligung des Staats wird z. B. als *multiplikative Beteiligungskette* $\alpha_{ST,NBD_2} \cdot \alpha_{NBD_2,NBD_3} \ldots \alpha_{NBD_{m-1},j}$ definiert, wobei α_{ik} die direkte Beteiligung des Anteilseigners i an der Firma k ist und m die Ebene der Samplefirma j (oder „Hierarchie", siehe unten). Die fünf *Letzteigentümer-Kategorien* sind der Staat,

1 *In Familienbesitz stehende bzw. von Familienmitgliedern geleitete Firmen können jedoch unter mangelndem Professionalismus leiden (siehe Chandler, 1990, insbesondere für das Vereinigte Königreich).*

2 *Leider waren für diese Letzteigentümer keine Daten verfügbar.*

Banken, Familien, ausländische Firmen und Streubesitz. Der Staat, Familien und Streubesitz sind natürliche Letztkategorien. Die Banken werden ebenfalls als eigene Letztkategorie dargestellt, um die Hypothesen bezüglich Bankenkontrolle zu überprüfen. Da Daten über den Anteilsbesitz ausländischer Firmen nicht zur Verfügung standen, wurden diese ebenfalls als Letztkategorie definiert.

Die Höhe der Direkt- und Letztbeteiligungen bestimmt auch den Anspruch auf einen prozentuellen Anteil des Cash-Flows, den das Unternehmen hervorbringt. Das Ausmaß der *Kontrolle* ist eher durch eine Stufenfunktion darzustellen. Der dritte Begriff ist daher der *größte Letztanteilseigner* (GLA). Die volle *Kontrolle* über ein Unternehmen wird schließlich durch den GLA in Gestalt des Staats, einer Bank, einer Familie oder einer ausländischen Firma ausgeübt. Ein GLA muss die Bedingung erfüllen, dass jede seiner Einzelbeteiligungen im Zuge einer Beteiligungskette über 25% liegt. (Definitionsgemäß ist daher eine *Kontrolle* durch in Streubesitz stehende Anteile nicht anzunehmen.) In Österreich besitzt die große Mehrheit von GLA (90%) eine Kette von Mehrheitsbeteiligungen. Dies garantiert einen maßgeblichen Einfluss auf jeder Ebene der Konzernpyramide.

Grafik 2 veranschaulicht diese Begriffe. Die OMV AG ist am Umsatz gemessen das größte österreichische Unternehmen. Es befindet sich auf der dritten Ebene der Pyramide („Hierarchie" = 3). Die Eigentümerstruktur der OMV AG ist einfach, für das Gesamtsample aber repräsentativ. Die ÖIAG (Österreichische Industrieholding Aktiengesellschaft, ein als inländische Nichtbank klassifiziertes Unternehmen) besitzt eine Direktbeteiligung von 49·9%. IPIC, ein Unternehmen mit Sitz in Abu Dhabi, hält 19·6% direkt. Der Rest – 30·5% – wird frei an der Wiener Börse gehandelt und gilt als direkter Streubesitz. Die Republik Österreich besitzt zwar keine Direktbeteiligung, hält aber *letztlich* 49·9% der OMV AG, da sich die ÖIAG zur Gänze im Staatsbesitz befindet. Eine ausländische Firma besitzt letztlich einen Anspruch auf 19·6% des Cash-Flows. Die 30·5% in Streubesitz befindlichen Anteile stellen in eben dieser Höhe Letzteigentum dar. Banken und Familien besitzen weder direkte noch indirekte Beteiligungen. Die OMV AG wird letztlich von der Republik Österreich (dem GLA) *kontrolliert* und gilt daher als staatskontrolliertes Unternehmen, da alle Beteiligungen des Staats innerhalb der Beteiligungskette über 25% liegen.

Tabelle 2 enthält eine Übersicht über Direkt- und Letzteigentümer und zeigt, von wem die österreichischen Firmen letztendlich kontrolliert werden. Die zwei wichtigsten Eigentümerkategorien sind inländische Nichtbanken, die 37·2% der Beteiligungen besitzen, und ausländische Firmen. Eine weitere inländische Nichtbank besitzt an 100 der 214 Firmen große Aktienpakete. Ausländische Firmen halten 32·8% der Beteiligungen direkt, 35·6% als Letzteigentümer und stellen in 80 Firmen (37·4%) den größten Letztanteilseigner. Der größte Unterschied zwischen Letzt- und Direkteigentum besteht bei Firmen in Familienbesitz. Während Familien nur 8·9% der Anteile als Direktbeteiligungen besitzen, erhöht sich ihr Beteiligungsbesitz auf 24·6%, wenn indirekte Beteiligungen mitgezählt werden. Damit kontrollieren Familien letztendlich 27·1% der Unternehmen.

In Österreich ist die Eigentumskonzentration sehr hoch (siehe Tabelle 3). Der größte Aktionär besitzt durchschnittlich 78·5% des Eigenkapitals (Median:

90%). Nur 9˙8% der Firmen werden *nicht* von einem Mehrheitseigentümer kontrolliert. Die Eigentumskonzentration ist in allen Eigentumskategorien hoch. Pyramidenstrukturen sind im Allgemeinen eher einfacher Art, mit einem oder zwei großen Eigentümern pro Ebene. Die durchschnittliche Pyramide, die höchste Ebene eingeschlossen, besteht aus 4˙6 Konzernebenen (siehe „Pyramidenebenen"). Die durchschnittliche im Sample enthaltene Firma ist auf Ebene 3˙1 (siehe „Hierarchie") angesiedelt. Nur ein Viertel der Firmen sind börsennotiert. Damit eignet sich das Sample bestens zur Prüfung auf Finanzierungsrestriktionen, da die Informationsasymmetrie bei nicht börsennotierten Unternehmen sehr ausgeprägt sein kann.

Tabelle 4 enthält die Mittelwerte und Mediane wichtiger Bilanzkennzahlen. Staatlich kontrollierte Firmen haben im Verhältnis zu ihrem Kapitalstock einen signifikant geringeren Cash-Flow, sind signifikant größer, schütten im Verhältnis weniger Dividenden aus und weisen einen geringeren Verschuldungsgrad auf als andere Firmen. Familienunternehmen zählen zu den kleinsten Unternehmen. Der hohe Anteil ihrer Bankverbindlichkeiten an der Gesamtverschuldung und der im Vergleich zur Bilanzsumme hohe Fremdkapitalanteil deuten darauf hin, dass diese Unternehmen ihre Kreditrahmen voll ausschöpfen. Ein Indikator für die Bedeutung des internen Kapitalmarktes ist die konzerninterne Verschuldung, die als Schulden gegenüber anderen Unternehmen desselben Konzerns definiert ist.[1]) In ausländisch kontrollierten Firmen kommt der Mittelallokation über die internen Kapitalmärkte eine viel höhere Bedeutung zu als in Familienunternehmen. Bei ausländisch kontrollierten Firmen liegt der Mittelwert (der Median) des Verhältnisses von Konzernverschuldung zu Gesamtverschuldung um 13˙0 (9˙5) Prozentpunkte höher und unterscheidet sich damit signifikant vom Rest des Samples.

4 Regressionsanalyse

4.1 Ein ökonometrisches Investitionsmodell

Wenn die Firma ihre abgezinsten Gewinne über einen unbestimmten Zeitraum ohne Lieferverzögerungen, Anpassungskosten und Vintage-Effekte maximiert, vermindert sich das Anlagekapital geometrisch-degressiv. Bei Annahme einer Produktionsfunktion der CES-Klasse mit σ als konstanter Substitutionselastizität für Kapital und variable Inputs kann der Zusammenhang zwischen dem angestrebten (optimalen) Kapitalstock K^*, der Outputhöhe Y, und den Kapitalkosten C dargestellt werden als

$$K_t^* = \alpha C_t^{-\sigma} Y_t \tag{1}$$

wobei C sich aus dem Verhältnis des Kaufpreises neuer Kapitalanlagen zum Preis des Outputs bestimmt (siehe Chirinko, 1993, und Caballero, Engel und Haltiwanger, 1995).

1 *Gemäß §§ 224 und 225 Handelsgesetzbuch und § 224 Rechnungslegungsgesetz, die zusammen die wichtigste Gesetzesgrundlage für das Bilanzierungswesen in Österreich bilden, sind Unternehmen zur Meldung dieser Daten verpflichtet. Unternehmen, die zum selben Konzern gehören, sind entweder als verbundene Unternehmen (z. B. Tochtergesellschaften) definiert, oder als Unternehmen, an denen eine wesentliche Beteiligung besteht.*

Um die Komplexität des Anpassungsprozesses zu erfassen, haben verschiedene Autoren argumentiert, dass die Nettoinvestition auf Veränderungen im optimalen Kapitalstock über eine längere Zeitperiode reagiert.[1]) Zusätzlich kann man auch ein Fehlerkorrekturverhalten von Investitionen unterstellen, was bedeutet, dass Investitionen umso höher sind, je weiter die Firma von dem angestrebten Kapitalstock entfernt ist. Umgekehrt gehen die Investitionsausgaben ceteris paribus zurück, wenn man meint, dass das Anlagevermögen über dem optimalen Niveau liegt. Da auf Grund von (1) angenommen werden darf, dass K und Y langfristig kointegriert sind, während kurzfristig eine Erreichung des angestrebten Niveaus auf Grund von Anpassungskosten eventuell nicht möglich ist, verfolgen wir als nächstes diesen Ansatz:

Wenn wir (1) logarithmieren, wobei Logarithmen mit Kleinbuchstaben bezeichnet werden, und $a = ln\alpha$ setzen, erhalten wir

$$k_t^* = a - \sigma c_t + y_t \tag{2}$$

Wenn keine Anpassungskosten anfallen, wäre k_t^* der optimale Kapitalstock für eine Gewinn maximierende Firma mit einer *CES*-Produktionsfunktion mit konstanten Skalenerträgen. Die Anpassungsprozesse können jedoch sehr komplex sein. Eine Möglichkeit, ein überschaubares Modell zu erstellen *und* gleichzeitig die Anpassungskosten zu berücksichtigen, besteht darin, die Gleichung (2) mit einem ADL-Modell („autoregressive distributed lag model") z. B. in folgender Form zu verknüpfen:

$$k_t = \alpha_0 + \alpha_1 k_{t-1} + \beta_0 y_t + \beta_1 y_{t-1} - \varphi_0 c_t - \varphi_1 c_{t-1} + u_t \tag{3}$$

Wenn wir weiters annehmen, dass die Veränderung im Kapitalstock durch einen einfachen partiellen Anpassungsprozess folgender Art beschrieben werden kann

$$\Delta k_t = \theta(k_t^* - k_{t-1}) + \varepsilon_t \tag{4}$$

wobei pro Periode ein konstanter Bruchteil θ der zwischen dem tatsächlichen und dem angestrebten Kapitalstock bestehenden Lücke geschlossen wird, erhalten wir als Fehlerkorrekturspezifikation

$$\begin{aligned} \Delta k_t = {} & \theta\alpha_0 - \theta(1-\alpha_1)\Delta k_{t-1} + \theta\beta_0\Delta y_t + \theta(\beta_0+\beta_1)\Delta y_{t-1} \\ & - \theta\varphi_0\Delta c_t - \theta(\varphi_0+\varphi_1)\Delta c_{t-1} - \theta(\varphi_0+\varphi_1)c_{t-2} \\ & - \theta(1-\theta\alpha_1)(k_{t-2}-y_{t-2}) + [\theta(\beta_0+\beta_1-(1-\theta\alpha_1)]y_{t-2} + \psi_1 \end{aligned} \tag{5}$$

wobei $\psi_t = \theta u_t + \varepsilon_t - \alpha_1\varepsilon_{t-1}$. Wir nehmen weiters an, dass (5) für jede Firma gilt, dass die Veränderung in den Kapitalkosten für den Nutzer durch die Hereinnahme additiver jahresspezifischer Effekte (λ_t) und firmenspezifischer Effekte (η_i) berücksichtigt werden kann, dass y von s erfasst wird und dass die Cash-Flow-Terme additiv hinzu kommen. Schließlich verwenden wir die Approximation $\Delta k_{it} \approx I_{it}/K_{i,t-1} - \delta_i$ und erhalten die dynamische Investitionsgleichung

1 *Z. B. Bean (1981) und Bond et al. (1999); siehe aber auch Anderson (1981). Bezüglich eines Vergleichs verschiedener Investitionsmodelle siehe Mairesse et al. (1999).*

$$\frac{I_{it}^{g}}{K_{i,t-1}} = \eta_i + \lambda_t + \rho \frac{I_{i,t-1}^{g}}{K_{i,t-2}} + \upsilon_0 \Delta s_{it} + \upsilon_1 \Delta s_{i,t-1} + \omega(k-s)_{i,t-2} + \phi s_{i,t-2} + \gamma_0 \frac{P_{i,t-1}}{K_{i,t-1}} + \gamma_1 \frac{Dep_{i,t-1}}{K_{i,t-1}} + \psi_{it} \quad (6)$$

Wenn $\omega < 0$, führt eine Fehlerkorrektur im Falle eines als zu niedrig erachteten Kapitalstocks in Zukunft zu höheren Investitionen, und $\phi = 0$ ist mit langfristigen konstanten Skalenerträgen konsistent.

Unsere in Tabelle 1 dargestellten Prognosen sollen anhand der Gewinne und Abschreibungen – als Komponenten des Cash-Flows – überprüft werden. Die Hauptkritik an I-CF-Regressionen lautet, dass der gegenwärtige Cash-Flow als Proxy für zukünftige Investitionsmöglichkeiten, nicht aber für die Möglichkeit einer Innenfinanzierung stehen kann (Kaplan und Zingales, 1997).[1]) Um dieser Kritik zu begegnen, bauen wir in unsere Schätzungen verschiedene Kontrollen ein: Abschreibungen und Gewinne werden in die Regressionsmodelle separat und um eine Periode verzögert eingebracht. Abschreibungen scheinen mit geringerer Wahrscheinlichkeit als Proxy-Werte für zukünftige Investitionsmöglichkeiten zu stehen. Im Falle von Finanzierungsrestriktionen sollte es keine Rolle spielen, ob zusätzliche Mittel aus Gewinnen oder Abschreibungen stammen, und die Koeffizienten sollten gleich sein. Wird der Kapitalstock als Deflator verwendet, können die firmenspezifischen Regressionskonstanten als konstante Abschreibungsraten interpretiert werden. Wenn der Ersatzbedarf durch diese fixen Firmeneffekte abgedeckt wird, bleibt die Abschreibung als Cash-Flow-Variable über.[2]) Außerdem reduzieren fixe Firmeneffekte alle Variablen um firmenspezifische Mittelwerte, wodurch aus (6) alle zeitinvarianten Determinanten der firmenspezifischen Investitionshöhe eliminiert werden. Damit decken die fixen Firmeneffekte die von Firma zu Firma unterschiedlichen Investitionsmöglichkeiten ab, während die Cash-Flow-Terme die firmenintern unterschiedlichen Auswirkungen der Innenfinanzierung auf die Investitionen darstellen.

Zusätzlich werden jeweils eigene Gleichungen der Type (6) für durch Banken, den Staat, Familien und ausländische Firmen kontrollierte Unternehmen aufgestellt. Damit präzisieren wir die *Unterschiede* zwischen den Cash-Flow-Koeffizienten der verschiedenen Kontrollkategorien, die unverzerrte Schätzungen der wahren Differenzen darstellen. Dies gilt auch dann, wenn der firmeninterne Unterschied im Cash-Flow (teilweise) für zukünftige Investitionsmöglichkeiten steht, *vorausgesetzt* unsere Cash-Flow-Größen korrelieren in allen Kontrollkategorien mit den erwarteten zukünftigen Gewinnen *gleichermaßen*. In Abschnitt 4.3 weisen wir nach, dass dies tatsächlich der Fall ist.

Die Gleichung (6) inkludiert sowohl eine verzögerte abhängige Variable als auch firmeneigene Effekte, daher wäre OLS inkonsistent. Wir schätzen die Gleichung (6) daher mittels eines von Arellano und Bond (1991), Arellano

1 *Siehe auch die Diskussion in Fazzari et al. (2000), sowie Kaplan und Zingales (2000).*

2 *Die Ergebnisse der Prüfung bezüglich fixer Effekte sind hochsignifikant. Ein Hausmann-Test weist darauf hin, dass ein Modell mit Zufallseffekten nicht geeignet wäre. An unseren Ergebnissen ändert sich grundsätzlich nichts, wenn wir statt der fixen Firmeneffekte zweistellige ISIC-Industriedummies einsetzen.*

und Bover (1995) und Blundell und Bond (1998) entwickelten System-GMM-Schätzers („general method of moments"-Schätzer). Dieser Schätzer eliminiert Firmeneffekte durch eine erste Differenzenbildung und berücksichtigt zusätzlich eine mögliche Endogenität der gegenwärtigen erklärenden Variablen. Um zwei oder mehr Perioden verzögerte endogene Variable sind gültige Instrumente, vorausgesetzt, dass in den einmal differenzierten Fehlertermen keine Autokorrelation der 2. Ordnung besteht. Wir stellen in den folgenden Tabellen Autokorrelationstests sowie den Sargan-Test für überidentifizierende Restriktionen dar.

4.2 Die wichtigsten Ergebnisse

In Tabelle 5 sind unsere Schätzungsergebnisse für die Gleichung (6) dargestellt, die eine verzögerte abhängige Variable enthält und Fehlerkorrekturverhalten unterstellt. Sie wurde mit Hilfe des einstufigen GMM-Schätzers von Arellano und Bond geschätzt. Das Vorzeichen des Fehlerkorrekturterms ist korrekt, außer bei den staatlich kontrollierten Unternehmen, bei denen kein Fehlerkorrekturverhalten zu erkennen ist. Es bestehen keine Hinweise auf eine signifikante Abweichung von der konstanten Skalenertragstechnologie, da die um zwei Perioden verzögerten Umsatzterme alle nicht signifikant sind. Die Sargan-Tests weisen bei keiner Kontrollkategorie auf eine Ablehnung der überidentifizierenden Restriktionen auf den üblichen Signifikanzniveaus hin. Schließlich bestehen zwar Hinweise auf serielle Korrelationen der ersten Ordnung in den Residuen, doch zeigen die AR(2)-Teststatistiken keine serielle Korrelation der zweiten Ordnung in den einmal differenzierten Fehlertermen, was bedeutet, dass die Instrumente gültig sind.

Im Allgemeinen sind die Feststellungen, die unsere in Tabelle 1 skizzierten Hypothesen bestätigen, sehr überzeugend. Die Cash-Flow-Koeffizienten erreichen bei durch Familien oder den Staat kontrollierten Unternehmen ein 5-prozentiges oder höheres Signifikanzniveau. Die Cash-Flow-Terme für von Banken kontrollierte Unternehmen erreichen keine Signifikanz. In allen Kontrollkategorien weichen die Cash-Flow-Sensitivitäten statistisch signifikant von jenen der bankenkontrollierten Unternehmen ab. Die größten Unterschiede in den Auswirkungen der Cash-Flows auf Investitionen weisen Familienunternehmen auf.

Die in Tabelle 5 dargestellten Ergebnisse weisen darauf hin, dass die Corporate-Governance-Strukturen eines Unternehmens einen wesentlichen Einfluss auf die Sensitivität der Investitionen gegenüber dem Cash-Flow ausüben. Die Cash-Flow-Sensitivitäten sind in den einzelnen Kontrollkategorien konsistent unterschiedlich. Insbesondere durch Familien oder staatlich kontrollierte Unternehmen weisen positive Sensitivitäten auf und unterscheiden sich in dieser Beziehung von bankenkontrollierten Firmen. Gemäß Agency-Theorie sind für diese Ergebnisse bei den Familienunternehmen Finanzrestriktionen verantwortlich, während bei staatlich kontrollierten Unternehmen die I-CF-Sensitivität durch den Ermessensspielraum des Managements bei Investitionsentscheidungen zu erklären sein kann.

Gegenüber I-CF-Regressionen wird als Kritik vorgebracht, dass der gegenwärtige Cash-Flow nur die zukünftigen Umsätze oder den Cash-Flow und damit

die Investitionen prognostiziert und nicht (nur) eine Geldflussvariable ist. Mit dieser Kritik setzen wir uns im nächsten Abschnitt auseinander.

4.3 Steht der Cash-Flow nur für unterschiedliche Investitionserträge?

In diesem Beitrag wurde bereits auf verschiedene Weise auf den Hauptkritikpunkt eingegangen, dass der Cash-Flow als Proxy für die Verfügbarkeit interner Mittel verwendet wird. Erstens wurde der Cash-Flow in die Komponenten Abschreibungen und Gewinne zerlegt und wurden die Schätzungen für die einzelnen Koeffizienten verglichen. Zweitens wurden die Komponenten um eine Periode verzögert, um die Verfügbarkeit und die für die Verarbeitung der Management-Informationen erforderliche Zeit zu berücksichtigen. Drittens wurden fixe Firmeneffekte eingeführt, um firmenspezifische Abschreibungssätze und Investitionsmöglichkeiten erfassen zu können, und viertens verhalten sich die Unterschiede in den Cash-Flow-Koeffizienten im Vergleich zur Basiskategorie der bankenkontrollierten Firmen gegenüber zukünftigen Investitionserträgen mit größerer Wahrscheinlichkeit invariant.

In diesem Abschnitt wird das zuletzt genannte Argument genauer untersucht. Ähnlich wie Bond et al. (1999) fragen wir, ob der Cash-Flow in den verschiedenen Kontrollkategorien zukünftige Umsätze oder Cash-Flows *unterschiedlich* treffsicher prognostiziert. Insbesondere würde unsere Schlussfolgerung, dass Familienunternehmen eher finanzrestringiert sind als von Banken kontrollierte, in Frage gestellt, wenn die Cash-Flows von Familienunternehmen die Höhe ihrer zukünftigen Umsätze oder Cash-Flows und damit ihre Investitionen einfach nur besser prognostizieren. Wir haben zu diesem Zweck eine Umsatz- und eine Cash-Flow-Gleichung geschätzt. Die unabhängigen Variablen der Umsatzgleichung beinhalten verzögerte Umsatz- und Cash-Flow-Terme bis zur Periode t-2. Damit kann ein gemeinsamer Signifikanztest der Cash-Flow-Koeffizienten in der Umsatzgleichung als konventioneller Granger-Kausalitätstest interpretiert werden (siehe Hall et al., 1999). Die Zeitserieneigenschaften des Cash-Flows werden mittels eines AR(2)-Prozesses untersucht.

Die Ergebnisse sind in Tabelle 6 dargestellt. Da beide Gleichungen verzögerte abhängige Variablen und firmenspezifische Effekte enthalten, verwenden wir zur Schätzung wieder den einstufigen GMM-Schätzer von Arellano und Bond. Wir lassen alle Koeffizienten in den verschiedenen Kontrollkategorien variieren, indem wir alle erklärenden Variablen mit Dummies interagieren, die die Identität des kontrollierenden Eigentümers darstellen. In der Umsatzgleichung ist die Summe der Cash-Flow-Terme der Familienunternehmen *kleiner* als die Summe der Cash-Flow-Terme der von Banken kontrollierten Unternehmen. In der Cash-Flow-Gleichung prognostiziert der Cash-Flow zukünftige Cash-Flows in verschiedenen Kontrollkategorien nicht unterschiedlich. Dieses Ergebnis widerspricht der Hypothese, dass der Cash-Flow bei Familienunternehmen für die erwartete Nachfrage oder die zukünftigen Erträge von Investitionen eine bessere Proxy darstellt als bei anderen Unternehmen.

5 Schlussfolgerungen

Dieser Beitrag präsentiert Erkenntnisse, die sowohl die Managerial-Discretion-Hypothese als auch die Finanzierungsrestriktions-Hypothese bestätigen. Diese Bestätigung der Hypothesen steht zur Governance-Struktur der Unternehmen in enger Beziehung. Viele familienkontrollierte Unternehmen scheinen unter Finanzierungsrestriktionen zu leiden. Die Eigentümer von Familienunternehmen zögern offensichtlich, zum Zweck der Finanzierung von Investitionen Eigenkapital zu einem unterbewerteten Kurs zu emittieren und die Kontrolle über das von ihnen aufgebaute Unternehmen aus der Hand zu geben. Im Gegensatz dazu kommt bei Vertretern des Staats der Anreiz, kurzfristig Aktiva und Arbeitsplätze zu maximieren, zum Tragen, weshalb sie ihren „freien Cash-Flow" eher investieren als ihn an Aktionäre oder Staatsbürger zur Auszahlung zu bringen. Gemäß Agency-Theorie ist dies auch durchaus nicht überraschend, da die Letzteigentümer der staatlich kontrollierten Firmen (das heißt die Staatsbürger) als Überwacher sehr schwach agieren. Dort, wo Banken Eigenkapital einbringen, scheint sich die Governance von Unternehmen zu verbessern, da wir bei von Banken kontrollierten Firmen keine durch den Cash-Flow induzierten Investitionen finden.

Bei dieser Studie wurde von der Annahme ausgegangen, dass die Entwicklung des Finanzsektors das Wirtschaftswachstum hauptsächlich über drei Schienen beeinflusst. Wir konnten mikroökonomisch nachweisen, dass der Finanzsektor mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit die Effizienz der Mittelallokation für Investitionsprojekte beeinflusst. Wir betonen, dass die Effizienz der Investitionstätigkeit je nach Unternehmenskategorie sehr unterschiedlich ist, und wir haben festgestellt, dass manche Firmen potenziell unterinvestieren, während andere dazu neigen, zu überinvestieren. Unterinvestierende Firmen sollten mehr Mittel für Investitionszwecke zur Verfügung gestellt erhalten, während der Ermessensspielraum von überinvestierenden Firmen eingeschränkt werden sollte. Diese Erkenntnisse sollten von den Finanzaufsichtsbehörden im Rahmen der Reform der europäischen Kapitalmärkte bedacht werden.

Literaturhinweise

Anderson, G. J. (1981). A New Approach to the Empirical Investigation of Investment Expenditures. In: The Economic Journal, 91, 88–103.

Arellano, M., Bond, S. R. (1991). Some Tests of Specification of Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations. In: Review of Economic Studies, 58, 277–297.

Arellano, M., Bover, O. (1995). Another Look at the Instrumental-Variable Estimation of Error Component Models. In: Journal of Econometrics, 68, 29–52.

Barca, F., Becht, M. (2001). Ownership and Voting Power in Europe. Oxford University Press.

Baumol, W. J. (1959). Business Behavior, Value and Growth. Macmillan, New York.

Baumol, W. J., Heim, P., Malkiel, B. G., Quandt, R. E. (1970). Earnings Retentions, New Capital and the Growth of the Firm. In: Review of Economics and Statistics 52, 345–355.

Bean, C. R. (1981). An Econometric Model of Manufacturing Investment in the UK. In: The Economic Journal, 91, 106–121.

Berle, A., Means, G. (1932). The Modern Corporation and Private Property. World Inc., New York.

Blundell, R., Bond, S. R. (1998). Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models. In: Journal of Econometrics, 87, 115–143.

Boehmer, E. (1998). Who Controls Germany? An Empirical Assessment. Working Paper, Humboldt University.

Bond, S., Elston, J., Mairesse, J., Mulkay, B. (1997). Financial Factors and Investment in Belgium, France, Germany and the UK: A Comparison Using Company Panel Data. In: NBER Working Paper Nr. 5900.

Bond, S., Harhoff, D., Reenen, J. Van (1999). Investment, R&D and Financial Constraints in Britain and Germany. IFS Working Paper W 99/05.

Bond, S., Meghir, C. (1994). Dynamic Investment Models and the Firm's Financial Policy. In: Review of Economic Studies 61 (2), 197–222.

Caballero, R., Engel, E., Haltiwanger, J. (1995). Plant-Level Adjustment Dynamics and Aggregate Investment Dynamics. In: Brookings Papers on Economic Activity, (2), 1–54.

Carpenter, R. E. (1995). Finance Constraints or Free Cash Flow? In: Empirica 22, 185–209.

Chandler, A. D., Jr. (1990). Scale and Scope: The Dynamics of Industrial Capitalism. In: The Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts.

Chirinko, R. S. (1993). Business Fixed Investment Spending: Modeling Strategies, Empirical Results, and Policy Implications. In: Journal of Economic Literature, 1875–1911.

Cook, R. D. (1977). Detection of Influential Observations in Linear Regression. In: Technometrics 19, 15–18.

De Long, J. B. (1990). Did J. P. Morgan's Men Add Value? An Economist's Perspective on Financial Capitalism. Harvard University.

Demirgüç-Kunt, A., Levine, R. (2001). Financial Structure and Economic Growth. A Cross-Country Comparison of Banks, Markets and Development. MIT Press, Cambridge.

Edwards, J., Fischer, K. (1994). Banks, Finance, and Investment in Germany. Cambridge University Press.

Elston, J. (1993). Firm Ownership Structure and Investment: Theory and Evidence from German Panel Data. Wissenschaftszentrum Berlin.

Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., Petersen, B. C. (1988). Financing Constraints and Corporate Investment. In: Brookings Papers on Economic Activity, 141–206.

Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., Petersen, B. C. (2000). Investment-Cash Flow Sensitivities are Useful: A Comment on Kaplan and Zingales. In: Quarterly Journal of Economics, Mai, 695–705.

Franks, J., Mayer, C. (1997). Ownership, Control, and the Performance of German Corporations. London Business School and University of Oxford.

Gertner, R., Scharfstein, D., Stein, J. (1994). Internal versus External Capital Markets. In: Quarterly Journal of Economics CIX, 1211–1230.

Gilchrist, S., Himmelberg, C. P. (1995). Evidence on the Role of Cash Flow in Reduced-Form Investment Equations. In: Journal of Monetary Economics, 36, 541–572.

Grabowski, H. G., Mueller, D. C. (1972). Managerial and Stockholder Welfare Models of Firm Expenditures. In: Review of Economics and Statistics 54, 9–24.

Grabowski, H. G., Mueller, D. C. (1975). Life Cycle Effects on Corporate Returns on Retentions. In: Review of Economics and Statistics 57 (4), 400–409.

Greene, W. H. (1997). Econometric Analysis, Prentice Hall, New Jersey.

Grossman, S., Hart, O. (1980). Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation. In: Bell Journal of Economics, 11, 42–64.

Guariglia, A. (1999). The Effects of Financial Constraints on Inventory Investment: Evidence from a Panel of UK Firms. In: Economica, 66, 43–62.

Gugler, K., Mueller, D. C., Yurtoglu, B. B. (1999). Marginal Q, Average Q, Cash Flow and Investment. Working Paper, University of Vienna.

Gugler, K. (Hrsg.) (2001). Corporate Governance and Economic Performance. In: Oxford University Press.

Gugler, K. (2002). Corporate Governance, Dividend Pay-Out Policy, and the Interrelation Between Dividends, R&D, and Capital Investment, Journal of Banking and Finance, im Erscheinen.

Gugler, K., Kalss, S., Stomper, A., Zechner, J. (2001). The Separation of Ownership and Control: An Austrian Perspective. In: Barca, F., Becht, M. (Hrsg.). The Control of Corporate Europe. In: Oxford University Press.

Hadlock, C. J. (1998). Ownership, Liquidity, and Investment. In: Rand Journal of Economics, Band 29, Nr. 3, 487–508.

Hall, B. H., Mairesse, J., Branstetter, L., Crepon, B. (1999). Does Cash Flow Cause Investment and R&D: An Exploration Using Panel Data for French, Japanese, and United States Scientific Firms. In: Audretsch, D., Thurik, R. (Hrsg.). Innovation, Industry Evolution, and Employment. Cambridge University Press, 129–156.

Hausman, J. (1978). Specification Tests in Econometrics. In: Econometrica, 46, 1251–1271.

Himmelberg, C. P., Petersen, B. C. (1994). R&D and Internal Finance: A Panel Study of Small Firms in High-Tech Industries. In: Review of Economics and Statistics, 76(1), 38–51.

Hoshi, T., Kashyap, A., Scharfstein, D. (1990). The Role of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan. In: Journal of Financial Economics 27, 67–88.

Hoshi, T., Kashyap, A., Scharfstein, D. (1991). Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups. In: Quarterly Journal of Economics, 33–60.

Hubbard, R. G. (1998). Capital-Market Imperfections and Investment. In: Journal of Economic Literature, Band XXXVI, 193–225.

Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. In: American Economic Association, Papers and Proceedings, 323–329.

Jensen, M. C., Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. In: Journal of Financial Economics 3, 305–360.

Jud, W. (1993). Institutional Investors and Corporate Governance: The Austrian View. In: Baums, T. (Hrsg.). Institutional Investors and Corporate Governance. DeGruyter Berlin, New York.

Kadapakkam, P. R., Kumar, P. C., Riddick, L. A. (1998). The Impact of Cash Flows and Firm Size on Investment: The International Evidence. In: Journal of Banking and Finance 22, 293–320.

Kaplan, S. N., Zingales, L. (1997). Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints? In: Quarterly Journal of Economics, Band CXII, 169–215.

Kaplan, S. N., Zingales, L. (2000). Investment-Cash Flow Sensitivities are not Valid Measures of Financing Constraints. In: Quarterly Journal of Economics, Mai, 707–712.

Kathuria, R., Mueller, D. C. (1995). Investment and Cash Flow: Asymmetric Information or Managerial Discretion? In: Empirica 22, 211–234.

King, R. G., Levine, R. (1993). Finance, Entrepreneurship, and Growth. In: Journal of Monetary Economics 32, 513–542.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. (1997). Legal Determinants of External Finance. In: The Journal of Finance, Band LII, Nr. 3, 1131–1150.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World. In: The Journal of Finance, Band LIV, Nr. 2, 471–517.

Mairesse, J., Mulkay, B., Hall, B. H. (1999). Firm-Level Investment in France and the United States: An Exploration of What We Have Learned in Twenty Years. In: NBER Working Paper Nr. 7437.

Marris, R. (1963). A Model of the „Managerial" Enterprise. In: Quarterly Journal of Economics 77, 185–209.

Marris, R. (1964). The Economic Theory of Managerial Capitalism. Free Press, Glencoe.

Marris, R. (1998). Managerial Capitalism in Retrospect. Macmillan, London.

Mathis, F. (1990). Big Business in Österreich II. Wachstum und Eigentumsstruktur der österreichischen Großunternehmen im 19. und 20. Jahrhundert. Verlag für Geschichte und Politik, Wien.

Modigliani, F., Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. In: American Economic Review, 48(3), 261–297.

Mueller, D. C. (1972). A Life Cycle Theory of the Firm. In: Journal of Industrial Economics 20, 199–219.

Mueller, D. C. (1986). Profits in the Long Run. In: Cambridge University Press.

Mueller, D. C., Reardon, E. (1993). Rates of Return on Investment. In: Southern Economic Journal, 60, 430–453.

Mueller, D. C. (1998). The Goals of Corporate Actors. University of Vienna, mimeo.

Mulkay, B., Hall, B. H., Mairesse, J. (2000). Firm Level Investment and R&D in France and the United States: A Comparison. In: NBER WP Nr. 8038.

Myers, S. C., Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. In: Journal of Financial Economics 13, 187–221.

Nickell, S., Nicolitsas, D. (1999). How Does Financial Pressure Affect Firms. In: European Economic Review 43, 1435–1456.

Oliner, S. D., Rudebusch, G. D. (1992). Sources of Financing Hierarchy for Business Investment. In: Review of Economics and Statistics, Band LXXIV, Nr. 4, 643-654.

Prowse, S. D. (1990). Institutional Investment Patterns and Corporate Financial Behavior in the United States and Japan. In: Journal of Financial Economics, 27(1), 43–66.

Prowse, S. D. (1992). The Structure of Corporate Ownership in Japan. In: The Journal of Finance, Band XLVII, Nr. 3, 1121–1140.

Prowse, S. D. (1994). Corporate Governance in an International Perspective: A Survey of Corporate Control Mechanisms Among Large Firms in the United States, the United Kingdom, Japan, and Germany. In: BIS Economic Papers, Nr. 41.

Rajan, R. G., Zingales, L. (1998). Financial Dependence and Growth. In: American Economic Review 88, 559–587.

Salinger, M. A., Summers, L. H. (1983). Tax Reform and Corporate Investment: A Microeconometric Simulation Study. In: Feldstein, M. S. (Hrsg.). Behavioral Simulation Methods in Tax Policy Analysis, University of Chicago Press (for the NBER), Chicago, 247–273.

Shinnar, R., Dressler, O., Feng, C., Avidan, A. (1989). Estimation of the Economic Rate of Return for Industrial Companies. In: Journal of Business, Band 62, Nr. 3, 417–445.

Shleifer, A., Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. In: The Journal of Finance, 52, 737–783.

Stein, J. C. (2001). Agency, Information and Corporate Investment. In: NBER Working Paper Nr. 8342.

Stiglitz, J., Weiss, M. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. In: American Economic Review, Band 71, 393–410.

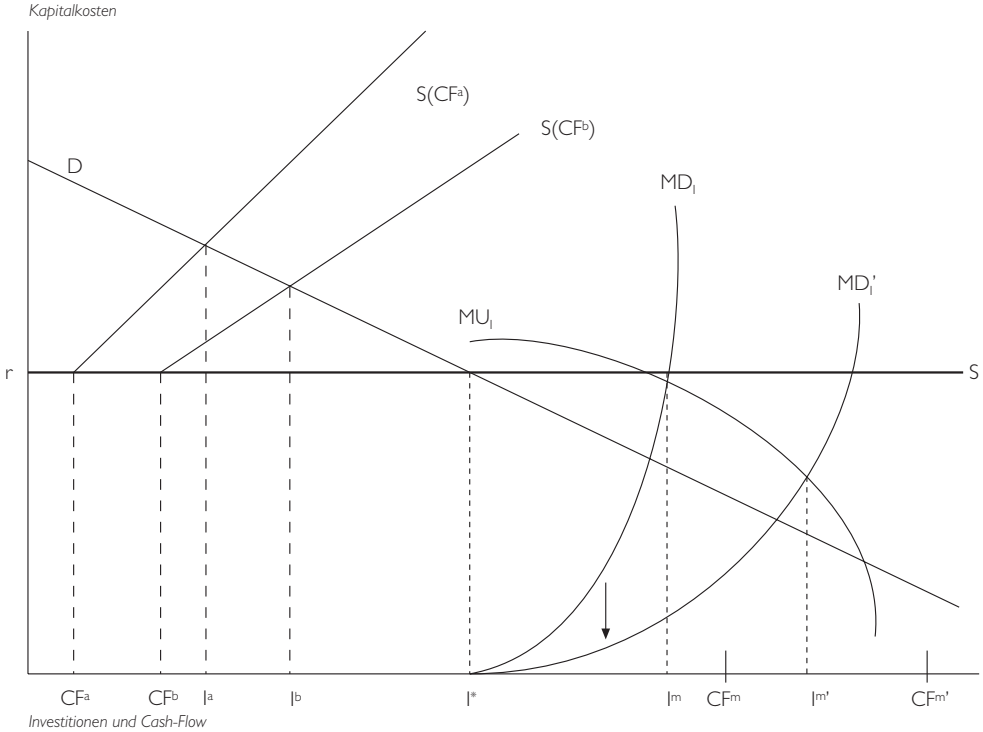
White, H. (1980). A Heteroscedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroscedasticity. In: Econometrica, Band 48, Nr. 4, 817–838.

Williamson, O. E. (1963). Management Discretion and Business Behavior. In: American Economic Review 53, 1032–1057.

Anhang

Grafik 1

Finanzierungsrestriktionen und Managerial Discretion



Grafik 2

Eigentümer- und Kontrollstruktur der OMV AG

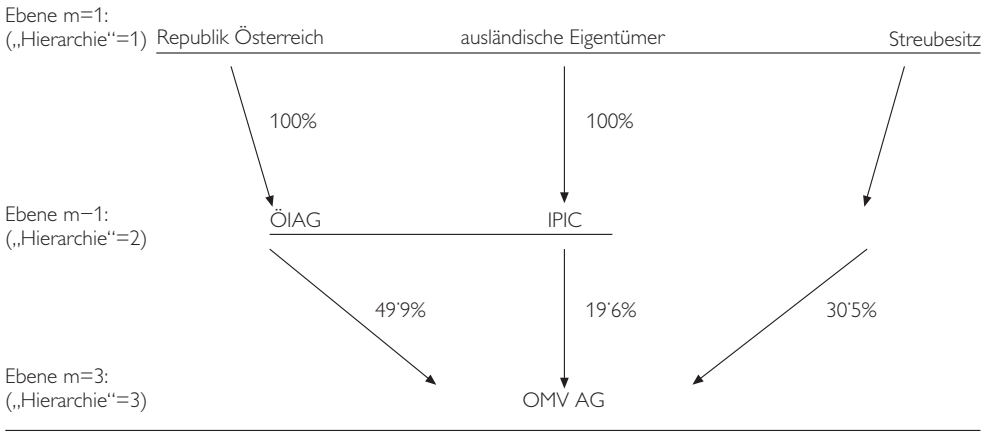


Tabelle 1

Prognosen über Cash-Flow-Koeffizienten

Identität des größten und kontrollierenden Eigentümers	Finanzierungsrestrik-tions-Hypothese	Managerial-Discretion-Hypothese
Banken	0	0
Staat	0	+
Familie	+	0
Ausländische Firmen	?	?

Anmerkung: Eine „0" bedeutet, dass wir einen Cash-Flow-Koeffizienten von null prognostizieren und die Hypothese für das entsprechende Firmenteilsample daher nicht gültig ist. Ein „+" bedeutet, dass ein positiver und signifikanter Cash-Flow-Koeffizient prognostiziert wird und die Hypothese für das entsprechende Firmenteilsample gültig ist. Ein „?" steht für eine unbestimmte Prognose.

Tabelle 2

Wer kontrolliert Österreich?

Unternehmen in Prozent

	Banken	Staat	Familien	Ausländische Firmen	Inländische Nichtbanken	Streubesitz
Direkteigentümer	5'2	8'7	8'9	32'8	37'2	7'4
Letzteigentümer	8'7	17'6	24'6	35'6	–	13'3
Größter Letztanteilseigner	14'5	21'0	27'1	37'4	–	–

Tabelle 3

Eigentumskonzentration und Pyramidenbildung

	Eigentumskonzentration			Pyramidenbildung		Börsen-notiert
	Beteiligung 1	Beteiligung 2	Beteiligung 3	Pyramiden-ebenen	Hierarchie	
	in %					*in %*
ALLE (214)	78'5	11'3	1'6	4'6	3'1	24'6
Bankkontrollierte Firmen (31)	63'4	20'2	3'6	5'3	3'0	35'5
Staatskontrollierte Firmen (45)	77'7	9'3	0'6	4'7	3'1	17'8
Familienkontrollierte Firmen (58)	74'3	12'1	3'2	4'0	3'1	24'1
Ausländisch kontrollierte Firmen (80)	87'8	8'5	0'9	3'4	2'5	11'3

Anmerkung: Die Angaben für „Pyramidenebenen" und „Hierarchie" sind bei ausländisch kontrollierten Firmen nicht direkt mit jenen der anderen Kategorien vergleichbar, da uns die Letzteigentümer dieser ausländischen Firmen unbekannt sind. Beteiligung 1, 2, 3 ... Größte, zweite, dritte durchschnittliche Beteiligung. Pyramidenebenen ... Durchschnittliche Gesamtzahl der Ebenen in einer Pyramide. Hierarchie ... Durchschnittliche Zahl der Hierarchieebenen der Samplefirma.

Tabelle 4

Jahreskennzahlen – Mittelwerte und Mediane

Kontrolle	Alle[1])	Banken	Staat	Familien	Ausland
Anzahl der Firmen	214	31	45	58	80
	Gesamtumsatz in Mio ATS				
Mittelwert	2.680	2.007 (a)	4.638 (a)	1.467 (a)	2.720 ( )
Median	1.325	1.281 ( )	2.776 (b)	1.103 (b)	1.245 ( )
	Anzahl der Beschäftigten				
Mittelwert	1.050	1.113 ( )	1.480 (a)	766 (a)	990 ( )
Median	673	689 ( )	1.075 (b)	570 (b)	571 (b)
	Umsatzwachstum (%)				
Mittelwert	4·0	2·2 ( )	4·8 ( )	5·0 ( )	3·5 ( )
Median	2·1	1·6 ( )	3·1 ( )	1·8 ( )	1·9 ( )
	I/K (%)				
Mittelwert	21·5	23·7 (a)	13·0 (a)	21·0 ( )	25·9 (a)
Median	19·1	23·0 (b)	10·6 (b)	19·1 ( )	23·1 (b)
	CF/K (%)				
Mittelwert	34·8	27·2 (a)	25·5 (a)	29·7 (a)	46·8 (a)
Median	27·8	26·7 ( )	11·1 (b)	27·3 ( )	36·9 (b)
	Div/CF (%)				
Mittelwert	16·2	17·4 ( )	12·9 (a)	10·4 (a)	21·9 (a)
Median	12·5	14·1 ( )	10·0 (b)	9·2 (b)	17·6 (b)
	Bankverschuldung/Gesamtverschuldung (%)				
Mittelwert	41·8	36·5 (a)	52·2 (a)	53·0 (a)	29·8 (a)
Median	44·8	29·6 (b)	61·5 (b)	59·5 (b)	26·8 (b)
	Konzernverschuldung/Gesamtverschuldung (%)				
Mittelwert	13·8	12·6 ( )	12·5 ( )	6·9 (a)	19·9 (a)
Median	5·5	6·0 ( )	2·0 (b)	2·4 (b)	11·9 (b)
	Gesamtverschuldung/Bilanzsumme (%)				
Mittelwert	45·6	47·5 ( )	42·1 (a)	51·3 (a)	42·8 (a)
Median	46·4	47·1 ( )	42·0 (b)	52·1 (b)	44·2 (b)

[1]) 214 Firmen. 1991 bis 1999.

Anmerkung: Variable: Gesamtumsatz ... gesamter Jahresumsatz; Anzahl der Beschäftigten ... Zahl der im Jahresdurchschnitt beschäftigten Arbeitnehmer; Umsatzwachstum ... jährliche Zunahme des Gesamtumsatzes; I ... Investitionen in Sachanlagen; K ... fortgeschriebener Kapitalstock; CF ... Cash-Flow; Div ... ausgeschüttete Dividenden; Bankverschuldung ... Verbindlichkeiten gegenüber Banken unabhängig von der Fälligkeit zum Bilanzstichtag; Gesamtverschuldung ... Gesamtverschuldung des Unternehmens unabhängig von der Fälligkeit zum Bilanzstichtag; Bilanzsumme ... Gesamtsumme der Aktiva zum Bilanzstichtag.

Vergleichstests (a) ... der Mittelwert des jeweiligen Teilsamples weicht vom Mittelwert der anderen Firmen signifikant ab (zumindest auf dem 5-Prozent-Niveau). (b) ... Das Sample stammt aus einer Population mit einer vom Sample der anderen Firmen signifikant abweichenden Verteilung (zumindest auf dem 5-Prozent-Niveau) (Wilcoxon-Rangsummentest).() Keine signifikante Abweichung.

Tabelle 5

GMM-Schätzungen für Gleichung 6

(z-Werte in Klammern)

Kontrolle/Unabhängige Variable	Alle	Banken	Staat	Familien	Ausland
$I^g_{i,t-1}/K_{i,t-2}$	0·206	−0·14	0·16	0·122	0·249
	(4·24)***	(0·73)	(1·63)	(1·17)	(2·94)***
Δs_{it}	0·054	0·080	0·060	0·090	0·055
	(3·25)***	(0·92)	(2·15)**	(2·49)**	(2·96)***
$\Delta s_{i,t-1}$	0·036	0·150	0·008	0·014	0·057
	(1·25)	(1·99)**	(0·55)	(1·68)*	(2·07)**
$(k-s)_{i,t-2}$	−0·013	−0·080	0·014	−0·060	−0·095
	(2·18)**	(1·88)*	(0·66)	(1·83)*	(2·47)**
$s_{i,t-2}$	−0·000	−0·07	0·061	−0·028	−0·038
	(0·01)	(0·80)	(1·55)	(0·67)	(0·90)
$P_{i,t-1}/K_{i,t-1}$	0·054	−0·051	0·071	0·195	0·020
	(2·38)**	(0·70)	(2·56)**	(4·64)***	(1·10)
$Dep_{i,t-1}/K_{i,t-1}$	0·060	−0·034	0·090	0·226	0·180
	(3·43)***	(0·42)	(3·95)***	(2·85)***	(3·24)***
Anzahl der Firmen	214	31	45	58	80
Anzahl der Beobachtungen	1.208	176	246	331	455
Gemeinsame Signifikanz der CF-Koeffizienten (Wald-Test)	X^2(1)=11·75***	X^2(1)=0·28	X^2(1)= 23·70***	X^2(1)= 14·31***	X^2(1)= 3·95**
Abweichung der CF-Koeffizienten von jenen der bankenkontrollierten Firmen[1])	–	–	0·12***	0·25***	0·11***
Sargan-Test	0·20	0·45	0·32	0·24	0·22
AR (1)	0·00	0·00	0·00	0·00	0·00
AR (2)	0·77	0·79	0·11	0·68	0·58

[1]) Die geschätzten Abweichungen und Wald-Tests in dieser Zeile stammen aus der gepoolten Regression mit Interaktionstermen für alle erklärenden Variablen mit allen Kontrollkategorien, wobei der Gewinn- und Abschreibungskoeffizient in allen Kontrollkategorien als gleich angenommen wurde.

Anmerkung: Alle Regressionen enthalten einen kompletten Satz Zeitdummies. Als Schätzmethode wird die einstufige GMM-Methode verwendet. Diese Methode eliminiert die fixen Firmeneffekte durch einmalige Differenzierung. „Sargan-Test" steht für den p-Wert eines Sargan-Hansen-Tests zur Feststellung überidentifizierender Restriktionen; AR(k) ist der p-Wert eines Tests zum Nachweis, dass die durchschnittliche Autokovarianz in Residuen der Ordnung k null ist. Die Instrumente umfassen verzögerte abhängige und prädeterminierte, mit t-2 oder früher datierte Variable. $I^g_{i,t-2}/K_{i,t-3}, \Delta s_{i,t-2}, s_{i,t-2}, (k-s)_{i,t-3}, P_{i,t-2}/K_{i,t-2}, Dep_{i,t-2}/K_{i,t-2}$.

** signifikant auf dem 10%-Niveau, ** signifikant auf dem 5%-Niveau, *** signifikant auf dem 1%-Niveau.*

Tabelle 6

Prognostiziert der Cash-Flow den zukünftigen Ertrag von Investitionen unterschiedlich gut?

Abhängige Variable	S_{it}		$(CF/K)_{it}$	
Unabhängige Variable	Koeffizient	z-Wert	Koeffizient	z-Wert
$s_{i,t-1} * DBA$	0'752	5'85		
$s_{i,t-2} * DBA$	−0'201	−2'33		
$s_{i,t-1} * DST$	0'581	4'53		
$s_{i,t-2} * DST$	−0'037	−0'32		
$s_{i,t-1} * DFAM$	0'674	6'55		
$s_{i,t-2} * DFAM$	−0'139	−1'48		
$s_{i,t-1} * DFF$	0'447	2'84		
$s_{i,t-2} * DFF$	0'149	1'41		
$(CF/K)_{i,t-1} * DBA$	0'109	1'70	0'256	2'11
$(CF/K)_{i,t-2} * DBA$	0'044	0'61	−0'020	−0'20
$(CF/K)_{i,t-1} * DST$	0'141	2'08	0'115	0'51
$(CF/K)_{i,t-2} * DST$	0'027	0'37	0'286	1'85
$(CF/K)_{i,t-1} * DFAM$	0'079	1'79	0'507	2'39
$(CF/K)_{i,t-2} * DFAM$	−0'026	−0'46	−0'092	−0'61
$(CF/K)_{i,t-1} * DFF$	−0'009	−0'28	−0'474	−0'99
$(CF/K)_{i,t-2} * DFF$	−0'061	−1'29	0'289	1'25
Anzahl der Firmen	214		214	
Anzahl der Beobachtungen	1,208		1,208	
Gemeinsame Signifikanz der CF-Koeffizienten (Wald-Test)				
Bankkontrolle	2'40		3'13*	
Staatskontrolle	5'29**		5'99**	
Familienkontrolle	0'88		4'04**	
Ausländische Kontrolle	1'14		0'13	
Bestimmung der Abweichung der CF-Koeffizienten von jenen der bankenkontrollierten Firmen (Wald-Test)				
Staatskontrolle	0'01		0'64	
Familienkontrolle	0'79		0'55	
Ausländische Kontrolle	3'49*		1'04	

Anmerkung: Die abhängigen Variablen sind der Logarithmus des Verhältnisses von Umsatz bzw. Cash-Flow zum Kapitalstock. DBA, DST, DFAM und DFF sind Dummies mit dem Wert eins, wenn der größte Letztanteilseigner eine Bank, der Staat, eine Familie oder eine ausländische Firma ist. In allen anderen Fällen ist der Wert null. Alle Regressionen beinhalten einen kompletten Satz Zeitdummies. Als Schätzmethode wird die einstufige GMM-Methode verwendet. Diese Methode eliminiert fixe Firmeneffekte durch einmalige Differenzierung. Die Sargan-Tests lehnen überidentifizierende Restriktionen nicht ab. Die Autokorrelationstests stellen in den einmal differenzierten Residuen keine serielle Korrelation der zweiten Ordnung fest. Die Instrumente umfassen verzögerte, mit t-3 oder früher datierte Variable auf der rechten Seite.

** signifikant auf dem 10%-Niveau, ** signifikant auf dem 5%-Niveau, *** signifikant auf dem 1%-Niveau.*

„Finance for Growth" Podiumsdiskussion: Welches Finanzsystem für Europa?

Franz Hahn (WIFO), Peter Mooslechner (OeNB), Engelbert Stockhammer (WU)

Moderator: Martin Schürz

Meine Damen und Herren, der Titel dieser Diskussion lautet: Welches Finanzsystem für Europa? Ich habe die Sprecher gebeten, ihre Überlegungen zu einem angemessenen Finanzsystem für Europa darzustellen. Welche Probleme soll ein Finanzsystem lösen? Ist der regulatorische Rahmen in Europa für die zunehmende Marktorientierung der Finanzsysteme gerüstet?

Engelbert Stockhammer

Für mich ist eine zentrale Funktion des Finanzsystems die „functional efficiency" (von James Tobin), die Bereitstellung von Mitteln für Investitionen. Im Folgenden möchte ich jedoch einige weiter gehende Überlegungen zur Einbettung des Finanzsektors in allgemeine wirtschaftspolitische Zielsetzungen anstellen.

Unterschiedliche Finanzsysteme haben unterschiedliche Verteilungseffekte. Diese sollte man bei der Konzeption von Wirtschaftspolitik mitdenken. In der funktionalen Einkommensverteilung, wobei ich nicht nur die Unterscheidung Lohneinkommen versus Profite, sondern auch, was in der postkeynesianischen Diskussion „Rentiers" genannt wird, oder das Finanzkapital meine, ist es zu deutlichen Verschiebungen gekommen.

Die Zins- und Dividendeneinkommen der Haushalte im Verhältnis zum Haushaltseinkommen sind in allen Ländern stark angestiegen. In Westdeutschland, von 2% in den Sechzigerjahren auf ca. 7% Mitte der Neunzigerjahre. In den USA von 9% in den Sechzigerjahren auf 14% Mitte der Neunzigerjahre. Das heißt, es gibt bei den Haushaltseinkommen eine Veränderung der funktionalen Einkommensverteilung.

Betrachten wir nun das Verhältnis der Finanzquote (Operating Surplus des Finanzsektors gemäß VGR) zu den Profiten. Dieser Anteil ist in dieser Zeit deutlich gestiegen. Wir haben wieder deutliche Niveauunterschiede zwischen den Ländern. Also von 3% in den Sechzigerjahren in Deutschland auf 7% in den Neunzigerjahren, in den USA von 30% auf knapp unter 50%.

Ich würde nicht so weit gehen, eine gerechte Einkommensverteilung als explizite Aufgabenstellung für den Finanzsektor zu formulieren. Umgekehrt glaube ich aber, dass man diesen Verteilungsaspekt von verschiedenen Finanzsystemen und -strukturen mitdenken soll.

Ein zweiter Punkt, ergänzend zu den Kernaufgaben, ist die Frage, welches Finanzsystem kompatibel mit einer aktiven staatlichen Wirtschaftspolitik ist. Robert Pollin hat argumentiert, dass staatliche Wirtschaftspolitik in bankdominierten Finanzsystemen einfacher ist, da auf Banken leichter Einfluss genommen werden kann als auf Finanzmärkte. Neben Informationsanreizproblemen und „functional efficiency" würde ich die Komplementarität mit staatlicher Wirtschaftspolitik auch als eine Anforderung an das Finanzsystem betrachten.

Ist der regulatorische Rahmen in Europa für die zunehmende Marktorientierung der Finanzsysteme gerüstet? Ich möchte einen Gedanken von Minsky betonen, nämlich dass Finanzmärkte ihrem Wesen nach instabil sind. Was die Ökonomie daher braucht, ist ein starker staatlicher Sektor, bei Minsky „Big Government" genannt. Also ein Sektor, der relativ isoliert vom Druck des Finanzsektors ist, um etwaige Krisen aufzufangen. Dies ist auch in den Untersuchungen von Herrn Hahn klar geworden: Der öffentliche Konsum dämpft Wachstumsschwankungen. Wenn wir Deregulierung und Liberalisierung des

Finanzsektors in Europa akzeptieren, bräuchte man parallel dazu einen Ausbau der fiskalischen Funktionen des Staats, um einen Dämpfer für die zu erwartenden Finanzkrisen zu haben.

Peter Mooslechner

Ich glaube, dass ein Finanzsystem für die Zukunft – bei aller Betonung der „functional efficiency“, die ich natürlich teilen würde – unabdingbar eine Multidimensionalität der Funktionen adressieren muss und eine simple Hierarchisierung von Funktionen nicht ausreicht. Wir sind es ja aus der Wirtschaftspolitik durchaus gewohnt, dass es multiple Zielsetzungen zu optimieren gilt. Wahrscheinlich braucht man eine ähnliche Vorstellung auch für Finanzsysteme, weil sonst für mich die Bandbreite der möglichen Zielrichtungen und Ausgestaltungsformen einfach unüberschaubar ist.

Die Ausgangspunkte der existierenden Finanzsysteme sind natürlich enorm unterschiedlich. Selbst wenn wir von der Diskussion USA und Großbritannien versus Kontinentaleuropa absehen, ist die Ausgangsfragestellung, welches Finanzsystem für Europa, schon einmal heroisch, wenn man sich die Unterschiede innerhalb Kontinentaleuropas anschaut. Mir kommt vor, dass sich aus der Multidimensionalität der Funktionen von Finanzsystemen für ein Land wie Österreich – mit einem nicht besonders hohen Entwicklungsstand des Kapitalmarktes – eben andere Anforderungen ergeben als beispielsweise für Frankreich oder die Niederlande.

Es könnte sein, dass wir entweder von Finanzsystemen insgesamt zu viel fordern oder dass Finanzsysteme zu viel können, zu vieles beeinflussen. Jedenfalls würde ich starke, kurzfristige Systemveränderungen in Summe für negativ halten und sie sollten deshalb vermieden werden. Beispielsweise als wichtige Punkte, die mit dem historischen Entwicklungsstand einer Volkswirtschaft zusammenhängen, erscheinen mir Fragen wie wachsende Unternehmensgrößen versus hohen Turnover an Unternehmen (Eigentümerwechsel, Insolvenz) auf dem Markt. Welche Finanzierungssysteme können wir dafür am besten einsetzen, wenn wir die Prämisse glauben, dass wir vorweg einigermaßen beurteilen können, welche Elemente notwendig sind? Wie sieht es beispielsweise innerhalb (Kontinental-) Europas hinsichtlich unterschiedlicher Präferenzen aus? Wie gehe ich mit einem Finanzsystem um, in dem man über zwanzig, dreißig Jahre verfolgen kann, dass die Versuche zur Förderung von Risikokapital enormes Geld gekostet, aber in Summe wenig gebracht haben?

Schlussendlich bleibt diese Fragestellung nach der Unterschiedlichkeit der Präferenzen auch für den Unternehmenssektor offen. Kann man wirklich sagen, dass es eigentlich die „Dummheit“ der Unternehmer ist, ihre Innenfinanzierungsmittel nicht richtig zu investieren? Dies ist ja mehr oder weniger eine der Schlussfolgerungen der Studie von Hahn, wenn die effiziente Verwendungsmöglichkeit bei einem Unternehmen(styp) bei weniger Investition, bei einem anderen bei höheren Investitionen gelegen wäre – jedenfalls die optimale Variante mit signifikanten Unterschieden in der Investitionsentscheidung verbunden wäre.

Ich habe den Eindruck, dass in Summe ein Finanzsystem, wie wir es gerne optimal sehen würden, zu viel in der Volkswirtschaft steuern und regeln soll. Vielleicht sollten wir uns mehr darauf konzentrieren, die Multidimensionalität

der Funktionen von Finanzmärkten ohne Optimalitätsanspruch irgendwie in einem Sicherheitsbereich zu halten und vor allem so zu steuern, dass generelle negative Effekte auf die Volkswirtschaft möglichst vermieden werden können.

Franz Hahn

Der Unterschied zwischen dem angelsächsischen Finanzsystem und dem kontinentaleuropäischen wird zu stark betont. Was die Finanzierungsfunktion anlangt, gibt es keine wirklich relevanten Unterschiede, in beiden Systemen überwiegt die Innenfinanzierung. Daneben gibt es Unterschiede in der Fremdfinanzierung, die primär regulatorisch bedingt sind. In Amerika dominiert der Anleihenmarkt, in Kontinentaleuropa der Bankkredit.

Aus meiner Sicht haben Finanzmärkte primär die Funktion, Risiken zu allozieren, sie breiter zu streuen. Wenn Risiken klumpen oder wenn Finanzintermediäre bzw. der private Sektor (Haushalte, Unternehmen) zu viele Risiken übernommen haben, dann wollen sie diese diversifizieren. Soweit es idiosynkratische Risiken sind, können sie auch marktmäßig diversifiziert werden.

Insbesondere bei der Pensionsvorsorge scheinen sich viele Staaten von ihrer traditionellen Versicherungsfunktion zu verabschieden und überwälzen die Risiken auf den privaten Sektor. Während früher der Staat durch das Umlageverfahren als Risiko- und Veranlagungsgemeinschaft fungiert hat, wird jetzt das Risiko an die privaten Haushalte übertragen. Es liegt nun vermehrt in der Verantwortung der Individuen, wie und ob sie diese Risiken durch Reallokation minimieren.

Die Finanzmärkte gewinnen grundsätzlich als Risikomärkte zunehmend an Bedeutung, zumal auch die Banken – wegen Liberalisierung und Finanzinnovationen, aber auch wegen verstärkten Konkurrenzdrucks – die Risiken, die sie übernehmen, wiederum deallozieren möchten. Dies gilt natürlich auch für (oder gerade für) europäische Banken. Das heißt, in Europa werden Finanzmärkte in Zukunft schon aus diesem Grund ähnliche Bedeutung erlangen wie in den USA.

Lassen sie mich noch kurz erklären, weshalb in Österreich der Aktienmarkt so unterentwickelt ist. Die Gründe liegen nicht in mangelnder Nachfrage, sondern in mangelndem Angebot. Die österreichischen Unternehmen sind in ihrer überwiegenden Mehrzahl Familienunternehmen und weisen daher auch eine spezifische „governance structure“ auf, die sich gegen den Einfluss von „outsider“ jeglicher Art verschließt. Familienunternehmen haben kein Interesse an einem funktionierenden, liquiden Aktienmarkt, sie reduzieren aus ähnlichen Gründen auch den Einfluss der sie refinanzierenden Banken auf ihre Unternehmen durch die Bereitstellung von ausreichenden Sicherheiten.

Peter Mooslechner

Finanzsysteme weisen in bestimmten historischen Phasen durchaus eine Kongruenz von Funktionen, etwa zwischen Risikoallokation und Finanzierungsfunktion, auf. Das war schließlich der Ausgangspunkt dafür, grundlegende Finanzierungsinstrumente genau so und nicht anders zu erfinden. Was war der tiefere ökonomische Hintergrund dafür oder was könnte damals der Hintergrund dafür gewesen sein? Auf der Seite der Mittelverwender, sprich der realen Investoren, wenn man beispielsweise an die riesigen Investitionen

bei Kanälen oder Eisenbahnen denkt, war es natürlich ein direktes Überlebensinteresse, langfristige Finanzierungsmittel zur Verfügung zu haben. Sonst hätte man diese Projekte überhaupt nicht angehen können. Und das implizierte, dass man auf der Anlegerseite bereit war, einen Mechanismus zu installieren und zu akzeptieren, der vom Zeitpunkt der Finanzierung an die Risiken eindeutig alloziert. Das heißt, es wurde ein System geschaffen, das gleichzeitig die notwendigen Finanzierungsmittel zur Verfügung gestellt hat und, kongruent dazu, eine (auf alle Zeiten) fixierte Risikoallokation beinhaltete.

Die Entwicklung der Finanzmärkte hat in weiterer Folge durch die verschiedenen Funktionen, die neu dazu gekommen sind, diese Kongruenz aufgeweicht bis fast ganz zerstört. Heute stehen diese ursprünglichen Elemente, erweitert um viele andere, irgendwie unverbunden nebeneinander und ich sehe kaum mehr den systematischen Zusammenhang zwischen ihnen. In Kontinentaleuropa und insbesondere in Österreich ist dann der Staat zu einem erheblichen Teil in diese Lücke expandiert. Es hat sich auf diese Weise eine implizite Risikoallokation zwischen dem Staat und den Akteuren auf dem Markt herausgebildet, teils regulierungsbedingt, teils gesteuert durch die Präferenzen von Anlegern und Schuldnern. Zu bedenken ist bei alledem, dass gerade in Deutschland und Österreich mit diesem Modell über Jahrzehnte auch die Finanzierungsfunktion der Finanzmärkte nicht schlecht erfüllt werden konnte. Möglicherweise sind wir aber jetzt in einer Situation, in der dieser implizite Kompromiss – aus welchen Gründen immer – einfach nicht mehr hält, nicht mehr akzeptiert wird. Auch damals war es in der Kongruenz von Finanzierungssituation und Risikoallokation nicht von vornherein selbstverständlich, dass die reichen Anleger in die Finanzierung von Investitionsprojekten hineingegangen sind, die sich später ja auch als Verlust bringend herausgestellt haben.

Wie man damals vorher diesen Kompromiss suchen und finden musste, so ist heute die Diskussion offensichtlich deshalb so schwierig, weil man einen umfassenden Ersatz für den früheren Kompromiss in der Risikoallokation zwischen dem Staat und dem privaten Financier braucht, in den verschiedensten Bereichen bis hin zur Altersvorsorge. Er ist aber vor allem notwendig für das System als Ganzes, für die Bankenaufsicht und alle entsprechenden Regulierungen bis zur Finanzmarktstabilität. Finanzmarktstabilität als Zielsetzung oder Notwendigkeit verstärkt die Schwierigkeit der Situation meiner Meinung nach dadurch entscheidend, dass wir es bei Finanzmarktstabilität sicher mit einem öffentlichen Gut zu tun haben, das man allein privat nicht effizient zur Verfügung stellen kann.

Lange Zeit hat man versucht, die Problematik des öffentlichen Guts Finanzmarktstabilität – wie in vielen anderen Bereichen – mit Coase-Lösungen zu überspielen. Die Empfehlungen zur Schaffung umfassender Derivativmärkte sind vielleicht das bekannteste Beispiel dafür. Es hat sich nur im Verlauf der Geschichte gezeigt, dass das nicht nur die Probleme nicht löst, sondern vielleicht sogar zusätzliche Probleme schafft.

Wenn man jetzt aber einfach sagen oder „verordnen“ würde, es soll die Finanzierungsfunktion – die „functional efficiency“ – dominieren, dann kann ich aber nicht ausschließen, dass beispielsweise über damit verbundene „governance inefficiencies“ ein negativer Impuls auf das System ausgeht, der dann in der nächsten Runde die Finanzierungsfunktion beeinträchtigt. Etwas, glaube ich,

hat man aber doch aus der jüngeren Geschichte gelernt, und das war bei Engelbert Stockhammer ganz klar: Die versuchte Konzentration auf den Shareholder Value hat gezeigt, dass die Verengung der Finanzmarktperspektive auf einen einzigen Gesichtspunkt, auf eine einzige Funktion äußerst problematisch ist.

Franz Hahn

Zur Frage der Überantwortung von Risiken, die vorher der Staat übernommen hat, an die privaten Haushalte: Könnte man nicht sagen, dass das der normale Entwicklungsprozess bürgerlicher Gesellschaften ist? Warum sollen sich aufgeklärte Bürger z. B. hinsichtlich ihrer Altersversorgung bevormunden lassen? Das Problem hat allerdings einen doppelten, und damit bedenklichen Boden: Der Staat kann zwar Risiken an die privaten Haushalte übertragen, aber die Finanzmärkte – nur geeignet für die Diversifikation von idiosynkratischen Risiken – sind grundsätzlich nicht in der Lage, die systemischen Risiken, auf die es letztlich ankommt, effizient zu verteilen. Kommt durch massives Auftreten systemischer Risiken das private Pensionsvorsorgemodell ins Schleudern, dann muss und wird der Staat auf Grund des politischen Drucks einspringen und die Verluste zumindest teilweise abfangen. Damit fungiert – wie in jedem gesellschaftlichen Ernstfall – der Staat durch einen Bail-out als Anker. Man könnte sich fragen: So what?

Ein Argument zur These von Peter Mooslechner hinsichtlich der Multifunktionalität des Finanzsystems. Ich glaube, es gibt wirklich nur zwei relevante Funktionen, die moderne Finanzmärkte erfüllen können. Das sind die Finanzierungs- und die Risikofunktion. Die *Governance-Funktion* wird zwar oft im Zusammenhang mit Finanzmärkten erwähnt, ich kann sie jedoch als solche nicht sehen. Die „Governance structure“ in allen Unternehmen ist durch „insider“ geprägt, die „outsider“ für ihre Zwecke ausnützen. In der Regel wissen „outsider“ das; sie wissen, dass sie nur in Ausnahmefällen wirksamen Einfluss auf das Unternehmen ausüben können. Sie erkennen, wenn sie rational sind, dass sie einen strukturellen Nachteil gegenüber „insider“ (Manager, Eigentümer-Unternehmer) haben, was Information, Macht und Ertragsmöglichkeiten anlangt. Das erklärt die Vorliebe rationaler Investoren, vor allem aber rationaler institutioneller Aktionäre für die kurzfristige Veranlagung. Auch jene der Banken im Zusammenhang mit Ostasien oder Russland in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre. Banken werden immer, wenn große Asymmetrien zu ihren Lasten in der Macht- und Informationsverteilung vorliegen – und das ist vor allem bei internationalen Kredittransaktionen zumeist der Fall – kurzfristig finanzieren, um ihre Ertragschancen zu wahren bzw. rasch den unsicheren Markt verlassen zu können, wenn Gefahr droht. Es gibt also keine Funktion der Finanzmärkte, die den Namen „governance“ verdienen würde.

Finanzmarktstabilität – da sage ich jetzt etwas Unkorrektes – wird allgemein überbewertet. In der Bankenregulation gilt der Stigler-Ansatz: Die Reglementierung der Banken dient den Interessen der Banken. Basel II ist ein typisches Beispiel dafür. Durch Basel II wird das Bankmanagement auf das Beste bedient, ich meine damit die Manager größerer Banken (die Manager kleinerer Banken wissen, dass durch Basel II die Wahrscheinlichkeit, Opfer eines „hostile takeover“ zu werden, steigt). Basel II impliziert, je mehr Eigenkapital, umso sicherer sitzen die Bankmanager im Sattel, das heißt umso weniger müssen

sie sich anstrengen. Das ist der Trade-off, der durch Basel II begünstigt wird. Je stabiler die Banken, umso ineffizienter ihre Leistungen. Zu viel Stabilität ist im Allgemeinen tödlich für Finanzmärkte und für das Bankgeschäft im Besonderen. Finanzkrisen, oder die steigende Wahrscheinlichkeit einer Finanzkrise, können sehr heilsam sein. Schauen Sie nach Finnland oder Skandinavien, diese Länder hatten ordentliche Krisen Anfang der Neunzigerjahre und haben jetzt eine makroökonomische Performance, die beeindruckend ist. Ich weiß nicht, ob das ausschließlich mit der Krisenanfälligkeit von Finanzmärkten zusammenhängt, aber die eine oder andere kleinere Krise in Österreich würde dem Reformprozess und der Neuordnung der österreichischen Finanzlandschaft sicher nicht schaden.

Engelbert Stockhammer

Was mir wichtig ist in dieser Diskussion zu betonen, ist eine schlichte historische Tatsache: Ein Finanzsystem ist natürlich sozial gemacht und besteht aus Institutionen. Wenn man wirklich will, kann man das auch ändern. Dazu braucht es einen politischen Willen, da es nicht zuletzt um Interessenspolitik und Verteilung geht. Ich will der Risikoallokationsfunktion vom Finanzsystem nicht ihre Bedeutung absprechen, sondern ergänzen, dass Finanzsysteme Implikationen für die Einkommensverteilung haben.

Aber offensichtlich sind da Verteilungsfragen, die aber in der ökonomischen Theorie im Normalfall nicht thematisiert werden. Wir haben uns derart daran gewöhnt, dass man über Allokation und nicht über Distribution redet, dass wir kaum einen begrifflichen Apparat haben, um die Verteilungseffekte zu diskutieren.

Natürlich kann der Staat, wenn ich ihm Einfluss gebe, etwas falsch machen und oft tut er es auch. Was aber bei vielen Finanzmarktreformen passiert, ist, dass dem Staat ein Korsett angelegt wird und viele Handlungsspielräume genommen werden. Und das ist etwas, das ich jenseits der ökonomischen Theorie demokratiepolitisch nicht für wünschenswert halte: Von vornherein über liberalisierte Finanzmärkte dem Staat Handlungsspielräume zu nehmen und dem Vertrauen der Finanzmärkte auszuliefern. Dies erscheint mir nicht sinnvoll und nicht demokratisch. Insofern würde ich insistieren, dass sich der Staat Eingriffsmöglichkeiten offen halten muss. Dies ist offensichtlich bei der Diskussion um die Architektur für das Weltwährungssystem und natürlich ein Hintergedanke bei den IWF-Überlegungen für ein internationales Konkursrecht. Da geht es im Kern um Handlungsspielräume für Staaten.

Welche Staatsquote ist zur Bekämpfung von Finanzmarktrisiken notwendig? Wahrscheinlich reicht ein Niveau, wie es die USA hat, aus, um relativ viele Schocks vom Finanzmarkt abzufangen.

Mich erstaunt, ebenso wie Herrn Hahn, wie wenig derzeit (!) eigentlich passiert, wenn die Aktienkurse sinken. Dies darf jedoch nicht als Argument in der Diskussion um eine Umstellung des Pensionssystems auf private Vorsoge verwendet werden. Eine Pensionsreform, die das Pensionssystem auf Eigenvorsorge umstellt, würde aber sicherlich reale Effekte von Kursschwankungen erzeugen, da das Einkommen vieler Menschen dann direkt an die Bewertung von Vermögensbeständen gebunden wäre.

Franz Hahn

Zum Argument von Stefan Schulmeister, dem zufolge die Kurse auf den Aktienmärkten nichts mit den *„fundamentals“* zu tun haben: Sie haben tatsächlich nichts mit den statischen „fundamentals“ zu tun. Das müssen sie auch nicht. Im Gegenteil: Wenn die Kursentwicklung irgendwas vermittelt, dann Erwartungen über die zukünftigen „fundamentals“, die irgendwann einmal schlagend werden oder auch nicht. Das heißt, „asset prices“ reflektieren Erwartungen, begründete genauso wie unbegründete. Ich glaube, das sollte man in der Diskussion genau auseinander halten.

Lassen Sie mich abschließend nochmals festhalten: Ich bin überzeugt, dass es ein natürlicher Entwicklungsprozess ist, wenn Europa nachvollzieht, was in den USA und in den anderen angelsächsischen Staaten schon seit einiger Zeit bestimmend ist. Die Entwicklung der Finanzsysteme hängt eng – und jetzt darf ich wieder etwas philosophisch werden – mit der Entwicklung der bürgerlichen Gesellschaft zusammen. Das heißt, die Entwicklung des Finanzsystems muss man im Zusammenhang mit dem Selbstverständnis einer Gesellschaft sehen. Verkürzt formuliert heißt das: Die Angelsachsen – eine Gesellschaft mit protestantischem Hintergrund – waren schon seit jeher risikofreudiger als etwa die Gesellschaften in den katholischen Ländern Mitteleuropas. Die meisten mitteleuropäischen Gesellschaften waren es gewohnt, dass Kirche und Staat für sie Aufgaben übernommen haben, die in den angelsächsischen Staaten die Bürger selbst in Eigenverantwortung erledigen. Ich will damit sagen, dass mit der Entwicklung von Finanzmärkten ein emanzipatorischer Prozess verbunden ist, der grundsätzlich zu begrüßen ist, obwohl ich die meisten Bedenken über die Funktionsfähigkeit von Finanzmärkten teile. Finanzmärkte leisten selten das, was man sich in der politischen Diskussion im Allgemeinen von ihnen erwartet. Da spielt sehr viel Interessenspolitik mit.

Im Allgemeinen gilt, dass mehr Finanzliberalität grundsätzlich besser ist, vor allem dann, wenn es auch ein Mehr an Finanzmarktaufsicht gibt. Ich will damit sagen, die beste wirtschafts- oder ordnungspolitische Antwort auf die Herausforderung durch moderne Finanzmärkte ist, sie nicht zu stark zu regulieren oder sie machtpolitisch niederzuknüppeln, sondern sie sehr genau zu beobachten, und mindestens so smart zu sein wie sie selbst sind. Das heißt, der Ball ist bei der öffentlichen Finanz- und Kapitalmarktaufsicht. Diese ordnungspolitischen Instanzen müssen in die Lage versetzt werden, die Finanzmärkte genau zu beobachten, sie vor allem zu verstehen, und sie müssen ausreichend kompetent und ressourcenmäßig auch ausreichend ausgestattet werden, um im richtigen Moment richtig intervenieren zu können (und auch zu wollen).

Peter Mooslechner

Möglicherweise werden die Fünfziger- und Sechzigerjahre in einer längeren Perspektive einmal als historische Ausnahme erscheinen. Da ich es jedoch weder für möglich, noch für wünschenswert halte, die Geschichte zurückzudrehen, sollte man vielmehr die sinnvoll erscheinenden Elemente der Finanzmarktentwicklung seither suchen, die man in das System einfügen kann. Das erscheint unumgänglich, weil sich die Rahmenbedingungen gegenüber damals in vieler Hinsicht doch fundamental geändert haben. Interessant ist dabei jeden-

falls auch, dass bei dem Entwicklungsstand der „Asset-Ökonomie“, den wir heute erreicht haben, und offensichtlich auch bei allem Jammern über Krisensituationen, diese Instabilitäten doch bisher erstaunlich glimpflich verlaufen.

Finanzvermögen ist – und am Beispiel Altersvorsorge kann man das ganz klar sehen – kein Wert an sich, sondern lediglich ein Rationierungsmechanismus in der Zeit. Durch den Aufbau von Finanzvermögen kumuliere ich Ansprüche auf das BIP in einer zukünftigen Periode. Die wichtige und entscheidende Frage dabei ist allerdings: Wie hoch wird das BIP in dieser Periode sein, dass möglichst alle zufrieden gestellt werden können, auch wenn die Ansprüche ungleich verteilt sind, und wie wirkt das derzeitige Finanzsystem – über die Finanzierung der dafür notwendigen Investitionen – auf dieses BIP in zehn oder zwanzig Jahren?

Abkürzungsverzeichnis

AfDB	African Development Bank (Afrikanische Entwicklungsbank)
AsDB	Asian Development Bank (Asiatische Entwicklungsbank)
APSS	Austrian Payment Systems Services GmbH.
ARTIS	Austrian Real-Time Interbank Settlement
ASEAN	Association of South East Asian Nations (Verband Südostasiatischer Staaten)
ASFINAG	Autobahnen- und Schnellstraßen-Finanzierungs-Aktiengesellschaft
ASVG	Allgemeines Sozialversicherungsgesetz
ATX	Austrian Traded Index
BGBl.	Bundesgesetzblatt
BFG	Bundesfinanzgesetz
BHG	Bundeshaushaltsgesetz
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (Bank for International Settlements)
BMF	Bundesministerium für Finanzen
BNP	Bruttonationalprodukt
BVA	Bundesvoranschlag
BWA	Bundes-Wertpapieraufsicht
BWG	Bankwesengesetz
CEFTA	Central European Free Trade Association (Mitteleuropäisches Freihandelsabkommen)
COICOP	Classification Of Individual Consumption by Purpose
EBRD	European Bank for Reconstruction and Development (Europäische Bank für Wiederaufbau und Entwicklung)
ECOFIN-Rat	Economic and Finance Ministers Council (Rat der Wirtschafts- und Finanzminister der EU)
EFF	Extended Fund Facility (Erweiterte Fondsfazilität)
EFTA	European Free Trade Association (Europäische Freihandelsassoziation)
EG	Europäische Gemeinschaft
EG-V	EG-Vertrag
EIB	European Investment Bank (Europäische Investitionsbank)
EK	Europäische Kommission
EONIA	Euro OverNight Index Average
EQOS	Electric Quote and Order Drive System
ERP	European Recovery Program
ESAF	Ergänzende/Erweiterte Strukturanpassungsfazilität
ESVG	Europäisches System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen
ESZB	Europäisches System der Zentralbanken
EU	Europäische Union
EURIBOR	Euro Interbank Offered Rate
EUROSTAT	Statistisches Amt der Europäischen Gemeinschaft
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
EWS	Europäisches Währungssystem
EZB	Europäische Zentralbank
GAB	General Arrangements to Borrow
GATS	General Agreement on Trade in Services
GUS	Gemeinschaft unabhängiger Staaten
HIPC	Highly Indebted Poor Countries
HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
IADB	Inter-American Development Bank (Interamerikanische Entwicklungsbank)
IBRD	International Bank for Reconstruction and Development (Internationale Bank für Wiederaufbau und Entwicklung, Weltbank)
IDA	International Development Association (Internationale Entwicklungsorganisation)
IEA	International Energy Agency (Internationale Energieagentur)
IFC	International Finance Corporation (Internationale Finanz-Korporation)
IFES	Institut für Empirische Sozialforschung
IHS	Institut für Höhere Studien
ILO	International Labor Organization (Internationale Arbeitsorganisation)
ISO	International Organization for Standardization
IVP	Internationale Vermögensposition
IWF	Internationaler Währungsfonds (International Monetary Fund)
KWG	Kreditwesengesetz
LIBOR	London Interbank Offered Rate
MAI	Multilateral Agreement on Investment (Multilaterales Investitionsschutzabkommen)
MFIs	Monetäre Finanzinstitute
MÖAG	Münze Österreich AG
MOEL	Länder Mittel- und Osteuropas
NAB	New Arrangements to Borrow
NACE	Nomenclature générale des activités économiques dans les communautés européennes
NAFTA	North American Free Trade Agreement
NATO	North Atlantic Treaty Organization (Nordatlantisches Verteidigungsbündnis)
NBG	Nationalbankgesetz
Netto-NP	Nettonationalprodukt
NZBen	Nationale Zentralbanken
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development (Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung)
OeKB	Oesterreichische Kontrollbank
OeNB	Oesterreichische Nationalbank
OPEC	Organization of the Petroleum Exporting Countries (Organisation Erdöl exportierender Länder)
ÖBFA	Österreichische Bundesfinanzierungsagentur
ÖIAG	Österreichische Industrieverwaltung-Aktiengesellschaft
ÖNACE	Österreichische Version der statistischen Systematik der Wirtschaftszweige in der EU
ÖTOB	Österreichische Termin- und Optionenbörse
P.S.K.	Österreichische Postsparkasse AG
RLG	Rechnungslegungsgesetz
RTGS	Real-Time Gross Settlement
RPIX	Retail Price Index
SAF	Strukturanpassungsfazilität
SITC	Standard International Trade Classification
STF	Systemtransformationsfazilität
S.W.I.F.T.	Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication
SZR	Sonderziehungsrechte
TARGET	Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer
UNCTAD	United Nations Conference on Trade and Development (Konferenz der Vereinten Nationen über Handel und Entwicklung)
UNO	United Nations Organization (Organisation der Vereinten Nationen)
VGR	Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung
VPI	Verbraucherpreisindex
WBI	Wiener Börse Index
WIFO	Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung
WTO	World Trade Organization (Welthandelsorganisation)
WU	Währungsunion
WWU	Wirtschafts- und Währungsunion

Zeichenerklärung

– = Zahlenwert ist null
. . = Angabe liegt zur Zeit der Berichterstattung nicht vor
× = Eintragung kann aus sachlichen Gründen nicht gemacht werden
0 = Eine Größe, die kleiner als die Hälfte der ausgewiesenen Einheit ist
∅ = Durchschnitt
_ = Neue Reihe

Korrekturen sind nicht gekennzeichnet.

Rundungen können Rechendifferenzen ergeben.

Unwiderruflicher Euroumrechnungskurs: 1 EUR = 13˙7603 ATS.

Kundmachungen der Oesterreichischen Nationalbank

		Verlautbart im Amtsblatt zur Wiener Zeitung	Veröffentlicht im „Monatsheft“ Nr.
Devisenrechtliche Kundmachungen			
DL 1/91	Neuverlautbarung der Kundmachungen zum Devisengesetz; allgemeine Bestimmungen 1. Erlassung neuer Kundmachungen 2. Begriffsbestimmungen 3. Entgelt	24. 9. 1991	9/1991
DL 2/91	Erteilung von generellen Bewilligungen 1. Generelle Bewilligung 2. Verzicht auf die Anmeldung; Freigabe 3. Nichtbanken 4. Banken ohne Auslandsgeschäft 5. Devisenhändler 6. Wechselstuben 7. Sonderbanken und Finanzinstitutionen 8. Gemeinsame Bestimmungen für Banken und Finanzinstitutionen	24. 9. 1991	9/1991
DL 3/91	Meldungen 1. Allgemeiner Teil 2. Ausnahmen von der Meldepflicht 3. Allgemeine Meldung 4. Meldungen von Banken 5. Meldungen von Nichtbanken und Finanzinstitutionen 6. Sondermeldungen	24. 9. 1991	9/1991
DL 4/91	Vermögenswerte von Devisenausländern mit Wohnsitz (Sitz) in der Republik Irak	29. 10. 1991	10/1991
DL 2/93	Änderung der Kundmachung DL 3/91	5. 5. 1993	4/1993
DL 1/95	Aufhebung der Kundmachung DL 1/93; SR-Resolution 1022 (1995) betreffend die vorläufige Aussetzung der Sanktionen der Vereinten Nationen gegen die Bundesrepublik Jugoslawien	21. 12. 1995	11/1995
DL 1/96	Änderung der Kundmachung DL 3/91	3. 9. 1996	7/1996
DL 1/99	Änderung der Kundmachungen DL 1/91, DL 2/91 und DL 3/91	21. 12. 1998	12/1998
DL 2/99	Aufhebung der Kundmachung DL 3/93 betreffend Sanktionen der Vereinten Nationen gegen Libyen	30. 4. 1999	4/1999
DL 3/99	Änderung der Kundmachung DL 3/91	16. 12. 1999	11/1999
DL 1/01	Änderung der Kundmachung DL 3/91	19. 6. 2001	5/2001
DL 1/02	Änderung der Kundmachungen DL 1/91 und DL 3/91 zum Devisengesetz	25. 2. 2002	1/2002
DL 2/02	Änderung der Kundmachung DL 2/91; Resolution Nr. 1373 (2001) des UN-Sicherheitsrates	2. 9. 2002	7/2002
DL 3/02	Änderung der Kundmachung DL 2/02	20. 1. 2003	12/2002

Eine Übersicht über die ins Englische übersetzten Kundmachungen kann der Publikation „Focus on Austria“ der OeNB entnommen werden.

Verordnungen der Europäischen Gemeinschaft

		Verlautbart im Amtsblatt der EG
Mindestreserve-Verordnungen		
Nr. 2531/98	Verordnung des Rates der Europäischen Union über die Auferlegung einer Mindestreserve-Pflicht durch die Europäische Zentralbank	23. 11. 1998
Nr. 2532/98	Verordnung des Rates der Europäischen Union über das Recht der Europäischen Zentralbank, Sanktionen zu verhängen	23. 11. 1998
Nr. 2818/98	Verordnung der Europäischen Zentralbank über die Auferlegung einer Mindestreserve-Pflicht	1. 12. 1998

Übersicht über Berichte, Studien und Sonderdrucke[1])

Veröffentlicht in Heft Nr.
M = „Monatsheft"
B = „Berichte und Studien"

Wirtschafts- und Währungsunion und Europäische Union

Aktuelle Entwicklungen auf dem Fleischmarkt und Auswirkungen auf die Inflationsrate in Österreich und im Euroraum	B 1/2001
Ökonomische Aspekte der Eurobargeldumstellung in Österreich	B 2/2001
Die Herausforderung der Informationsgesellschaft für die Notenbanken – Auf dem Weg zur e-ZB?	B 1/2002
Wirtschaftliche Entwicklung im Euroraum und in der EU	B vierteljährlich
Zusammenarbeit im ESZB und europäische Integration	B vierteljährlich

Eine Übersicht über die ins Englische übersetzten Berichte, Studien und Sonderdrucke kann der Publikation „Focus on Austria" der OeNB entnommen werden.

Oesterreichische Nationalbank und ausgewählte monetäre Aggregate

Umlauffähige österreichische Scheidemünzen (jeweils ergänzt um die Kundmachungen über neu ausgegebene Scheidemünzen)	M 11 jährlich[2])
Kundmachungen über die Ausgabe von Sammlermünzen in Euro (Heft 2/2002, 5/2002, 6/2002, 8/2002, 10/2002, 11/2002, 12/2002, 1/2003, 3/2003)	fallweise
Gesamtverzeichnis der Schillingmünzen von 1947 bis 2001	M 1/2002
Umtauschbare Schillingbanknoten – Bei der Oesterreichischen Nationalbank umtauschbare Schillingbanknoten	M 1/2002
Der einheitliche Finanzmarkt – Eine Zwischenbilanz nach zwei Jahren WWU Ergebnisse der 29. Volkswirtschaftlichen Tagung der OeNB	B 2/2001
Wettbewerb der Regionen und Integration in der WWU Ergebnisse der 30. Volkswirtschaftlichen Tagung der OeNB	B 3/2002
Reden des Präsidenten Adolf Wala und des Gouverneurs Dr. Klaus Liebscher anlässlich der Generalversammlung der Oesterreichischen Nationalbank	B 2 jährlich[3])

Finanzmarkt

Bankfeiertage, international	M 11 jährlich
Bankfeiertage in Österreich	M 11 jährlich
EURIBOR – Zinsinstrumente als Indikatoren für die Erwartungen auf den Finanzmärkten	B 2/2002
Geschäftstätigkeit und Ertragslage der inländischen Kreditinstitute	B vierteljährlich

Rentenmarkt

Entwicklungen auf dem österreichischen Rentenmarkt	B 1/2001

Realwirtschaft und Finanzierungsrechnung

Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung gemäß ESVG 95 – Geldvermögens- und Verpflichtungsstände der österreichischen Volkswirtschaft; Ergebnisse für das Jahr 2000	M 9/2001
Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung gemäß ESVG 95 – Geldvermögen und Verpflichtungen der österreichischen Volkswirtschaft; Ergebnisse für das Jahr 2001	M 9/2002
Jahresabschlusskennzahlen österreichischer Unternehmen nach der Systematik der Wirtschaftstätigkeiten von 1998 bis 2000	M 2/2003

1 *Die Gesamtübersicht über die bisher veröffentlichten Berichte, Studien und Sonderdrucke ist jeweils dem Heft 12 des „Statistischen Monatshefts" bzw. bis zum Jahr 2000 dem Heft 4, für das Jahr 2001 dem Heft 1/2002 und für das Jahr 2002 dem Heft 1/2003 der „Berichte und Studien" zu entnehmen.*

2 *Für das Jahr 2001 bereits im Heft 10.*

3 *Bis Jahrgang 2002.*

Veröffentlicht in Heft Nr.
M = „Monatsheft"
B = „Berichte und Studien"

Realwirtschaft und Finanzierungsrechnung (Fortsetzung)

Gesamtwirtschaftliche Prognose für Österreich 2001 bis 2003 vom Frühjahr 2001	B 2/2001
Neubewertung des Indikators der Wettbewerbsfähigkeit der österreichischen Wirtschaft	B 2/2001
Gesamtwirtschaftliche Prognose für Österreich 2001 bis 2003 vom Herbst 2001	B 3–4/2001
Das Zahlungsverhalten privater Haushalte in Österreich – Ergebnisse einer Untersuchung zur Nutzung von Zahlungskarten und zur Struktur der Zahlungstransaktionen im Jahr 2000	B 1/2002
Gesamtwirtschaftliche Prognose für Österreich 2002 bis 2004 vom Frühjahr 2002	B 2/2002
Identifikation von starren Löhnen in Mikrodaten – eine kritische Bestandsaufnahme der Literatur	B 3/2002
Gesamtwirtschaftliche Prognose für Österreich 2002 bis 2004 vom Herbst 2002	B 4/2002
Geldvermögen und Verpflichtungen der österreichischen Volkswirtschaft – Ergebnisse der Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für das Jahr 2001	B 4/2002
Konjunkturelle Entwicklung in Österreich	B 1 und 3

Außenwirtschaft

Österreichische Direktinvestitionen im Ausland und ausländische Direktinvestitionen in Österreich	M 6 jährlich
Internationale Vermögensposition Österreichs im Jahr 2000	B 3–4/2001
Direktinvestitionen Österreichs – Ergebnisse der Befragung 1999 und Entwicklung ausgewählter Indikatoren	B 3–4/2001
Internationale Vermögensposition Österreichs im Jahr 2001	B 3/2002
Direktinvestitionen Österreichs – Ergebnisse der Befragung 2000 und Entwicklung ausgewählter Indikatoren	B 4/2002
Portfolioposition Österreichs – Globalisierung der Wertpapierveranlagungen und ihre Auswirkungen auf Österreich	B 4/2002
Leistungsbilanztransaktionen entkoppelt von Kapitalströmen – eine Analyse der österreichischen Leistungs- und Kapitaltransaktionen mit einzelnen Ländern bzw. Ländergruppen	B 4/2002
Portfolioposition Österreichs im dritten Quartal 2002	B 1/2003
Zahlungsbilanz	B vierteljährlich

Internationale Wirtschaft

An internationalen Organisationen beteiligte Länder	M 1 jährlich
Leitzinssätze	M 12 jährlich
Entwicklungen in ausgewählten Reformländern	B 1 und 3[1])
Entwicklungen in ausgewählten Ländern Zentral- und Osteuropas	B 2 und 4[2])
Internationale Verschuldung und Emerging Markets	B 2 und 4
Entwicklungen in ausgewählten Industrieländern außerhalb der EU	B vierteljährlich
Zusammenarbeit im internationalen Währungs- und Finanzsystem	B vierteljährlich

1 *Bis Jahrgang 2001.*
2 *Ab Jahrgang 2002.*

Übersicht der Studien zu Schwerpunktthemen

Berichte und Studien, Heft 2/2000:

Die Geldpolitik des Eurosystems
Geldpolitik und geldpolitische Strategie
in Zeiten der Währungsunion: veränderte Rahmenbedingungen – neue Herausforderungen
Glaubwürdigkeit des Eurosystems: Versuch einer Begriffserklärung
Geldmengenentwicklung im Übergang zur Währungsunion
Indikatoren zur Beurteilung der Preisentwicklung
Schätzung und Interpretation der Taylor-Regel für den Euroraum
Neue Strukturen des geldpolitischen Instrumentariums und des österreichischen Geldmarktes seit Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion

Berichte und Studien, Heft 3/2000:

Neue Eigenmittelbestimmungen in Basel und Brüssel
Die Eigenmittelanforderungen an österreichische Kreditinstitute als Instrument der Bankenaufsicht im Wandel der Zeit
Supervisory Review
Kreditrisiko – Die Vorschläge des Basler Ausschusses und der EU-Kommission zur Kapitalunterlegung von Kreditrisiken
Aktueller Stand der Diskussion und mögliche Auswirkungen auf das österreichische Bankwesen
Kritische Überlegungen zu den Vorschlägen des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht und der Europäischen Kommission zur Behandlung der „anderen Risiken" im Rahmen der Neugestaltung der Eigenmittelvorschriften
Zinsrisiko im Bankbuch

Berichte und Studien, Heft 2/2001:

Fiskalpolitik unter neuen Rahmenbedingungen
Fiskalpolitische Konzeptionen der europäischen Wirtschaftspolitik
Maßnahmen und Strategien der Budgetkonsolidierung in den Mitgliedsländern der EU
Verteilungsaspekte der Wirtschaftspolitik in der Wirtschafts- und Währungsunion – eine Betrachtung aus Arbeitnehmersicht
Probleme der Besteuerung von grenzüberschreitenden Kapitaleinkommen
Debt-Management der Republik Österreich unter den Finanzmarktgegebenheiten des Euroraums
Zyklisch bereinigte Budgetsalden für Österreich

Berichte und Studien, Heft 3–4/2001:

Transmission der Geldpolitik

Der Transmissionsmechanismus und die Rolle der Vermögenspreise in der Geldpolitik
Asymmetrische Transmission der Geldpolitik über den Kreditvergabekanal – eine Analyse anhand österreichischer Bankbilanzen
Bilanz- und Kreditvergabekanal: eine Analyse anhand österreichischer Firmen
Finanzinnovationen und der monetäre Transmissionsmechanismus
Transmissionsmechanismus und Arbeitsmarkt – eine länderübergreifende Studie
Die geldpolitische Transmission unter den Bedingungen des Stabilitäts- und Wachstumspakts – einige vorläufige Überlegungen
Prinzipien für die Konstruktion von Modellen des Transmissionsmechanismus der Geldpolitik

Berichte und Studien, Heft 2/2002:

Osterweiterung der EU: Auswirkungen auf die EU-15 und insbesondere auf Österreich

Osterweiterung der EU: Auswirkungen auf die EU-15 und insbesondere auf Österreich – Ein Literaturüberblick zu ausgewählten Aspekten
Auswirkungen der EU-Osterweiterung auf das Lohngefüge in Westeuropa mit besonderer Berücksichtigung Österreichs
Institutionelle Auswirkungen der Erweiterung im Bereich der Wirtschafts- und Währungspolitik
Wachstumseffekte der europäischen Integration: Implikationen für die EU-Erweiterung
Österreichs Direktinvestitionen und die EU-Erweiterung
Das Bankensystem in den Beitrittsländern am Vorabend des EU-Beitritts
Die Integration der osteuropäischen Länder – Auswirkungen auf die Aktien- und Rentenmärkte
Wechselkursstrategien der EU-Beitrittsländer auf dem Weg in die WWU: Auswirkungen auf den Euroraum
Ausgewählte Aspekte der monetären Integration

Berichte und Studien, Heft 3/2002:

Lohnbildung im Euroraum

WWU und grenzüberschreitende Tarifkoordination in Europa
Lohnsetzung und strategische Interaktion innerhalb und außerhalb einer Währungsunion
Die Rolle der Lohnpolitik in einem einheitlichen Währungsraum
Beschäftigungs- und Lohnanpassungen auf dem Arbeitsmarkt des Euroraums – ein Überblick

Berichte und Studien, Heft 1/2003:

Finance for Growth

Finance for Growth, Finance and Growth, Finance or Growth …?
Drei Erklärungsansätze zum Konnex zwischen den Finanzmärkten und der Realwirtschaft
Aktienmärkte, Shareholder Value und Investitionen
Finanzmarktentwicklung und Wachstumsschwankungen in den OECD-Ländern
Wirkt in Europa ein Finanzdezelerator? Eine Analyse für Österreich
Bankenstruktur und Investitionsverhalten in Österreich – Empirische Evidenz
Corporate Governance, Investitionen und Wachstum
Podiumsdiskussion: Welches Finanzsystem für Europa?

Publikationen der Oesterreichischen Nationalbank

Periodische Publikationen	Veröffentlicht
Statistisches Monatsheft	monatlich
Focus on Statistics (englische Fassung des „Statistischen Monatshefts“)	http://www.oenb.at
Leistungsbilanz Österreichs, revidierte Jahresdaten gegliedert nach Regionen und Währungen	jährlich
Berichte und Studien	vierteljährlich
Focus on Austria (englische Kurzfassung der „Berichte und Studien“)	vierteljährlich
Focus on Transition	halbjährlich
Finanzmarktstabilitätsbericht	halbjährlich
Financial Stability Report (englische Fassung des „Finanzmarktstabilitätsberichts“)	halbjährlich
Geschäftsbericht	jährlich
Annual Report (englische Übersetzung des Geschäftsberichts)	jährlich
Volkswirtschaftliche Tagung	jährlich
The Austrian Financial Markets – A Survey of Austria's Capital Markets – Facts and Figures	jährlich

Sonstige Publikationen	
Erfahrungen Österreichs beim Übergang von administrativer Regulierung zur Marktwirtschaft (Moskau 1990)	1990
Challenges for European Bank Managers in the 1990s (Badgastein 1990)	1991
From Control to Market – Austria's Experiences in the Post-War Period (Warschau 1990)	1991
The Economic Opening of Eastern Europe (Bergsten-Konferenz Wien 1991)	1991
Erneuerung durch Integration – 175 Jahre Oesterreichische Nationalbank	1991
Striking a Balance – 175 Years of Austrian National Bank	1991
Transparente Dispositionen – Liberalisierter Devisenverkehr unter Beachtung internationaler Publizitätsverpflichtungen	1991
Ausgeglichene Position – Die neue Präsentation der österreichischen Zahlungsbilanz	1992
Aktive Bilanz – Ein Jahr vollständig liberalisierter Devisenverkehr in Österreich	1992
Neuorientierung – Internationale Vermögensposition und Außenwirtschaftliche Investitionsbilanz Österreichs	1993
Bankwesengesetz 1993	1994
Internationale Vermögensposition 1992 – Die grenzüberschreitenden Forderungen und Verpflichtungen Österreichs	1994
International Investment Position for 1992 – Austria's cross-border assets and liabilities	1994
Western Europe in Transition: The Impact of the Opening up of Eastern Europe and the Former Soviet Union	1995
Die Oesterreichische Nationalbank als Unternehmen	1996

Sonstige Publikationen (Fortsetzung)	Veröffentlicht
Monetary Policy in Central and Eastern Europe:	
Challenges of EU Integration	1996
Monetary Policy in Transition in East and West	1997
Die Auswirkungen des Euro auf den Finanzmarkt Österreich	1997
Die Bank der Banken	1997
Die Zukunft des Geldes: Auf dem Weg zum Euro	
Grundlagen – Strukturen – Termine	1997
Geld & Währung	1997
Kompendium von Texten zur Wirtschafts- und Währungsunion	1997
Nationalbankgesetz 1984 (Stand Jänner 1999)	1999
Informationsmaterial über Banknotensicherheit	laufend
Working Papers	laufend

Videofilme	
Wie Mozart entsteht (über die Banknotensicherheit)	1990
The Evolution of W. A. Mozart	
(englische Fassung von „Wie Mozart entsteht“)	1995
Bank der Banken	
(über die Aufgaben und Funktionen der OeNB)	1991
The Banks’ Bank (englische Fassung von „Bank der Banken“)	1991
Fenster, Tore, Brücken: Eurogeld aus Österreich	1997
Das Geld von Morgen (Schulversion) – Teil 1, 2, 3	1997
Der Euro stellt sich vor	2001

Themenübersicht Volkswirtschaftliche Tagung

1975	Die ökonomischen, politischen und sozialen Konsequenzen der Wachstumsverlangsamung
1976	Störungsanfällige Bereiche in unserem ökonomischen und sozialen System
1977	Fiskalismus kontra Monetarismus
1978	Wirtschaftsprognose und Wirtschaftspolitik
1979	Technik-, Wirtschaftswachstums-, Wissenschaftsverdrossenheit: Die neue Romantik – Analyse einer Zeitströmung
1980	Probleme der Leistungsbilanz in den achtziger Jahren
1981	Systemkrisen in Ost und West
1982	Forschung und Wirtschaftswachstum
1983	Ausweg aus der Krise – Wege der Wirtschaftstheorie und Wirtschaftspolitik
1984	Der Weg zur Welthandelsnation
1985	Weltanschauung und Wirtschaft
1986	Vollbeschäftigung, ein erreichbares Ziel?
1987	Vollendung des Binnenmarktes in der Europäischen Gemeinschaft – Folgen und Folgerungen für Österreich
1988	Sand im Getriebe – Ursachen und Auswirkungen der Wachstumsverlangsamung in Österreich
1989	Banken und Finanzmärkte – Herausforderung der neunziger Jahre
1990	Wettbewerb und Kooperation im Finanzbereich
1991	Wirtschaftliche und politische Neugestaltung Europas – Rückblick und Perspektiven
1992	Zukunft regionaler Finanzmärkte in einem integrierten Europa
1993	Europäische Währungspolitik und internationaler Konjunkturverlauf
1994	Neue internationale Arbeitsteilung – Die Rolle der Währungspolitik
1995	Die Zukunft des Geldes – das Geld der Zukunft
1996	Auf dem Weg zur Wirtschafts- und Währungsunion – Bedingungen für Stabilität und Systemsicherheit
1997	Die Bedeutung der Unabhängigkeit der Notenbank für die Glaubwürdigkeit der Europäischen Geldpolitik
1998	Wirtschaftspolitik 2000 – Die Rolle der Wirtschaftspolitik und nationaler Notenbanken in der WWU
1999	Möglichkeiten und Grenzen der Geldpolitik
2000	Das neue Millennium – Zeit für ein neues ökonomisches Paradigma?
2001	Der einheitliche Finanzmarkt – Eine Zwischenbilanz nach zwei Jahren WWU
2002	Wettbewerb der Regionen und Integration in der WWU

Themenübersicht Working Papers[1])

		Veröffentlicht
Nr. 54	New International Monetary Arrangements and the Exchange Rate	2001
Nr. 55	The Effectiveness of Central Bank Intervention in the EMS: The Post 1993 Experience	2001
Nr. 56	Asymmetries in Bank Lending Behaviour. Austria During the 1990s	2002
Nr. 57	Banking Regulation and Systemic Risk	2002
Nr. 58	Credit Channel and Investment Behavior in Austria: A micro-econometric approach	2002
Nr. 59	Evaluating Density Forecasts with an Application to Stock Market Returns	2002
Nr. 60	The Empirical Performance of Option Based Densities of Foreign Exchange	2002
Nr. 61	Price Dynamics in Central and Eastern European EU Accession Countries	2002
Nr. 62	Growth, Convergence and EU Membership	2002
Nr. 63	Wage Formation in Open Economies and the Role of Monetary and Wage-Setting Institutions	2002
Nr. 64	The Federal Design of a Central Bank in a Monetary Union: The Case of the European System of Central Banks	2002
Nr. 65	Dollarization and Economic Performance: What Do We Really Know?	2002
Nr. 66	Growth, Integration and Macroeconomic Policy Design: Some Lessons for Latin America	2002
Nr. 67	An Evaluation of Monetary Regime Options for Latin America	2002
Nr. 68	Monetary Union: European Lessons, Latin American Prospects	2002
Nr. 69	Reflections on the Optimal Currency Area (OCA) criteria in the light of EMU	2002
Nr. 70	Fiscal and Monetary Policy Coordination in EMU	2002
Nr. 71	EMU and Accession Countries: Fuzzy Cluster Analysis of Membership	2002
Nr. 72	Monetary Integration in the Southern Cone: Mercosur Is Not Like the EU?	2002
Nr. 73	Forecasting Austrian HICP and its Components using VAR and ARIMA Models	2002
Nr. 74	The Great Exchange Rate Debate after Argentina	2002
Nr. 75	Central European EU Accession and Latin America Integration: Mutual Lessons in Macroeconomic Policy Design	2002
Nr. 76	The Potential Consequences of Alternative Exchange Rate Regimes: A Study of Three Candidate Regions	2002
Nr. 77	Why Did Central Banks Intervene in the EMS? The Post 1993 Experience	2002
Nr. 78	Job Creation and Job Destruction in a Regulated Labor Market: The Case of Austria	2002
Nr. 79	Risk Assessment for Banking Systems	2002
Nr. 80	Does Central Bank Intervention Influence the Probability of a Speculative Attack? Evidence from the EMS	2002

1 Die Gesamtübersicht über die bisher veröffentlichten Working Papers ist jeweils dem Heft 12 des „Statistischen Monatshefts" bzw. bis zum Jahr 2000 dem Heft 4, für das Jahr 2001 dem Heft 1/2002 und für das Jahr 2002 dem Heft 1/2003 der „Berichte und Studien" zu entnehmen.

Adressen der Oesterreichischen Nationalbank

	Postanschrift	Telefon	Fernschreiber
Hauptanstalt			
Wien	Postfach 61	01/404 20 DW	114669 natbk
9, Otto-Wagner-Platz 3	1011 Wien	Telefax: 01/404 20-2398	114778 natbk
Internet: http://www.oenb.at			
Zweiganstalten			
Bregenz	Postfach 340	0 55 74/49 61-0	
Anton-Schneider-Straße 12	6901 Bregenz	Telefax: 0 55 74/49 61 99	
Eisenstadt	Postfach 60	0 26 82/627 18-0	
Esterhazyplatz 2	7001 Eisenstadt	Telefax: 0 26 82/627 18 99	
Graz	Postfach 8	0 31 6/81 81 81-0	
Brockmanngasse 84	8018 Graz	Telefax: 0 31 6/81 81 81 99	
Innsbruck		0 51 2/594 73-0	
Adamgasse 2	6020 Innsbruck	Telefax: 0 51 2/594 73 99	
Klagenfurt	Postfach 526	0 46 3/576 88-0	
10.-Oktober-Straße 13	9010 Klagenfurt	Telefax: 0 46 3/576 88 99	
Linz	Postfach 346	0 73 2/65 26 11-0	
Coulinstraße 28	4021 Linz	Telefax: 0 73 2/65 26 11 99	
Salzburg	Postfach 18	0 66 2/87 12 01-0	
Franz-Josef-Straße 18	5027 Salzburg	Telefax: 0 66 2/87 12 01 99	
St. Pölten	Postfach 5	0 27 42/313 483-0	
Julius-Raab-Promenade 1	3100 St. Pölten	Telefax: 0 27 42/313 483 99	
Repräsentanzen			
Oesterreichische Nationalbank		0044/20/7623 6446	
London Representative Office		Telefax: 0044/20/7623 6447	
5th floor, 48 Gracechurch Street			
London EC3V 0EJ, Vereinigtes Königreich			
Oesterreichische Nationalbank		001/212/888 2334	422509 natb ny
New York Representative Office		001/212/888 2335	
745 Fifth Avenue, Suite 2005		Telefax: 001/212/888 2515	
New York, N. Y. 10151, USA			
Ständige Vertretung Österreichs bei der EU		00322/285 48 41, 42, 43	
Avenue de Cortenbergh 30		Telefax: 00322/285 48 48	
B 1040 Bruxelles, Belgien			
Ständige Vertretung Österreichs bei der OECD		00331/53 92 23 39	
3, rue Albéric-Magnard		00331/53 92 23 44	
F 75116 Paris, Frankreich		Telefax: 00331/45 24 42 49	