



OESTERREICHISCHE NATIONALBANK

EUROSYSTEM

# GELDPOLITIK & WIRTSCHAFT

Quartalsheft zur Geld- und Wirtschaftspolitik

Q 4/04

**Die Quartalspublikation *Geldpolitik & Wirtschaft* der OeNB analysiert die Konjunktorentwicklung und präsentiert OeNB-Prognosen, veröffentlicht zentralbankrelevante wirtschaftspolitische Studien und resümiert Befunde volkswirtschaftlicher Workshops und Konferenzen der OeNB.**

**Editorial Board**

*Josef Christl, Peter Mooslechner, Ernest Gnan, Eduard Hochreiter, Doris Ritzberger-Grünwald, Günther Thonabauer, Michael Würz*

**Schriftleitung**

*Peter Mooslechner, Ernest Gnan*

**Koordination**

*Manfred Fluch*

**Redaktion**

*Karin Fischer, Susanne Pelz, Christiana Weinzettel*

**Übersetzung**

*Ingeborg Schuch*

**Technische Gestaltung**

*Peter Buchegger (Grafische Gestaltung)  
Hausdruckerei der OeNB (Layout, Satz, Druck und Herstellung)*

**Rückfragen**

*Oesterreichische Nationalbank, Sekretariat des Direktoriums/Öffentlichkeitsarbeit  
Postanschrift: Postfach 61, 1011 Wien  
Telefon: (+43-1) 404 20-6666  
Telefax: (+43-1) 404 20-6698  
E-Mail: oenb.info@oenb.at*

**Bestellungen/Adressenmanagement**

*Oesterreichische Nationalbank, Dokumentationsmanagement und Kommunikationsservice  
Postanschrift: Postfach 61, 1011 Wien  
Telefon: (+43-1) 404 20-2345  
Telefax: (+43-1) 404 20-2398  
E-Mail: oenb.publikationen@oenb.at*

**Impressum**

*Medieninhaber (Verleger), Herausgeber und Hersteller:  
Oesterreichische Nationalbank  
Otto-Wagner-Platz 3, 1090 Wien  
Günther Thonabauer, Sekretariat des Direktoriums/Öffentlichkeitsarbeit  
Internet: www.oenb.at  
Druck: Oesterreichische Nationalbank, 1090 Wien  
© Oesterreichische Nationalbank, 2004  
Alle Rechte vorbehalten.  
Reproduktionen für nicht kommerzielle Verwendungen und Lehrtätigkeiten sind unter Nennung der Quelle freigegeben.*

**DVR 0031577**

**Wien, 2004**

## ANALYSEN

---

Wachstumsimpuls der Steuerreform 2005 überlagert schwächere Dynamik der Weltwirtschaft – Gesamtwirtschaftliche Prognose für Österreich 2004 bis 2006 vom Herbst 2004 <i>Gerhard Fenz, Martin Schneider</i>	6
Determinanten der Sparquote der privaten Haushalte in Österreich <i>Werner Dirschmid, Ernst Glatzer</i>	26
Die Bedeutung von Anleiheemissionen für die Unternehmensfinanzierung in Österreich <i>Walter Waschiczek</i>	41
Zum Wirtschaftswachstum in Dänemark, Schweden und im Vereinigten Königreich seit Beginn der Währungsunion <i>Gabriel Moser, Wolfgang Pointner, Gerhard Reitschuler</i>	56

## VERANSTALTUNGEN DER OENB

---

Die politische Ökonomie der internationalen Financial Governance <i>Vanessa Redak, Helene Schuberth, Beat Weber</i>	72
Makroökonomische Modelle und Prognosen für Österreich <i>Gerhard Fenz, Martin Schneider</i>	77
Das erste gemeinsame Projekt der erweiterten EU: Die europäische Verfassung – mögliche institutionelle und wirtschaftliche Auswirkungen für den Euroraum <i>Paul Schmidt</i>	81
Arbeitszeitverlängerung? Arbeitszeitflexibilisierung? Besteht Handlungsbedarf für die österreichische Wirtschaftspolitik? <i>Alfred Stiglbauer</i>	85

## HINWEISE

---

Abkürzungen	94
Zeichenerklärung	95
Studienübersicht zu Geldpolitik & Wirtschaft	96
Periodische Publikationen der Oesterreichischen Nationalbank	98
Adressen der Oesterreichischen Nationalbank	101

Die von den Autoren zum Ausdruck gebrachte Meinung kann von der Meinung der Oesterreichischen Nationalbank abweichen.



# ANALYSEN

# Wachstumsimpuls der Steuerreform 2005 überlagert schwächere Dynamik der Weltwirtschaft

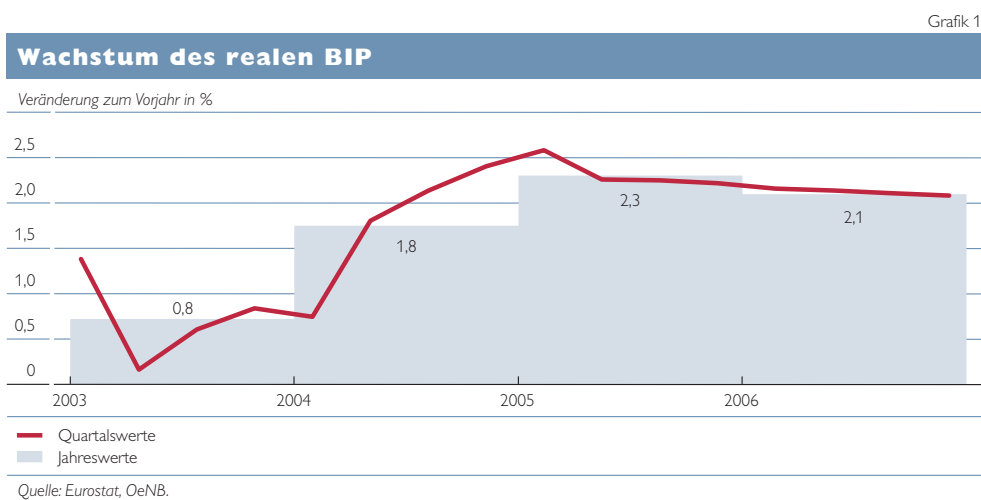
## Gesamtwirtschaftliche Prognose für Österreich 2004 bis 2006 vom Herbst 2004

Gerhard Fenz,  
Martin Schneider

### 1 Zusammenfassung

Die Oesterreichische Nationalbank (OeNB) erwartet in der vorliegenden Herbstprognose eine Zunahme des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) in Österreich im Jahr 2004 von 1,8%. Für die Jahre 2005 und 2006 wird ein Wachstum von 2,3% bzw. 2,1% prognostiziert. Die am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI)

gemessene Inflation wird, getrieben v. a. durch den Erdölpreisanstieg, im Jahr 2004 bei 1,9% und in den Folgejahren bei 2,0% bzw. 1,7% liegen. Das Budgetdefizit nach Maastricht-Definition steigt infolge der zweiten Etappe der Steuerreform von 1,4% im Jahr 2004 auf 2,0% bzw. 1,8% in den Jahren 2005 und 2006.



Im Jahr 2003 ist die österreichische Wirtschaft um 0,8%<sup>1</sup> gewachsen, getragen von einer dynamischen Investitionstätigkeit. Im ersten Halbjahr 2004 waren hingegen die Exporte die Triebfeder des Wachstums. Ungeachtet der tendenziell dämpfenden Folgen der Euro-Aufwertung gelang es den österreichischen Exporteuren, ihre Ausfuhren kräftig zu steigern. Für das zweite Halbjahr 2004 wird aufgrund der guten Auftragslage ebenfalls mit hohen Exportzuwachsraten gerechnet. Ab 2005 dürfte sich die internationale Wachstumsdynamik (v. a. ausgehend von den USA) abschwächen. Die Exporte bleiben

jedoch über den gesamten Prognosehorizont eine wichtige Konjunkturstütze.

Die Konsumnachfrage hat sich gemäß den revidierten VGR-Zahlen im Jahr 2003 viel schwächer entwickelt als bislang angenommen. Für das Jahr 2004 ist aufgrund der relativ schwachen Zunahme der verfügbaren Einkommen ebenfalls mit einem nur unterdurchschnittlichen Wachstum zu rechnen. Im Jahr 2005 wird die zweite Etappe der Steuerreform jedoch die verfügbaren Haushaltseinkommen um 1,25 Mrd EUR stärken; das Finanzausgleichspaket verringert die Entlastung auf knapp 1 Mrd EUR. Dämpfend auf

<sup>1</sup> Dieser Wert bezieht sich auf die Veröffentlichung der Jahres-VGR von Statistik Austria vom Oktober 2004. Neben den üblichen Revisionen wurden einige einschneidende methodische Änderungen eingeführt, wie die Verwendung von Vorjahrespreisen („chaining“) statt eines fixen Basisjahres, eine neue Berechnung der imputierten Bankdienstleistungen, die Eliminierung der NAL (Nicht aufteilbare Leistungen) u. a. Die revidierten Jahreswerte spiegeln daher – neben der Verfügbarkeit neuer Information – auch diese methodischen Änderungen wider.

Tabelle 1

**Hauptergebnisse der OeNB-Herbstprognose 2004**
**für Österreich**

	2003	2004	2005	2006
<i>Veränderung zum Vorjahr in % (real)</i>				
<b>Wirtschaftliche Aktivität<sup>1</sup></b>				
Bruttoinlandsprodukt	+0,8	+1,8	+2,3	+2,1
Privater Konsum	+0,6	+1,3	+2,1	+2,1
Öffentlicher Konsum	+0,4	+0,3	+0,2	+0,2
Bruttoanlageinvestitionen	+6,2	+1,5	+3,5	+3,4
Exporte insgesamt	+1,4	+8,0	+7,4	+7,3
Importe insgesamt	+4,8	+6,2	+7,5	+7,5
<i>in % des nominellen BIP</i>				
Leistungsbilanzsaldo	-0,5	0,1	0,2	0,2
<i>in Prozentpunkten</i>				
<b>Wachstumsbeiträge zum realen BIP<sup>1</sup></b>				
Privater Konsum	+0,4	+0,8	+1,2	+1,2
Öffentlicher Konsum	+0,1	+0,1	+0,0	+0,0
Bruttoanlageinvestitionen	+1,3	+0,4	+0,8	+0,8
Inlandsnachfrage (exkl. Lagerveränderung)	+1,7	+1,2	+2,0	+2,0
Nettoexporte	-1,5	+1,1	+0,1	+0,0
Lagerveränderungen (inkl. statistischer Diskrepanz)	+0,5	-0,5	+0,2	+0,1
<i>Veränderung zum Vorjahr in %</i>				
<b>Preise</b>				
Harmonisierter Verbraucherpreisindex	+1,3	+1,9	+2,0	+1,7
Deflator des privaten Konsums	+1,5	+2,0	+1,9	+1,7
Deflator des Bruttoinlandsprodukts	+1,6	+1,9	+1,6	+1,7
Lohnstückkosten in der Gesamtwirtschaft	+1,4	+0,8	+0,7	+1,3
Arbeitnehmerentgelte je Arbeitnehmer (zu laufenden Preisen)	+1,9	+2,2	+2,3	+2,6
Produktivität in der Gesamtwirtschaft	+0,9	+1,4	+1,7	+1,3
Arbeitnehmerentgelte je Arbeitnehmer (zu Preisen von 1995)	+0,4	+0,2	+0,4	+0,8
Importpreise	-0,9	+1,1	+1,4	+1,1
Exportpreise	+0,1	+0,9	+0,9	+1,1
Terms of Trade	+1,1	-0,2	-0,5	+0,0
<b>Einkommen und Sparen<sup>2</sup></b>				
Real verfügbares Haushaltseinkommen	+1,6	+0,9	+2,3	+2,2
<i>in % des verfügbaren nominellen Haushaltseinkommens</i>				
Sparquote	8,4	8,1	8,4	8,5
<i>Veränderung zum Vorjahr in %</i>				
<b>Arbeitsmarkt</b>				
Unselbstständig Beschäftigte	+0,3	+0,7	+0,9	+1,0
<i>in %</i>				
Arbeitslosenquote laut Eurostat	4,3	4,5	4,5	4,4
<i>in % des nominellen BIP</i>				
<b>Budget</b>				
Budgetsaldo (Maastricht)	-1,1	-1,4	-2,0	-1,8
Staatsverschuldung	64,5	64,2	63,7	63,2

Quelle: 2003: Eurostat, Statistik Austria, 2004 bis 2006: OeNB-Prognose vom Herbst 2004.

<sup>1</sup> 2003: verkettete Volumenangaben (Referenzjahr = 2000), 2004 bis 2006: zu Preisen von 1995.

<sup>2</sup> 2003: OeNB-Schätzung.

die verfügbaren Haushaltseinkommen wirken die moderaten Lohnabschlüsse und die gestiegenen Energiepreise. Insgesamt wird für 2005 aber sowohl eine substantielle Beschleunigung des Konsumwachstums auf 2,1% als auch eine gleichzeitig steigende Sparquote erwartet. Der Nettowachstumsimpuls

der zweiten Etappe der Steuerreform (abzüglich der Effekte des Finanzausgleichspakets) auf das BIP im Jahr 2005 wird auf 0,2 Prozentpunkte geschätzt.

Die Lage auf dem Arbeitsmarkt wird vor allem durch ein kräftiges Wachstum des Arbeitskräfteangebots infolge der starken Zunahme ausländi-

scher Arbeitskräfte und der Pensionsreformen 2000 und 2003 bestimmt. Der prognostizierte Beschäftigungsanstieg reicht daher nicht aus, die Arbeitslosigkeit in nennenswertem Ausmaß zu verringern; die OeNB erwartet für die Jahre 2004 bis 2006 eine Arbeitslosenquote laut Eurostat von 4,5%, 4,5% und 4,4%.

Das starke Wachstum der Exporte in der ersten Jahreshälfte 2004 hat die Leistungsbilanz deutlich verbessert. Nach einem Leistungsbilanzdefizit in Höhe von 0,5% des BIP im Jahr 2003 wird für die Jahre 2004 bis 2006 mit einer nahezu ausgeglichenen Leistungsbilanz gerechnet.

Die Inflation hat im Jahresverlauf 2004 merklich zugenommen. Nach einem Anstieg des HVPI um 1,3% im Jahr 2003 wird für 2004 eine Inflationsrate von 1,9% erwartet. Ausschlaggebend dafür ist in erster Linie der starke Anstieg der Erdölpreise, der durch die Euro-Aufwertung nur teilweise kompensiert wurde. Für das Jahr 2005 wird mit einer leichten Beschleunigung des Preisauftriebs auf 2,0% gerechnet. Die annahmegemäß sinkenden Energiepreise führen erst im Jahr 2006 zu einem Rückgang des Preisauftriebs auf 1,7%. Zweit-rundeneffekte in Form höherer Lohnsteigerungen werden nicht erwartet. Von der Nachfrageseite geht kein Preisdruck aus, die Produktionslücke schließt sich erst gegen Ende des Prognosehorizonts.

## 2 Technische Annahmen der Prognose

Die vorliegende Prognose ist der Beitrag der OeNB im Rahmen der Herbstprognose 2004 des Eurosystems. Der Prognosehorizont reicht vom dritten Quartal 2004 bis zum vierten Quartal 2006. Die Annahmen zur Entwicklung der Weltwirtschaft

sowie die technischen Annahmen über Zinssätze, Wechselkurse und Rohölpreise berücksichtigen Entwicklungen bis einschließlich 15. November 2004. Die Prognose für Österreich wurde unter Verwendung des makroökonomischen Quartalsmodells der OeNB erstellt.

Die Prognose basiert auf der Annahme unveränderter geldpolitischer Rahmenbedingungen. Daher werden sowohl die kurzfristigen nominellen Zinssätze als auch der nominell-effektive Wechselkurs des Euro (Euro-Raum-Index) über den gesamten Prognosehorizont konstant gehalten. Der für den Prognosehorizont unterstellte kurzfristige Zinssatz (Drei-Monats-EURIBOR) basiert auf dem Zwei-Wochen-Durchschnitt vor dem 12. November 2004 (2,16%).

Die langfristigen Zinssätze orientieren sich an den Markterwartungen für Staatsanleihen mit einer Laufzeit von zehn Jahren und liegen für die Jahre 2004 bis 2006 bei 4,16%, 4,13% und 4,49%. Für die weitere Entwicklung des Wechselkurses zwischen dem Euro und dem US-Dollar wird von einem konstanten Kurs von 1,287 USD/EUR ausgegangen. Für das Jahr 2004 ergibt sich unter Berücksichtigung der bisher realisierten Werte ein durchschnittlicher Kurs von 1,238 USD/EUR. Dies impliziert eine Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar im Jahr 2004 um 9,4%. Da die Aufwertung des Euro gegenüber anderen Währungen im Durchschnitt schwächer ist, bedeutet dies eine Zunahme des in der Projektion verwendeten nominell-effektiven Wechselkurses für den Euroraum von 4,0% im Jahr 2004. Für die Jahre 2004 bis 2006 wird ein Erdölpreis von 39,0, 44,4 und 40,8 USD/Barrel Brent unterstellt. Die der Projektion zugrunde liegende künftige Entwick-



lung der Rohölpreise orientiert sich an den Terminkursen. Im Vergleich zur Frühjahrsprognose 2004 liegen die Erdölpreise für die Jahre 2004 bis 2006 damit um 4,4, 12,5 und 11,6 USD bzw. 2,7, 7,7 und 7,2 EUR höher.

### **3 Weltwirtschaft erreicht 2004 Wachstumshöhepunkt**

#### **3.1 Nachlassende Dynamik der Weltwirtschaft außerhalb des Euroraums im Verlauf des Jahres 2004**

Das Wachstum der Weltwirtschaft hat sich im Verlauf des Jahres 2003 massiv beschleunigt und erreichte seinen Höhepunkt gegen Jahresende 2003. Im bisherigen Verlauf des Jahres 2004 hat sich die Wachstumsdynamik zwar abgeschwächt, das Jahreswachstum fällt jedoch höher aus als 2003. Gemäß der Projektion des Eurosystems wird die Weltwirtschaft außerhalb des Euroraums im Jahr 2004 real um 5,4% wachsen. Dies stellt das höchste Wachstum der letzten 30 Jahre dar. Getragen wird das Wachstum vor allem von den USA und von Asien ohne Japan. Der Ausblick für 2005 und 2006 deutet auf anhaltend kräftiges Wachstum hin, obgleich die Wachstumsraten niedriger als 2004 ausfallen dürften.

Das Wachstumstempo in den USA hat sich seit Jahresbeginn 2004 etwas verlangsamt. Nachgelassen hat vor allem die Exportdynamik, während das Importwachstum deutlich kräftiger ausfiel. Die Nettoexporte dämpften damit das Wachstum. Als Folge stieg das US-Leistungsbilanzdefizit kontinuierlich an. Der private Konsum hat sich von seiner Schwäche im zweiten Quartal 2004 wieder erholt. Bedingt durch das Auslaufen der expansiven fiskalpolitischen Impulse, die Schwächung der Kaufkraft infolge

des Erdölpreisanstiegs und das Einschwenken der Fed auf einen Zinserhöhungspfad sind vom Konsum in nächster Zukunft keine nennenswerten Impulse zu erwarten. Auch spricht die bereits sehr niedrige Sparquote gegen ein starkes Konsumwachstum. Das Wachstum der Investitionen dürfte hingegen kurzfristig weiter kräftig ausfallen, getrieben durch eine nach wie vor starke Binnennachfrage und weiterhin günstige Finanzierungsbedingungen. Bis 2006 wird sich die Investitionsdynamik jedoch abschwächen, da mit einem rückläufigen Wachstum der Binnennachfrage und mit steigenden Zinsen gerechnet wird. Die makroökonomischen Ungleichgewichte (Budgetdefizit und Außenhandelsdefizit) sowie der hohe Verschuldungsgrad der Konsumenten stellen Risiken für die US-Konjunktur dar.

Das Tempo der Erholung in Japan hat sich seit dem zweiten Quartal 2004 deutlich abgeschwächt. Das bislang sehr kräftige Exportwachstum ist im dritten Quartal, ebenso wie das Investitionswachstum, nahezu zum Stillstand gekommen. Der private Konsum zeigt sich hingegen sehr robust. Die Stärke des Wachstums in Japan dürfte jedoch bisher überschätzt worden sein. Entsprechend ersten vorläufigen Berechnungen auf Basis einer neuen Berechnungsmethode (Verwendung von Vorjahrespreisen statt eines fixen Basisjahres) stagniert die japanische Wirtschaft seit dem zweiten Quartal 2004. Ab dem vierten Quartal wird jedoch wieder mit einer Belebung der japanischen Wirtschaft gerechnet. Die lange Deflationsphase dürfte aber im Jahr 2004 noch anhalten. Erst für das Jahr 2005 wird wieder mit steigenden Verbraucherpreisen gerechnet.

Das Wachstum *Asiens (ohne Japan)* ist seit Jahresbeginn 2004 von einem extrem dynamischen auf einen etwas moderateren Wachstumspfad eingeschwenkt. Verantwortlich dafür zeichnen vor allem die konjunkturdämpfenden Maßnahmen in China, mit denen die überhitzte chinesische Wirtschaft auf einen langfristig tragfähigen Wachstumspfad zurückgeführt werden soll. Die Rolle der Exporte für das Wachstum der Region geht langsam zurück, die Binnennachfrage gewinnt zusehends an Stärke. Asien wird auch weiterhin die am stärksten wachsende Region der Welt bleiben.

Das Wachstum im *Vereinigten Königreich* wird sich im Verlauf des Prognosehorizonts etwas abschwächen. Die Zinserhöhungen werden sowohl die wirtschaftliche Aktivität als auch den Anstieg der Immobilienpreise drosseln. Die Exporte sollten vom Aufschwung im Euroraum profitieren und sich auch weiterhin dynamisch entwickeln.

Die Wirtschaft der *Schweiz* ist seit der zweiten Jahreshälfte 2003 auf einen relativ robusten Wachstumspfad eingeschwenkt. Das Wachstum steht nunmehr auf einer breiteren Basis, die Investitionstätigkeit hat sich beschleunigt. Die Abschwächung der Exporte im zweiten Quartal 2004 dürfte nur temporärer Natur gewesen sein. Die Ausfuhren sollten in Zukunft wieder im Einklang mit dem internationalen Umfeld zunehmen. Die seit Ende des Jahres 2003 zu beobachtenden deflationären Tendenzen dürften zu einem Ende gekommen sein. Das Wachstum in der Schweiz wird über den Prognosehorizont jeweils bei knapp unter 2% zu liegen kommen.

Das Wachstum in den *neuen EU-Mitgliedsländern* hat sich im Verlauf des Jahres 2004 zum Großteil beschleunigt. Treibende Kräfte des

Wachstums sind in erster Linie die Investitionen und der private Konsum. Für 2005 und 2006 ist mit einer anhaltend hohen Wachstumsdynamik zu rechnen, der Aufholprozess schreitet voran. Der zuletzt gestiegene Preisauftrieb sollte über den Prognosehorizont wieder abnehmen.

### 3.2 Moderater Aufschwung im Euroraum

Das Tempo der wirtschaftlichen Entwicklung im Euroraum hat sich ebenso wie die Dynamik der Weltwirtschaft im bisherigen Verlauf des Jahres 2004 abgeschwächt. Vor allem das dritte Quartal blieb gemäß den derzeit verfügbaren Schätzungen deutlich hinter den Erwartungen zurück. Die Exportdynamik hat sich im Einklang mit der Weltwirtschaft – zusätzlich belastet durch den steigenden Außenwert des Euro – abgeschwächt. Für die Jahre 2005 und 2006 wird aber mit einem anhaltend kräftigen Exportwachstum gerechnet.

Die Inlandsnachfrage beginnt verstärkt – nicht zuletzt gestützt durch niedrige Zinssätze – zum Wachstum beizutragen. Der private Konsum dürfte in der zweiten Jahreshälfte 2004 aufgrund der noch geringen Beschäftigungsdynamik und der starken Energiepreisanstiege nur moderat wachsen. Ab 2005 sollte der Konsum von einer besseren Beschäftigungslage und wieder sinkenden Inflationsraten profitieren. Allerdings führen die in vielen Ländern stattfindenden Diskussionen um Pensions- und Gesundheitsreformen zu gesteigener Unsicherheit und erhöhen tendenziell die Sparquote. Das Wachstum der Investitionen sollte sich ab der zweiten Jahreshälfte 2004 beschleunigen. Vorläufige Daten für das dritte Quartal bestätigen diese Erwartungen. Im Vergleich mit früheren Aufschwüngen wird jedoch mit

einem schwächeren Investitionswachstum gerechnet. Während sich das Wachstum der Ausrüstungsinvestitionen zusehends beschleunigen sollte, wird bei den Bauinvestitionen aufgrund einer erwarteten Abflachung des Immobilienpreisanstiegs eine Abschwächung der Dynamik unterstellt.

Die Inflation dürfte aufgrund der Erdölpreisentwicklungen bis zum Jahresende 2004 noch weiter steigen. Danach ist wieder mit einem Rück-

gang zu rechnen. Dafür zeichnet einerseits der erwartete Rückgang der Erdölpreise verantwortlich, andererseits ist aufgrund der moderaten Lohnentwicklung und der noch geringen Kapazitätsauslastung nicht mit einem nennenswerten heimischen Preisdruck zu rechnen. Zusätzlich dämpfend auf den Preisauftrieb wirkt sich der derzeit hohe Außenwert des Euro aus.

Tabelle 2

**Internationale Rahmenbedingungen der Prognose**

	2003	2004	2005	2006
	Veränderung zum Vorjahr in % (real)			
<b>Bruttoinlandsprodukt</b>				
Welt ohne Euroraum	+4,7	+5,4	+4,6	+4,5
USA	+3,0	+4,4	+3,4	+2,9
Japan	+2,5	+3,9	+2,0	+2,3
Asien ohne Japan	+7,4	+7,3	+6,4	+6,5
Lateinamerika	+1,9	+4,0	+4,4	+4,2
Vereinigtes Königreich	+2,2	+3,2	+2,9	+2,7
Neue EU-Mitgliedstaaten	+3,6	+4,7	+4,7	+5,3
Schweiz	-0,3	+1,8	+1,9	+1,9
Euroraum <sup>1</sup>	+0,5	1,6-2,0	1,4-2,4	1,7-2,7
<b>Welthandel</b>				
Importe i. w. S. der Welt	+5,2	+8,3	+7,6	+7,0
Welt außerhalb des Euroraums	+6,7	+9,7	+7,8	+7,1
Wachstum der Exportmärkte des Euroraums (real)	+6,0	+8,7	+8,0	+7,4
Wachstum der österreichischen Exportmärkte (real)	+4,6	+7,4	+7,5	+7,2
<b>Preise</b>				
Erdölpreis in USD/Barrel Brent	28,9	39,0	44,4	40,8
Drei-Monats-Zinssatz in %	2,3	2,1	2,2	2,2
Langfristiger Zinssatz in %	4,1	4,2	4,1	4,5
USD-/EUR-Wechselkurs	1,131	1,238	1,287	1,287
Nominell-effektiver Wechselkurs des Euro (Euroraum-Index)	100,03	103,98	106,16	106,16

Quelle: EZB.

<sup>1</sup> Ergebnis der Herbstprojektion 2004 des Eurosystems. Die EZB veröffentlicht die Ergebnisse in Form von Bandbreiten, wobei die Bandbreiten auf dem durchschnittlichen Prognosefehler früherer Projektionen beruhen.

Der wichtigste Handelspartner Österreichs, *Deutschland*, befindet sich nach wie vor in einer Wachstumsschwäche. Das Wachstum im dritten Quartal 2004 ist nahezu zum Stillstand gekommen. Die Exporte gingen gegenüber dem Vorquartal zurück, auch der private Konsum nahm ab. Die Investitionen nahmen hingegen stark zu. Damit könnte die erwartete Verbreiterung der im ersten Halbjahr 2004 ausschließlich exportgetragenen

Erholung eingesetzt haben. Das unterstellte Wachstum der Weltwirtschaft sollte auch weiterhin eine wichtige Triebfeder des deutschen Wachstums sein. Der private Konsum dürfte sich auch im Jahr 2005 nur moderat entwickeln.

Die Wirtschaft in *Frankreich* ist durch eine starke Binnennachfrage gekennzeichnet. Im dritten Quartal 2004 war zwar ein Rückgang der Binnennachfrage zu verzeichnen; die-

ser wird jedoch als vorübergehend eingestuft. Es wird erwartet, dass Frankreich auch in der nächsten Zeit stärker als der Euroraumdurchschnitt wachsen wird.

Das Wachstum in *Italien* wurde in den ersten drei Quartalen 2004 vor allem von den Investitionen getragen. Der private Konsum hat sich trotz guter Stimmung der Konsumenten nach wie vor nicht gefestigt. Von den Nettoexporten kommen derzeit ebenfalls kaum Wachstumsimpulse.

#### 4 Exporte bleiben Konjunkturstütze

Das außenwirtschaftliche Umfeld wird während des gesamten Prognosezeitraums von einer dynamischen Entwicklung des Welthandels geprägt. Der konjunkturelle Höhepunkt dürfte dabei aber in den USA und in Asien (ohne Japan) – den beiden wichtigsten weltwirtschaftlichen Wachstumsmotoren – bereits im Lauf des Jahres 2004 überschritten worden sein. Bedingt durch die verzögerte Erholung im Euroraum, insbesondere der beiden wichtigsten Handelspartner

Deutschland und Italien, wird das Wachstum der österreichischen Exportmärkte seinen Gipfel voraussichtlich erst 2005 erreichen.

Die Daten für das erste Halbjahr 2004 zeigen, dass die österreichischen Exporteure trotz der Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit im Zuge der Euro-Aufwertung ihre Marktanteile ausbauen konnten. Exportwachstumsraten wie im zweiten Quartal 2004, in dem die Exporte im Vergleich zum Vorquartal stark zulegen konnten, sind für die Zukunft nicht mehr zu erwarten. Die Exporte bleiben über den gesamten Prognosehorizont eine wesentliche Wachstumstütze. Für 2004 erwartet die OeNB ein reales Exportwachstum von 8,0%, das sich in den beiden Folgejahren nur geringfügig auf 7,4% bzw. 7,3% abschwächen wird.

Der Beitrag der Nettoexporte zum Wachstum des realen BIP, der im Jahr 2003 mit –1,5 Prozentpunkten stark negativ war, wird im Jahr 2004 auf +1,1 Prozentpunkte steigen. Mit der anziehenden Inlandsnachfrage

Tabelle 3

### Wachstum und Preise in der österreichischen Außenwirtschaft

	2002	2003	2004	2005	2006
	Veränderung zum Vorjahr in %				
<b>Exporte</b>					
Preise der Wettbewerber auf Österreichs Exportmärkten	–2,2	–5,6	–1,3	+0,4	+1,6
Exportdeflator	+0,6	+0,1	+0,9	+0,9	+1,1
Entwicklung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit	–2,8	–5,7	–2,2	–0,5	+0,5
Nachfrage auf Österreichs Exportmärkten (real)	+1,1	+4,6	+7,4	+7,5	+7,2
Österreichische Exporte i. w. S. (real)	+3,8	+1,4	+8,0	+7,4	+7,3
Marktanteile	+2,7	–3,2	+0,6	–0,1	+0,1
<b>Importe</b>					
Preise der internationalen Wettbewerber auf dem heimischen Markt	–0,8	–3,3	–0,5	+0,7	+1,5
Importdeflator	–1,2	–0,9	+1,1	+1,4	+1,1
Österreichische Importe i. w. S. (real)	–0,2	+4,8	+6,2	+7,5	+7,5
<b>Terms of Trade</b>	+1,8	+1,1	–0,2	–0,5	+0,0
	in Prozentpunkten				
<b>Beiträge der Nettoexporte zum BIP-Wachstum</b>	+1,9	–1,5	+1,1	+0,1	+0,0

Quelle: 2002 bis 2003: Eurostat, 2004 bis 2006: OeNB-Prognose vom Herbst 2004, Eurosystem.

wird sich in den Jahren 2005 und 2006 auch das Importwachstum beschleunigen und der Wachstumsbeitrag der Nettoexporte geht gegen null.

Die lebhaftete Investitionstätigkeit im Jahr 2003 führte aufgrund des hohen Importgehalts der Investitionen zu einer Passivierung der Leistungsbilanz ( $-0,5\%$  des BIP). Die Passivierung ist zur Gänze auf die deutliche Verringerung des Überschusses in der Güterbilanz zurückzuführen.

Der Exportboom in der ersten Jahreshälfte 2004 und die gute Auftragslage für den weiteren Jahresverlauf lassen eine Umkehrung des Vorjahrestrends erwarten. Ergebnisse der Transaktionsbilanz für das erste Halbjahr 2004 belegen, dass der Überschuss im Güterhandel deutlich über dem Vergleichswert des Vorjahres, aber auch über dem Rekordwert des Jahres 2002 liegt. Für den Prog-

nosezeitraum wird aufgrund der im internationalen Vergleich günstigen Entwicklung der Lohnstückkosten mit anhaltenden Überschüssen in der Güterbilanz gerechnet. Der mit der konjunkturellen Belebung steigende Importbedarf wird aber eine weitere Verbesserung in den Jahren 2005 und 2006 verhindern. Der Überschuss in der Dienstleistungsbilanz hat in den vergangenen Jahren kontinuierlich abgenommen. Die OeNB erwartet, dass dieser Trend im Prognosezeitraum zu Ende geht und sich der Saldo der Dienstleistungsbilanz bei einem leicht positiven Wert einpendelt. Das Muster der regionalen Zusammensetzung des Handelsbilanzsaldos, ein negativer Saldo mit den Ländern des Euroraums und ein deutlicher Überschuss mit den Ländern außerhalb des Euroraums, wird sich bis zum Jahr 2006 nicht ändern.

Tabelle 4

Österreichische Leistungsbilanz					
	2002	2003	2004	2005	2006
<i>in % des nominellen BIP</i>					
<b>Handelsbilanz</b>	2,0	1,1	2,0	2,0	1,9
Güterbilanz	1,7	0,4	1,9	1,6	1,7
Dienstleistungsbilanz	0,3	0,7	0,1	0,3	0,2
Euroraum	-3,6	-4,3	-4,5	-4,8	-5,0
Länder außerhalb des Euroraums	5,5	5,4	6,4	6,7	7,0
<b>Einkommensbilanz</b>	-0,8	-0,7	-0,8	-0,7	-0,7
<b>Transferbilanz</b>	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0
<b>Leistungsbilanz</b>	0,3	-0,5	0,1	0,2	0,2

Quelle: 2002 bis 2003: OeNB, 2004 bis 2006: OeNB-Prognose vom Herbst 2004.

Die Einkommensbilanz verzeichnete im ersten Halbjahr 2004 einen geringfügig höheren Abgang als im Vergleichszeitraum 2003. Für die Prognosejahre wird ein stabiler Saldo in Höhe von  $-0,7\%$  bis  $-0,8\%$  des nominellen BIP erwartet. Der Saldo der Transferbilanz – der hauptsächlich durch EU-Transaktionen bestimmt ist – bleibt über den Prognosehorizont konstant bei  $-1,0\%$  des BIP. Der Saldo

der gesamten Leistungsbilanz ist über den Prognosehorizont nahezu ausgeglichen.

## 5 Erdölpreisanstieg sorgt für zusätzlichen Preisauftrieb

Nach einer – gemessen am HVPI – sehr moderaten Inflationsrate von  $1,3\%$  im Jahr 2003, beschleunigte sich der Preisauftrieb im Jahr 2004

merklich und erreichte im November 2,3%. Die OeNB erwartet, dass zu Jahresbeginn 2005 der Höhepunkt der Inflationsrate mit knapp 2,5% erreicht werden wird. Im weiteren Jahresverlauf 2005 wird der Preisdruck merklich nachlassen und erst gegen Ende des Prognosehorizonts wieder geringfügig zunehmen. Die HVPI-Inflationsrate wird sich von 1,9% im Jahr 2004 auf 2,0% im Jahr 2005 beschleunigen und 2006 auf 1,7% zurückgehen.

Der prognostizierte Verlauf der Inflation wird ganz wesentlich von der Subkomponente Energie bestimmt. Den Terminkursen zufolge wird der Erdölpreis von 46,9 USD im vierten Quartal 2004 schrittweise auf 39,9 USD im vierten Quartal 2006 sinken. Die Subkomponente Energie, mit einem Gewicht von rund 7% am HVPI, erklärt in den Jahren 2004 und 2005 – getrieben von den hohen Erdölpreisen – ein Drittel der gesam-

ten Inflation. Im Jahr 2006 verschwindet der Inflationsbeitrag der Subkomponente Energie hingegen fast zur Gänze. Die Gefahr von nennenswerten Zweitrundeneffekten des Erdölpreisanstiegs wird weiterhin als sehr gering eingeschätzt. Die vorliegenden Lohnabschlüsse lassen erwarten, dass der eingeschlagene Weg der Lohnmoderation auch im Jahr 2005 nicht verlassen wird. Da über den gesamten Prognosezeitraum die Arbeitslosenquote kaum sinkt, wird auch für 2006 keine markante Beschleunigung der Lohninflation prognostiziert. Auch von der Nachfrageseite wird kein nennenswerter Preisdruck erwartet, die Produktionslücke wird sich erst gegen Ende 2006 schließen. Die Kerninflation, gemessen am HVPI ohne Energie, bleibt daher mit 1,6% bzw. 1,5% in den Jahren 2004 und 2005 relativ stabil und beschleunigt sich erst wieder im Jahr 2006 leicht auf 1,8%.

Tabelle 5

**Preis- und Kostenindikatoren für Österreich**

	2003	2004	2005	2006
	Veränderung zum Vorjahr in %			
HVPI	+1,3	+1,9	+2,0	+1,7
HVPI Energie	+1,0	+7,0	+8,0	+0,8
HVPI ohne Energie	+1,3	+1,6	+1,5	+1,8
Deflator des privaten Konsums	+1,5	+2,0	+1,9	+1,7
Investitionsdeflator	-0,3	+1,6	+1,7	+1,4
Importdeflator	-0,9	+1,1	+1,4	+1,1
Exportdeflator	+0,1	+0,9	+0,9	+1,1
Terms of Trade	+1,1	-0,2	-0,5	+0,0
BIP-Deflator	+1,6	+1,9	+1,6	+1,7
Lohnstückkosten	+1,4	+0,8	+0,7	+1,3
Arbeitnehmerentgelte je Arbeitnehmer	+1,9	+2,2	+2,3	+2,6
Arbeitsproduktivität	+0,9	+1,4	+1,7	+1,3
Tariflohnabschlüsse	+2,2	+2,1	+2,3	+2,5
Gewinnspannen <sup>1</sup>	+0,3	+1,1	+0,9	+0,4

Quelle: 2003: Eurostat, Statistik Austria, 2004 bis 2006: OeNB-Prognose vom Herbst 2004.

<sup>1</sup> BIP-Deflator durch Lohnstückkosten.

Wechselkurs- und Erdölpreisentwicklungen sind die wesentlichen Bestimmungsfaktoren der Terms of Trade. In der Vergangenheit führten die Aufwertungen des Euro gegen-

über dem US-Dollar in der Regel zu einer Verbesserung der Terms of Trade in Österreich, die Erhöhungen des Erdölpreises hingegen zu einer Verschlechterung. Für 2004 und 2005

wird erwartet, dass der Erdölpreiseffekt den Wechselkurseffekt dominiert und sich die Terms of Trade leicht um 0,2% bzw. 0,5% verschlechtern. Die Terms of Trade dürften im Jahr 2006 im Wesentlichen unverändert bleiben.

Das Produktivitätswachstum (reales BIP je Beschäftigten) wird 2005 seinen Höhepunkt erreichen. Im Jahr 2006 wird der erwartete leichte Wachstumsrückgang und die der Konjunktur nachhinkende Beschäftigungsentwicklung zu einem leicht rückläufigen Produktivitätswachstum führen. Die Lohnabschlüsse für das Jahr 2004 lagen bei 2,1%. Auch die Tariflohnabschlüsse für 2005 (+2,3%) dürften moderat bleiben. Für das Jahr 2006 werden aufgrund der wirtschaftlichen Entwicklung etwas höhere Lohnabschlüsse erwartet. Konjunkturbedingt werden auch die Überzahlungen leicht zunehmen. Die Gewinnspannen der Unternehmen wachsen hingegen nach drei unterdurchschnittlichen Jahren 2004 und 2005 – gestützt durch eine günstige Lohnstückkostenentwicklung – wieder etwas stärker, kräftiger steigende Lohnstückkosten lassen für das Jahr 2006 wieder ein moderateres Gewinnwachstum erwarten.

## 6 Inlandskonjunktur gewinnt im Verlauf des Jahres 2004 an Fahrt

### 6.1 Wachstumsimpuls der Steuerreform durch stärkeren Preisauftrieb, moderate Lohnabschlüsse und Finanzausgleichspaket gedämpft

Das schwache Wachstum der real verfügbaren Einkommen war bestimmend für die Entwicklung des Konsums der privaten Haushalte im Jahr 2003 und im ersten Halbjahr 2004. Für das zweite Halbjahr 2004 signalisieren die Vertrauensindikatoren der Europäischen Kommission für Österreich eine stabile Konsumententwicklung. Sowohl das Vertrauen der Konsumenten als auch jenes im Einzelhandel verharren seit mehreren Monaten nahe ihren langfristigen Durchschnittswerten. Die realen Einzelhandelsumsätze konnten in den letzten Monaten zwar leicht zulegen, allerdings fehlen nach wie vor deutliche Anzeichen für eine merkbare Beschleunigung des realen Konsumwachstums. Diese ist für das zweite Halbjahr 2004 auch nicht zu erwarten.

Durch den Anstieg der Erdölpreise liegt die aktuelle Inflationsrate über dem Wachstum der Tariflöhne, die Arbeitnehmer müssen daher Real-

Tabelle 6

## Determinanten des nominellen Haushaltseinkommens

### in Österreich

	2003	2004	2005	2006
Veränderung zum Vorjahr in %				
Arbeitnehmerentgelte	+2,2	+2,9	+3,2	+3,6
Unselbstständig Beschäftigte	+0,3	+0,7	+0,9	+1,0
Löhne je Beschäftigten	+2,4	+2,2	+2,3	+2,6
Selbstständigeneinkommen (netto) und Vermögenseinkommen	+2,2	+4,1	+5,4	+5,7
Nettotransfers abzüglich direkter Steuern <sup>1</sup>	+1,8	-5,4	-0,5	-6,0
Wachstumsbeiträge zum verfügbaren Haushaltseinkommen in Prozentpunkten				
Arbeitnehmerentgelte	+2,2	+2,4	+2,7	+3,0
Selbstständigeneinkommen (netto) und Vermögenseinkommen	+0,7	+1,2	+1,7	+1,8
Nettotransfers abzüglich direkter Steuern <sup>1</sup>	+0,3	-0,7	-0,1	-0,8
Verfügbares Haushaltseinkommen (nominell)	+3,1	+2,9	+4,3	+4,0

Quelle: 2003: Statistik Austria, 2004 bis 2006: OeNB-Prognose vom Herbst 2004.

<sup>1</sup> Negative Werte bedeuten eine Zunahme der (negativen) Nettotransfers abzüglich direkter Steuern, positive Werte eine Abnahme.

lohnverluste hinnehmen. Erst mit dem Abklingen der Erdölpreiseffekte ist wieder mit einem Anstieg der Reallöhne zu rechnen. 2004 und 2005 wird das Wachstum der Reallöhne mit 0,2% bzw. 0,4% deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt liegen, erst 2006 ist wieder mit einem durchschnittlichen Wachstum zu rechnen (+0,8%).

Trotz der schwachen Reallohnentwicklung wird aufgrund der zweiten Etappe der Steuerreform und der anziehenden Beschäftigung das verfügbare Haushaltseinkommen 2005 sprunghaft ansteigen. Die zweite Etappe der Steuerreform bringt im Jahr 2005 eine Entlastung der privaten Haushalte in Höhe von 1.250 Mio EUR; das entspricht 0,8% des verfügbaren Haushaltseinkommens. Die expansive Wirkung der Steuerreform auf den privaten Konsum und das Wirtschaftswachstum wird jedoch durch die Maßnahmen zur Spitals-

finanzierung im Rahmen des Finanzausgleichs zum Teil kompensiert. Diese belaufen sich auf rund 250 Mio EUR oder 0,15% des verfügbaren Haushaltseinkommens. Die OeNB erwartet, dass rund die Hälfte der verbleibenden Nettoentlastung von knapp 1 Mrd EUR in eine Erhöhung der Sparquote fließen und diese deshalb im Jahr 2005 um 0,35 Prozentpunkte ansteigen wird. Insgesamt werden die verfügbaren Haushaltseinkommen 2005 real mit +2,3% deutlich stärker wachsen als 2004 (+0,9%). Die privaten Haushalte können daher zusätzlich zu einem Konsumwachstum von 2,1% ihre Sparquote spürbar erhöhen. Im Jahr 2006 wird aufgrund des stärkeren Wachstums der Reallöhne und der Beschleunigung des Beschäftigungswachstums ebenfalls eine Ausweitung der Konsumausgaben um 2,1% erwartet.

Tabelle 7

Privater Konsum in Österreich				
	2003	2004	2005	2006
	Veränderung zum Vorjahr in %			
Verfügbares Haushaltseinkommen (nominal)	+3,1	+2,9	+4,3	+4,0
Konsumdeflator	+1,5	+2,0	+1,9	+1,7
Verfügbares Haushaltseinkommen (real)	+1,6	+0,9	+2,3	+2,2
Privater Konsum (real)	+0,6	+1,3	+2,1	+2,1
	in % des verfügbaren nominalen Haushaltseinkommens			
Sparquote	8,4	8,1	8,4	8,5

Quelle: 2003: Eurostat, 2004 bis 2006: OeNB-Prognose vom Herbst 2004.

### 6.2 Aufschwung erfasst Investitionen

Angesichts des verhaltenen Wirtschaftswachstums zeigte sich die Investitionstätigkeit im Jahr 2003 unerwartet lebhaft. Da das Wachstum im Wesentlichen auf das erste Quartal 2003 konzentriert war, dürfte der hohe Bedarf an Ersatzinvestitionen – nach zwei Jahren rückläufiger Investitionen – nur einen Teil der Investitionsbelebung erklären. Hinzu kommen zwei Sondereffekte: Erstens dürfte es

im Zusammenhang mit Flugzeugreparaturen immer wieder zu Verzerrungen in der Investitions- und Außenhandelsstatistik kommen. Im Fall von Großreparaturen an Flugzeugen im Ausland wird zunächst der gesamte Flugzeugwert BIP-neutral als Export und Desinvestition verbucht und nach erfolgter Reparatur – erneut BIP-neutral – als Import und Investition. Fallen die beiden Buchungen in unterschiedliche Quartale, kommt es zu



Verzerrungen in den BIP-Komponenten. Dies dürfte für das vierte Quartal 2002 und das erste Quartal 2003 in nennenswertem Ausmaß zutreffen. Zweitens setzte die Investitionszuwachsprämie Anreize, für das Jahr 2002 geplante Investitionsprojekte erst im Jahr 2003 zu realisieren.

Die Investitionstätigkeit war im ersten Halbjahr 2004 schwach, für beide Quartale wurden im Vergleich zum Vorquartal negative Wachstumsraten ausgewiesen. Die OeNB geht aber davon aus, dass sich die Investitionsnachfrage infolge der rasanten Exportentwicklung in der ersten Jahreshälfte 2004 im zweiten Halbjahr beschleunigt. Diese Einschätzung wird durch die markante Verbesserung der Kapazitätsauslastung gestützt. In der

Sachgüterindustrie liegt die Kapazitätsauslastung im vierten Quartal 2004 mit 82,4% bereits wieder über ihrem langjährigen Durchschnitt. Die Veränderung der Kapazitätsauslastung im Jahresabstand war in der Vergangenheit ein guter Vorlaufindikator für den Investitionszyklus (Grafik 2). Auch die Ergebnisse des WIFO-Investitionstests signalisieren eine zunehmende Investitionsbereitschaft. Schließlich sollten auch die günstigen Finanzierungsbedingungen und eine Erholung der Unternehmensgewinne ein Anspringen des Investitionszyklus unterstützen. Durch das Auslaufen der Investitionszuwachsprämie mit Jahresende 2004 sollte es außerdem zu Vorzieheffekten kommen.

Grafik 2



Das starke Investitionswachstum des Jahres 2003 von 6,2% wird im Jahr 2004 nicht erreicht werden. Der prognostizierte Anstieg von 1,5% bedeutet aber dennoch, dass die Investitionsquote mit 23,2% des BIP im langfristigen Durchschnitt bleibt. Die Senkung der Körperschaftsteuer im

Jahr 2005 schafft zwar keinen unmittelbaren starken Investitionsimpuls, erhöht aber mittel- und langfristig die Attraktivität des Unternehmensstandorts Österreich. Unterstützt von Akzeleratoreffekten wird für die Jahre 2005 und 2006 eine Beschleunigung der Investitionen auf 3,5% bzw.

3,4% erwartet. Die Investitionsquote liegt gegen Ende des Prognosehorizonts mit knapp 24% des BIP nur geringfügig unter dem historischen Höchstwert aus dem Jahr 2000.

Die Ausrüstungsinvestitionen als konjunkturreagibelste Investitionskomponente werden über den gesamten Prognosehorizont die stärksten Wachstumsraten aufweisen. Die Wohnbauinvestitionen gingen im Jahr 2003 um 4,3% zurück; für den Prognosezeitraum wird ein leicht positives Wachstum erwartet.

Mit dem Anspringen der Investitionstätigkeit in der zweiten Jahreshälfte 2004 werden auch die Lagerveränderungen das BIP-Wachstum unterstützen. Für das Jahr 2004 ergibt sich aufgrund des historischen Verlaufs noch ein negativer Wachstumsbeitrag von -0,2 Prozentpunkten. Für 2005 und 2006 wird ein positiver Beitrag von jeweils +0,1 Prozentpunkt erwartet.

### 6.3 Trotz steigender Beschäftigung stagniert Arbeitslosenquote aufgrund kräftigen Wachstums des Arbeitskräfteangebots

Die steigende Zahl der gemeldeten offenen Stellen, ein Indikator mit guten Vorlaufeigenschaften für den Arbeitsmarkt, hat den Anstieg der unselbstständig Beschäftigten im ers-

ten Halbjahr 2004 frühzeitig angezeigt. Aufgrund der weiterhin positiven Entwicklung dieses Indikators ist für die nächsten Monate mit einer Fortsetzung dieses Trends zu rechnen. Der Anstieg der Beschäftigung konzentriert sich dabei insbesondere auf den Dienstleistungssektor. In der Sachgüterindustrie und im Bauwesen ist gleichzeitig ein Ende des Stellenabbaus zu beobachten. Insgesamt wird im Jahr 2004 die Zahl der unselbstständig Beschäftigten um 0,7% zunehmen. In den Jahren 2005 und 2006 wird sich das Beschäftigungswachstum im Zuge der Konjunkturerholung auf 0,9% bzw. 1,0% beschleunigen. Die Beschäftigung im öffentlichen Sektor wird in den nächsten Jahren, ebenso wie die Zahl der selbstständig Beschäftigten, weiter abnehmen.

Trotz der Schaffung neuer Arbeitsplätze stagniert die Arbeitslosigkeit über den gesamten Prognosehorizont, da das Arbeitskräfteangebot überdurchschnittlich wächst. Zwei Faktoren zeichnen für diese Entwicklung verantwortlich: einerseits der starke Zuzug ausländischer Arbeitskräfte (sei es als Saisoniers oder als Arbeitskräfte mit längerer Aufenthaltsdauer), andererseits die erhöhte Erwerbsbeteiligung Älterer infolge der Pensionsreformen der Jahre 2000 und 2003. Insbesondere die schrittweise Ab-

Tabelle 8

Arbeitsmarktentwicklung in Österreich				
	2003	2004	2005	2006
	Veränderung zum Vorjahr in %			
<b>Gesamtbeschäftigung</b>	-0,2	+0,3	+0,6	+0,8
davon:				
Unselbstständig Beschäftigte	+0,3	+0,7	+0,9	+1,0
Selbstständig Beschäftigte	-2,1	-1,3	-0,4	-0,4
Öffentlich Beschäftigte	-0,5	-0,4	-0,5	-0,8
Vorgemerkte Arbeitslose	+3,9	+1,5	-0,2	-0,2
Arbeitskräfteangebot	+0,0	+0,4	+0,6	+0,7
	in %			
<b>Arbeitslosenquote laut Eurostat</b>	4,3	4,5	4,5	4,4

Quelle: 2003: Eurostat, 2004 bis 2006: OeNB-Prognose vom Herbst 2004.

schaffung der Frühpensionen wird auch noch mittelfristig zu einem höheren Wachstum des Arbeitskräfteangebots beitragen. Zusätzlich wird gegen Ende des Prognosehorizonts mit einer zyklisch bedingten Zunahme des Arbeitsangebots gerechnet. Insgesamt wird das Wachstum des Arbeitskräfteangebots in den Jahren 2004 bis 2006 bei 0,4%, 0,6% und 0,7% liegen. Die Arbeitslosenquote verharrt 2004 und 2005 bei 4,5% und geht erst im Jahr 2006 geringfügig auf 4,4% zurück.

## **7 Wechselkurs und Erdölpreis als Unsicherheitsfaktoren**

Die Konjunkturbelebung im ersten Halbjahr 2004 wurde in erster Linie von den Exporten getragen. In der vorliegenden Prognose erwartet die OeNB, dass sich der Aufschwung nun schrittweise auf die Inlandsnachfrage überträgt. Über das Ausmaß der Belebung der Investitionstätigkeit durch die Exporte herrscht jedoch noch weitgehend Unklarheit. Auch ist die Wirtschaft gerade zu Beginn eines Aufschwungs anfällig für externe Schocks. Dazu zählen vor allem eine weitere Aufwertung des Euro und ein dauerhaft höherer Erdölpreis. Eine weitere Euro-Aufwertung würde die Wettbewerbsfähigkeit der österreichischen Exporteure merklich belasten und damit die wichtigste Konjunkturstütze treffen. Der Prognose liegt die Annahme eines konstanten Wechselkurses von 1,29 USD/EUR zugrunde. Sollte mit Jahresbeginn 2005 der Euro gegenüber dem US-Dollar um 10% an Wert gewinnen, würde das Wachstum des BIP in Österreich in den Jahren 2005 und 2006 jeweils um zumindest 0,1 Prozentpunkt niedriger ausfallen. Gleichzeitig würde sich der Preisaufrtrieb

um 0,2 bzw. 0,1 Prozentpunkte verringern. Hinzu kommen indirekte Effekte, insbesondere über die engen Handelsverflechtungen mit Deutschland, sodass sich in Summe Wachstumseinbußen von knapp 0,2 Prozentpunkten pro Jahr ergeben können.

Ein weiterer Risikofaktor kann in der zukünftigen Entwicklung der Erdölpreise gesehen werden. Einerseits könnte ein höherer Erdölpreis eintreten, wenn die Förderkapazitäten die weltweite Nachfrage nicht befriedigen können; andererseits ist der Erdölpreis derzeit auch von Spekulationskäufen beeinflusst sowie mit einem Risikoaufschlag angesichts der anhaltenden geopolitischen Spannungen behaftet. Daher liegt ein deutlicher Rückgang der Preise ebenfalls im Bereich des Möglichen.

In der vorliegenden Prognose wird von einem graduellen Rückgang der Erdölpreise von 46,9 USD/Barrel Brent im vierten Quartal 2004 auf 39,9 USD/Barrel Brent im vierten Quartal 2006 ausgegangen. Mithilfe des OeNB-Makromodells wurde versucht, die Auswirkungen eines ab Jahresbeginn 2005 jeweils um 20% höheren Erdölpreises zu quantifizieren. Dabei wurden nicht nur die unmittelbaren Nachfrageeffekte einer Erdölpreiserhöhung, sondern auch angebotsseitige Kosten- und Substitutionseffekte berücksichtigt. Die höhere Erdölpreisannahme resultiert in einem um 0,15 bzw. 0,25 Prozentpunkte niedrigeren Wirtschaftswachstum in den Jahren 2005 und 2006. Die Inflationsrate, gemessen am HVPI, steigt um 0,3 bzw. 0,1 Prozentpunkte.

Ein leichtes Aufwärtsrisiko für das BIP-Wachstum ergibt sich aus der zweiten Etappe der Steuerreform. Die Senkung der Körperschaftsteuer und die Einführung der Gruppenbesteuerung im Jahr 2005 hat nur eine

geringfügige unmittelbare Senkung der Kapitalnutzungskosten zur Folge. Im Basisszenario wurde daher kein unmittelbar starker Investitionsimpuls angenommen. Es ist allerdings nicht auszuschließen, dass sich die im internationalen Vergleich gestiegene Attraktivität des Unternehmensstandorts Österreich schon im Prognosezeitraum in höheren Investitionen niederschlägt. Aufseiten der Konsumenten könnten die deutlichen Entlastungen das Vertrauen und damit die Konsumneigung der privaten Haushalte positiver als angenommen beeinflussen.

## 8 Revision gegenüber Frühjahrsprognose 2004 durch externe Annahmen bedingt

Die wichtigsten Veränderungen der außenwirtschaftlichen Rahmenbedingungen seit der Frühjahrsprognose 2004 betreffen die Erdölpreise, die Wechselkurse und das Wachstum auf Österreichs Exportmärkten.

Die Erdölpreise sind im Lauf der zweiten Jahreshälfte 2004 markant gestiegen. Für 2005 und 2006 liegen die technischen Erdölpreisannahmen jeweils rund 12 USD oder 40% über den Vergleichswerten der Frühjahrsprognose. Die Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar (knapp 10% im Vergleich zum Frühjahr) dämpft diesen Effekt etwas. Aufgrund des hohen Außenhandelsanteils Österreichs mit dem Euroraum sind die Veränderungen der nominell-effektiven Wechselkurse deutlich geringer. Die Finanzierungsbedingungen, gemessen an den kurz- und langfristigen Zinsen, sind seit der Frühjahrsprognose 2004 nahezu unverändert geblieben.

Die exportgetriebene Erholung im Euroraum stellte sich wie prognostiziert ein. Allerdings entwickelte sich die Importnachfrage im Euroraum noch dynamischer, als in der Frühjahrsprognose erwartet wurde. Dies bedingt ein um 1,3 Prozentpunkte stärkeres Wachstum der öster-

Tabelle 9

### Veränderung der externen Rahmenbedingungen seit der Frühjahrsprognose 2004

	Herbst 2004			Frühjahr 2004			Differenz		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2004	2005	2006
Veränderung zum Vorjahr in %									
Wachstum der österreichischen Exportmärkte	+7,4	+7,5	+7,2	+6,1	+7,2	+7,6	+1,3	+0,2	-0,4
Preise der Wettbewerber auf Österreichs Exportmärkten	-1,3	+0,4	+1,6	-1,4	+1,4	+1,2	+0,1	-1,1	+0,4
Preise der Wettbewerber auf Österreichs Importmärkten	-0,5	+0,7	+1,5	-1,1	+1,1	+1,1	+0,6	-0,5	+0,4
in USD									
Erdölpreis/Barrel Brent	39,0	44,4	40,8	34,6	31,8	29,2	+4,4	+12,5	+11,6
Veränderung zum Vorjahr in %									
Nominell-effektiver Wechselkurs auf der Exportseite	-1,3	-0,8	+0,0	-0,6	+0,3	+0,0	-0,7	-1,1	+0,0
Nominell-effektiver Wechselkurs auf der Importseite	-0,6	-0,3	+0,0	-0,4	+0,1	+0,0	-0,3	-0,4	+0,0
in %									
Drei-Monats-Zinssatz in %	2,1	2,2	2,2	2,1	2,1	2,1	+0,0	+0,1	+0,1
Langfristiger Zinssatz in %	4,2	4,1	4,5	4,3	4,4	4,5	-0,1	-0,3	+0,0
Veränderung zum Vorjahr in %									
BIP real, USA	+4,4	+3,4	+2,9	+4,6	+3,6	+3,0	-0,2	-0,2	-0,1
in USD/EUR									
USD-/EUR-Wechselkurs	1,24	1,29	1,29	1,20	1,19	1,19	+0,03	+0,10	+0,10

Quelle: ESZB.

reichischen Exportmärkte für das Jahr 2004. Für 2005 und 2006 wird hingegen ein nahezu unverändertes Wachstum angenommen.

Tabelle 13 listet die Ursachen für die Prognoserevisionen auf. Die Revisionen erklären sich aus neuen Daten, geänderten externen Annahmen und einem Rest. Der Einfluss neuer Daten erfasst im Fall des BIP die Auswirkungen von neuen Daten sowie von Datenrevisionen für das Jahr 2003

auf den statistischen Überhang<sup>2</sup> und damit auf das Jahreswachstum 2004. Beim HVPI fließen auch die für das Jahr 2004 bereits verfügbaren Monate ein. Die Auswirkungen der geänderten externen Annahmen wurden mithilfe des makroökonomischen Modells der OeNB simuliert. Der Rest umfasst unterschiedliche Experteneinschätzungen über die Entwicklung heimischer Größen, wie z. B. des öffentlichen Konsums.

Tabelle 10

**Aufteilung der Prognoserevisionen**

	BIP			HVPI		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006
	Veränderung zum Vorjahr in %					
<b>Herbstprognose 2004</b>	+1,8	+2,3	+2,1	+1,9	+2,0	+1,7
<b>Frühjahrsprognose 2004</b>	+1,5	+2,4	+2,5	+1,7	+1,5	+1,6
<b>Differenz</b>	+0,3	-0,1	-0,4	+0,2	+0,5	+0,2
<b>Verursacht durch:</b>						
Neue Daten <sup>1</sup>	+0,2	+0,1	x	+0,2	+0,2	x
Externe Annahmen	+0,1	-0,3	-0,3	+0,1	+0,5	+0,2
Sonstiges <sup>2</sup>	+0,0	+0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,0

Quelle: OeNB-Prognosen vom Herbst 2004 und Frühjahr 2004.

<sup>1</sup> Effekt neuer sowie revidierter historischer Daten.

<sup>2</sup> Unterschiedliche Annahmen über die Entwicklung heimischer Variablen wie Löhne, öffentlicher Konsum, Effekte steuerlicher Maßnahmen, sonstige Änderungen der Einschätzung, Modelländerungen.

Die Wachstumsaussichten für das Jahr 2004 wurden von 1,5% auf 1,8% nach oben revidiert. Ursachen sind die Revisionen historischer Wachstumsraten für das Jahr 2003, die einen höheren statistischen Überhang für das Wachstum im Jahr 2004 implizieren, die Verfügbarkeit neuer Daten (insbesondere das starke, von Exporten getragene Wachstum im zweiten Quartal) sowie Veränderungen der externen Annahmen, die ebenfalls einen leicht positiven Effekt auf das Wachstum haben. Für die Jahre 2005 und 2006 wurde das BIP-Wachstum hingegen um 0,1 bzw. 0,4 Prozentpunkte nach unten revidiert. In beiden Jahren dämpfen die nunmehr schlechteren außenwirtschaftlichen Rahmen-

bedingungen, insbesondere die höheren Erdölpreisannahmen, das Wachstum um jeweils 0,3 Prozentpunkte. Im Jahr 2005 wird dieser Effekt durch einen etwas höheren statistischen Überhang zum Teil kompensiert. Verändert hat sich auch die Zusammensetzung des Wachstums. Im Vergleich zur Frühjahrsprognose 2004 wird ein niedrigeres Investitionswachstum für die Jahre 2005 und 2006 erwartet. Das unerwartet starke Wachstum der Investitionen im Jahr 2003 hat den Bedarf an Ersatzinvestitionen deutlich gesenkt. Getrieben vom Anstieg der Energiepreise wurden die Inflationserwartungen für die Jahre 2004 bis 2006 um 0,2, 0,5 und 0,2 Prozentpunkte nach oben revidiert.<sup>2</sup>

<sup>2</sup> Der statistische Überhang ist ein Maß für die Beeinflussung des Jahreswachstums in einem Jahr durch das Wachstum in den einzelnen Quartalen des Vorjahres. Er entspricht der prozentualen Differenz zwischen dem Niveau der entsprechenden Variablen im letzten Quartal des Vorjahres im Verhältnis zum Jahresdurchschnitt des Vorjahres.

**8.1 Vergleich mit anderen Prognosen**

Die vorliegenden Prognosen für das Wachstum des realen BIP in Österreich liegen für die Jahre 2004 und 2005 in einem engen Bereich von 1,6% bis 2,1% bzw. 2,2% bis 2,5%. Die OeNB ist einerseits im Vergleich zu WIFO und IHS bei der Einschätzung der Inlandsnachfrage vorsichtiger. Andererseits erwartet die OeNB ein stärkeres Wachstum des Außenhandels. Die deutlich optimistischere OeNB-Einschätzung der Leistungs-

bilanz ist mit der Verfügbarkeit aktuellerer Daten zu erklären. Die vorliegenden Inflationsprognosen für das Jahr 2004 liegen naturgemäß eng beieinander. Die etwas höheren Inflationserwartungen der OeNB für 2005 sind auf die aktuellen Preisentwicklungen in den letzten Monaten zurückzuführen. Die Prognosen der Arbeitslosenquoten sind aufgrund zwischenzeitlicher Revisionen der historischen Reihen nicht miteinander vergleichbar.

Tabelle 11

Vergleich der aktuellen Wirtschaftsprognosen für Österreich															
Indikator	OeNB			WIFO		IHS		OECD			IWF		Europäische Kommission		
	November 2004			Oktober 2004		Oktober 2004		November 2004			September 2004		Oktober 2004		
	2004	2005	2006	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2006	2004	2005	2004	2005	2006
	Veränderung zum Vorjahr in %														
<b>Hauptergebnisse</b>															
BIP, real	+1,8	+2,3	+2,1	+1,9	+2,5	+2,1	+2,5	+1,8	+2,3	+2,6	+1,6	+2,4	+1,9	+2,4	+2,4
Privater Konsum, real	+1,3	+2,1	+2,1	+1,6	+2,5	+1,6	+2,6	+1,4	+2,3	+2,4	x	x	+1,2	+2,1	+2,4
Öffentlicher Konsum, real	+0,3	+0,2	+0,2	+0,5	+0,0	+0,0	+0,0	+0,2	+0,7	+1,4	x	x	+0,3	+0,5	+0,5
Bruttoanlageinvestitionen, real <sup>1</sup>	+1,5	+3,5	+3,4	+2,2	+3,5	+1,9	+3,5	+1,6	+3,0	+4,1	x	x	+2,9	+4,0	+4,3
Exporte, real	+8,0	+7,4	+7,3	+6,0	+6,2	+6,4	+6,1	+8,1	+8,0	+7,9	x	x	+5,6	+5,7	+5,6
Importe, real	+6,2	+7,5	+7,5	+4,7	+6,4	+5,2	+5,9	+7,1	+8,1	+8,2	x	x	+5,0	+5,6	+6,1
BIP je Erwerbstätigen	+1,4	+1,7	+1,3	+1,4	+1,6	+1,3	+1,7	x	x	x	x	x	+1,4	+1,7	+1,6
BIP-Deflator	+1,9	+1,6	+1,7	+1,3	+1,8	+1,8	+2,0	+2,1	+1,9	+1,4	+1,5	+1,5	+1,1	+1,2	+1,2
VPI	x	x	x	+2,1	+2,0	+2,0	+1,9	x	x	x	+1,7	+1,6	x	x	x
HVPI	+1,9	+2,0	+1,7	+2,1	+1,9	x	x	+1,9	+1,9	+1,4	x	x	+2,1	+1,8	+1,4
Lohnstückkosten	+0,8	+0,7	+1,3	+0,9	+1,2	x	x	x	x	x	x	x	+1,1	+0,8	+1,0
Beschäftigte	+0,3	+0,6	+0,8	+0,6	+0,9	+0,7	+0,8	+0,5	+0,7	+1,0	x	x	+0,5	+0,7	+0,8
	in %														
Arbeitslosenquote <sup>2</sup>	4,5	4,5	4,4	4,2	4,1	4,2	4,1	5,8	5,8	5,5	4,4	4,2	4,2	3,9	3,4
	in % des nominellen BIP														
Leistungsbilanz	0,1	0,2	0,2	-0,7	-0,8	-0,8	-0,4	-0,1	0,0	0,1	-1,0	-1,1	x	x	x
Öffentliches Defizit	-1,4	-2,0	-1,8	-1,3	-1,9	-1,3	-1,8	-1,5	-2,1	-2,1	-1,2	-1,8	-1,3	-2,0	-1,7
<b>Prognoseannahmen</b>															
Erdölpreis															
in USD/Barrel Brent	39,0	44,4	40,8	36,0	38,0	36,0	37,0	47,0	45,5	44,0	37,3	37,3	39,3	45,1	40,1
Kurzfristiger Zinssatz in %	2,1	2,2	2,2	2,1	2,1	2,0	2,3	2,1	2,1	2,7	2,4	3,1	x	x	x
USD-/EUR-Wechselkurs	1,24	1,29	1,29	1,23	1,23	1,22	1,21	1,30	1,30	1,30	1,22	1,21	1,23	1,24	1,24
	Veränderung zum Vorjahr in %														
BIP real, Euroraum	1,6-2,0	1,4-2,4	1,7-2,7	+1,9	+2,3	+2,0	+2,3	+1,8	+1,9	+2,5	+2,2	+2,2	+2,1	+2,0	+2,2
BIP real, USA	+4,4	+3,4	+2,9	+4,3	+3,0	+4,5	+3,0	+4,4	+3,3	+3,6	+4,3	+3,5	+4,4	+3,0	+2,9
BIP real, Welt	+4,9	+4,3	+4,2	x	x	x	x	x	x	x	+5,0	+4,3	+5,0	+4,2	+4,2
Welthandel	+8,3	+7,6	+7,0	+8,5	+7,0	+16,0	+8,0	9,5	9,0	9,5	+8,8	+7,2	+9,9	+8,1	+7,7

Quelle: OeNB, WIFO, IHS, OECD, IWF, Europäische Kommission.

<sup>1</sup> Für IHS: Bruttoinvestitionen.

<sup>2</sup> Eurostat-Definition; für OECD: Definition der OECD.

## 9 Tabellenanhang Detaillierte Ergebnistabellen

Tabelle 12

### Nachfragekomponenten (real)

2003: verkettete Volumenangaben (Referenzjahr = 2000), 2004 bis 2006: zu Preisen von 1995.

	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
	in Mio EUR				Veränderung zum Vorjahr in %			
Privater Konsum	121.340	115.911	118.353	120.828	+0,6	+1,3	+2,1	+2,1
Öffentlicher Konsum	38.695	37.171	37.246	37.320	+0,4	+0,3	+0,2	+0,2
Bruttoanlageinvestitionen	48.053	47.979	49.666	51.366	+6,2	+1,5	+3,5	+3,4
davon: Ausrüstungsinvestitionen	19.015	20.026	20.806	21.699	+5,5	+2,6	+3,9	+4,3
Wohnbauinvestitionen	9.527	9.309	9.486	9.689	-4,3	+1,7	+1,9	+2,1
Investitionen in Nichtwohnbauten und sonstige Investitionen	19.523	18.644	19.375	19.978	+13,0	+0,4	+3,9	+3,1
Lagerveränderungen (inkl. statistischer Diskrepanz)	2.245	840	1.194	1.349	x	x	x	x
Inlandsnachfrage	210.333	201.902	206.459	210.864	+2,3	+0,7	+2,3	+2,1
Exporte insgesamt	107.495	122.202	131.231	140.821	+1,4	+8,0	+7,4	+7,3
Importe insgesamt	101.832	117.877	126.708	136.272	+4,8	+6,2	+7,5	+7,5
Nettoexporte	5.663	4.325	4.523	4.550	x	x	x	x
<b>Bruttoinlandsprodukt</b>	215.996	206.228	210.982	215.413	+0,8	+1,8	+2,3	+2,1

Quelle: 2003: Statistik Austria; 2004 bis 2006: OeNB-Prognose vom Herbst 2004.

Tabelle 13

### Nachfragekomponenten (laufende Preise)

	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
	in Mio EUR				Veränderung zum Vorjahr in %			
Privater Konsum	126.920	132.143	137.489	142.804	+2,1	+3,4	+4,0	+3,9
Öffentlicher Konsum	40.635	42.659	43.631	44.627	+2,5	+2,3	+2,3	+2,3
Bruttoanlageinvestitionen	48.648	53.052	55.827	58.539	+5,9	+3,2	+5,2	+4,9
Lagerveränderungen (inkl. statistischer Diskrepanz)	987	1.027	1.650	1.827	x	x	x	x
Inlandsnachfrage	217.190	228.881	238.596	247.797	+3,2	+2,9	+4,2	+3,9
Exporte insgesamt	109.062	127.698	138.305	150.099	+1,5	+9,0	+8,3	+8,5
Importe insgesamt	100.110	124.397	135.545	147.373	+3,8	+7,4	+9,0	+8,7
Nettoexporte	8.953	3.301	2.761	2.727	x	x	x	x
<b>Bruttoinlandsprodukt</b>	226.142	232.181	241.357	250.523	+2,3	+3,7	+4,0	+3,8

Quelle: 2003: Statistik Austria; 2004 bis 2006: OeNB-Prognose vom Herbst 2004.

Tabelle 14

### Nachfragekomponenten (Deflatoren)

	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
	2003: 2000 = 100, 2004 bis 2006: 1995 = 100				Veränderung zum Vorjahr in %			
Privater Konsum	104,6	114,0	116,2	118,2	+1,5	+2,0	+1,9	+1,7
Öffentlicher Konsum	105,0	114,8	117,1	119,6	+2,1	+2,0	+2,1	+2,1
Bruttoanlageinvestitionen	101,2	110,6	112,4	114,0	-0,3	+1,6	+1,7	+1,4
Inlandsnachfrage (exkl. Lagerveränderungen)	103,9	113,3	115,4	117,4	+1,2	+1,9	+1,9	+1,7
Exporte insgesamt	101,5	104,5	105,4	106,6	+0,1	+0,9	+0,9	+1,1
Importe insgesamt	98,3	105,5	107,0	108,1	-0,9	+1,1	+1,4	+1,1
Terms of Trade	103,2	99,0	98,5	98,6	+1,1	-0,2	-0,5	+0,0
<b>Bruttoinlandsprodukt</b>	104,7	112,6	114,4	116,3	+1,6	+1,9	+1,6	+1,7

Quelle: 2003: Statistik Austria; 2004 bis 2006: OeNB-Prognose vom Herbst 2004.

Tabelle 15

Arbeitsmarkt								
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
	in 1.000				Veränderung zum Vorjahr in %			
Erwerbstätige insgesamt	4.078,3	4.072,2	4.098,5	4.131,0	+0,3	+0,3	+0,6	+0,8
davon: Privater Sektor	3.601,2	3.596,8	3.625,4	3.661,9	+0,4	+0,4	+0,8	+1,0
Unselbstständig Beschäftigte lt. VGR	3.327,8	3.349,3	3.378,4	3.413,5	+0,3	+0,7	+0,9	+1,0
	in %							
Arbeitslosenquote lt. Eurostat	4,3	4,5	4,5	4,4	x	x	x	x
	in % des realen BIP							
Lohnstückkosten in der Gesamtwirtschaft <sup>1</sup>	64,8	69,6	70,1	71,0	+1,4	+0,8	+0,7	+1,3
	in 1.000 EUR (2003: verkettete Volumenangaben (Referenzjahr = 2000), 2004 bis 2006: zu Preisen von 1995)							
Arbeitsproduktivität in der Gesamtwirtschaft	53,2	50,6	51,5	52,1	+0,9	+1,4	+1,7	+1,3
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer, real <sup>2</sup>	32,7	30,9	31,1	31,3	+0,4	+0,2	+0,4	+0,8
	zu laufenden Preisen in 1.000 EUR							
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer, brutto	34,2	35,3	36,1	37,0	+1,9	+2,2	+2,3	+2,6
	zu laufenden Preisen in Mio EUR							
Arbeitnehmerentgelte insgesamt, brutto	113.746	118.139	121.953	126.384	+2,2	+2,9	+3,2	+3,6

Quelle: 2003: Statistik Austria; 2004 bis 2006: OeNB-Prognose vom Herbst 2004.

<sup>1</sup> Bruttolohnsumme durch reales BIP.

<sup>2</sup> Bruttolohnsumme je Arbeitnehmer durch Konsumdeflator.

Tabelle 16

Leistungsbilanz								
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
	in Mio EUR				in % des nominellen BIP			
<b>Handelsbilanz</b>	2.586,7	4.555,3	4.711,1	4.811,1	1,1	2,0	2,0	1,9
Güterbilanz	968,2	4.349,6	3.973,1	4.200,5	0,4	1,9	1,6	1,7
Dienstleistungsbilanz	1.618,5	205,7	738,0	610,7	0,7	0,1	0,3	0,2
Euroraum	-9.647,3	-10.350,5	-11.543,5	-12.645,9	-4,3	-4,5	-4,8	-5,0
Länder außerhalb des Euroraums	12.234,0	14.905,9	16.254,6	17.457,0	5,4	6,4	6,7	7,0
<b>Einkommensbilanz</b>	-1.623,3	-1.891,0	-1.745,6	-1.745,6	-0,7	-0,8	-0,7	-0,7
<b>Transferbilanz</b>	-2.073,3	-2.375,6	-2.432,0	-2.568,5	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0
<b>Leistungsbilanz</b>	-1.110,0	288,8	533,5	497,1	-0,5	0,1	0,2	0,2

Quelle: 2003: OeNB; 2004 bis 2006: OeNB-Prognose vom Herbst 2004.



Tabelle 17

**Quartalsverlauf der Prognoseergebnisse**

	2004	2005	2006	2004				2005				2006			
				Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
<i>Veränderung zum Vorjahr in %</i>															
<b>Preise, Löhne, Kosten</b>															
HVPI	+1,9	+2,0	+1,7	+1,4	+2,0	+2,0	+2,3	+2,3	+2,2	+2,0	+1,6	+1,6	+1,7	+1,8	+1,8
HVPI ohne Energie	+1,6	+1,5	+1,8	+1,6	+1,6	+1,5	+1,5	+1,5	+1,6	+1,5	+1,5	+1,7	+1,8	+1,9	+2,0
Deflator des privaten Konsums	+2,0	+1,9	+1,7	+1,5	+2,1	+2,3	+2,1	+2,1	+1,7	+1,9	+1,9	+1,8	+1,7	+1,7	+1,8
Deflator der Bruttoanlageinvestitionen	+1,6	+1,7	+1,4	+1,1	+1,4	+1,8	+2,1	+2,1	+1,8	+1,5	+1,3	+1,2	+1,4	+1,4	+1,5
BIP-Deflator	+1,9	+1,6	+1,7	+2,2	+1,9	+1,7	+1,7	+1,8	+1,7	+1,5	+1,4	+1,5	+1,6	+1,7	+1,8
Lohnstückkosten	+0,8	+0,7	+1,3	+1,7	+0,9	+0,5	+0,1	+0,2	+0,5	+0,8	+1,2	+1,2	+1,2	+1,3	+1,3
Löhne pro Beschäftigten, nominell	+2,2	+2,3	+2,6	+2,3	+2,5	+2,2	+2,0	+2,1	+2,1	+2,4	+2,7	+2,6	+2,6	+2,6	+2,6
Produktivität	+1,4	+1,7	+1,3	+0,6	+1,5	+1,7	+1,9	+1,9	+1,6	+1,6	+1,5	+1,4	+1,3	+1,3	+1,2
Löhne pro Beschäftigten, real	+0,2	+0,4	+0,8	+0,8	+0,3	-0,1	-0,1	+0,0	+0,4	+0,5	+0,8	+0,8	+0,8	+0,8	+0,8
Importdeflator	+1,1	+1,4	+1,1	+0,4	+1,2	+0,9	+1,9	+1,2	+1,6	+1,6	+1,1	+1,0	+1,0	+1,1	+1,3
Exportdeflator	+0,9	+0,9	+1,1	+0,5	+2,5	+0,4	+0,0	+1,2	+0,0	+1,0	+1,3	+1,3	+1,2	+1,1	+1,0
Terms of Trade	-0,2	-0,5	+0,0	+0,1	+1,3	-0,5	-1,8	+0,0	-1,6	-0,6	+0,2	+0,3	+0,2	+0,0	-0,2
<i>zu Preisen von 1995, Veränderung zum Vorjahr (Jahreswerte) bzw. zum Vorquartal (Quartalswerte) in %</i>															
<b>Wirtschaftliche Aktivität</b>															
BIP	+1,8	+2,3	+2,1	+0,4	+0,9	+0,5	+0,5	+0,6	+0,6	+0,5	+0,5	+0,5	+0,5	+0,5	+0,5
Privater Konsum	+1,3	+2,1	+2,1	+0,3	+0,5	+0,4	+0,4	+0,6	+0,6	+0,6	+0,5	+0,5	+0,5	+0,5	+0,5
Öffentlicher Konsum	+0,3	+0,2	+0,2	-0,1	-0,1	+0,2	+0,0	+0,0	+0,0	+0,0	+0,1	+0,1	+0,0	+0,0	+0,0
Bruttoanlageinvestitionen	+1,5	+3,5	+3,4	-0,3	-0,5	+1,0	+1,2	+0,8	+1,0	+0,8	+0,9	+0,8	+0,8	+0,8	+0,8
davon: Ausrüstungsinvestitionen	+2,6	+3,9	+4,3	-1,5	+0,0	+0,9	+1,3	+0,7	+1,3	+1,0	+1,1	+1,2	+1,0	+0,9	+0,8
Wohnbauinvestitionen <sup>1</sup>	+1,7	+1,9	+2,1	+0,5	-0,2	+0,2	+0,1	+0,7	+0,8	+0,6	+0,5	+0,5	+0,5	+0,5	+0,5
Exporte	+8,0	+7,4	+7,3	+0,6	+5,8	+2,0	+1,1	+1,4	+1,6	+1,7	+1,8	+1,8	+1,8	+1,8	+1,8
Importe	+6,2	+7,5	+7,5	-0,7	+4,0	+2,2	+1,3	+1,6	+1,8	+1,8	+1,9	+1,9	+1,8	+1,8	+1,8
<i>Wachstumsbeiträge zum realen BIP in Prozentpunkten</i>															
Inlandsnachfrage	+1,2	+2,0	+2,0	+0,1	+0,2	+0,5	+0,5	+0,5	+0,6	+0,5	+0,5	+0,5	+0,5	+0,5	+0,5
Nettoexporte	+1,1	+0,1	+0,0	+0,8	+1,1	+0,0	-0,1	-0,1	-0,1	+0,0	+0,0	+0,0	+0,0	+0,0	+0,1
Lagerveränderungen	-0,5	+0,2	+0,1	-0,4	-0,4	+0,1	+0,1	+0,1	+0,0	+0,0	+0,0	+0,0	+0,0	+0,0	+0,0
<i>in %</i>															
<b>Arbeitsmarkt</b>															
Arbeitslosenquote lt. Eurostat	4,5	4,5	4,4	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,4	4,4	4,4
<i>Veränderung zum Vorjahr (Jahreswerte) bzw. zum Vorquartal (Quartalswerte) in %</i>															
Gesamtbeschäftigung	+0,3	+0,6	+0,8	+0,0	+0,2	+0,1	+0,1	+0,2	+0,2	+0,2	+0,2	+0,2	+0,2	+0,2	+0,2
davon: Privater Sektor	+0,4	+0,8	+1,0	+0,0	+0,3	+0,2	+0,2	+0,2	+0,2	+0,2	+0,3	+0,3	+0,3	+0,3	+0,2
Unselbstständig Beschäftigte	+0,7	+0,9	+1,0	+0,2	+0,2	+0,2	+0,2	+0,2	+0,2	+0,2	+0,3	+0,3	+0,3	+0,3	+0,3
<i>zu Preisen von 1995, Veränderung zum Vorjahr (Jahreswerte) bzw. zum Vorquartal (Quartalswerte) in %</i>															
<b>Zusätzliche Variablen</b>															
Verfügbares Haushaltseinkommen	+0,9	+2,3	+2,2	+0,2	+0,1	+0,6	+0,3	+0,9	+0,6	+0,5	+0,5	+0,6	+0,6	+0,5	+0,5
<i>in % des verfügbaren realen Haushaltseinkommens (Sparquote) bzw. in % des realen BIP (Output-Gap)</i>															
Sparquote der privaten Haushalte	8,1	8,4	8,5	8,1	7,9	8,1	8,1	8,4	8,4	8,4	8,4	8,5	8,5	8,6	8,6
Output-Gap	-0,9	-0,5	-0,3	-1,0	-0,9	-0,9	-0,7	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2

Quelle: OeNB-Prognose vom Herbst 2004. Quartalswerte saisonbereinigt.

<sup>1</sup> Ohne sonstige Bauinvestitionen und sonstige Investitionen.

# Determinanten der Sparquote der privaten Haushalte in Österreich

Werner Dirschmid,  
Ernst Glatzer<sup>1</sup>

*In Österreich und in anderen Industrieländern ist in den letzten Jahrzehnten eine rückläufige Sparquote der privaten Haushalte zu beobachten. Für Österreich wird im Rahmen eines Fehlerkorrekturmodells festgestellt, dass das Einkommenswachstum, der Realzinssatz, die Inflationsrate, die Sozialausgaben und der öffentliche Budgetsaldo die Sparentscheidungen der privaten Haushalte beeinflussen. Die Ergebnisse gewinnen vor dem Hintergrund der Alterung der Gesellschaft und der dadurch ausgelösten Reform der Pensionssysteme wirtschaftspolitische Bedeutung. In Zukunft müssen die privaten Haushalte eine stärkere Eigenvorsorge betreiben und ihre Sparanstrengungen intensivieren. Wie die Ergebnisse zeigen, kann dies durch produktivitätssteigernde Maßnahmen erreicht werden, die Einkommenswachstum generieren und dadurch das private Sparen fördern.*

## 1 Einleitung

In der herkömmlichen ökonomischen Theorie kommt der Sparquote große Bedeutung zu, da ein unmittelbarer Zusammenhang zwischen Spar- und Investitionsquote und Wirtschaftswachstum postuliert wird. So beobachten Feldstein und Horioka (1980) für 21 Industrieländer vom Beginn der Sechzigerjahre bis Mitte der Siebzigerjahre, dass Investitionen und heimisches Sparkapital positiv miteinander korreliert sind. Im Zeitalter der Globalisierung und der starken Verschränkung der internationalen Kapitalmärkte sollten die heimischen Sparanstrengungen aber nicht mehr wachstumsentscheidend sein. Kapitallücken können durch ausländische Kapitalströme geschlossen werden, wie das aktuelle Beispiel der USA zeigt.

In den letzten Jahrzehnten ist die Sparquote in vielen Industrieländern zurückgegangen. Die langfristigen Bestimmungsgründe, die für den Rückgang der Sparquote verantwortlich sind, bekommen angesichts der demographischen Entwicklung wirtschaftspolitische Relevanz. Der Alterungsprozess in der Gesellschaft zwingt zur Reform der Pensionsversicherungssysteme und wirft die Frage auf, ob privates Sparen Forderungen

gegenüber dem staatlichen Sozialsystem ergänzen bzw. teilweise ersetzen kann und ob in Anbetracht der notwendigen Eigenvorsorge ausreichend durch die privaten Haushalte gespart wird (Börsch-Supan/Brugiavini, 2001).

Die Sparquote<sup>4</sup> der privaten Haushalte in Österreich erreichte mit annähernd 15% im Jahr 1991 einen Höchstwert. Innerhalb von sechs Jahren halbierte sie sich und fiel auf einen historischen Tiefstand von 7,4%. Seither deutet nichts darauf hin, dass sich das private Sparen wieder dem durchschnittlichen Niveau der Vergangenheit (1960 bis 2002) von 11,3% annähert.

In anderen Ländern ist eine ähnliche Entwicklung zu beobachten. Wie Tabelle 1 zeigt, haben sich die Sparquoten zum Teil deutlich zurückgebildet.

Besonders hervorzuheben ist die Entwicklung in Japan, wo die private Sparquote von durchschnittlich 23,7% in den Siebzigerjahren auf durchschnittlich 7,5% in den Jahren 2000 bis 2002 zurückging. Einen ähnlich starken Rückgang verzeichnete Australien. In Europa fällt vor allem Italien auf, das in den Achtzigerjahren mit teilweise über 30% die höchste Sparquote in Europa aufwies. Zu

Wissenschaftliche  
Begutachtung:  
Michael Wüger,  
WIFO.

<sup>3</sup> Für Kommentare möchten die Autoren Gerhard Fenz, Manfred Fluch, Ernest Gnan, Johann Scharler, Martin Schneider, Martin Schürz, Maria Teresa Valderrama und Irmgard Wenko danken. Beate Resch leistete wertvolle statistische Unterstützung.

<sup>4</sup> Zur Definition der Sparquote siehe Anhang.

Grafik 1

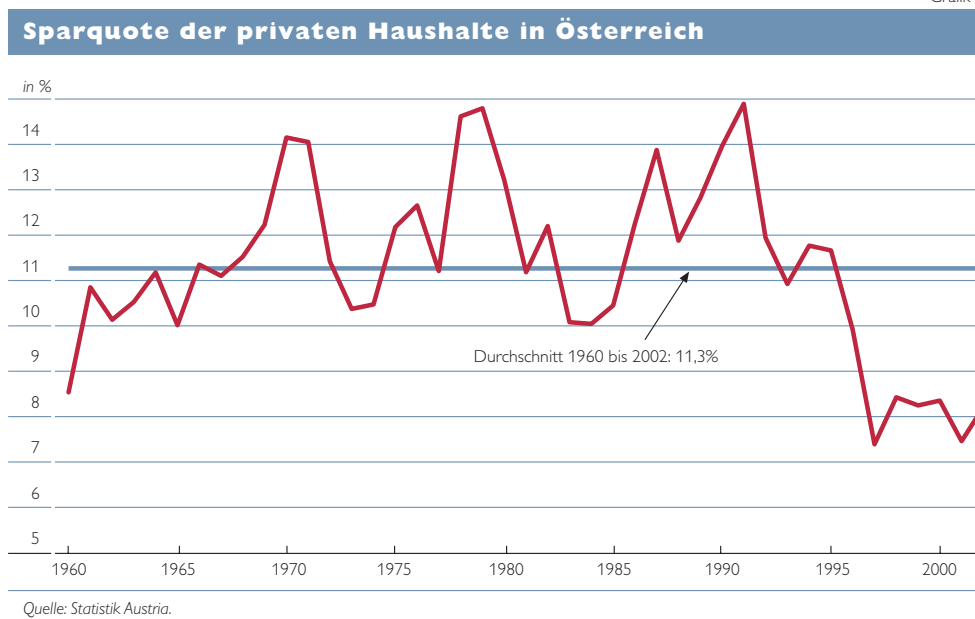


Tabelle 1

**Vergleich der Sparquoten privater Haushalte in ausgewählten Ländern**

	1970–1979	1980–1989	1990–1999	2000–2002
	Durchschnitt in %			
USA	9,6	9,0	5,2	2,1
Japan	23,7	16,3	12,3	7,5
Deutschland	13,0	12,8	11,6	10,2
Kanada	12,0	15,3	9,1	4,4
Australien	14,2	11,1	5,0	1,7
Österreich	12,6	11,8	10,9	8,0
Italien	x	29,4	22,7	15,5
Vereinigtes Königreich	7,9	8,9	9,0	5,9
Belgien	20,8	15,9	17,1	14,0
Finnland	3,1	3,0	3,8	-0,9
Niederlande	4,1	14,3	13,9	8,1
Spanien	14,8	11,6	13,1	10,5
Irland	16,5	12,3	10,7	10,2

Quelle: OECD.

Beginn der Jahrtausendwende hatte sich die Sparquote um die Hälfte reduziert.

## 2 Determinanten der Sparquote in der ökonomischen Literatur

Aufgrund der Bedeutung des Sparens für die volkswirtschaftliche Kapitalbildung hat der Rückgang des Sparens das wissenschaftliche Interesse hinsichtlich der Gründe geweckt. De Serres und Pelgrin (2003) gehen der Frage nach, inwieweit der Rückgang

der Sparquoten in OECD-Ländern nicht nur auf steigende Vermögenspreise in den Neunzigerjahren, sondern auch auf andere, nicht durch die Finanzmärkte hervorgerufene Effekte zurückgeführt werden kann. Ihre Ergebnisse zeigen, dass das private Sparen negativ vom öffentlichen Sparen, dem Alterungsprozess in der Gesellschaft und den Realzinsen bestimmt wird. Positive Einflüsse kommen von der Veränderung der Terms-of-Trade und dem Produktivitätswachstum. Callen und Thimann

(1997) untersuchen ebenfalls OECD-Länder, wobei sie sich schwerpunktmäßig auf den Einfluss des Steuer- und Sozialversicherungssystems auf das Sparen der privaten Haushalte konzentrieren. Demnach begünstigen Steuersysteme, die sich auf eine indirekte Besteuerung stützen, das Haushaltssparen, während eine stärkere direkte Besteuerung das private Sparaufkommen dämpft. Ebenso führen höhere staatliche Transfers zu einem geringeren Sparen. Ul Haque, Pesaran und Sharma (1999) finden keinen statistisch signifikanten, langfristigen Einfluss des gesamtwirtschaftlichen Wachstums, der Inflationsrate, des Realzinssatzes, der Vermögensausstattung und der demographischen Entwicklung auf das private Sparen. Ihre Untersuchung zeigt stattdessen eine starke Reaktion der privaten Haushalte auf die öffentliche Finanzlage. Wenn der öffentliche Überschuss zurückgeht, wird der Rückgang fast zur Gänze durch ein höheres Sparen der privaten Haushalte kompensiert.

Masson, Bayoumi und Samiei (1998), Edwards (1995) und Loayza, Schmidt-Hebbel und Servén (2000) erweitern den Länderkreis und untersuchen die Einflussfaktoren auf das Sparverhalten in Industrie- und Entwicklungsländern. Weniger entwickelte Länder haben geringe Sparquoten, sobald aber das Einkommensniveau steigt, steigt auch die Sparneigung. Ebenso beeinflusst die Entwicklung der Finanzmärkte das Sparverhalten positiv. Je tiefer und breiter die Finanzmärkte sind, desto höher fällt das Sparen aus.

Für Österreich zeigt Gugerell (1980), inwieweit das Sparverhalten neben makroökonomischen Variablen wie Einkommen, Zinsen und Preisen auch durch Erwartungen der privaten

Haushalte in Bezug auf ihre finanzielle Situation erklärt werden kann. Pollan (1988) untersucht den Einfluss von Arbeitslosigkeit und Inflation auf die Entwicklung der Spareinlagen. Einen Schwerpunkt der ausführlichen Studie von Jäger und Neusser (1988) zur Theorie des Konsum- und Sparverhaltens bildet der Zusammenhang zwischen privatem Sparverhalten und Fiskalpolitik in Österreich, der auch von Neck (1993) eingehend untersucht wird.

Die vorhandenen Arbeiten zu Österreich stellen entweder die Einflüsse auf den Konsum dar und leiten dann – aufgrund der engen Beziehung zwischen Konsum- und Sparverhalten – die Auswirkungen auf das Sparen ab; oder sie verwenden mit dem Geldkapital bzw. den Spareinlagen nur einen Teil des volkswirtschaftlichen Sparens und lassen die Realvermögensbildung außer Acht.

Die vorliegende Studie unterscheidet sich in mehrfacher Hinsicht von den angeführten Untersuchungen zu Österreich. Zum einen wird explizit die Sparquote als abhängige und damit zu untersuchende Variable dargestellt. Zum anderen wird der Einfluss aller vorhandenen Bestimmungsfaktoren auf die Sparquote simultan getestet, anstatt einzelne Einflüsse isoliert zu betrachten. Zusätzlich werden neue Faktoren eingeführt, die bisher für Österreich noch nicht untersucht wurden. Aufgrund des Beobachtungszeitraums von vier Jahrzehnten können Schlüsse auf das langfristige Sparverhalten in Österreich gezogen werden.

Die Studie ist wie folgt aufgebaut: Im dritten Kapitel werden die theoretischen Grundlagen zum Sparverhalten, die im Modell angewendet werden, vorgestellt. Das vierte Kapitel stellt das Modell vor, mit dem Ein-

flussfaktoren auf die österreichische Sparquote getestet werden. Kapitel 5 diskutiert die Ergebnisse und vergleicht sie mit den bisherigen Untersuchungen zu Österreich. Schlussfolgerungen runden die Arbeit ab.

### 3 Theoretische Grundlage des Sparverhaltens

Die theoretische Grundlage der vorliegenden Untersuchung stützt sich im Kern auf die Lebenszyklushypothese von Modigliani und Brumberg (1954). Sie besagt, dass die Konsumentscheidungen des Individuums einem intertemporalen Entscheidungsprozess unterliegen, der die Nutzenmaximierung zum Ziel hat. In seiner einfachsten Ausprägung unterteilt das Modell die Lebenszeit des Individuums in eine Erwerbs- und in eine Pensionszeit. Das Individuum baut in der Erwerbszeit Vermögen auf, das dann in der Pensionszeit, wenn mit Einkommensrückgängen zu rechnen ist, verwendet wird, um das gewohnte Konsumniveau halten zu können.

Aus dieser Modellstruktur kommt dem Einkommenswachstum und der Altersstruktur der Bevölkerung eine besondere Rolle bei der Erklärung der gesamtwirtschaftlichen Sparquote zu (Deaton, 1992, Modigliani, 1986). Das Einkommenswachstum beeinflusst das private Sparen über die höhere Produktivität der jüngeren Generation in der Bevölkerung gegenüber der älteren Generation. Bei gleicher Sparneigung kommt es zu einem positiven Nettosparen, weil die relativen Einkommensanteile der jungen gegenüber der älteren Bevölkerung zunehmen. Zum anderen ist die demographische Entwicklung bzw. die Altersstruktur der Bevölkerung eine entscheidende Determinante der Sparquote. Je höher der Anteil

der nicht im Erwerbsleben stehenden Bevölkerung, desto stärker wirkt der Vermögensabbau in diesem Lebensabschnitt. Eine Überalterung der Bevölkerung führt demnach zu einer niedrigeren Sparquote, weil das Sparen der Aktivbevölkerung durch das negative oder geringe Sparen der nicht mehr im Erwerbsleben Stehenden gedrückt wird.

Wie Browning und Crossley (2001) und Attanasio (1999) ausführen, stellt das beschriebene Lebenszyklusmodell einen allgemeinen Rahmen zur Verfügung, der nicht alle Aspekte, die die Konsum- und Sparentscheidungen beeinflussen, erfassen kann. Vielmehr müssen innerhalb dieses Rahmens weitere Einflussfaktoren berücksichtigt werden, um die Realität besser abbilden zu können. Ein Aspekt, den die Lebenszyklushypothese ausklammert, sind psychologische Ursachen für das Sparverhalten. So weist Thaler (1994) darauf hin, dass nicht von jedem Individuum angenommen werden kann, dass es sein Leben als ein Maximierungsproblem betrachtet und dementsprechend löst. Sparen im Kontext der Lebenszyklushypothese folgt einem strengen Schema, das Verzicht auf Gegenwartskonsum verlangt. Mangelnde Selbstkontrolle und Kurzsichtigkeit der Individuen stehen diesem Verhalten entgegen.

Neben dem Einkommenswachstum und der demographischen Entwicklung werden im verwendeten Modell noch weitere potenzielle Einflussfaktoren auf das Sparverhalten berücksichtigt. Einer dieser Einflussfaktoren ist die Zinsentwicklung, wobei der Effekt auf das Sparverhalten theoretisch nicht eindeutig ist. Bei hohen Zinsen werden die privaten Haushalte den Gegenwartskonsum einschränken und mehr sparen, um

in Zukunft mehr konsumieren zu können. Dem wirkt entgegen, dass sich die Haushalte aufgrund der besseren Ertragsaussichten einem höheren Einkommen in der Zukunft gegenübersehen. Das erlaubt es ihnen, den Gegenwartskonsum zu erhöhen und zukünftige Einkommenszuwächse vorwegzunehmen. Welcher der beiden Effekte überwiegt, ist a priori unbestimmt. Die empirische Überprüfung des Zinseinflusses kommt auch zu keinen einheitlichen Resultaten. So findet Bosworth (1993) einen positiven Koeffizienten für die Zinsvariable in Zeitreihenschätzungen für einzelne Länder, aber einen negativen Koeffizienten, wenn er eine länderübergreifende Panelschätzung durchführt.

Eine weitere Ergänzung betrifft die Berücksichtigung unvollkommener Kreditmärkte. Wenn sich die privaten Haushalte nicht verschulden können, konsumieren sie weniger als sie beabsichtigen, was zu einem höheren Sparen führt. Weiters führen Liquiditätsbeschränkungen, die gegenwärtig nicht bindend sind, sehr wohl aber in der Zukunft effektiv werden können, dazu, dass die Haushalte mehr sparen, um mögliche Einkommensrückgänge ausgleichen zu können (Zeldes, 1989). Nach Jappelli und Pagano (1994) lassen sich internationale Unterschiede im privaten Sparen auf Liquiditätsbeschränkungen zurückführen. Diese bestehen unter anderem in der Höhe der Eigenmittel beim Hauskauf und gesetzlichen Restriktionen bei der Kreditvergabe.

Nach Feldstein (1976) beeinflussen öffentliche Pensionssysteme das private Sparen, da die Haushalte privates Vermögen durch Forderungen gegenüber dem Sozialversicherungssystem ersetzen. Die Stärke der Vermögenssubstitution hängt davon ab,

inwieweit die Pensionsansprüche als gleichwertig mit herkömmlichen Sparanlagen gesehen werden. Zum anderen wirkt ein Ruhestandseffekt, der die privaten Haushalte veranlasst, den Vermögensaufbau während der Erwerbszeit zu intensivieren. Durch das öffentliche Pensionssystem können sie ihr Arbeitsangebot einschränken und früher in Pension gehen. Damit sind sie aber kürzer erwerbstätig und müssen den Vermögensabbau über eine längere Pensionszeit verteilen. Der Ruhestandseffekt hängt dabei von der Lebenserwartung und der Einkommensersatzrate ab.

Unsicherheit in Form von Inflation und Arbeitslosigkeit kann die optimale Verteilung der Ressourcen auf Gegenwart und Zukunft ebenfalls verändern. Inflation bildet dabei die allgemeine makroökonomische Unsicherheit ab, die nach Deaton (1977) zu einem höheren Sparaufkommen führt, da in Zeiten einer allgemeinen Inflation Steigerungen von Konsumentenpreisen als relative Preissteigerungen missinterpretiert werden. Es kommt zu Kaufzurückhaltung. Als Indikator für die individuelle Einkommensunsicherheit wird Arbeitslosigkeit herangezogen. Nach Carroll (1992) führen die Erwartung von Arbeitslosigkeit und die damit verbundene Einkommensunsicherheit zu Vorsichtssparen.

Weiters kann die öffentliche Verschuldung das private Sparen beeinflussen. Barro (1974) argumentiert, dass die Haushalte bei entsprechend langem Planungshorizont die intertemporale Budgetrestriktion des Staats bei ihren Sparscheidungen berücksichtigen. Verschuldet sich der Staat und finanziert seine Ausgaben nicht über Steuern, so werden die Haushalte ihr Sparaufkommen steigern, weil sie davon ausgehen, dass

in Zukunft zur Schuldentilgung die Steuern wieder erhöht werden müssen.

#### 4 Einflussfaktoren der Sparquote in Österreich – empirische Schätzungen

Die verwendeten Daten, die im Anhang näher beschrieben werden, überspannen den Zeitraum von 1960

bis 2002. Da die Liste von potenziellen Einflussgrößen umfangreich ist, wird anstatt eines streng strukturierten theoretischen Modells ein relativ einfacher empirischer Ansatz verwendet, um die Hauptdeterminanten der privaten Sparquote zu finden. Durch das Schätzen unterschiedlicher Gleichungen werden jene Größen eliminiert, die nichts zur Erklärung des Verlaufs der Sparquote beitragen.

#### Ökonometrische Schätzmethode

*Da sich Spar- und Konsumverhalten langsam ändern, werden die Zusammenhänge nicht mittels einfacher Regression, sondern mithilfe eines Fehlerkorrekturmodells geschätzt. Dieses ermöglicht die Schätzung eines langfristigen Zusammenhangs zwischen den Variablen und gleichzeitig die Modellierung des kurzfristigen Verhaltens. Das Fehlerkorrekturmodell wird allgemein durch folgende Modellgleichung dargestellt:*

$$\Delta Y_t = \beta_1 \Delta X_{1t} + \beta_2 \Delta X_{2t} + \dots + \beta_n \Delta X_{nt} + \gamma(Y_{t-1} - \alpha_0 - \alpha_1 X_{1t-1} - \alpha_2 X_{2t-1} - \dots - \alpha_n X_{nt-1}) + \varepsilon_t.$$

*Die Gleichung besteht aus zwei Teilen. Dabei beschreibt der erste Teil (geschrieben in Veränderungen der Variablen) kurzfristige Schwankungen bzw. wie schnell das System dem (neuen) Gleichgewichtszustand zustrebt. Der zweite Teil (der Ausdruck innerhalb der Klammern) beschreibt dabei den langfristigen Gleichgewichtszustand, dem das System zustrebt. Dieser Ausdruck enthält die um eine Periode verzögerten Abweichungen vom Gleichgewicht. Dadurch ergibt sich bei einer Abweichung vom Gleichgewicht in der nächsten Periode ein Effekt in Richtung zum Gleichgewicht, falls der Koeffizient  $\gamma$  negativ ist. Die Größe des Koeffizienten  $\gamma$  entspricht der Geschwindigkeit, mit der sich die Sparquote in Richtung Gleichgewicht bewegt.*

*Voraussetzung für ein Fehlerkorrekturmodell ist das Bestehen einer Kointegrationsbeziehung zwischen den Variablen. Dafür ist einerseits erforderlich, dass die Variablen integriert sind (im einfachsten Fall von der Ordnung 1) und andererseits, dass die Residuen aus der Regression dieser Variablen stationär sind. Deshalb wurden ADF-Tests durchgeführt, die zeigten, dass die Sparquote, der Realzinssatz und die Inflationsrate nichtstationär sind. Thury und Wüger (1994, 2001) leiten ein Fehlerkorrekturmodell für das Konsumverhalten der österreichischen Haushalte her. Aus der Tatsache, dass Konsum und Einkommen kointegriert sind, folgt die Stationarität der Sparquote. Mit Daten bis zum Jahr 2002 zeigt sich jedoch, dass die Sparquote nichtstationär ist.*

*Zunächst wird eine langfristige Beziehung zwischen den wichtigsten Variablen geschätzt. Dazu zählen das Einkommenswachstum, der Realzinssatz und die Inflationsrate. Die Residuen dieser Regression wurden mittels ADF-Test auf Stationarität geprüft. Da dieser Test keinen Hinweis auf Nichtstationarität erbrachte, wurde eine Kointegrationsbeziehung zwischen den Variablen angenommen.*

*Im nächsten Schritt wurde das Fehlerkorrekturmodell mit verschiedenen Kombinationen von erklärenden Variablen geschätzt. Nach Elimination aller nicht signifikanten Größen lautet die endgültige Spezifikation wie folgt:*

$$\Delta S_t = \beta_1 \Delta g_t + \beta_2 \Delta r_t + \beta_3 \Delta z_t + \gamma(S_{t-1} - (\alpha_0 + \alpha_1 g_{t-1} + \alpha_2 r_{t-1} + \alpha_3 \pi_{t-1} + \alpha_4 n_{t-1})) + \varepsilon_t.$$

*S ... Sparquote der privaten Haushalte*

*g ... Wachstumsrate des realen verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte*

*r ... Realzinssatz*

*z ... Sozialausgaben des Staats in Prozent des verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte*

*$\pi$  ... Inflationsrate*

*n ... Budgetsaldo*

In folgender Tabelle sind die Ergebnisse der Schätzung zusammengefasst:

**Schätzergebnisse**

Abhängige Variable:  $\Delta$  Sparquote

	Koeffizient	Standardfehler	t-Wert
$\Delta$ Einkommenswachstum	0,61	0,09	6,81
$\Delta$ Realzinssatz	0,69	0,19	3,60
$\Delta$ Sozialausgaben	0,90	0,28	3,22
Anpassungskoeffizient	-0,52	0,12	-4,31
Konstante	1,05	1,61	0,66
Einkommenswachstum	0,97	0,24	3,96
Realzinssatz	1,16	0,26	4,40
Inflationsrate	0,62	0,19	3,33
Budgetsaldo	-0,35	0,17	-2,08

Der adjustierte R<sup>2</sup>-Wert lag bei 0,65 und die Durbin-Watson-Statistik lag bei 2,10, was keinen Hinweis auf serielle Korrelation bedeutet. Ein Breusch-Godfrey-Test erbrachte ebenfalls keine Anzeichen auf serielle Korrelation. Mittels White-Test wurde geprüft, ob die Residuen Heteroskedastizität aufweisen. Der Test zeigte, dass dieses Problem beim verwendeten Modell nicht vorlag.

Der Anpassungskoeffizient beträgt -0,52; d. h., dass die privaten Haushalte innerhalb einer Periode etwa die Hälfte einer aufgetretenen Abweichung von ihrer geplanten Sparquote wieder ausgleichen. Das negative Vorzeichen gewährleistet die Stabilität des Modells.

Nach den vorliegenden empirischen Schätzungen (siehe Kasten „Ökonometrische Schätzmethode“) wird die Sparquote sowohl kurzfristig als auch langfristig positiv vom Einkommenswachstum beeinflusst. Der kurzfristige Koeffizient beträgt dabei 0,61 und der langfristige 0,97. Das bedeutet, dass bei einem Anstieg des realen Einkommenswachstums um 1 Prozentpunkt die Sparquote kurzfristig um 0,61 Prozentpunkte und längerfristig um ungefähr 1 Prozentpunkt zunimmt. Eine der zentralen Hypothesen von Modigliani (1986) ist, dass das Einkommenswachstum das private Sparen beeinflusst. Die Haushalte legen ihren Konsumentscheidungen das Lebenseinkommen zugrunde, passen ihr Konsumverhalten aufgrund von eingefahrenen Verhaltensmustern aber nur zögerlich besseren Einkommensperspektiven an. Dadurch nimmt das Sparen zu.

Die privaten Haushalte reagieren bei ihren Sparentscheidungen relativ stark auf Änderungen des Realzinssatzes. Bei einer Erhöhung des Realzinssatzes um 1 Prozentpunkt steigt die

Sparquote kurzfristig um etwa 0,69 Prozentpunkte. Langfristig beträgt der Effekt sogar 1,16 Prozentpunkte. In beiden Fällen ist der Koeffizient positiv, d. h., die Haushalte verschieben durch das Sparen den Gegenwartskonsum in die Zukunft. Dieses Ergebnis steht im Kontrast zu früheren Untersuchungen zur Zinselastizität der Haushalte in Österreich. Wüger (1985) kam in einem internationalen Vergleich zum Ergebnis, dass die privaten Haushalte in Österreich auf ein höheres Zinsniveau hauptsächlich durch Umschichtungen ihres Geldvermögens reagieren und nicht zusätzlich sparen. In anderen Ländern sei die Spartätigkeit im Vergleich zu Österreich insgesamt zinsreagibler. Gugerell (1980) führte das geringe Zinsbewusstsein in Österreich in den Siebzigerjahren auf die Inflationserfahrungen und die Nominalzinskonstanz in der Geldpolitik zurück.

Der Einfluss des Sozialsystems auf die privaten Sparentscheidungen wurde zunächst durch das Pensionseinkommen getestet und stellte sich als nicht signifikant heraus. In einem



weiteren Schritt wurden die Sozialausgaben der öffentlichen Hand in Relation zum verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte als Indikator herangezogen. Der Indikator zeigt, welcher Anteil des Einkommens vom Staat – über Beiträge der privaten Haushalte – finanziert wird und nicht durch eine eigene Vorsorge der privaten Haushalte abgedeckt werden muss. Nach unserer Schätzung haben die Sozialausgaben keinen langfristigen, aber einen starken kurzfristigen Effekt auf die Sparquote. Sie steigt um 0,90 Prozentpunkte, wenn der Anteil der Sozialausgaben am verfügbaren Einkommen um 1 Prozentpunkt steigt.

Obwohl die Sozialausgaben in der langfristigen Vermögensplanung der privaten Haushalte keine Rolle spielen, spiegelt der positive Sparanreiz der Sozialausgaben in kurzer Frist den Ausbau des Sozialsystems in den letzten Jahrzehnten wider. Er verhalf breiten Bevölkerungsschichten zu Versorgungsansprüchen und versetzte sie in die Lage, ihr Vorsorgesparen für unvorhergesehene Notlagen und Einkommensunsicherheiten zu reduzieren und stattdessen ein Vermögen eigener Art aufzubauen. Verstärkt wurde der Effekt durch eine gezielte staatliche Vermögenspolitik, die in Form der Sparförderung unterschiedliche Finanzanlagen unterstützte. Nach Inderst, Mooslechner und Unger (1990) erreichte die Förderung dabei beträchtliche Ausmaße. Allein zwischen 1970 und 1980 soll der Anteil des geförderten Geldvermögens am gesamten privaten Finanzvermögen nach Schätzungen von 8,5% auf rund 20% gestiegen sein.

Im Gegensatz zu den Sozialausgaben hat die Inflationsrate keinen direkten Einfluss auf die kurzfristigen Sparentscheidungen der privaten Haushal-

te, sehr wohl aber einen indirekten Einfluss über den Realzinssatz. Langfristig bewirkt ein Anstieg der Inflationsrate ein Wachstum der Sparquote um 0,62 Prozentpunkte. Zwei Gründe können dafür angeführt werden. Zum einen können Haushalte bei langfristigen Inflationserwartungen Preissteigerungen beim Realvermögen ausnützen und verstärkt in Immobilien und sonstige Sachwerte investieren. Zum anderen spielt das Geldvermögen in der Vermögensbildung eine wichtige Rolle und macht einen Großteil der Bevölkerung gegenüber Inflation anfällig. Realvermögensverluste, die durch Preissteigerungen ausgelöst werden, werden dabei durch verstärkte Sparanstrengungen der privaten Haushalte ausgeglichen, um sich dem langfristigen Vermögensgleichgewicht wieder anzunähern. Zu ähnlichen Schlussfolgerungen kommt auch Pollan (1988). Er unterstellt, dass die privaten Haushalte ein bestimmtes Verhältnis von Spareinlagen zu Einkommen anstreben. Während der Zeit hoher Inflationsraten in den Siebzigerjahren errechnet er hohe Inflationsverluste bei den Spareinlagen, die das angeführte Verhältnis störten. Den Anstieg der Sparquote in den Jahren 1975 und 1976 führt Pollan darauf zurück, dass die Haushalte ein langfristiges Vermögensziel verfolgen und den gewohnten Stand an realen Spareinlagen wieder aufbauen wollten.

Die Arbeitslosenrate als zweiter Unsicherheitsfaktor ist in der vorliegenden Spezifikation nicht signifikant. Bisherige Arbeiten zum Einfluss der Arbeitslosigkeit auf private Sparscheidungen kommen zu unterschiedlichen Ergebnissen. Pollan (1988) vermutet für die erste Hälfte der Achtzigerjahre, dass die damalige schlechte Arbeitsmarktlage die Haushalte veran-

lasste, ihre Spareinlagen über den Trend der vergangenen Jahre anzuheben, um der gestiegenen Einkommensunsicherheit zu begegnen. Zwar stellen Spareinlagen nur einen Teil des Gesamtvermögens der Haushalte dar, aber aufgrund ihrer hohen Liquidität eignen sie sich bei kurzfristigen Einkommensausfällen besser als Vorsorgekapital als Realvermögen und sonstiges Finanzvermögen. Nach dem bereits erwähnten Zeitquerschnittsvergleich von Wüger (1985) konnte für Österreich kein statistisch messbarer Einfluss der Arbeitslosenquote auf die Sparquote nach der zweiten Erdölkrise festgestellt werden. Wüger führt dies unter anderem auf die sozialen Absicherungsmaßnahmen in Österreich zurück, die ein Vorsichtssparen nicht in dem Ausmaß notwendig machten wie in Ländern mit einem weniger gut ausgebauten Sozialnetz.

Der Budgetsaldo in Prozent des BIP hat einen langfristigen Effekt von  $-0,35$  Prozentpunkten, d. h., dass die privaten Haushalte bei steigendem Budgetdefizit (sinkendem Budgetsaldo) stärker sparen. Hier zeigen sich Anzeichen dafür, dass die Haushalte in ihrer intertemporalen Ressourcenallokation die öffentliche Verschuldung teilweise berücksichtigen und zukünftige Steuerveränderungen vorwegnehmen. Vorliegende Untersuchungen zu den Auswirkungen der Fiskalpolitik in Österreich auf Konsum und Sparen kommen demgegenüber zu konträren Ergebnissen. Neck (1993) schätzte Konsumfunktionen, die als erklärende Variable unterschiedliche Finanzindikatoren des öffentlichen Sektors enthalten. Seine Ergebnisse verwerfen die Hypothese, dass es in Österreich Ricardianische Äquivalenzeffekte gibt. Jäger und Neusser (1988) kamen zu gleichen

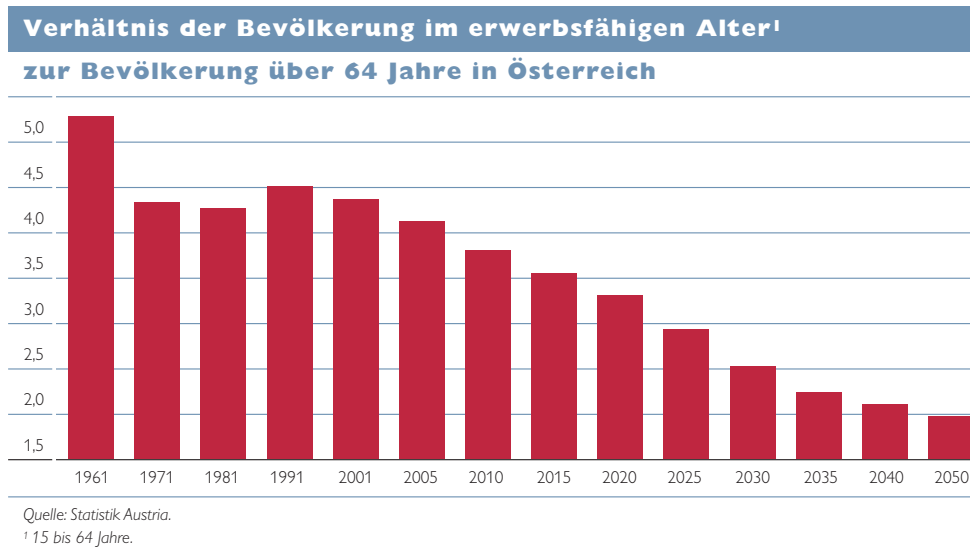
Schlussfolgerungen, d. h., eine Erhöhung der Budgetdefizite führt nicht zu einer Verminderung des Konsums bzw. zu einem höheren Sparen. Allerdings liegen diese Untersuchungen schon längere Zeit zurück.

Abschließend soll noch auf zwei potenzielle Einflussfaktoren, die sich in der Schätzung als nicht signifikant herausstellten, eingegangen werden. Zum einen wurde getestet, inwieweit die privaten Haushalte in Österreich Kreditbeschränkungen unterliegen und sie dadurch zum Sparen angehalten werden. Als Indikator wurde die Haushaltsverschuldung herangezogen, die in den letzten drei Jahrzehnten eine rasante Beschleunigung zeigte. Zwischen 1970 und 2002 stieg die Kreditverschuldung der privaten Haushalte von 10% auf knapp die Hälfte des verfügbaren Einkommens; dass keine Liquiditätsbeschränkungen in Österreich vorliegen, könnte mit der Liberalisierung der Finanzmärkte seit der zweiten Hälfte der Siebzigerjahre zusammenhängen. Zu den getroffenen Maßnahmen zählte damals der Abbau von Marktzutrittsbeschränkungen für Banken, die Aufhebung von Kreditwachstumsvorgaben und die Erlaubnis, Konsumentenkredite zu bewerben (Braumann, 2002).

Weiters hatten demographische Veränderungen, wie sie durch das Verhältnis der Anzahl der Pensionisten zu den Erwerbstätigen abgebildet werden, ebenfalls keinen signifikanten Einfluss auf die Sparquote. Das kann zum einen daran liegen, dass ältere private Haushalte aufgrund von Vererbungsmotiven und als Vorsorge für Gesundheitsausgaben sparen, was einen raschen Vermögensabbau im Alter verhindert.

Zum anderen hat sich die Altersstruktur in den letzten 40 Jahren nur langsam verändert. Der Anteil der

Grafik 2



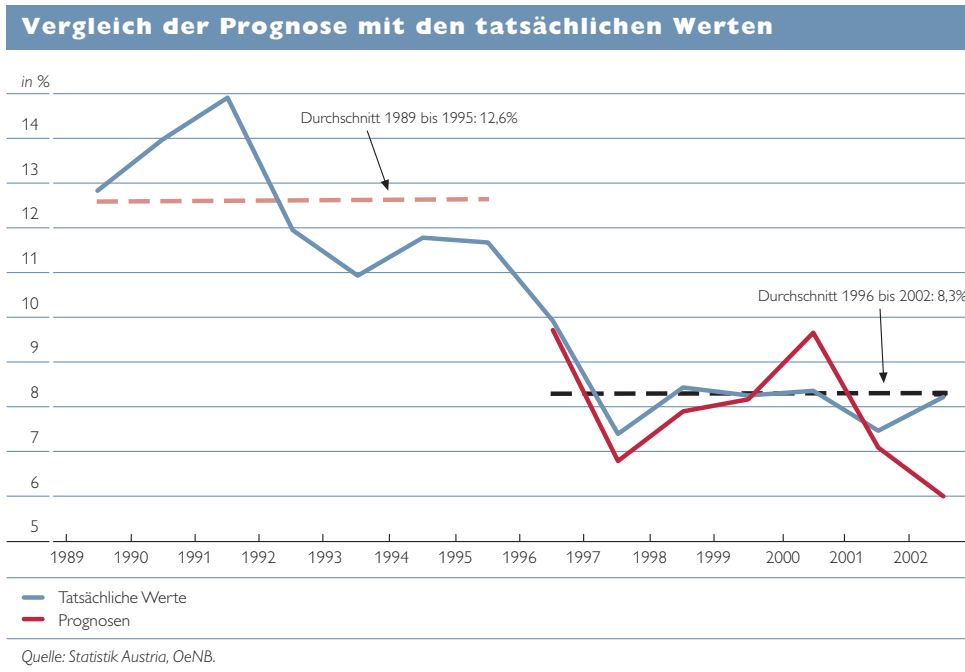
Personen im Alter von 15 bis 64 Jahren an der Gesamtbevölkerung in Österreich erhöhte sich zwischen 1961 und 2001 von 65,3% auf 67,7%, während sich der Anteil der über 64-Jährigen im gleichen Zeitraum um 3,1 Prozentpunkte auf 15,5% vergrößerte. In den nächsten Jahrzehnten könnte sich diese Situation jedoch grundlegend ändern. Wie Projektionen zeigen, wird sich das Verhältnis der Personen im erwerbsfähigen Alter zur Bevölkerung über 64 Jahre aufgrund sich beschleunigender Alterungsprozesse in der Gesellschaft deutlich verkleinern (Grafik 2). Die Babyboom-Generation befindet sich derzeit in einer Lebensphase, die mit hohem Einkommen und hoher Sparneigung verbunden ist, was gegenwärtig positiv zum Sparaufkommen beiträgt. Zwar gibt es für Österreich Anzeichen dafür, dass während der Pensionszeit der Konsum stärker zurückgeht als das Einkommen, wodurch diese Lebensperiode mehr als eine Spar- als eine Entsparphase gesehen wird (Wüger, 1989). Aus Studien, die Einkommensdaten zu Altersgruppen untersuchen, ist bekannt, dass die Sparquote im Pensionsalter zwar

positiv bleibt, aber geringer ausfällt als während der Berufszeit (Börsch-Supan et. al., 2000). Wenn dies auch für Österreich zutrifft, könnte dies in Zukunft die Sparquote nach unten drücken.

## 5 Ursachen des Rückgangs der Sparquote in den Neunzigerjahren

Bei der Betrachtung des Verlaufs der Sparquote der österreichischen privaten Haushalte fällt der Rückgang seit Mitte der Neunzigerjahre auf. Um einerseits der Frage nachzugehen, ob das Modell richtig ist und andererseits mögliche Ursachen dieses Rückgangs zu finden, wurde das Modell an die Daten bis 1995 angepasst und in weiterer Folge Prognosen für die Jahre 1996 bis 2002 durchgeführt. Die Ergebnisse dieser Schätzung sind in Grafik 3 wiedergegeben. Darin ist zu erkennen, dass das Modell tatsächlich den Rückgang der Sparquote abbildet. Die geschätzten Parameter des Modells liegen auch für den verkürzten Zeitraum nahe an den Parametern, die bei Schätzung über den vollen Zeitraum resultieren. Das deutet auch darauf hin, dass kein Struktur-

Grafik 3



bruch vorliegt und das Sparverhalten der Haushalte durch die verwendete Spezifikation über den ganzen Zeitraum hinweg beschrieben werden kann.

Um die Ursachen des Rückgangs zu finden, werden die Durchschnitte der einzelnen Datenreihen im Zeitraum 1989 bis 1995 mit den jenen im Zeitraum 1996 bis 2002 verglichen (Tabelle 2). Der Durchschnitt der Sparquote lag von 1996 bis 2002 um 4,29 Prozentpunkte unter dem Durchschnitt der Jahre 1989 bis 1995. Die Beiträge der einzelnen Erklärungsvariablen werden dadurch dargestellt, dass jeweils die Veränderung des siebenjährigen Durchschnitts mit

dem entsprechenden Koeffizienten des langfristigen Teils des Modells multipliziert wird. Dabei zeigt sich, dass der größte Effekt mit 1,63 Prozentpunkten auf den niedrigeren Realzinssatz zurückzuführen ist. Der nächstgrößte Beitrag mit 0,93 Prozentpunkten stammt von der niedrigeren Inflationsrate. Das schwächere reale Einkommenswachstum trägt 0,87 Prozentpunkte bei und der verbesserte Budgetsaldo (geringeres Budgetdefizit) 0,60 Prozentpunkte. Insgesamt erklären diese vier Variablen mit 4,03 Prozentpunkten einen Großteil des Rückgangs der Sparquote der österreichischen Haushalte seit Mitte der Neunzigerjahre.

Tabelle 2

**Beitrag der Erklärungsvariablen zum Rückgang  
der Sparquote in Österreich in den Neunzigerjahren**

	Sparquote	Einkommens- wachstum	Realzinssatz	Inflationsrate	Budgetsaldo
Durchschnitt 1989 bis 1995 in %	12,58	2,52	4,43	3,14	-3,56
Durchschnitt 1996 bis 2002 in %	8,29	1,62	3,03	1,64	-1,82
Veränderung des Durchschnitts in Prozentpunkten	-4,29	-0,89	-1,40	-1,50	1,74
Koeffizient		0,97	1,16	0,62	-0,35
Beitrag in Prozentpunkten		-0,87	-1,63	-0,93	-0,60

Quelle: OeNB.

## **6 Zusammenfassung, Ausblick und Schlussfolgerungen**

Seit Beginn der Neunzigerjahre weist die Sparquote einen stark fallenden Trend auf. Der Rückgang lässt sich mit den in dieser Studie geschätzten Variablen, die das langfristige Sparverhalten determinieren, erklären. Die Budgetkonsolidierung der letzten Jahre hat das Sparen für zukünftige Steuererhöhungen reduziert. Ebenso trug ein preisstabileres Umfeld zu geringeren Vermögensverlusten bei, die nicht durch zusätzliches Sparaufkommen ersetzt werden mussten. Der niedrige Realzinssatz setzte nur geringe Anreize, den Gegenwartskonsum einzuschränken und mit verstärkten Vermögensanlagen in Zukunft höhere Einkommen zu erwirtschaften. Zuletzt zeigte auch das Einkommenswachstum zu geringe Zuwächse, um ein starkes Sparen in Österreich zu induzieren.

Was ist in Zukunft zu erwarten? Die Änderungen im Pensionssystem, die gegenwärtig durchgeführt werden, könnten das Sparen der privaten Haushalte beeinflussen. Mit einem niedrigeren Pensionseinkommen dürfte das Vorsorgespahren für die Pension an Bedeutung gewinnen. Rezente Umfragen zum Sparverhalten zeigen, dass sich die Sparmotive in Österreich bereits in diese Richtung bewegen. Steuerliche Förderungen begünstigen die private Pensionsvorsorge gegenüber alternativen Anlagen und könnten – neben einer Verschiebung zwischen alternativen Sparformen – auch ein zusätzliches Sparaufkommen bewirken, wie die Reaktion der privaten Haushalte auf Zinsanreize in der Vergangenheit zeigt.

Allerdings verdeckt die Sparquote als aggregierte Größe, dass nicht alle Haushalte in ausreichendem Umfang

für ihr Alterseinkommen vorsorgen können. Trotz der Öffnung der Finanzmärkte sind vor allem einkommensschwache Haushalte sowohl liquiditätsbeschränkt als auch einer höheren Einkommensunsicherheit unterworfen als finanziell besser gestellte Haushalte. Der Erwerb illiquider Forderungen, wie es das Pensionskapital darstellt, ist in diesen Fällen meistens nicht möglich. Wie die Erfahrungen im Vereinigten Königreich zeigen (Attanasio und Rohwedder, 2003), können diese Umstände dazu führen, dass die Einführung privater Pensionsversicherungen negative Verteilungseffekte verursachen kann. Die Entwicklung der aggregierten Sparquote kann somit nur einen ersten Hinweis für ausreichendes Vorsorgespahren liefern.

Die demographische Entwicklung dürfte sich ebenfalls auf das private Sparen auswirken. Die Babyboom-Generation, die derzeit ein hohes Einkommen und Sparaufkommen aufweist, wird in den nächsten Jahrzehnten aus dem Erwerbsleben ausscheiden. Da im Alter die Sparquoten zurückgehen und gleichzeitig das Verhältnis von Erwerbsbevölkerung zu Pensionisten kleiner wird, ist auf längere Sicht ein Rückgang der privaten Sparquote zu erwarten. Zwar sind die internationalen Kapitalmärkte miteinander verflochten und ein geringeres heimisches Kapitalangebot kann durch ausländische Kapitalströme ausgeglichen werden. Es ist allerdings zu berücksichtigen, dass auch andere entwickelte Länder mit ähnlichen demographischen Alterungsprozessen konfrontiert sind (Bloom und Canning, 2004). Negative Wachstumseffekte könnten daher durch höhere Realzinsen entstehen, die durch ein zu knappes Kapitalangebot verursacht werden.

Wie das Modell zeigt, ist das Einkommenswachstum eine entscheidende Determinante des privaten Sparens. Nimmt die Erwerbsbevölkerung in Zukunft ab, muss gleichzeitig die Produktivität zunehmen, wenn es nicht zu Wohlfahrtsverlusten kommen soll. Gnan, Janger und Scharler (2004) bestätigen die herausragende Bedeutung der Produktivität für das Wachstum in Österreich in den letzten 40 Jahren. Um die Wachstums-

perspektiven langfristig abzusichern, müssen produktivitätssteigernde Bereiche wie Forschung und Entwicklung stärker unterstützt und Humankapital gefördert werden. Damit sollten auch positive Effekte auf das private Sparen verbunden sein, die den Auswirkungen der Alterungsprozesse in der Gesellschaft auf das gesamtwirtschaftliche Kapitalangebot entgegenwirken.

### Anhang: Datenreihen und Datenquellen

Datenreihe	Datenquelle
Sparquote der privaten Haushalte	Statistik Austria
Nominales verfügbares Einkommen der privaten Haushalte	Statistik Austria
Reales verfügbares Einkommen der privaten Haushalte	Statistik Austria
Sekundärmarktrendite	Oesterreichische Kontrollbank
Sozialleistungen an private Haushalte	Statistik Austria
Inflationsrate (Jahresveränderungsrate des VPI)	Statistik Austria
Budgetsaldo in % des BIP	Statistik Austria
Nominales BIP	Statistik Austria
Kredite an private Haushalte	Oesterreichische Nationalbank
Arbeitslosenrate	Statistik Austria
Bevölkerungsstruktur nach Alter und Beschäftigungsstatus	Statistik Austria, Sozialversicherungsstatistik

Die Daten zur Sparquote und zum verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte stammen aus der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (VGR). Dabei ist das verfügbare Einkommen gleich der Summe der Primäreinkommen (Selbstständigeneinkommen, Arbeitnehmerentgelt, Vermögenseinkommen) vermindert um Sozialbeiträge und Einkommen- und Vermögensteuern und vermehrt um Sozialleistungen und sonstige laufende Transfers. Das Sparen der Haushalte ergibt sich als Differenz des verfügbaren Einkommens und des privaten Konsums. Sparen im Sinne der VGR enthält nicht nur die Bildung von Geldvermögen (z. B. Sparbücher), sondern auch die Bildung von Real-

vermögen (Immobilien, Wertgegenstände usw.). Die Sparquote ist schließlich das Verhältnis vom Sparen zu verfügbarem Einkommen. Ein Problem bei den Daten aus der VGR ergibt sich daraus, dass sich die Erhebungssysteme im Beobachtungszeitraum geändert haben (System of National Accounts – SNA 68, Europäisches System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen – ESVG 95) und es daher keine durchgängigen Datenreihen auf einheitlicher methodologischer Basis gibt. Wegen der unterschiedlichen Datengenerierungsprozesse ist daher anzunehmen, dass der Übergang zwischen den einzelnen Erhebungssystemen nicht ohne Brüche vor sich ging.

## Literaturverzeichnis

- Attanasio, O. P. und S. Rohwedder. 2003.** Pension Wealth and Household Saving: Evidence from Pension Reforms in the United Kingdom. In: *American Economic Review* 93 (5). 1499–1521.
- Attanasio, O. P. 1999.** Consumption. In: Taylor J. B. und M. Woodford (Hrsg.): *Handbook of Macroeconomics*, Vol. 1. Amsterdam: Elsevier: 741–812.
- Barro, R. 1974.** Are Government Bonds Net Wealth? In: *Journal of Political Economy* 82 (6). November-Dezember: 1095–1117.
- Bloom, D. E. und D. Canning. 2004.** Global Demographic Change: Dimensions and Economic Significance. In: Symposium über „Global Demographic Change: Economic Impacts and Policy Challenges“, veranstaltet von der Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Bosworth, B. P. 1993.** *Saving and Investment in a Global Economy*. Washington: The Brookings Institution.
- Börsch-Supan A., A. Reil-Held, R. Rodepeter, R. Schnabel und J. Winter. 2000.** The German Savings Puzzle. In: *Research in Economics* 55 (1). März: 15–38.
- Börsch-Supan A. und A. Brugiavini. 2001.** Savings: The Policy Debate in Europe. In: *Oxford Review of Economic Policy* 17 (1). Frühjahr: 116–143.
- Braumann, B. 2002.** Die Liberalisierung des österreichischen Finanzsektors – eine Analyse des Erfolgs. In: *Finanzmarktstabilitätsbericht 4*. Wien: OeNB. 108–123.
- Browning, M. und T. F. Crossley. 2001.** The Life-Cycle Model of Consumption and Saving. In: *Journal of Economic Perspectives* 15 (3). Sommer: 3–22.
- Carroll, C. D. 1992.** The Buffer-Stock Theory of Saving: Some Macroeconomic Evidence. In: *Brookings Papers on Economic Activity* 1992 (2). 61–135.
- Callen, T. und C. Thimann 1997.** Empirical Determinants of Household Saving: Evidence from OECD Countries. IWF Working Paper 181.
- De Serres, A. und F. Pelgrin. 2003.** The Decline in Private Saving Rates in the 1990s in OECD Countries: How Much Can Be Explained By Non-wealth Determinants. In: *OECD Economic Studies* Nr. 36. Dezember: 117–153.
- Deaton, A. 1977.** Involuntary Saving through Unanticipated Inflation. In: *American Economic Review* 67 (5). Dezember: 899–910.
- Deaton, A. 1992.** *Understanding Consumption*. New York: Oxford University Press.
- Edwards, S. 1995.** Why are Saving Rates so Different Across Countries? An International Comparative Analysis. NBER Working Paper 5097.
- Feldstein, M. 1976.** Social Security and Saving: The Extended Life Cycle Theory. In: *American Economic Review* 66 (2). Mai: 77–86.
- Feldstein, M. und C. Horioka. 1980.** Domestic Saving and International Capital Flows. In: *Economic Journal* 90 (358). Juni: 314–329.
- Gnan, E., J. Janger und J. Scharler. 2004.** Ursachen des langfristigen Wachstums in Österreich – Plädoyer für eine nationale Wachstumsstrategie. In: *Geldpolitik & Wirtschaft*, 1/04. Wien: OeNB. 25–49.
- Gugerell, G. 1980.** Bestimmungsfaktoren des Sparverhaltens in Österreich. In: *Mitteilungen des Direktoriums der Oesterreichischen Nationalbank* 10/1980. Wien: OeNB. 783–792.
- Inderst, G., P. Mooslechner und B. Unger. 1990.** *Das System der Sparförderung in Österreich: Versuch einer Effizienzanalyse aus finanzwissenschaftlicher Sicht*. Heidelberg: Physica-Verlag.
- Jäger, A. und K. Neusser. 1988.** *Die moderne aggregierte Theorie des Konsum- und Sparverhaltens: Eine empirische Studie für Österreich*. Wien: Schriftenreihe des Österreichischen Forschungsinstitutes für Sparkassenwesen. Sonderband 1988.
- Jappelli, T. und M. Pagano. 1994.** Saving, Growth, and Liquidity Constraints. In: *Quarterly Journal of Economics* 109 (1). Februar: 83–109.

- Loayza, N., K. Schmidt-Hebbel, Klaus und L. Servén. 2000.** What Drives Private Saving Across the World? In: *Review of Economics and Statistics* 82 (2). Mai. 165–181.
- Masson, P. R., T. Bayoumi und H. Samiei. 1998.** International Evidence on the Determinants of Private Saving. In: *World Bank Economic Review* 12 (3). September. 483–501.
- Modigliani, F. und R. Brumberg. 1954.** Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross-Section Data. In: Kurihara, K. (Hrsg.): *Post-Keynesian Economics*. New Brunswick: Rutgers University Press. 388–436.
- Modigliani, F. 1986.** Life Cycle, Individual Thrift, and the Wealth of Nations. In: *American Economic Review* 76 (3). Juni. 297–313.
- Neck, R. 1993.** Verschuldungsneutralität in Österreich. In: Holzmann, R. und R. Neck (Hrsg.): *Konjunkturreffekte der österreichischen Budgetpolitik*. Wien: Manz. 25–57.
- Pollan, W. 1988.** Der Einfluss von Arbeitslosigkeit und Inflation auf die Entwicklung der Spareinlagen. In: *WIFO-Monatsberichte*, 10/1988. 575–584.
- Thaler, R. H. 1994.** Psychology and Savings Policies. In: *American Economic Review* 84 (2). Mai. 186–192.
- Thury, G. und M. Wüger. 1994.** Schätzung einer datenkonformen Konsumfunktion für nichtdauerhafte Konsumgüter und Dienstleistungen. In: *WIFO-Monatsberichte*, 12/1994. 680–688.
- Thury, G. und M. Wüger. 2001.** The treatment of seasonality in error correction models as unobserved component: a case study for an Austrian consumption function. In: *Empirical Economics* 26 (2). Mai. 325–341.
- Ul Haque, N., M. H. Pesaran und S. Sharma. 1999.** Neglected Heterogeneity and Dynamics in Cross Country Savings Regressions. IWF Working Paper 128.
- Wüger, M. 1985.** Der private Konsum im Strukturwandel. In: *WIFO-Monatsberichte*, 11/1985. 708–717.
- Wüger, M. 1989.** Neuere Tendenzen im Konsumverhalten. Eine Auswertung der Ergebnisse der Konsumerhebung 1984. In: *WIFO-Monatsberichte*, 2/1989. 106–114.
- Zeldes, S. 1989.** Consumption and Liquidity Constraints: An Empirical Investigation. In: *Journal of Political Economy* 97 (2). April. 305–346.



# Die Bedeutung von Anleiheemissionen für die Unternehmensfinanzierung in Österreich

*In Österreich hat sich die Emission von Unternehmensanleihen zuletzt überaus dynamisch entwickelt, sodass Anleihen mittlerweile einen wesentlichen Bestandteil der Finanzierungsstruktur des österreichischen Unternehmenssektors darstellen. Betriebe aus den verschiedensten Branchen und vermehrt kleinere Firmen haben Emissionen begeben. Mit diesem Instrument können die Unternehmen Gläubiger über Banken hinaus ansprechen und ihre Finanzierung auf eine breitere Basis stellen. Die Emission von Anleihen erhöht daher in der Regel nicht die Verschuldung der Unternehmen, sondern führt zu einer Substitution von Bankkrediten. Anleihen ermöglichen eine längerfristige Mittelaufnahme als Bankkredite, sind aber infolge eines degressiven Kostenverlaufs bei der Emission vor allem für großvolumige Finanzierungen geeignet. Da eine Anleihe für spezifische Finanzierungserfordernisse zweckmäßig ist, wird sie auch auf lange Sicht den Kredit nicht ersetzen können. Eine Anleihe stellt höhere Anforderungen an die Bonität des Emittenten als der Bankkredit. Bisher gab es nur sehr wenige Ausfälle bei den von österreichischen Unternehmen emittierten Anleihen.*

Walter Waschiczek<sup>1</sup>

## 1 Einleitung

Der Bankkredit bildet die mit Abstand wichtigste Außenfinanzierungsquelle für Unternehmen in Österreich, während Anleihen lange Zeit eine eher untergeordnete Rolle gespielt haben. In jüngster Zeit hat allerdings die Begebung von Anleihen durch österreichische Unternehmen eine beträchtliche Dynamik entwickelt, nachdem schon unmittelbar nach Einführung des Euro im Jahr 1999 die Emissionstätigkeit im Euroraum kräftig zu expandieren begonnen hatte. Damit sind jene Disintermediationstendenzen in der Fremdkapitalaufbringung, die auf den internationalen Finanzmärkten schon längere Zeit zu beobachten waren, nunmehr auch in Österreich zu registrieren.

Die Mittelaufnahme durch Anleihen unterscheidet sich in einer Reihe von Punkten von der Kreditaufnahme bei Banken wie z. B. im Hinblick auf die Laufzeit der Finanzierung, die damit verbundenen Kosten, aber auch die grundsätzliche Ausgestaltung der Zahlungsmodalitäten. Anleihen sind daher nicht für alle Unternehmen (und Investitionsvorhaben) gleich

geeignet. Damit ergeben sich auch Implikationen für die Finanzmarktstabilität, da das Kreditrisiko und die damit einhergehenden Chancen und Risiken nicht mehr von darauf spezialisierten Banken, sondern von breit gestreuten Anleihegläubigern getragen werden.

Der vorliegende Beitrag hat zum Ziel, die Implikationen dieser Veränderungen des Mittelaufkommens auf die Unternehmensfinanzierung in Österreich näher zu beleuchten. Ausgangspunkt ist eine vergleichende Darstellung der Entwicklung im Euroraum und in Österreich in den Jahren 1999 bis 2003 und ihrer wesentlichsten angebots- und nachfrageseitigen Einflussfaktoren. Das darauf folgende Kapitel untersucht die Bedeutung von Anleihen für die Unternehmensfinanzierung in Österreich und setzt sie zur Mittelaufnahme durch Bankkredite in Beziehung. Darauf aufbauend werden einige sich daraus ergebende Finanzmarktstabilitätsaspekte analysiert. Das letzte Kapitel enthält die Schlussfolgerungen.

<sup>1</sup> Der Autor dankt Werner Dirschmid, Hans-Georg Kantner (KSV), Peter Mooslechner, Helene Schubert, Martin Schürz, Elisabeth Springler, Christian Stein (Austria Wirtschaftsservice) und Florian Vanek (Wiener Börse) für wertvolle Hinweise sowie Michael Andreasch, Gerhard Fiam, Ernst Glatzer, Wolfgang Harrer, Andreas Kronlachner (Wiener Börse), Wolfgang Schellner, Gerhard Schlintl und Wolfgang Schüller für ihre Unterstützung bei der Bereitstellung von Daten.

Wissenschaftliche  
Begutachtung:  
Markus Schwaiger.

## 2 Definitionen und Datenbasis

Im Rahmen dieses Beitrags werden unter Unternehmensanleihen Wertpapiere verstanden, die von nicht-finanziellen Unternehmen<sup>2</sup> begeben werden und einen schuldrechtlichen Anspruch auf Verzinsung und Rückzahlung des vom Investor eingesetzten Kapitals verbrieften. Anleihen unterliegen geringeren rechtlichen Auflagen oder Einschränkungen als Aktien. Sie setzen keine bestimmte Rechtsform voraus und können hinsichtlich der Laufzeit, Verzinsung, Kuponzahlung, Währung, verbrieften Rechte usw. den Erfordernissen der emittierenden Unternehmen und der Kapitalmarktsituation angepasst werden (Zuffer, 2003). Grundsätzlich lassen sich aufgrund der Platzierungsstrategie zwei Varianten unterscheiden: Bei einem öffentlichen Angebot wird die Anleihe einem breiten Investorenkreis angeboten und in der Regel anschließend an einer Börse notiert. Bei einer Privatplatzierung wird die Emission bei einer kleinen Anzahl von namentlich bekannten institutionellen Investoren platziert. Der vorliegende Beitrag bezieht beide Arten von Emissionen in die Analyse ein,

geht allerdings aus Platzgründen auf die Unterschiede nicht näher ein.

Angaben über den Umlauf von Unternehmensanleihen finden sich in mehreren Datenquellen: Zum einen melden die inländischen Kreditinstitute im Rahmen der Emissionsstatistik (neben den eigenen Schuldverschreibungen) die verbrieften Verbindlichkeiten von Nichtbanken.<sup>3</sup> Diese Statistik enthält Werte für den Zeitraum ab 1999.<sup>4</sup> Da sie von allen Zentralbanken des Euroraums nach den Melderichtlinien der Europäischen Zentralbank (EZB) erstellt wird, erlaubt sie einen euroraumweiten Vergleich.<sup>5</sup>

Zum anderen finden sich Daten in der Wertpapier-Stammdatenbank der Oesterreichischen Nationalbank (OeNB), die – neben diesbezüglichen Meldungen der Banken – von zwei Datenanbietern (Oesterreichische Kontrollbank – OeKB und der Firma Wertpapier-Mitteilungen, Frankfurt) stammen und eine Vielzahl von Merkmalen für alle im In- und Ausland offiziell emittierten Wertpapiere enthalten. In weiterer Folge wird primär diese Datenbasis verwendet. Auch die Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung (GFR) greift auf diesen Datenbestand zurück. Die im Rahmen

<sup>2</sup> Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (S. 11) gemäß ESVG 1995. Diese umfassen alle institutionellen Einheiten, die als Marktproduzenten in der Haupttätigkeit Waren und nichtfinanzielle Dienstleistungen produzieren. Anleihen, die von Banken und anderen finanziellen Unternehmen begeben wurden, fallen daher nicht darunter, obwohl es sich bei diesen ebenfalls um unternehmerisch agierende Wirtschaftseinheiten handelt. Einige Arbeiten zu diesem Thema beziehen diese zu den Unternehmensanleihen mit ein (z. B. de Bondt und Lichtenberger, 2004).

<sup>3</sup> Zu melden sind alle börsennotierten und nicht börsennotierten verbrieften Verbindlichkeiten in Euro und Fremdwährung (auch Privatplatzierungen).

<sup>4</sup> Für eine weiter zurückreichende Betrachtung der Rentenmarktentwicklung steht überdies die Kapitalmarktstatistik zur Verfügung, die allerdings nur auf dem österreichischen Rentenmarkt emittierte Anleihen enthält, nicht jedoch Emissionen auf den internationalen Märkten sowie Fremdwährungsemissionen. Da in den letzten Jahren der weitaus überwiegende Teil der Unternehmensanleihen im Ausland begeben wurde, gibt diese Statistik ein unvollständiges Bild vom tatsächlichen Ausmaß der Emissionstätigkeit.

<sup>5</sup> Für eine breitere internationale Perspektive wurden für die USA, das Vereinigte Königreich und Japan die Daten der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) herangezogen, die aber konzeptionell nicht vollständig vergleichbar sind.

der GFR-Statistik erfassten Umlaufdaten (ab 1995 verfügbar) und Transaktionsdaten (ab 1999 verfügbar) sind unter anderem nach Anlegersektoren gegliedert.<sup>6</sup>

Die Bewertung der Anleihen erfolgt in der Emissionsstatistik zu Nominalwerten,<sup>7</sup> die Wertpapierpositionen in der Wertpapier-Stammdatenbank der OeNB (und der GFR) werden hingegen zu Marktwerten bewertet. Aufgrund dieser Bewer-

tungsunterschiede weichen die Zahlenangaben der einzelnen Statistiken leicht voneinander ab. Während sich das Umlaufvolumen von Unternehmensanleihen laut Emissionsstatistik auf 19 Mrd EUR belief, wiesen sowohl die Wertpapier-Stammdatenbank als auch die GFR für Ende 2003 ein Umlaufvolumen von Unternehmensanleihen von mehr als 20 Mrd EUR aus.<sup>8</sup>

Tabelle 1

### Umlaufvolumen von Unternehmensanleihen im Jahr 2003

	in Mrd EUR	in % des BIP
Frankreich	306	19,6
Deutschland	96	4,5
Niederlande	52	11,3
Italien	38	2,9
Belgien	34	12,8
Österreich	19	8,5
Finnland	17	11,8
Portugal	16	12,1
Spanien	16	2,1
Griechenland	1	0,4
Euroraum <sup>1</sup>	594	8,2
USA	1.992	25,9
Japan	578	19,2
Vereinigtes Königreich	268	21,3

Quelle: OeNB: Emissionsstatistik, EZB, BI.Z.

<sup>1</sup> Für Irland und Luxemburg sind keine Werte vorhanden.

## 3 Unternehmensanleihen im Euroraum und in Österreich

### 3.1 Markt für Unternehmensanleihen: Struktur und Entwicklung seit 1999

Das Volumen der von im Euroraum ansässigen nichtfinanziellen Unternehmen emittierten Anleihen hat sich zwischen 1999 und 2003 nahezu verdoppelt, nachdem es in den Jahren von 1993 bis 1998 nur um 10% zugenommen hatte. Vor allem in den Jahren 1999 bis 2001 war das Expansionstempo mit Zuwachsraten von

jeweils rund 20% überaus hoch. Im Jahr 2002 verlangsamte sich das Wachstum auf rund 2%, beschleunigte sich aber im Jahr 2003 wieder auf 8%.

Trotz dieser dynamischen Ausweitung betragen Ende 2003 die Unternehmensanleihen im Euroraum weniger als ein Drittel des entsprechenden Werts der USA und nur wenig mehr als in Japan. Bezogen auf die Größe der Wirtschaft war das Volumen der Unternehmensanleihen im Euroraum mit 8% des BIP nicht nur weitaus geringer als in den USA, sondern auch

<sup>6</sup> Für eine Analyse der Anlegerstruktur wird die GFR herangezogen. Für eine Reihe von europäischen Ländern finden sich Vergleichsdaten aus der Finanzierungsrechnung in der NewCronos-Datenbank des Eurostat.

<sup>7</sup> Eine Ausnahme gilt für Null-Kupon-Anleihen, die zum tatsächlich gezahlten Betrag erfasst werden.

<sup>8</sup> Dieser Unterschied resultiert im Wesentlichen aus dem Rückgang der Zinsen in den letzten Jahren, der bei fixverzinsten Anleihen zu einem Kursanstieg geführt hat.

in Japan und im Vereinigten Königreich (Tabelle 1). Innerhalb der einzelnen Länder des Euroraums bestanden dabei erhebliche Unterschiede. Die BIP-Anteile der USA und des Vereinigten Königreichs wurden von keinem Land erreicht. Frankreich, auf das mehr als die Hälfte des Umlaufvolumens im Euroraum entfiel, erreichte mit 19,6% den BIP-Anteil Japans. In Deutschland, dem in absoluten Zahlen zweitgrößten Markt im Euroraum, betrug das Umlaufvolumen demgegenüber nur 4,5% des BIP.

Der österreichische Wert von 8,5% des BIP war der sechstgrößte des Euroraums, damit war das Umlaufvolumen in Relation zur Größe der Wirtschaft etwas größer als der Durchschnitt des Euroraums. Der Anteil österreichischer Emittenten am gesamten Umlauf von Unternehmensanleihen im Euroraum betrug Ende 2003 3,3%. Dabei setzte die Dynamik in Österreich erst einige Jahre später als im Euroraum ein: Nach drei Jahren mit geringen Zuwachsraten bzw. Rückgängen übertraf ab 2002 die Zuwachsrate der Unternehmensanleihen in Österreich jene des Euroraums insgesamt; im Jahr 2002 mit 2,6% nur knapp, im Jahr 2003 mit 22,5% hingegen sehr deutlich.<sup>9</sup>

Die Dynamik der Emissionstätigkeit der österreichischen Unterneh-

men in den letzten Jahren wurde nicht unerheblich von den so genannten Rechtsträgerfinanzierungen verdeckt. Seit 1998 haben Unternehmen im Eigentum des Bundes die Möglichkeit, ihren Fremdkapitalbedarf über Bundesfinanzierungen abzudecken. Aus diesem Grund haben diese Unternehmen, die in der Vergangenheit in erheblichem Ausmaß den Rentenmarkt in Anspruch genommen hatten, zwischen 1998 und 2002 kaum neue Emissionen aufgelegt. Früher emittierte Papiere wurden jedoch planmäßig getilgt, wodurch der Zuwachs des Umlaufvolumens an Unternehmensanleihen insgesamt deutlich abgeschwächt wurde. Seit laut Entscheidung des Eurostat im Februar 2003 diese Bundesfinanzierungen den Staatsschulden im Sinne von Maastricht hinzuzuzählen sind, werden sie sukzessive rückgeführt, und die betroffenen Unternehmen sind auf den Rentenmarkt zurückgekehrt (OeNB, 2004).<sup>10</sup>

Wie bei den Bankkrediten haben österreichische Unternehmen auch Anleihen in überdurchschnittlich hohem Ausmaß in Fremdwährung emittiert. Ende 2003 betrug der Anteil von Fremdwährungsemissionen an den gesamten Unternehmensanleihen mehr als ein Viertel, während er sich im Euroraum insgesamt auf 11% belief. Entsprechend unterschiedlich sind die „Marktanteile“ Österreichs:

<sup>9</sup> Anleihen haben in Österreich bis in die Siebzigerjahre in der Finanzierung des Unternehmenssektors bereits eine relativ große Rolle gespielt, wie die Daten der Kapitalmarktstatistik zeigen. Zum weitaus überwiegenden Teil handelte es sich dabei um Emissionen der Elektrizitätswirtschaft (deren Struktur bis zum EU-Beitritt Österreichs durch das 2. Verstaatlichungsgesetz von 1947 bestimmt wurde), die damit ihren Kapitalbedarf zum Ausbau der Energieversorgung in Österreich deckte. Bis 1977 belief sich das Umlaufvolumen der auf dem österreichischen Rentenmarkt begebenen Anleihen von „sonstigen Nichtbanken“ auf mehr als 3% des BIP, ein Wert, der erst wieder 2003 erreicht wurde.

<sup>10</sup> Wenn man zu Illustrationszwecken ihr gesamtes Volumen (was zweifellos eine Verzerrung in die andere Richtung bedeutet, da nicht das gesamte Finanzierungsvolumen in Form von Anleihen aufgenommen worden wäre) zum tatsächlichen Umlauf der Unternehmensanleihen addiert, belief sich dieser hypothetische Umlauf auf 14,5% des BIP; das wäre der zweithöchste Wert im Euroraum.

Bei den Euro-Emissionen lag dieser 2003 bei 2,7%, im Fremdwährungssegment bei 8,0%.<sup>11</sup>

### 3.2 Gründe für die starke Ausweitung der Unternehmensanleihen

Durch die Integration von elf (mittlerweile zwölf) relativ kleinen und zum Teil wenig entwickelten Märkten zu einem breiten, tiefen und liquiden Anleihemarkt haben sich die Bedingungen für die Emission von Anleihen deutlich verbessert. Zum einen sind durch den größeren Markt die Chancen auf eine günstige Platzierung größerer Volumina gestiegen, zum anderen hat die Intensivierung des Wettbewerbs unter den Investmentbanken im Gefolge der Währungsunion die Emissionskosten markant reduziert. Während vor Einführung der einheitlichen Währung das Investment Banking entlang der jeweiligen Währungsgrenzen und daher sehr stark national organisiert war und die Erfahrung mit Marketing und Vertrieb in der jeweiligen Währung somit einen wesentlichen Wettbewerbsfaktor darstellte, besteht mittlerweile zwischen den Nationalitäten von Emissionsbank und Emittent kein besonders enger Zusammenhang mehr. Santos und Tsatsaronis (2002) zeigen, dass die Provisionen und Gebühren für die Übernahme und Platzierung von Unternehmensanleihen in Euro zwischen 1997 und 2000 von 150 Basispunkten auf 25 Basispunkte gesunken sind und damit nicht mehr höher als die äquivalenten Werte für US-Dollar-Emissionen waren. Die Währungsunion hat dadurch die Emissionskosten bedeutend reduziert.

Daneben haben einige temporäre Faktoren in den Jahren 1999 bis 2001 die Emissionstätigkeit zusätzlich ansteigen lassen. So wurde die starke Zunahme der Fusionen und Übernahmen (M&A) zu einem wesentlichen Teil über Unternehmensanleihen finanziert (de Bondt, 2002). Ein weiterer Faktor war die Liberalisierung der Telekommunikationsbranche sowie der Kapitalbedarf für die UMTS-Lizenzen. Darüber hinaus hat in diesen Jahren auch das Umfeld niedriger Inflationsraten und tiefer Zinsen das Interesse der Unternehmen an langfristigen Finanzierungen und damit auch an Anleiheemissionen erhöht.<sup>12</sup> Auch Umschichtungen von Aktien in Anleihen nach dem starken Kursrückgang an den internationalen Börsen ab 2000 haben die Nachfrage erhöht (Deutsche Bundesbank, 2004). Schließlich ist in den ersten Jahren der Währungsunion infolge rückläufiger Fiskalsalden bei einer Reihe von Staaten des Euroraums das Angebot an Staatsanleihen gesunken, sodass auch aus diesem Grund vermehrt in Unternehmensanleihen veranlagt wurde.

Aber nicht nur die Angebotsbedingungen haben sich geändert, auch die Nachfrage nach Unternehmensanleihen stieg infolge der Schaffung eines gemeinsamen Währungsraums, indem der regulationsbedingte „home bias“ durch währungsbezogene Anlagebeschränkungen, die in vielen Ländern für Versicherungen und Pensionskassen bestehen, beseitigt wurde (Perée und Steinherr, 2001). Derartige Währungsdeckungsregelungen, nach denen ein Großteil der Anlagen

<sup>11</sup> Aufgegliedert nach Währungen entfielen auf den Schweizer Franken 58%, auf den US-Dollar 25% und auf den japanischen Yen 17%.

<sup>12</sup> Abgesehen von den rückläufigen Anleihezinsen verringerten sich 2003 im Euroraum die Renditenabstände von Unternehmensanleihen zu den Renditen von Staatsanleihen markant (OeNB, 2004).

in jener Währung erfolgen muss, auf die ihre Verbindlichkeiten lauten, wurden für das Portfoliomanagement im Euroraum bedeutungslos, wodurch das Spektrum prinzipiell erwerbbarer Anleihen markant gestiegen ist.

Umgekehrt sind mit dem Aufgehen der Vorgängerwährungen in den Euro die Möglichkeiten entfallen, aus Wechselkursschwankungen oder unterschiedlich hohen Renditen der einzelnen europäischen Währungen Erträge zu generieren. Die Suche nach neuen Möglichkeiten der Streuung des Portfolios und nach höheren Renditen hat die Nachfrage nach Unternehmensanleihen ansteigen lassen (Kaiser und Heilenkötter, 1999). Der daraus resultierende zunehmende Fokus auf das Kreditrisiko bei den Anlageentscheidungen vor allem institutioneller Anleger manifestiert sich auch darin, dass die Expansion der Unternehmensanleihen im Euroraum ab 1999 zu einem wesentlichen Teil vom unteren Ende des Rating-Spektrums getragen wurde (de Bondt und Lichtenberger, 2004).<sup>13</sup>

## **4 Auswirkungen auf die Unternehmensfinanzierung in Österreich**

### **4.1 Breit gefächerte Branchenstruktur der Emittenten**

Während die Emissionen früherer Jahre vor allem von Energieversorgungsunternehmen und anderen

staatsnahen Unternehmen begeben worden waren, haben in letzter Zeit Betriebe aus den verschiedensten Branchen und vermehrt kleinere Firmen Anleihen emittiert – letztere in der Regel Privatplatzierungen.<sup>14</sup> Immer noch sind Unternehmen aus den Bereichen Verkehr – vor allem Infrastruktureinrichtungen – und Energie stark vertreten. Relativ hoch ist der Anteil von Immobiliengesellschaften; worunter neben entsprechenden Unternehmen der öffentlichen Hand auch Wohnbaugesellschaften fallen. Der Anteil der Handelsbetriebe ist größer als jener der Sachgütererzeugung, die relativ gering vertreten ist. Rund 15% entfielen Ende 2003 auf Beteiligungsgesellschaften, über die eine Reihe von Unternehmen ihre Anleiheemissionen abgewickelt hat. Da die von diesen aufgenommenen Mittel aber Unternehmen anderer Wirtschaftssektoren zufließen, wird die Branchenstruktur der Emittenten von Unternehmensanleihen auf diese Weise etwas verzerrt.

In der Wertpapier-Stammdatenbank waren zum Stichtag 31. Dezember 2003 160 Unternehmen ausgewiesen, die Anleihen begeben hatten. Das emittierte Volumen variierte je nach Unternehmen beträchtlich und betrug zwischen 0,3 Mio EUR und mehr als 3,2 Mrd EUR; im Durchschnitt belief sich der zu diesem Zeitpunkt aushaftende Betrag auf 127 Mio

<sup>13</sup> Der Anteil der von S&P mit einem Speculative Grade-Rating ausgestatteten Emissionen an allen von S&P gerateten Anleihen, die innerhalb der EU aufgelegt wurden, hat sich seit Mitte der Neunzigerjahre, als er noch unter 10% gelegen war, massiv erhöht und betrug im Durchschnitt der ersten fünf Jahre der Währungsunion rund 30% (Standard & Poor's, 2004).

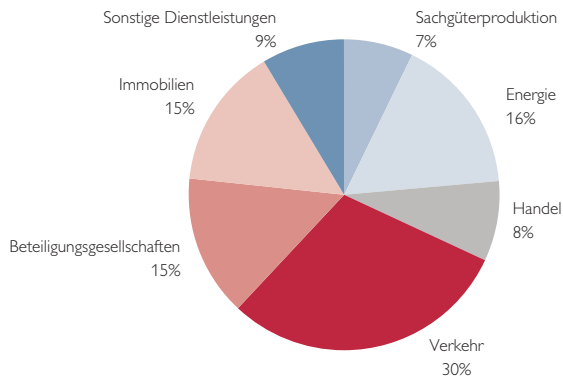
<sup>14</sup> Eine weitere Form der Emission, die vor allem für kleinere Unternehmen geschaffen wurde, sind die so genannten Gewinnwertpapiere. Handelsrechtlich handelt es sich dabei um Gewinnschuldverschreibungen, die gewinnabhängig verzinst werden und für die keine Sicherheiten erforderlich sind. Sie haben eine unbefristete Laufzeit und können frühestens nach 10 Jahren gekündigt werden. Das AWS (Austria Wirtschaftsservice) übernimmt gegen ein Garantieentgelt eine 100-prozentige Eigenkapitalgarantie (gegenüber privaten Anlegern; gegenüber Unternehmen sind es 50%) bis zu einem Anleihebetrag von 20.000 EUR. Das Emissionsvolumen von Gewinnwertpapieren liegt üblicherweise zwischen 0,5 und 2 Mio EUR. Einen Überblick über diese und andere Anleihevarianten für Mittelbetriebe bieten Haiss und Marin (2002).

EUR pro Unternehmen. Rund ein Drittel der Unternehmen hatte Anleiheverbindlichkeiten von weniger als

10 Mio EUR, ein weiteres Drittel zwischen 10 und 50 Mio EUR und der Rest von mehr als 50 Mio EUR.

Grafik 1

### Branchenstruktur der Unternehmensanleihen im Jahr 2003



Quelle: OeNB: Wertpapier-Stammdatenbank.

Tabelle 2

### Umlaufvolumen der von österreichischen Unternehmen begebenen Anleihen

	Anzahl der Unternehmen
Bis 10 Mio EUR	56
10 bis 50 Mio EUR	51
50 bis 100 Mio EUR	15
Über 100 Mio EUR	38
Insgesamt	160

Quelle: OeNB: Wertpapier-Stammdatenbank.

Die Emission von Anleihen ist also nicht nur einer kleinen Gruppe von großen Unternehmen vorbehalten, sondern Österreich weist mittlerweile eine breit gefächerte Emittentenstruktur auf. Die an der Börse notierten Emissionen wurden jedoch überwiegend von Großunternehmen begeben.

#### 4.2 Zusätzliche Finanzierungsquelle

Gemessen an der Gesamtheit aller österreichischen Firmen ist die Zahl von 160 Unternehmen zwar gering, die in Form von Anleihen aufgenommenen Mittel betragen 2003 aller-

dings immerhin rund 7% der gesamten Außenfinanzierung des österreichischen Unternehmenssektors. Das war im Vergleich mit anderen Ländern des Euroraums ein relativ hoher Anteil, der nur von Frankreich übertroffen wurde (Tabelle 3). Den Bankkredit hingegen haben Anleihen bisher in weitaus geringerem Ausmaß als in anderen Ländern des Euroraums als Finanzierungsquelle des Unternehmenssektors ersetzt, in Relation zu den Krediten lag ihr Umlaufvolumen 2003 deutlich unter dem Durchschnitt des Euroraums.<sup>15</sup>

<sup>15</sup> Im langfristigen Vergleich (anhand der Daten der Kapitalmarktstatistik) zeigt sich, dass die Anleihe im Fremdkapitalaufkommen des Unternehmenssektors bis in die frühen Siebzigerjahre eine wesentliche Rolle innehatte – wengleich es ein weitaus kleineres Segment der Wirtschaft als derzeit betraf. Bis etwa 1970 betrug der Umlauf der auf dem inländischen Rentenmarkt begebenen Anleihen mehr als 10% der Unternehmenskredite der Banken.

**Struktur der Außenfinanzierung des Unternehmenssektors**

im Jahr 2003

	Anleihen	Kredite	Aktien und sonstige Anteilswerte	Sonstige
	in % der Außenfinanzierung			
Belgien	3,8	24,3	49,4	22,5
Deutschland	2,3	43,2	48,0	6,5
Spanien	1,1	28,3	24,3	46,3
Frankreich	7,3	24,3	38,8	29,7
Italien	2,3	32,1	55,6	10,0
Niederlande	5,5	46,4	37,6	10,4
Österreich	7,1	63,6	26,6	2,8
Portugal	5,6	36,4	53,0	5,0
Finnland	5,1	30,8	32,0	32,1
Euroraum <sup>1</sup>	4,1	33,1	48,2	14,7

Quelle: OeNB, Eurostat.

<sup>1</sup> Ohne Griechenland, Irland und Luxemburg.

Der aggregierte Anteil an der Unternehmensfinanzierung gibt allerdings keinen Aufschluss über die Bedeutung der Anleihen für jene Unternehmen, die tatsächlich Emissionen begeben haben. Das zeigt sich, wenn man anhand der Großkreditevidenz (GKE) die Obligi jener Kreditnehmer, die Anleihen begeben haben, mit jenen, die nur Kredite bei Banken aufgenommen haben, vergleicht.<sup>16</sup> Demnach trugen bei jenen Unternehmen, die Anleihen emittiert haben, diese im Jahr 2003 im Durchschnitt rund 52% zu den gesamten Fremdmitteln bei.<sup>17</sup> Die Emission von Anleihen erhöht daher in der Regel nicht die Verschuldung der Unternehmen, sondern führt zu einer Substitution von Bankkrediten.

Durch die Begebung einer Anleihe kann ein Unternehmen seine Gläubigerbasis über die Banken hinaus erweitern. In diesem Sinne ist die Anleihe

komplementär zur Bankenfinanzierung: Das kommt auch in einer Aufgliederung der Anlegerstruktur (gemäß GFR) zum Ausdruck. Nur knapp ein Fünftel des Umlaufs an Unternehmensanleihen wurde Ende 2003 von (inländischen) Banken gehalten. Ihr Anteil ist in den letzten Jahren gestiegen, was darauf hindeutet, dass die Banken ihrerseits Direktkredite durch titrierte Forderungen substituiert haben.

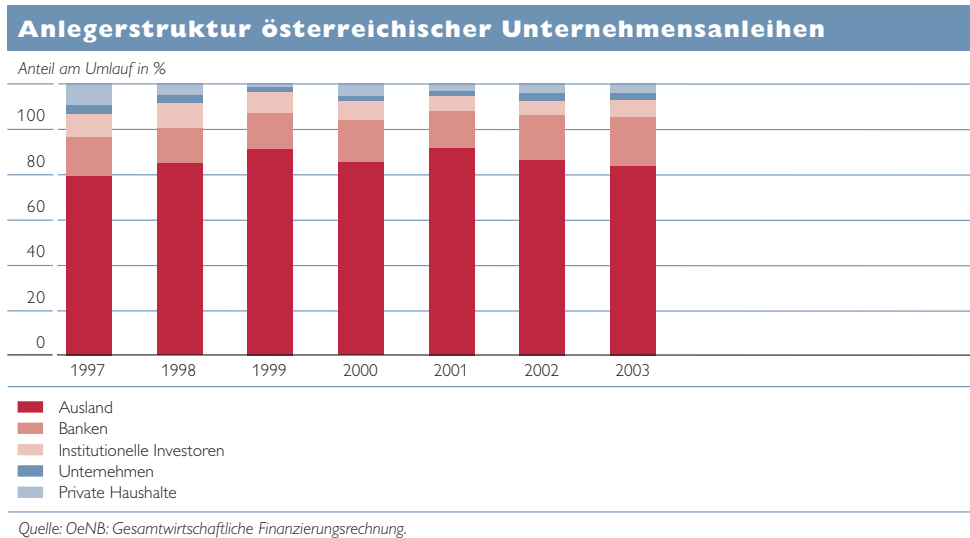
Den mit Abstand höchsten Anteil in der Anlegerstruktur österreichischer Unternehmensanleihen hatten ausländische Investoren, auf die Ende 2003 rund 70% des Umlaufs entfielen. Vor allem große und liquide Emissionen, die ein externes Rating aufweisen, werden von internationalen Investoren erworben. So betrug der Auslandsanteil bei Anleihen mit einem Umlaufvolumen von mehr als 500 Mio EUR 81%, bei Anleihen mit 100 bis 500 Mio EUR hingegen

<sup>16</sup> Die Großkreditmeldungen dienen als Grundlage für eine Information über die branchenmäßige Verteilung des Kreditvolumens und erfassen Großkredite (Ausnützung oder Kreditrahmen über 350.000 EUR). Der wesentlichste Unterschied zur Monatsausweismeldung besteht darin, dass die Daten einerseits für jeden Einzelkreditnehmer und andererseits brutto (vor Wertberichtigung) gemeldet werden. Unternehmen, die kein Einzelobligo bei einer Bank von mehr als 350.000 EUR aufweisen, werden nicht erfasst. Da naturgemäß die Anleihen, die nicht von Banken gehalten werden, nicht enthalten sind, unterschätzt der hier angestellte Vergleich den Beitrag der Unternehmen zur Unternehmensfinanzierung.

<sup>17</sup> Zum Vergleich: Der entsprechende Wert für alle in der GKE enthaltenen Unternehmen belief sich auf 9,6%.



Grafik 2



nur 34%.<sup>18</sup> Ein weiterer Faktor für den hohen Auslandsanteil ist, dass Fremdwährungsanleihen zumeist auf den internationalen Kapitalmärkten aufgelegt und daher privaten Anlegern gar nicht angeboten werden. Diese zeichnen in relativ großem Umfang kleinere Anleihen, die für den inländischen Markt aufgelegt werden, und halten diese Papiere dann vielfach über die gesamte Laufzeit (Marek, 2002). Dementsprechend belief sich der Anteil der Haushalte bei Anleihen mit einem Umlaufvolumen von mehr als 500 Mio EUR auf 0,6%, bei Anleihen mit 100 bis 500 Mio EUR hingegen auf 8%. Insgesamt spielten die privaten Haushalte mit einem Anteil von 3,4% der vom Unternehmenssektor emittierten Anleihen Ende 2003 als Kreditgeber der Unternehmen eine untergeordnete Rolle. Aber auch inländische institutionelle Investoren halten in

relativ geringem Umfang österreichische Unternehmensanleihen.<sup>19</sup>

#### 4.3 Langfristige Finanzierung

Da Investoren Anleihen auf dem Sekundärmarkt verkaufen können, ermöglichen Anleihefinanzierungen eine Entkoppelung der Laufzeitanprüche von Emittent und Investor, wodurch Finanzierungen mit sehr langer Laufzeit möglich sind.<sup>20</sup> Zu Ende 2003 wiesen mehr als 80% der von österreichischen Unternehmen begebenen Anleihen eine Ursprungslaufzeit von mehr als 5 Jahren auf, bei den Bankkrediten betrug der entsprechende Anteil knapp 60% (Tabelle 4). Rund 45% des gesamten Volumens der Unternehmensanleihen hatten eine Laufzeit von 10 oder mehr Jahren. Einige Unternehmen haben sogar ewige Renten aufgelegt (v. a. Gewinnwertpapiere). Anders als bei Krediten, bei denen 30% weniger als

<sup>18</sup> Diese Daten wurden aus der GFR und der Wertpapier-Stammdatenbank zusammengeführt. Aufgrund von Bewertungsproblemen sind die diesbezüglichen Werte für Anleihen mit kleineren Umlaufvolumina mit großen Unsicherheiten verbunden und werden daher nicht analysiert.

<sup>19</sup> Ein Grund könnte sein, dass Fonds, die in Unternehmensanleihen investieren, sich oftmals an internationalen Benchmark-Indizes orientieren, in denen österreichische Titel nicht sehr stark vertreten sind.

<sup>20</sup> Das gilt in erster Linie für börsennotierte Anleihen. Bei Privatplatzierungen ist die Fungibilität eingeschränkter, da es keinen aktiven Handel auf dem Sekundärmarkt gibt.

1 Jahr liefen, waren bei Anleihen Laufzeiten unter 1 Jahr sehr selten. Schuldverschreibungen mit kurzer Laufzeit, die in vielen Ländern vor allem von großen Unternehmen aufgelegt werden (so genannte Commercial Papers), spielen in Österreich nur eine untergeordnete Rolle.

Da Anleihen langfristige Finanzierungsinstrumente sind, lassen sich mit ihnen auch sehr langfristige Investitionsprojekte fristenkongruent finanzieren.<sup>21</sup> Darüber hinaus sind Anleihen endfällig gestaltet, wodurch die aufgenommenen Mittel dem Unternehmen die gesamte Laufzeit über zur Verfügung stehen.

Tabelle 4

### Ursprungslaufzeit von Unternehmensanleihen und Bankkrediten

zum 31. Dezember 2003

	Unternehmensanleihen	Bankkredite
	Anteil in %	
Bis 1 Jahr	0,4	30,1
1 bis 5 Jahre	18,5	10,7
Über 5 Jahre <sup>1</sup>	81,1	59,2
5 bis 10 Jahre	36,3	x
10 bis 15 Jahre	34,3	x
15 bis 30 Jahre	10,0	x
Über 30 Jahre	0,4	x

Quelle: OeNB: Wertpapier-Stammdatenbank, EZB-Monetärstatistik.

<sup>1</sup> Die EZB-Monetärstatistik ermöglicht keine weitere Aufteilung der Ausleihungen mit einer Laufzeit von mehr als 5 Jahren.

#### 4.4 Hohe Fixkosten

Im Gegensatz zum Bankkredit, bei dem die Kosten im Prinzip proportional zum aufgenommenen Betrag verlaufen, weist die Anleihebegebung einen stark degressiven Kostenverlauf auf. Dieser resultiert daraus, dass bei der Emission eine Reihe von einmaligen Emissionskosten anfällt. Diese beinhalten die Konsortialprovision für Konsortialbanken, die die Emission übernehmen und ihre Platzierung garantieren, die Marketing-Kosten, wie die Kosten für die Erstellung des Emissionsprospekts<sup>22</sup> und die Vor-

stellung der Emission bei institutionellen Investoren (Roadshow), und schließlich die Kosten der Börsennotiz, bestehend aus der Börseneinführungsprovision und die Börsenzulassungsgebühren.<sup>23</sup> Alle diese Kosten zusammen können nach Branchenschätzungen bei kleinen oder mittleren Anleihen 2% bis 3% des Anleihebetrags erreichen (Finanzplatz e.V., 2000). Angesichts dieser hohen Fixkosten kommt dieses Instrument vor allem für Unternehmen mit hohem Finanzierungsbedarf in Betracht.

<sup>21</sup> Siehe z. B. Haiss und Marin (2002), die eine Reihe von Anleiheprospekten von Emissionen österreichischer Unternehmen hinsichtlich des Verwendungszwecks der aufgenommenen Mittel untersucht haben.

<sup>22</sup> Öffentlich aufgelegte Anleihen unterliegen den Publizitätsvorschriften des Kapitalmarktgesetzes (KMG), was einen höheren Dokumentationsaufwand und damit höhere Kosten erfordert (Zuffer, 2003). Privatplatzierungen können individueller und flexibler gestaltet werden, für sie gilt auch die Prospektspflicht des KMG nicht, wodurch sich der Dokumentationsaufwand vermindert.

<sup>23</sup> Die Kosten für die Erstzulassung an der Wiener Börse betragen für Anleihen mit Höchstlaufzeit von 5 Jahren 1,00 Basispunkt (bp) im Amtlichen Handel (mindestens 1.450 EUR, höchstens 5.800 EUR), 0,50 bp im Regierten Freiverkehr (mindestens 725 EUR, höchstens 2.900 EUR) und 0,25 bp im Dritten Markt (mindestens 500 EUR, höchstens 2.750 EUR). Für Anleihen mit einer Laufzeit von über 5 Jahren sind die Werte (nicht aber die Mindest- und Höchstsätze) doppelt so hoch. Die jährliche Benutzungsgebühr für Emittenten von Anleihen beträgt 0,16 bp im Amtlichen Handel, 0,08 bp im Regierten Freiverkehr und 72,50 EUR im Dritten Markt.

Bei der laufenden Verzinsung ist grundsätzlich eine fixe oder eine variable Verzinsung möglich. Die Art der Verzinsung wird zum Emissionszeitpunkt für die gesamte Laufzeit festgelegt. Auf dem Euro-Anleihemarkt haben sich Fixzinsanleihen mit fester Laufzeit, regelmäßigen Zinszahlungen und Rückzahlung des Nennbetrags am Ende der Laufzeit durchgesetzt.<sup>24</sup> Im Unterschied dazu weisen Bankkredite zu einem beträchtlichen Teil eine variable Verzinsung auf.

Der Kupon von Unternehmensanleihen besteht aus der aktuellen Benchmarkkondition für risikolose Anlagen<sup>25</sup> und einem Aufschlag für das Ausfallrisiko des Emittenten und für das Bonitätsänderungsrisiko. Auch das Volumen der Emission kann die Rendite beeinflussen, indem der Zinssatz eine Prämie für geringere Liquidität enthalten kann; vor allem internationale Investoren fragen hohe Volumina nach und messen der Liquidität hohe Bedeutung bei. Auch diesbezüglich bestehen somit Kostenvorteile für große Unternehmen (sowie für langfristige Finanzierungen, bei denen sich die hohen Fixkosten auf einen größeren Zeitraum verteilen).<sup>26</sup>

#### 4.5 Hohe Bonitätsanforderungen

Durch die Begebung von Unternehmensanleihen können Unternehmen mögliche Friktionen in der Fremdfinanzierung, die daraus resultieren,

dass sich einzelne Banken als Kreditgeber zurückziehen, vermindern. Anleihegläubiger haben üblicherweise keine Möglichkeit, eine vorzeitige Rückzahlung zu verlangen, ihre Ansprüche beschränken sich auf Zahlung der Zinsen, Rückzahlung der Anleihe und regelmäßige Unternehmensinformationen. Kontraktänderungen nach Begebung der Emission (sowohl durch den Gläubiger als auch durch den Schuldner) sind ebenfalls so gut wie ausgeschlossen, da dem Unternehmen ein großer Kreis an – üblicherweise namentlich nicht bekannten – Kreditgebern gegenübersteht und die große Zahl der Beteiligten eine koordinierte Vorgangsweise erschwert. Demgegenüber bieten Kreditverträge mit Banken die Möglichkeit einer flexiblen Vertragsanpassung. So kann etwa eine Bank im Fall zeitweiliger Liquiditätseingpässe sehr viel leichter einen Zahlungsaufschub oder einen Überbrückungskredit gewähren als die (verstreuten) Anleihegläubiger. Aufgrund dieser im Vergleich zum Bankkredit geringeren Flexibilität setzen Anleihefinanzierungen entweder eine überdurchschnittlich hohe Bonität des Emittenten oder ein von außen leicht zu beurteilendes Risiko voraus.<sup>27</sup>

Überdies sind Wertpapierfinanzierungen – im Unterschied zu Bankkrediten – üblicherweise nicht dinglich besichert.<sup>28</sup> Auch das spricht dafür, dass diese Finanzierungsform nur

<sup>24</sup> Das gilt auch für österreichische Emittenten: So betrug der Anteil festverzinsten Emissionen bei den von österreichischen Unternehmen in den Jahren 2001 bis 2003 öffentlich zur Zeichnung aufgelegten Anleihen mit Heimatbörse Wien mehr als 98% – gemessen am Emissionsvolumen (OeNB, 2004).

<sup>25</sup> Zumeist wird dazu der Swapzinssatz für die Laufzeit der jeweiligen Anleihe herangezogen.

<sup>26</sup> Ein Vergleich der Verzinsung von Anleihen mit jener von Krediten ist mangels geeigneter Daten nicht möglich. Der österreichische Markt weist derzeit ein zu geringes Volumen auf, um aussagekräftige Renditen für Unternehmensanleihen zu eruieren. Bei einem Vergleich für den Euroraum kann zwar auf nach Bonitätsklassen und Laufzeitbändern differenzierte Anleiherenditen zurückgegriffen werden, für Kredite liegen jedoch nur Daten für Laufzeiten bis 1 Jahr, 1 bis 5 Jahre und über 5 Jahre vor.

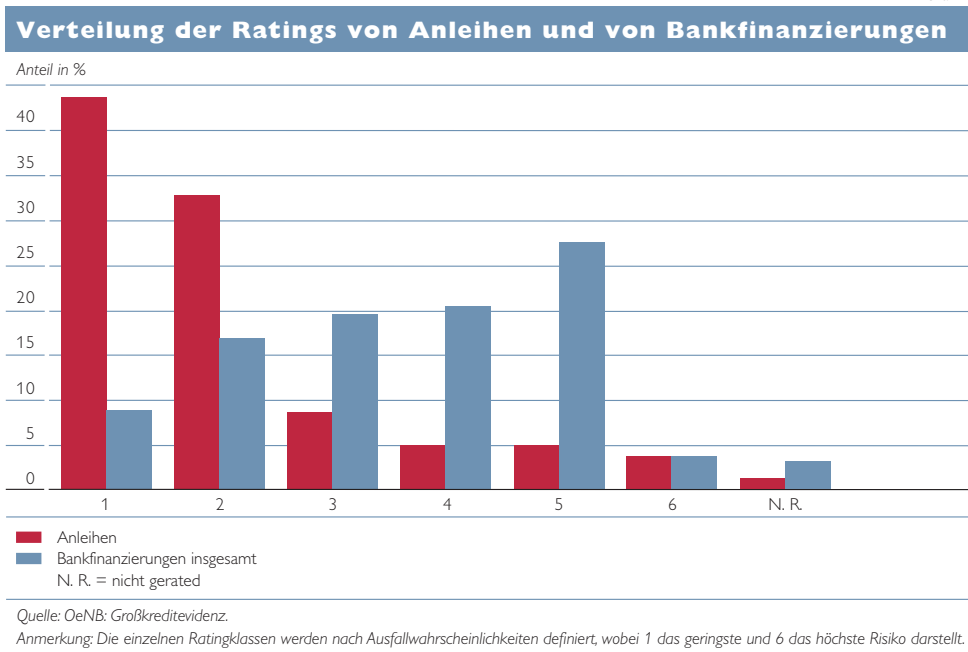
<sup>27</sup> Das trifft etwa auf Energieversorgungsunternehmen zu – v. a., wenn sie Monopolbetriebe sind, wie es früher der Fall war.

<sup>28</sup> Allerdings können die Anleihebedingungen Verpflichtungserklärungen (Covenants) enthalten, die beispielsweise die Erfüllung rechtlicher Vereinbarungen und die Einhaltung von finanziellen Kennzahlen vorsehen (Zuffer, 2003).

Unternehmen mit besserer Bonität zugänglich ist.<sup>29</sup> Das bestätigt auch ein Vergleich von Daten aus der Großkreditevidenz, die ein Rating der einzelnen Kreditnehmer beinhaltet.<sup>30</sup> Er zeigt, dass jene Unternehmen, die Anleihen emittiert haben, ein deutlich besseres Rating aufweisen

als Betriebe, die sich ausschließlich durch Kredite finanziert haben. Mehr als drei Viertel der Anleiheemittenten, aber nur ein Viertel der Unternehmen mit Bankkrediten befanden sich Ende 2003 in den beiden obersten Ratingklassen.

Grafik 3



## 5 Implikationen der Emission von Unternehmensanleihen für die Finanzmarktstabilität in Österreich

Wie bereits zuvor erwähnt, werden durch die Begebung von Unternehmensanleihen Kreditrisiken über das Bankensystem hinaus gestreut. Wenn Investmentfonds oder Versicherungen diese Anleihen übernehmen, verbleiben diese Risiken bei professionellen

Anlegern, bei denen ein entsprechendes Risikomanagement vorausgesetzt werden kann. Beim Erwerb durch Privatanleger wird dies nicht im gleichen Ausmaß der Fall sein. So ist schon angesichts der dazu erforderlichen Volumina eine entsprechende Diversifikation der Risiken zumeist nur in geringerem Umfang möglich.

Zudem haben Banken zumeist Vorteile bei der Beurteilung des Risikos, das mit der Finanzierung eines

<sup>29</sup> Prinzipiell steht auch Unternehmen mit schlechterer Bonität die Mittelaufnahme über den Rentenmarkt offen. Eine ungünstigere Risikoeinschätzung kommt dann in einem entsprechend hohen Risikoaufschlag zum Ausdruck.

<sup>30</sup> Im Rahmen der Großkreditevidenzmeldung, in die auch verbrieft Forderungen einbezogen werden, melden die Banken das interne Rating jedes Kreditnehmers. Dieses Rating bezieht sich ausschließlich auf die Bonität des Kreditnehmers und berücksichtigt keine Merkmale der Kreditverträge, wie etwa allfälliger Sicherheiten oder die Seniorität der Forderung. Diese Risikoeinschätzungen werden von der OeNB in eine einheitliche Masterskala übertragen. Ab Berichtstermin August 2004 wurde diese Skala auf 7 Stufen zuzüglich einer Default-Klasse umgestellt.

Unternehmens einhergeht. Zum einen sind ihnen im Rahmen der Kreditprüfung oft mehr Informationen zugänglich, als in Anleiheprospekten veröffentlicht werden, zum anderen erhalten sie durch regelmäßige Kontakte, Berichte usw. Informationen über die aktuelle Lage und Entwicklung des Unternehmens.<sup>31</sup> Aufgrund dieser Informationsasymmetrie und ihrer üblicherweise schlechteren Verhandlungsposition ist für Anleihegläubiger das Bonitätsänderungsrisiko besonders relevant.<sup>32</sup>

Dieses Risiko wurde in den letzten Jahren allerdings nur in sehr geringem Umfang schlagend. Da – wie bereits dargestellt – Anleihen in Österreich

vor allem von Unternehmen mit guter Bonität begeben wurden, gab es nur sehr wenige Ausfälle bei Unternehmensanleihen (Tabelle 5).<sup>33</sup> Insgesamt waren 2,4% der in den Jahren 1990 bis 2003 neu an der Wiener Börse notierten Anleihen österreichischer Unternehmen von Ausfällen betroffen.<sup>34</sup> Unter Berücksichtigung der getätigten Rückzahlungen beliefen sich die Ausfälle (ohne entgangene Zinszahlungen) auf 1,9% des Emissionsvolumens. Das waren deutlich weniger als etwa die Ausfälle im Kreditgeschäft der Banken, die sich Ende 2003 auf 3,3% der Kundenforderungen beliefen (OeNB, 2004).

Tabelle 5

**Nicht vollständig bediente börsennotierte Anleihen  
von österreichischen Unternehmen**

	Laufzeit		Nominale in Mio EUR
	Beginn	Ende	
4% Heid Optionsanleihe 1989–1999 <sup>1</sup>	19.12.1989	19.12.1999	29,1
4% Maculan Wandelanleihe 91–96 <sup>2</sup>	07.10.1990	07.10.1996	48,0
Axioma BÜRGES-garantierte Gewinn-Schuldverschreibung 2000 <sup>3</sup>	01.10.2000	ewig	0,7
Cymantix BÜRGES-garantierte Gewinn-Schuldverschreibung 2000 <sup>3</sup>	01.04.2000	ewig	0,6
SHOPtoSHOP BÜRGES-garantierte Gewinn-Schuldverschreibung 2000 <sup>3</sup>	01.11.2000	ewig	0,7
Educell BÜRGES-garantierte Gewinn-Schuldverschreibung 2001 <sup>3</sup>	01.12.2001	ewig	1,6
6% Adcon Wandelanleihe 02–07/Tranche A/PP <sup>4</sup>	13.11.2002	14.11.2007	1,0
6% Adcon Wandelanleihe 02–07/Tranche B <sup>4</sup>	09.12.2002	09.12.2007	3,0

Quelle: KSV, AWS, APA, Wiener Börse.

<sup>1</sup> Im Jahr 1997 hat die Fa. Heid den Anleihehabern ein Rückkaufangebot von 40% des Nennwerts angeboten. 1998 wurde ein vorzeitiger Rückkauf zu 28% des Kurses angeboten, 1999 wurde ein Rückkaufangebot von 24% unterbreitet.

<sup>2</sup> Die Konkursquote betrug 40%. Allerdings wurden die Gläubiger mit letztinstanzlicher Zustimmung des OGH mit einer Abschlagszahlung von 10% befriedigt.

<sup>3</sup> Bei Gewinnwertpapieren übernimmt die AWS für natürliche Personen eine Ausfallhaftung in Höhe von 100% des Nominales.

<sup>4</sup> Der Konkurs wurde am 16. September 2003 eröffnet.

Diese geringen Ausfälle deuten darauf hin, dass zumindest die großen österreichischen Emissionshäuser bei der Auswahl von Anleiheemittenten sehr verantwortungsbewusst umge-

hen – und für die erfolgreiche Unterbringung einer größeren Emission ist die Beteiligung eines großen Instituts unabdingbar. Jedenfalls sind spekulative Erscheinungen auf dem österrei-

<sup>31</sup> Gleichzeitig ist es für Investoren kostengünstiger, wenn sich diese Informationskosten auf ein größeres Finanzierungsvolumen aufteilen lassen, weshalb ebenfalls größere Unternehmen bei der Anleihebegebung im Vorteil sind.

<sup>32</sup> Neben den Kreditrisiken tragen Anleihezeichner noch das Kursrisiko (speziell dann, wenn man nicht die Absicht hat, das Papier bis zum Verfall zu halten) und das Liquiditätsrisiko (v. a. bei kleineren Emissionen und bei Privatplatzierungen).

<sup>33</sup> Diesbezügliche Informationen waren nur für börsennotierte Anleihen zu eruieren.

<sup>34</sup> Darüber hinaus wurde im Jahr 1991 die Bedienung der Schilling-Anleihe der Omni-Holding eingestellt; ihre Gläubiger erhielten nur eine relativ geringe Quote. Diese Anleihe wurde allerdings nicht von einem österreichischen, sondern von einem Schweizer Unternehmen emittiert – via dessen Emissionsvehikel auf den Kaimaninseln.

chischen Anleihemarkt bisher ausgeblieben.<sup>35</sup>

Im Umkehrschluss könnte man vermuten, dass es durch die Zunahme der Anleihefinanzierungen, die üblicherweise nur Unternehmen mit besserer Bonität zugänglich sind, tendenziell zu einer Konzentration schlechterer Risiken in den Bankbüchern kommen könnte. Zum Teil steht dem entgegen, dass auch die Banken vermehrt Unternehmensanleihen erwerben. Allerdings betrug der Bestand in den Portefeuilles der Banken Ende 2003 immer noch weniger als 2% der an den Unternehmenssektor vergebenen Direktkredite. Darüber hinaus könnte sich die Risikoposition der Banken sogar verbessern, wenn Unternehmen, die Anleihen begeben haben, mehr Sicherheiten für Kredite zur Verfügung stehen, da Anleihen üblicherweise nicht besichert werden.<sup>36</sup> Der wesentlichste Punkt ist jedoch, dass der Substitution von Krediten durch Anleihen Grenzen gesetzt sind, da diese beiden Instrumente – wie bereits erwähnt – verschiedene Funktionen im Finanzierungsprozess haben.<sup>37</sup> Das wird auch darin ersichtlich, dass in keinem der hier untersuchten Länder das Volumen der Unternehmensanleihen die aushaftenden Bankkredite übertrifft. Außerdem stellt eine allfällige Kumulierung schlechter Kreditrisiken in den Bilanzen der Banken nur dann ein Problem für die Finanzmarktstabilität dar, wenn diese keinen

entsprechenden Risikoaufschlag aufweisen.<sup>38</sup>

Da Unternehmensanleihen aber üblicherweise risikoadäquat bewertet werden, führt ihre vermehrte Emission zu einer verstärkten Beachtung von Risikogesichtspunkten in der Finanzierungsentscheidung. Es kann sogar vermutet werden, dass die vermehrte Berücksichtigung von Risikoaspekten bei der Konditionengestaltung im Kreditgeschäft in Österreich zur Zunahme der Anleihefinanzierung in letzter Zeit beigetragen hat. Sollte der Risikoaspekt bei der Kreditentscheidung in Zukunft weiter an Bedeutung gewinnen, könnte die Emissionstätigkeit der österreichischen Unternehmen einen zusätzlichen Impuls erhalten.

## 6 Schlussfolgerungen

Die Integration des österreichischen Rentenmarktes in den Euro-Anleihemarkt, der durch die gemeinsame Währung einen beträchtlichen Entwicklungsschub erfahren hat, hat für die heimischen Unternehmen die Mittelaufnahme in Form von Anleiheemissionen erleichtert. Angesichts ihrer dynamischen Entwicklung kann davon ausgegangen werden, dass sich die Anleihe als Instrument der Unternehmensfinanzierung in Österreich etabliert hat. Für den Unternehmenssektor haben sich dadurch zwar die Möglichkeiten der Fremdkapitalaufnahme erweitert, allerdings wird die Anleihe auch auf lange Sicht den Kre-

<sup>35</sup> Es gibt daher keinen Markt für österreichische High-Yield-Bonds.

<sup>36</sup> Sofern dies nicht durch Zusatzvereinbarungen (Covenants) ausgeschlossen wurde.

<sup>37</sup> In Bezug auf kurzfristige Finanzierungen könnte sich Substitutionspotenzial herausbilden, wenn sich ein Markt für Commercial Papers in Österreich herausbildet.

<sup>38</sup> Schließlich erleichtert die Fungibilität von Anleihen die Allokation von Risiken auf dem Markt. Investoren, die sich von einem bestimmten Risiko in ihrem Portefeuille trennen wollen, können die entsprechende Anleihe auf dem Sekundärmarkt veräußern; Kredite können demgegenüber viel schwerer weitergegeben werden (obwohl sich die Unterschiede in der Fungibilität dieser beiden Instrumente im Zuge der fortschreitenden Securitizationstendenzen zunehmend auflösen beginnen (Lumpkin, 2003).

dit nicht ersetzen können, da sie nur für spezifische Finanzierungserfordernisse geeignet ist. Sie ist vor allem für Investitionsprojekte mit einem relativ großen und langfristigen Finanzbedarf zweckmäßig, darüber hinaus erfordert ihre Inanspruchnahme eine überdurchschnittlich hohe

Bonität des emittierenden Unternehmens. Insgesamt dürfte sich durch Anleiheemissionen die Stabilität der Unternehmensfinanzierung erhöhen, indem sie durch die Verbreiterung der Gläubigerbasis den Zugang der Unternehmen zur Fremdmittelaufnahme glätten.<sup>39</sup>

## Literaturverzeichnis

- Davis, E. P. 2001.** Multiple Avenues of Intermediation, Corporate Finance and Financial Stability. International Monetary Fund Working Paper 01/115.
- Davis, E. P. und C. Ioannidis. 2004.** External Financing of US Corporations; are Loans and Securities Complements or Substitutes? Brunel University Department of Economics and Finance Working Paper 04-02.
- De Bondt, G. J. 2002.** Euro Area Corporate Debt Securities Market: First Empirical Evidence. ECB Working Paper 164.
- De Bondt, G. und J. Lichtenberger. 2004.** The Euro Area Corporate Bond Market: Where do we stand since the Introduction of the Euro? In: European Business Organisation Law Review, 4 (4). 517–539.
- Deutsche Bundesbank. 2004.** Neuere Entwicklungen auf dem Markt für Unternehmensanleihen. In: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank. April. 15–26.
- Finanzplatz e.V. 2000.** Corporate Bonds. Der Markt für Unternehmensanleihen in Deutschland.
- Haiss, P. und S. Marin. 2002.** Corporate Bonds: Entwicklung in Österreich und Euroland. In: Bank-Archiv 11/2002. 847–864.
- Hartmann, P., A. Maddaloni und S. Manganeli. 2003.** The Euro-Area Financial System: Structure, Integration, and Policy Initiatives. In: Oxford Review of Economic Policy 19(1). 180–213.
- Kaiser, H. und A. Heilenkötter. 1999.** Der Rentenmarkt in der Europäischen Währungsunion. In: Deutsche Bank Research, EWU-Monitor, 79. 29. Oktober.
- Lumpkin, S. 2003.** The Integration of the Corporate Bond and Commercial Loan Markets. In: OECD Financial Market Trends 85. 51–86.
- Marek, M. 2002.** Corporate Bonds – Neue Finanzierungsmöglichkeiten für österreichische Unternehmen. In: Raiffeisenblatt 10/2002.
- OeNB. 2004.** Finanzmarktstabilitätsbericht 7.
- Perée, E. und A. Steinherr. 2001.** The Euro and Capital Markets: A New Era. In: The World Economy, 24(10). 1295–1308.
- Standard & Poor's. 2004.** EU 2003 Annual Default Study & Rating Transitions.
- Santos, J. A. C. und K. Tsatsaronis. 2002.** The Cost of Barriers to entry: Evidence from the Market for Corporate Euro Bond Underwriting. Paper presented at the Workshop of the ECB-CFS Research Network on Capital Markets and Financial Integration in Europe. Frankfurt am Main. 29.–30. April.
- Zuffer, M. 2003.** Rechtliche Aspekte bei der Emission von Corporate Bonds. Factbook Beteiligungskapital in Österreich. Edition 2003.

<sup>39</sup> Davis (2001) hat gezeigt, dass in den USA nach Krisen der Mittelzufluss an Unternehmen über Anleihen rascher wieder in Gang gekommen ist als die Kredite der Banken.

# Zum Wirtschaftswachstum in Dänemark, Schweden und im Vereinigten Königreich seit Beginn der Währungsunion

Gabriel Moser,  
Wolfgang Pointner,  
Gerhard Reitschuler

Die vorliegende Studie analysiert das BIP-Wachstum in Dänemark, Schweden und im Vereinigten Königreich, indem einerseits die Determinanten des Potenzialwachstums und andererseits die konjunkturell bedingten Schwankungen des BIP sowie der Beitrag der jeweiligen nationalen Wirtschaftspolitik in den drei Ländern untersucht werden. Als Hauptantriebskräfte des Wachstums werden in Schweden die hohen Ausgaben für Forschung und Entwicklung, vor allem im Bereich der Informations- und Kommunikationstechnologie und im Vereinigten Königreich der infolge steigender Vermögenspreise stark zunehmende Privatkonsum identifiziert. Konjunkturschwankungen werden in Dänemark und Schweden vor allem durch fiskalpolitische Maßnahmen erfolgreich ausgeglichen. Hinsichtlich der Konvergenz der Konjunkturzyklen dieser Länder mit dem des Euroraums, die für einen möglichen Beitritt zur Wirtschafts- und Währungsunion bedeutsam ist, lässt sich eine deutliche Zunahme im Vereinigten Königreich feststellen.

## 1 Einleitung

Mit dem Vertrag von Maastricht wurde im Jahr 1992 das Fundament für die monetäre Integration Europas gelegt. Die Bereitschaft zu dieser Vertiefung der Union war allerdings nicht in allen damaligen Mitgliedstaaten im gleichen Ausmaß vorhanden. Das Vereinigte Königreich und Dänemark erhielten eine Ausnahmeregelung für die Teilnahme an der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU). Die Erweiterung der EU im Jahr 1994 brachte mit Schweden ein weiteres Mitglied, das vorerst nicht an der dritten Stufe teilnimmt. Im Gegensatz zu Dänemark und zum Vereinigten Königreich ist Schweden allerdings zur Teilnahme verpflichtet, sobald die entsprechenden Kriterien<sup>1</sup> erfüllt sind.

Mit dem Beginn der gemeinsamen Geldpolitik im Jahr 1999 ergab sich eine währungspolitische Teilung der damaligen EU-15<sup>2</sup> und damit ein Beispiel für die Möglichkeiten einer „variablen Geometrie“ im Prozess der europäischen Integration (z. B. Rey, 1994). Während geldpolitische Entscheidungen für die zwölf Mitgliedstaaten des Euroraums durch den EZB-Rat getroffen werden, haben das Vereinigte Königreich, Dänemark

und Schweden ihre nationalen Souveränitätsrechte in diesem Bereich behalten und können daher im Rahmen des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) eine eigenständige Geldpolitik betreiben. Die Wechselkursregime der drei Länder sind unterschiedlich ausgestaltet; während Dänemark am WKM II teilnimmt, sind die Wechselkurse der Schwedischen Krone und des Pfund Sterling frei schwankend (IWF, 2004a). Allerdings sind die bilateralen Wechselkurse der Schwedischen Krone und des Pfund Sterling zu anderen Währungen in der EU Gegenstand der wirtschaftspolitischen Koordinierung bzw. werden sie als Gegenstand gemeinsamen Interesses angesehen (siehe Art. 124.2 des EU-Vertrags). Dadurch sollte in erster Linie kompetitiven Abwertungen vorgebeugt werden. Diese Koordinierung, die eine Konsequenz der zunehmenden wirtschaftlichen Interdependenz der europäischen Wirtschaften ist, erfolgt auch in mehreren anderen Wirtschaftsbereichen.<sup>3</sup>

Aufgrund der engen wirtschaftlichen Verflechtung der drei Länder mit dem Euroraum ist deren Entwicklung auch für die Geldpolitik des

<sup>1</sup> Neben dem Wechselkurskriterium erfüllt Schweden derzeit auch nicht das Kriterium der Notenbankunabhängigkeit (EZB, 2004a).

<sup>2</sup> Durch die EU-Erweiterung im Mai 2004 stieg die Anzahl der Mitgliedstaaten auf 25.

<sup>3</sup> Siehe dazu Art. 99 des Maastricht-Vertrags, in dem die Erstellung von allgemeinen Richtlinien für die Wirtschaftspolitik der EU-Mitgliedstaaten festgelegt wurde.



Eurosystems bedeutsam, und zwar insoweit, als diese Einfluss auf die Zielgrößen der gemeinsamen Geldpolitik nimmt. So betrug der Anteil dieser Länder am gesamten Exportmarkt des Euroraums im Jahr 2003 24,3%, wobei das Vereinigte Königreich mit 18,3% am wichtigsten war (EZB, 2004b). Das Gewicht der drei Länder im nominell-effektiven Wechselkurs beträgt rund 28%.<sup>4</sup> Dementsprechend können Veränderungen des Wirtschaftswachstums in den drei Ländern auch Auswirkungen für den Euroraum haben.

Obwohl ein Beitritt dieser drei Länder zum Euro-Währungsgebiet in den nächsten Jahren unwahrscheinlich ist, haben sie eine konkrete Beitrittsperspektive. Dementsprechend könnte es bei Erfüllung der Konvergenzkriterien des Maastricht-Vertrags zu einer Fortsetzung des Prozesses der monetären Integration Europas durch eine Erweiterung der WWU um diese Länder kommen. Eine wichtige ökonomische Voraussetzung dafür ist nach der Theorie optimaler Währungsräume (De Grauwe, 2003) eine hinreichende Konvergenz der Konjunkturzyklen bzw. die Abwesenheit von starken asymmetrischen Schocks zwischen den drei Ländern und dem Euroraum.

Im Folgenden soll die Entwicklung des Wirtschaftswachstums im Vereinigten Königreich sowie in Dänemark und Schweden untersucht werden, wobei der Fokus auf der Zeit seit dem Beginn der Währungsunion im Jahr 1999 liegt. Um ein genaues Bild über die für das Wachstum relevanten Faktoren zu erhalten, werden die Determinanten des Potenzialwachstums sowie des Konjunkturzyklus in den drei Ländern analysiert. Danach wird eine statistische Analyse der Konvergenz der Konjunkturzyklen der drei Länder mit dem des Euroraums durchgeführt und ein Überblick über den aktuellen Stand der Diskussion zum Beitritt zur Währungsunion gegeben.

## 2 Potenzialwachstum

Von 1965 bis 2003 wiesen Dänemark, Schweden und das Vereinigte Königreich sehr ähnliche reale BIP-Wachstumsraten auf (Tabelle 1). Jene des Euroraums wuchsen über diesen Zeitraum im Durchschnitt schneller, was auf höhere Wachstumsraten in der ersten Hälfte dieser Periode zurückzuführen ist, die hauptsächlich mit dem ökonomischen Aufholprozess einiger Volkswirtschaften des Euroraums erklärt werden können.<sup>5</sup>

Tabelle 1

### Wachstum des realen BIP

	Dänemark	Vereinigtes Königreich	Schweden	Euroraum
	Jahresdurchschnittsraten in %			
1965 bis 2003	2,1	2,3	2,3	2,8
1965 bis 1985	2,4	2,1	2,5	3,3
1985 bis 2003	1,8	2,6	2,1	2,4
1985 bis 1999	1,9	2,6	2,0	2,6
1999 bis 2003	1,3	2,4	2,2	1,6

Quelle: AMECO-Datenbank.

<sup>4</sup> Für die USA liegen diese Werte bei 15,7% (Anteil am gesamten Exportmarkt) und 23% (Gewicht im nominell-effektiven Wechselkurs).

<sup>5</sup> Griechenland und Portugal wiesen zwischen 1965 und 1985 durchschnittliche BIP-Wachstumsraten von über 4% auf.

Die tatsächlich realisierten BIP-Zuwächse werden wesentlich vom Potenzialwachstum einer Volkswirtschaft bestimmt, also jenen Wachstumsraten, die sich einstellen, wenn alle Produktionsfaktoren voll ausgelastet sind. Um zu untersuchen, welche Faktoren das Potenzialwachstum in Dänemark, Schweden, im Vereinigten Königreich sowie im Euroraum determiniert haben, wird eine einfache Wachstumszerlegung nach Feder (1983) durchgeführt (methodischer Rahmen siehe Kasten). Hauptdeterminanten in diesem Modell sind die Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital, die Gesamtfaktorproduktivität (GFP) sowie der Exportsektor. In

der GFP werden jene Faktoren zusammengefasst, die ohne Erhöhung des Inputs an Produktionsfaktoren die gesamtwirtschaftliche Produktion steigern, wie z. B. der technische Fortschritt oder ein verbesserter Ausbildungsstand der Erwerbsbevölkerung. Der Exportsektor wird aufgrund möglicher positiver Externalitäten berücksichtigt. Feder (1983) begründet die Verwendung von Exporten im Produktionsfunktionsansatz folgendermaßen: „*Econometric analysis utilizing this approach indicates that marginal factor productivities are significantly higher in the export sector. The difference seems to derive, in part, from the intersectoral beneficial externa-*

#### Wachstumszerlegung mithilfe des Modells von Feder (1983)

Ausgangspunkt dieses Modells ist eine Volkswirtschaft mit zwei Sektoren, die aufgrund abweichender Produktivitätsentwicklungen den Gesamt-Output unterschiedlich beeinflussen. Konkret handelt es sich dabei um den Exportsektor und den Rest der Volkswirtschaft, der für die Binnennachfrage produziert. Weiters wird angenommen, dass Arbeit und Kapital die einzigen Faktor-Inputs sind, die in den Produktionsprozess einfließen und dass die relativen Grenzprodukte von Arbeit und Kapital in den zwei Sektoren unterschiedlich sein können. Das Modell geht außerdem davon aus, dass der Exportsektor gegenüber dem Rest der Ökonomie positive Externalitäten erzeugen könnte, weil er „exponierter“ als andere Sektoren ist und aufgrund des höheren Wettbewerbsdrucks auch eine höhere Produktivität aufweisen sollte.

Mit einigen Annahmen ist die folgende Spezifikation ableitbar:

$$\dot{Y} = \alpha(I/Y) + \beta\dot{L} + \left[ \frac{\delta_x}{1 + \delta_x} - \theta \right] (\dot{X}(X/Y)) + \theta\dot{X}$$

wobei  $I/Y$  und  $X/Y$  für das Verhältnis von Investitionen und Exporten zum Gesamt-Output stehen und  $L$  für die Erwerbsbevölkerung; eine hochgestellte Punktierung stellt die Wachstumsrate der entsprechenden Variablen dar.  $\delta_x$  ist das Produktivitätsdifferenzial zwischen dem Exportsektor und dem Rest der Wirtschaft. Wenn das Faktorproduktivitätsdifferenzial positiv (negativ) ist, haben die Produktionsfaktoren eine größere (geringere) Grenzproduktivität im Exportsektor. Die GFP wird wie üblich als Residuum berechnet. Im Rahmen dieser Studie wird besonderes Augenmerk auf den Externalitätseffekt des Exportsektors sowie auf die Wachstumsbeiträge der GFP, der Investitionen und des Faktors Arbeit gelegt. Auf die Ergebnisse des Produktivitätsdifferenzials  $\delta_x$  wird hier nicht näher eingegangen (Resultate sind auf Wunsch von den Autoren erhältlich).

#### Sektoraler Produktionsfunktionsansatz von 1965 bis 2003

	Dänemark	Schweden	Vereinigtes Königreich	Euroraum
GFP	1,54 *** (0,15)	1,32 *** (0,36)	1,40 *** (0,50)	0,66 *** (0,12)
I/Y	0,92 *** (0,04)	1,01 *** (0,13)	1,10 *** (0,20)	0,36 *** (0,07)
L	0,15 (0,14)	0,67 *** (0,23)	0,57 *** (0,15)	0,73 *** (0,11)
X	0,54 *** (0,03)	0,13 * (0,07)	0,17 (0,21)	0,61 *** (0,02)
R <sup>2</sup> <sub>adj</sub>	0,71	0,67	0,62	0,85

Quelle: AMECO-Datenbank; Schätzverfahren: Generalized Method of Moments (GMM).

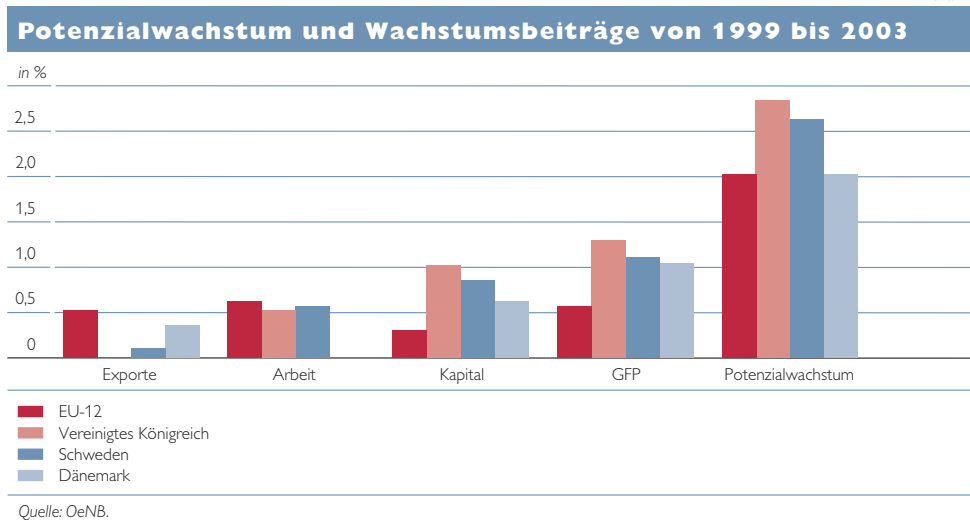
\*\*\* (\*\*\*) [\*] bedeutet Signifikanz auf dem 1%- (5%)- [10%]-Niveau, Standardfehler in Klammern.

lities generated by the export sector. The conclusion is therefore that growth can be generated not only by increases in the aggregate levels of labor and capital but also by the reallocation of existing resources from the less efficient non-export sector to the higher productivity export sector.“<sup>6</sup>

Die GFP hat die Wachstumsrate des realen BIP seit 1965 in Dänemark, Schweden und im Vereinigten Königreich dominiert. Der Beitrag der GFP in der Periode von 1965 bis 1985 war in den drei Ländern sowie im Euroraum deutlich höher als in den Jahren danach.<sup>7</sup> Die Verlangsamung des Produktivitätswachstums in diesem Zeitraum war allerdings nicht

auf die Staaten der EU beschränkt, sondern betraf auch andere industrialisierte Staaten. Als mögliche Erklärung für dieses Phänomen seien hier der Anstieg der Erdölpreise seit den Siebzigerjahren, Probleme bei der korrekten Messung von qualitativen Produktionsverbesserungen oder die Einführung von strengeren Umwelt- oder Arbeitsrechtsnormen angeführt. Bei der Betrachtung der Wachstumsbeiträge für die Periode von 1999 bis 2003 werden die Unterschiede bei der GFP noch deutlicher (Grafik 1). Der Beitrag der GFP zum BIP-Wachstum war in Schweden und im Vereinigten Königreich deutlich höher als im Euroraum<sup>8</sup> und in Dänemark.

Grafik 1



Die Bedeutung des physischen Kapitals ist in Dänemark, Schweden, im Vereinigten Königreich sowie im Euroraum gegenüber der früheren Periode von 1965 bis 1985 ebenfalls zurückgegangen. Dies dürfte auch auf die Tertiärisierung dieser Volkswirtschaften und das damit einherge-

hende stärkere Gewicht des Faktors Arbeit zurückzuführen sein. Auffallend ist, dass der Wachstumsbeitrag dieses Faktors sowohl im Gesamtzeitraum seit 1965 als auch in den Subperioden im Euroraum am schwächsten war. Die Bedeutung des Faktors Arbeit ist im Euroraum in der Periode

<sup>6</sup> Zu einer weiteren Anwendung des Modells von Feder siehe z. B. Crespo Cuaresma und Wörz (2004).

<sup>7</sup> Detaillierte Ergebnisse sind auf Wunsch von den Autoren erhältlich.

<sup>8</sup> Das Wachstumspotenzial des Euroraums wird besonders von der Entwicklung in Deutschland gedämpft. Eine aktuelle Untersuchung des Instituts für Weltwirtschaft zeigt, dass das Potenzialwachstum für den Euroraum ohne Deutschland derzeit um 0,2 Prozentpunkte höher liegen würde.

von 1985 bis 2003 gegenüber der Periode von 1965 bis 1985 deutlich gestiegen, in den drei Ländern konstant geblieben bzw. nur leicht gewachsen.

Die Wachstumsbeiträge des Exportsektors sind in den einzelnen Perioden unterschiedlich; sie waren in allen vier Volkswirtschaften vor allem in der Periode von 1965 bis 1985 verhältnismäßig hoch. Im Euro-Raum trug der Exportsektor auch in den Jahren 1999 bis 2003 mit etwa einem Viertel relativ stark zum BIP-Wachstum bei. Die im Modell von Feder (1983) postulierten Externalitäten des Exportsektors dürften daher im Euroraum am stärksten ausgeprägt sein.

## 2.1 Determinanten des Potenzialwachstums in Dänemark, Schweden und im Vereinigten Königreich

### 2.1.1 Schweden

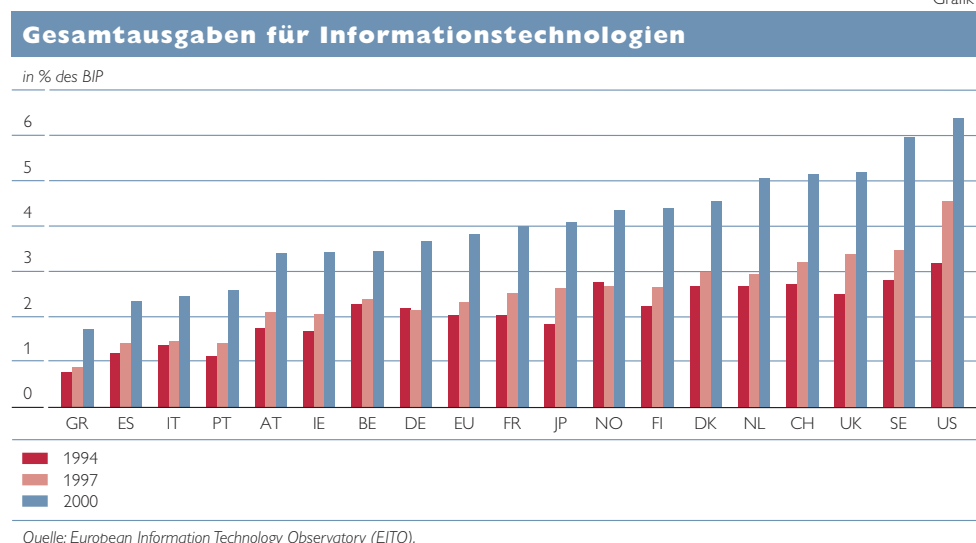
Einer der Gründe für das starke BIP-Wachstum in Schweden sowie für die Zunahme der GFP liegt in den

hohen schwedischen Ausgaben für Forschung und Entwicklung (F&E). Mit über 4% des BIP lagen diese in den letzten Jahren deutlich über jenen der anderen EU-Staaten, aber auch über jenen der USA. Dieses hohe Niveau an F&E-Aktivitäten bewirkt vermehrte Produkt- und Prozessinnovationen, die ihrerseits wiederum über eine Erhöhung der Produktivität das BIP-Wachstum steigern.<sup>9</sup>

Die schwedischen F&E-Ausgaben sind auch auf die dominante Stellung im Bereich der Informations- und Kommunikationstechnologie (IKT) zurückzuführen – bei den Ausgaben für IKT muss Schweden als das führende Land in Europa in diesem Zeitraum bezeichnet werden (Grafik 2).<sup>10</sup>

Studien zur Produktivitätsentwicklung konzentrieren sich zumeist auf Industrien wie den IKT-Sektor, in denen signifikante technologische Veränderungen stattfanden. Allgemein und besonders für Schweden wird dabei argumentiert, dass ein Wachstum des IKT-Sektors hohe Produktivitätszuwächse mit sich brin-

Grafik 2



<sup>9</sup> Eine umfassende Analyse der Wirkungen von F&E auf das BIP-Wachstum bietet „The Sources of Economic Growth in the OECD Countries“ (OECD, 2003b).

<sup>10</sup> Diese führende Stellung Schwedens zeigt sich jedoch auch bei Verwendung anderer Maßzahlen.

gen sollte. So war eines der empirischen Resultate für Schweden, dass das Wachstum im verarbeitenden Gewerbe ohne die spektakulären Zuwächse des IKT-Sektors weit geringer gewesen wäre.<sup>11</sup> Betrachtet man Grafik 1, so ist dies mit dieser Hypothese konsistent: Hauptfaktor für das vergleichsweise starke BIP-Wachstum zwischen 1999 und 2003 (wie übrigens auch in Dänemark und im Vereinigten Königreich) war die GFP.

### 2.1.2 Dänemark

Der IKT-Sektor spielte in Dänemark ebenfalls eine wichtige Rolle, wenn auch nicht im selben Ausmaß wie in Schweden. Dabei ist anzumerken, dass aufgrund der ständig fallenden Preise für Güter aus dem IKT-Sektor eher die Anwender von IKT-Produkten Vorteile für ihre Produktivitätsentwicklung lukrieren können als die Produzenten. Für die Stärkung der Innovationsfähigkeit Dänemarks sind laut Aiginger (2004) weiters der Technologietransfer und die Schaffung industrieller Cluster im Bereich der Biotechnologien von Bedeutung.

Bei der Zerlegung des dänischen Potenzialwachstums (Grafik 1) fällt auf, dass die Änderungen des Arbeits-Inputs zwischen 1999 und 2003 keinen Beitrag zum BIP-Wachstum geleistet haben. Tatsächlich stagnierte die Anzahl der Beschäftigten in Dänemark in diesem Zeitraum, während sie in Schweden, im Vereinigten Königreich oder im Euroraum um rund 1% gestiegen ist. In Dänemark hat die Arbeitslosigkeit zugenommen, während die Partizipationsrate auf hohem Niveau von rund 80% stagnierte; dennoch war die Arbeitslosen-

quote mit 5,5% im Jahr 2003 im europäischen Vergleich niedrig. Der deutliche Anstieg der Arbeitslosigkeit im Jahr 2003 um einen Prozentpunkt ist auch darauf zurückzuführen, dass es in Dänemark kaum Kündigungsschutzbestimmungen gibt. Dadurch ist es den Unternehmen leichter möglich, auf eine Verringerung ihrer Nachfrage mit Personalabbau zu reagieren. Um diese hohe Flexibilität bei den Kündigungen abzufedern, liegen allerdings die öffentlichen Ausgaben Dänemarks für aktive Arbeitsmarktmaßnahmen über jenen aller anderen EU-Staaten (OECD, 2004b), wodurch die soziale Absicherung der Arbeitnehmer gewährleistet wird.

### 2.1.3 Vereinigtes Königreich

Das Vereinigte Königreich wies in den letzten Jahren ein höheres Potenzialwachstum auf als die anderen beiden Länder und der Euroraum. Dies ist sowohl auf Zuwächse in der Partizipationsrate als auch auf ein höheres Wachstum der GFP zurückzuführen. Bei Letzterem dürften die starken Zuwachsraten bei den IKT-Investitionen eine Rolle gespielt haben (OECD, 2004a). Allerdings ist das Niveau der Produktivität im Vereinigten Königreich nach wie vor deutlich niedriger als in den meisten anderen industrialisierten Ländern. Dies kann teilweise durch eine niedrigere Ausstattung mit physischem Kapital und Humankapital erklärt werden (O'Mahony und De Boer, 2002). Es bestehen Defizite sowohl beim öffentlichen als auch beim privaten physischen Kapitalstock. Der niedrige Beitrag des Exportsektors zum Produktivitätswachstum könnte ebenfalls mit dem geringen Niveau

<sup>11</sup> Zu einer kritischen Analyse des schwedischen „IKT-Wunders“, siehe Edquist (2004). Hier wird argumentiert, dass das höhere (Produktivitäts-)Wachstum in Schweden (relativ zu anderen Staaten) u. a. ein statistisches Artefakt aufgrund der Verwendung falscher Deflatoren für den IKT-Sektor ist.

des Kapitalstocks in diesem Bereich zusammenhängen; daraus ergeben sich für das Vereinigte Königreich weniger positive externe Effekte zwischen dem exponierten Sektor und dem Rest der Volkswirtschaft.

Eines der Ziele der Wirtschaftspolitik im Vereinigten Königreich ist die Steigerung der Produktivität durch eine Verbesserung der Ausbildung, vermehrte öffentliche Investitionen, weitere Förderung von IKT sowie eine weitere Deregulierung der Gütermärkte, um diese „Produktivitätslücke“ zu anderen Ländern zu schließen.

### 3 Konjunkturzyklus

Neben dem Potenzialwachstum spielen konjunkturelle Schwankungen, also vorübergehende Phasen besonders starker oder schwacher Auslastung der Produktionsfaktoren, eine wesentliche Rolle für das Wirtschaftswachstum. Bei der Analyse dieser Schwankungen ist eine Unterscheidung der Rolle von globalen und länderspezifischen wirtschaftlichen Schocks, der Wirtschaftsstruktur sowie der geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen der Länder sinnvoll (Westaway, 2003). Im Folgenden soll zuerst für den Zeitraum seit Beginn der Währungsunion ein Überblick über jene Schocks gegeben werden, von denen alle drei Länder betroffen waren. Da dies bereits wesentliche Informationen über die Konvergenz der Konjunkturzyklen mit dem des Euroraums gibt, wird hier auch der Euroraum in die Analyse einbezogen. Danach folgt ein Überblick über die länderspezifischen Schocks sowie die relevanten wirtschaftspolitischen Ent-

wicklungen in Dänemark, Schweden und im Vereinigten Königreich.

#### 3.1 Weltwirtschaftliches Umfeld – die Rolle von globalen Schocks

Seit 1999 wurde die Weltwirtschaft von mehreren Schocks getroffen, die auch die konjunkturelle Dynamik in den drei Ländern und im Euroraum beeinflussten. Grafik 3 zeigt die Auswirkungen dieser Schocks anhand des um das jeweilige Potenzialwachstum bereinigten Wirtschaftswachstums in den drei Ländern und im Euroraum.<sup>12</sup>

Aus Grafik 3 kann bereits eine relativ hohe Synchronität der Konjunkturzyklen abgelesen werden, was auf den Einfluss von globalen Schocks schließen lässt. Dem gemeinsamen Konjunkturaufschwung bis Mitte des Jahres 2000 folgt ein relativ synchroner Abschwung bis Mitte 2001. Dieser „Early Millenium Slowdown“ (Peersman, 2004) war nicht nur in den vier Wirtschaftsräumen zu beobachten, sondern auch in vielen anderen Ländern. Dabei spielten eine in vielen Ländern bis ins Jahr 2000 straffe Geldpolitik, ein signifikanter Erdölpreisschock, das Ende des Investitionsbooms in den USA, der Kursverfall an den wichtigsten Weltbörsen nach dem Platzen des IKT-Booms sowie schließlich die zunehmende geopolitische Unsicherheit mit entsprechenden negativen Vertrauenseffekten eine wichtige Rolle. Zu Beginn des Jahres 2002 zeichnete sich in den drei Ländern und im Euroraum, wie auch in anderen Regionen, eine wirtschaftliche Erholung ab, die aber in der Folge durch eine erneute Serie von negativen Schocks unterbrochen

<sup>12</sup> Für diese Analyse werden die mit einem Produktionsfunktionsansatz geschätzten Potenzialwachstumsraten des NIGEM-Modells verwendet. Die Werte liegen relativ nahe bei jenen der Europäischen Kommission (2004) und den Schätzungen in Kapitel 2. Solche Schätzungen sind allerdings mit zum Teil erheblicher Unsicherheit behaftet.

Grafik 3

### Konjunkturzyklus – Transitorische Wachstumskomponente in Dänemark, Schweden, im Vereinigten Königreich und in der EU-12

in Prozentpunkten



Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis von NIGEM-Daten.  
Prognosewerte ab Q2 04.

wurde. Dazu zählten insbesondere der weitere Kursverfall an den Börsen aufgrund der Missachtung von Corporate Governance sowie eine verstärkte geopolitische Unsicherheit durch den Irak-Krieg. Ab Mitte des Jahres 2003 zeichnete sich eine an Dynamik gewinnende, globale Konjunkturerholung ab, die auch auf die drei Länder und den Euroraum übergriff.

Bordo und Helbling (2003) stellen fest, dass die Rolle von globalen Schocks für die Entwicklung der nationalen Wirtschaften in den vergangenen Jahrzehnten zugenommen hat. Dieser Trend kann auf die wirtschaftliche Globalisierung zurückgeführt werden, die durch eine zunehmende internationale Verflechtung der Güter- und Finanzmärkte die Transmissionsmechanismen von Schocks über nationale Grenzen hinweg verstärkt. Dem stehen die positiven Aspekte der Globalisierung, wie die Möglichkeit zur verstärkten Nutzung von Skalenerträgen, vermehrte internationale Arbeitsteilung,

die Vereinfachung der Finanzierung von Leistungsbilanzdefiziten sowie eine verbesserte Streuung von Einkommensrisiken durch internationale Diversifikation gegenüber.

### 3.2 Länderspezifische Faktoren und Wirtschaftspolitik

#### 3.2.1 Vereinigtes Königreich

Wie schon seit Mitte der Neunzigerjahre entwickelte sich die britische Wirtschaft auch in der Zeit nach Beginn der Währungsunion trotz der erwähnten negativen globalen Schocks sehr positiv.<sup>13</sup> Besonders auffallend war in diesem Zeitraum die hohe Stabilität des Wirtschaftswachstums. Grafik 3 zeigt die im Vergleich zu den beiden anderen Ländern und dem Euroraum deutlich geringere Volatilität des Wachstums. Dies ist auf eine sehr robuste Binnennachfrage zurückzuführen, wobei der private und öffentliche Konsum sowie die Bauinvestitionen maßgeblich zur Stabilisierung beitragen. Die Stabilität dieser Komponen-

<sup>13</sup> Die Ausführungen berücksichtigen u. a. die Informationen und Einschätzungen im Rahmen der Art.-IV-Konsultationen des IWF sowie der OECD-Länderberichte im betrachteten Zeitraum.

ten überlagerte die Schwankungen im Export und in den Anlageinvestitionen, die sich stärker im internationalen Gleichklang entwickelten. Bedingt durch die nachfrageseitigen Entwicklungen hat sich auf sektoraler Ebene eine zunehmende Disparität zwischen einem dynamisch wachsenden Dienstleistungssektor und einem weitgehend stagnierenden Industriesektor aufgetan.

Der starke private Konsum der vergangenen Jahre kann durch eine Reihe von Faktoren erklärt werden; die massive reale Aufwertung im Gefolge steigender kurz- und langfristiger Realzinsen im Jahr 1996 führte zu einer anhaltenden Verbesserung der Terms of Trade. In der Folge stieg das Vermögen der privaten Haushalte deutlich, zuerst durch Kursgewinne bei Aktien, danach durch Preissteigerungen bei Immobilien. Steigende Immobilienpreise haben im Vereinigten Königreich einen größeren Effekt auf den privaten Konsum als in anderen Ländern, da aufgrund der Finanz- und Immobilienmärkte eine Beleihung leichter möglich ist („mortgage equity withdrawal“). Möglicherweise haben diese strukturellen Faktoren, gemeinsam mit einem relativ inelastischen Angebot, auch zu einem Immobilienpreisanstieg beigetragen. Die Politik niedriger Zinsen seit 2001 hat nicht zuletzt aufgrund des hohen Anteils an variabel verzinsten Hypothekarkrediten die Immobilienpreise und damit den privaten Konsum unterstützt. Die Lage auf dem Immobilienmarkt gibt allerdings mittlerweile Anlass zur Sorge, nachdem das derzeitige Preisniveau allgemein als zu hoch eingeschätzt wird. Ein weiterer Faktor, der für den starken privaten Konsum verantwortlich war, ist die positive Entwicklung des Arbeitsmarktes, wodurch sich die Einkommensrisiken

für die Konsumenten reduziert haben. Die höheren Vermögen und verbesserten Terms of Trade sowie der stabilere Arbeitsmarkt dürften auch wesentlich zur deutlich geringeren Sparquote beigetragen haben.

Die dynamische Entwicklung der öffentlichen Nachfrage nach Investitions- und Konsumgütern sowie nach Arbeitskräften ist wesentlich auf die strukturpolitischen Zielsetzungen der britischen Regierung zurückzuführen, die auf eine Verbesserung des Angebots im Gesundheits- und Bildungsbereich sowie auf eine Anhebung der Arbeitsproduktivität abstellt. Durch das hohe Wachstum der Ausgaben in relativ kurzer Zeit entstanden allerdings zuletzt Absorptionsprobleme. Die konjunkturellen Wirkungen der Fiskalpolitik waren sowohl in der Konsolidierungsphase nach dem Regierungswechsel im Jahr 1997 als auch in der Phase einer expansiven Budgetpolitik nach dem Jahr 2000 außerordentlich günstig. Eines der Schlüsselprobleme der Konjunkturstabilisierung durch die öffentlichen Haushalte mittels diskretionärer Maßnahmen, nämlich das richtige Timing, dürfte allerdings auch im Vereinigten Königreich im betrachteten Zeitraum nicht gelöst worden sein. Die Budgetkonsolidierung erfolgte kurz nach den Wahlen und folgte damit dem „electoral fiscal cycle“, während die expansive Fiskalpolitik der vergangenen Jahre hauptsächlich durch strukturpolitische Zielsetzungen motiviert war. Das aus konjunktureller Sicht günstige Timing dieser Maßnahmen dürfte also weniger der Absicht der fiskalpolitischen Entscheidungsträger als dem Zufall zuzuschreiben sein.

Die Schwäche des Exportsektors und des Industriesektors sind die Kehrseite des Booms der Binnennachfrage. Die massive reale Aufwertung



infolge höherer Realzinsen, die im Zusammenhang mit der starken Binnennachfrage zu sehen sind, haben die Wettbewerbsfähigkeit im Exportsektor merklich beeinträchtigt, was zu Marktanteilsverlusten und permanenten Leistungsbilanzdefiziten von rund 2% des BIP geführt hat. Es ist eines der Ziele der aktuellen Wirtschaftspolitik im Vereinigten Königreich, die Dynamik des privaten Konsums etwas zu reduzieren. Dies könnte z. B. durch eine Erhöhung der laufenden Staatseinnahmen erfolgen, was auch angesichts der angestrebten Erhöhung der laufenden Staatsausgaben sinnvoll wäre.

### 3.2.2 Schweden

Das BIP-Wachstum in Schweden im Zeitraum von 1999 bis 2003 war zwar höher als jenes im Euroraum, allerdings schwankte der konjunkturelle Verlauf auch deutlich stärker aufgrund des Einbruchs des IKT-Marktes und der starken Außenhandelsbeziehungen dieser kleinen offenen Volkswirtschaft, die zu einer leichteren Transmission globaler Schocks führten.

Das durchschnittliche Wachstum von 4,6% in der Periode von 1998 bis 2000, das im Zuge des globalen Booms erreicht wurde, war das stärkste seit den Sechzigerjahren. Infolge des Einbruchs des IKT-Sektors fiel das Wachstum im Jahr 2001 unter jenes des Euroraums, konnte jedoch im darauf folgenden Jahr bereits wieder eine Erholung verzeichnen. Dazu dürfte vor allem die stark akkommodierend wirkende Fiskalpolitik beigetragen haben: Schweden nutzte

die Hochkonjunkturphase Ende der Neunzigerjahre zur Konsolidierung des Budgets, wobei 1993 noch ein zweistelliges Defizit (-11,4% des BIP) zu verzeichnen gewesen war. Wegen der positiven Budgetlage – der Überschuss betrug im Jahr 2000 5,2% des BIP – war zu Beginn des konjunkturellen Einbruchs ausreichend budgetärer Spielraum vorhanden, um die automatischen Stabilisatoren voll wirken lassen zu können. Dies hatte wiederum einen glättenden Einfluss auf die konjunkturelle Entwicklung. Angesichts der hohen Budgetüberschüsse konnten darüber hinaus zusätzliche diskretionäre Maßnahmen durchgeführt werden, vor allem in Form von Einkommensteuersenkungen. Laut OECD (2002a) erhöhte sich die Wachstumsrate der verfügbaren Realeinkommen dadurch um mehr als einen Prozentpunkt. Aufgrund dieser Lockerung der fiskalpolitischen Ausrichtung ging der Budgetüberschuss von 5,2% des BIP im Jahr 2001 auf 2,3% im Jahr 2003 zurück.

Die Gesamtentwicklung in Schweden macht die Vorteile einer stabilitätsorientierten Makropolitik sowie einer glaubwürdigen Verpflichtung und eines Ziels für die öffentlichen Finanzen offenkundig.<sup>14</sup> Weiters wird dadurch die Wichtigkeit des Aufbaus budgetpolitischer Überschüsse in Aufschwungphasen deutlich, um dann im Abschwung fiskalpolitischen Spielraum zur Verfügung zu haben.

### 3.2.3 Dänemark

Das BIP-Wachstum in Dänemark wurde in den Jahren 1999 bis 2001

<sup>14</sup> Ein Grund für die hohen Budgetüberschüsse in Schweden ist die Einhaltung dreier fiskalpolitischer Ziele, die in einem alle Bereiche des öffentlichen Sektors umfassenden Abkommen festgelegt sind: (a) die Aufrechterhaltung eines zyklisch-adjustierten Überschusses von 2% über den gesamten Konjunkturzyklus, (b) die Einhaltung von Ausgabenplafonds im Bundesbudget sowie (c) die ausgeglichene Budgetierung auf der Ebene der lokalen Gebietskörperschaften. Die Festlegung dieser Ziele erfolgte nicht zuletzt auch deswegen, weil Schwedens Budget eine hohe zyklische Sensitivität aufweist.

vom Außenhandel und von den Investitionen getragen. Obwohl die dänischen Exporte aufgrund des hohen Anteils von Gütern wie pharmazeutischen Produkten oder verarbeiteten Lebensmitteln im Allgemeinen relativ schwach auf konjunkturelle Schwankungen reagierten, kam es im Jahr 2002 zu einem negativen Beitrag der Nettoexporte zum BIP-Wachstum. Der private Konsum entwickelte sich im betrachteten Zeitraum eher verhalten. Gegen Ende des Jahres 2002 kam es kurz zu einem starken Anstieg des Privatkonsums, da die Umsetzung einer EU-Richtlinie im folgenden Jahr zu steigenden Autopreisen führte und dies von den Haushalten antizipiert worden war.

Insgesamt wies Dänemark in den vergangenen Jahren eine geringere Volatilität des BIP-Wachstums auf als der Euroraum. Dies deutet unter anderem auf die ausgeprägte Wirkung der automatischen Stabilisatoren hin. Simulationen der Europäischen Kommission (2001) zeigen, dass die automatischen Stabilisatoren in Dänemark besonders stark wirken und rund 30% der BIP-Schwankungen dämpfen. Gerade der Wegfall der Geldpolitik als Instrument zur Abfederung von Schocks steigert in einer kleinen offenen Volkswirtschaft die Bedeutung anderer Stabilisierungsmechanismen, wie eben der Fiskalpolitik.

Die Effektivität der automatischen Stabilisatoren hängt von mehreren Faktoren ab, wie etwa von der Größe des Staatssektors. Dänemark weist hier mit einer Staatseinnahmenquote von 57% den zweithöchsten Wert in

der EU hinter Schweden aus; ein weiterer Faktor wäre die Progressivität des Steuersystems.<sup>15</sup> Der Umfang der Ersatzleistungen der Arbeitslosenversicherung nimmt ebenfalls Einfluss auf die Effektivität der automatischen Stabilisatoren und auch in diesem Bereich findet sich Dänemark in einem Ranking der OECD-Staaten auf den vorderen Plätzen. Zusätzlich zur Wirkung der automatischen Stabilisatoren wurden Ende 2001 auch noch einige diskretionäre Maßnahmen beschlossen (Volz, 2004).

Dänemark ist geldpolitisch mit dem Euroraum über den WKM II verbunden, der einen fixen Leitkurs für die Dänische Krone vorsieht. Für die Aufrechterhaltung des Wechselkurses ist es wichtig, dass die Inflationsraten in Dänemark und im Euroraum nicht zu stark voneinander abweichen. In den Jahren 1999 bis 2003 betrug die durchschnittliche HVPI-Inflationsrate im Euroraum 1,9%, in Dänemark 2,3%. Im selben Zeitraum hat die dänische Notenbank nicht nur alle Zinsänderungen der EZB nachvollzogen, sondern auch unabhängig davon einige Zinssenkungen vorgenommen und damit das BIP-Wachstum unterstützt, sodass sich die Differenz der Leitzinsen in Dänemark und im Euroraum um 80 Basispunkte auf 15 Basispunkte verringert hat. Diese geldpolitische Lockerung wurde durch die Stabilität des Wechselkurses ermöglicht, der sich seit 1999 innerhalb der im WKM II festgelegten Bandbreiten bewegte.<sup>16</sup>

<sup>15</sup> Der Spitzensteuersatz in Dänemark liegt zwar mit 63% im internationalen Vergleich relativ hoch, allerdings setzt er bereits ab einem Einkommen ein, das nur 6% über dem Durchschnittslohn liegt (OECD, 2003a).

<sup>16</sup> Im WKM II wurde eine zulässige Schwankungsbreite von 2,25% um den festgelegten Leitkurs vereinbart; bisher betrug die maximale Abweichung der Dänischen Krone vom Leitkurs 0,49%.

#### 4 Konvergenz der Konjunkturzyklen

Aufgrund der Bestrebungen zur Schaffung einer europäischen Währungsunion hat das Interesse an der Messung der Synchronität der Konjunkturzyklen der europäischen Länder seit Anfang der Neunzigerjahre zugenommen. Eine hohe Konvergenz der Konjunkturzyklen zwischen den Staaten ist ein wesentliches Kriterium für einen optimalen Währungsraum. Mehrere Studien haben gezeigt, dass sich die Konvergenz der Länder des Euroraums in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre verstärkt hat (z. B. Angeloni und Dedola, 1999; Massman und Mitchell, 2002a).

Inwieweit ein solcher Gleichlauf der Zyklen auch zwischen dem Euroraum und den drei hier betrachteten Ländern besteht, kann durch die Korrelation der jeweiligen konjunkturellen Wachstumskomponente bestimmt werden (z. B. Artis, 2003). Die konjunkturelle Komponente des Wachstums wird aus der Differenz zwischen dem tatsächlichen Wachstum und einer Schätzung für das Potenzialwachstum berechnet (siehe Fußnote 12). Eine Zweiteilung des Beobachtungszeitraums von 1992 bis 2004 im ersten Quartal 1999 ermöglicht den Vergleich zwischen der Zeit vor und nach dem Beginn der dritten Stufe der WWU. Tabelle 2 zeigt die Resultate.

Tabelle 2

#### Korrelation der Konjunkturzyklen

	Q1 92 bis Q4 98	Q1 99 bis Q4 04	Q1 92 bis Q4 04
<i>Korrelationskoeffizient</i>			
EU-12/Vereinigtes Königreich	0,18	0,77	0,35
EU-12/Schweden	0,83	0,70	0,77
EU-12/Dänemark	0,72	0,59	0,66

Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis von NIGEM-Daten.  
Prognosewerte ab Q2 04.

Es zeigt sich, dass seit Beginn der Währungsunion der Konjunkturzyklus in den drei Ländern mit jenem des Euroraums recht hoch korreliert ist. Auffallend ist der starke Anstieg der Korrelation im Vereinigten Königreich, der auf die starken zyklischen Divergenzen zwischen den kontinentaleuropäischen Wirtschaften und dem Vereinigten Königreich zu Beginn der Neunzigerjahre zurückzuführen ist (Massman und Mitchell, 2002b). In den anderen beiden Ländern ergaben sich in den Neunzigerjahren nur geringfügige Rückgänge der bereits relativ hohen Korrelation.

Die Konvergenz der Konjunkturzyklen spielt in Schweden und im Vereinigten Königreich eine wichtige Rolle in den nationalen Diskussionen über die Vorteile eines Beitritts zur

Währungsunion, in Dänemark stellt sich diese Frage aufgrund der Teilnahme am WKM II nicht mehr. Im Vereinigten Königreich hat das für die Beurteilung zuständige Finanzministerium im Juni 2003 festgestellt, dass eine nachhaltige Konvergenz des Konjunkturzyklus des Vereinigten Königreichs mit dem des Euroraums noch nicht erreicht ist, weshalb ein Beitritt bei dem derzeit bestehenden Niveau an Flexibilität auf den Arbeits-, Güter- und Finanzmärkten nicht empfohlen werden kann (HM Treasury, 2003). In Schweden stellte die Regierung im Herbst 2002 fest, dass eine hinreichende Konvergenz zwischen den Konjunkturzyklen Schwedens und des Euroraums besteht.

Bezüglich eines Beitritts zur Währungsunion gibt es in den drei Ländern eine breite Debatte, wobei neben einer Abwägung der ökonomischen Vor- und Nachteile eines Beitritts auch nationale Traditionen in Bezug auf die eigene Währung eine Rolle spielen. Die Regierungen der drei Länder haben angekündigt, dass ein Beitritt nur nach einem Volksentscheid stattfinden wird. Laut Umfragen vom Oktober 2004 gäbe es derzeit in Dänemark eine Mehrheit für einen Beitritt, allerdings ist eine Abstimmung vor dem Jahr 2006 unwahrscheinlich, weil die dänische Regierung vor einem erneuten Referendum die Ratifizierung des EU-Verfassungsvertrags abwarten will. In Schweden und im Vereinigten Königreich wird ein Beitritt von der Bevölkerung weiterhin mehrheitlich abgelehnt.

## 5 Schlussbemerkungen

Das BIP-Wachstum in Schweden und im Vereinigten Königreich ist seit dem Jahr 1999 im Durchschnitt schneller gestiegen als im Euroraum, während die Wachstums-Performance Dänemarks etwas unter der des Euroraums lag. Die Unterschiede können sowohl durch höhere Potenzialwachstumsraten, als auch durch einen im Boom wie auch im Abschwung stärker schwankenden Konjunkturzyklus des Euroraums, erklärt werden. Bezüglich der Synchronität der Konjunkturzyklen der drei Länder mit dem Euroraum ist ein hohes Maß an Konvergenz zu beobachten, das insbesondere im Vereinigten Königreich in der Zeit nach Beginn der Währungsunion deutlich zugenommen hat. Die Konvergenz mit dem Euroraum wird

allerdings vom britischen Finanzministerium nach wie vor als nicht ausreichend für einen Beitritt zur Währungsunion erachtet.<sup>17</sup>

Bei der Wachstumszerlegung zeigt sich deutlich, dass die GFP – auch wenn diese im Lauf der letzten Jahrzehnte zurückgegangen ist – Hauptantriebskraft des Wachstums in den drei nicht zum Euro-Währungsgebiet zählenden Ländern ist. Zudem ist jedoch in diesen drei Ländern der Beitrag der GFP höher als im Euroraum. In Schweden war die höhere GFP vor allem auf die hohen Ausgaben für F&E, insbesondere im Bereich der IKT, zurückzuführen. Im Vereinigten Königreich war das Wachstum hauptsächlich durch die robuste Binnen- nachfrage begründet, wobei sowohl der private Konsum als auch eine expansive Fiskalpolitik das Wachstum stützten. Das relativ bescheidene BIP-Wachstum in Dänemark lässt sich wiederum durch die Stagnation der Beschäftigung seit 1999 erklären.

Ein Grund für den weniger ausgeprägten Abschwung in Schweden war die stark akkommodierend wirkende Fiskalpolitik. Dabei konnten aufgrund des hohen Budgetüberschusses die automatischen Stabilisatoren voll wirken; zudem erfolgten noch Einkommensteuersenkungen, wodurch die verfügbaren Einkommen stiegen. Ähnlich war die Situation in Dänemark, wo ebenfalls durch die automatischen Stabilisatoren die Amplitude des Konjunkturzyklus verringert wurde.

Abschließend sei noch bemerkt, dass aus den Abweichungen des BIP-Wachstums der EU-Staaten außerhalb der WWU von jenen im Euroraum nicht auf Effekte der gemeinsamen Währung geschlossen werden kann.

<sup>17</sup> Das war ursprünglich auch in den Berichten von Calmfors et al. (1996 und 1997) für Schweden diagnostiziert worden.

So wiesen einige Staaten des Euro-raums seit Beginn der Währungsunion höhere Zuwächse auf als die hier betrachteten Länder. Offensichtlich hatten auch andere Faktoren einen maßgeblichen Einfluss auf die BIP-Entwicklung. Die Zeitspanne, die seit der Einführung der WWU vergangen

ist, ist außerdem noch zu kurz, als dass die positiven Effekte einer Währungsunion auf die Integration von Finanz- und Gütermärkten und damit auch auf das BIP-Wachstum<sup>18</sup> der Mitgliedstaaten voll zum Tragen kommen hätten können.<sup>19</sup>

## Literaturverzeichnis

- Aiginger, K. 2004.** The Three Tier Strategy Followed by Successful European Countries in the 1990s. *International Review of Applied Economics*. Vol. 18(4). 399–422.
- Angeloni, I. und L. Dedola. 1999.** From the ERM to the Euro: New Evidence on Economic and Policy Convergence among EU-Countries. EZB. Working Paper 4.
- Artis, M. 2003.** Analysis of European and UK Business Cycles and Shocks. EMU study. HM Treasury.
- Bordo, M. und T. Helbling. 2003.** Have National Business Cycles Become More Synchronized? NBER Working Paper 10130.
- Calmfors, L., H. Flam, N. Gottfries, M. Jerneck, R. Lindahl, J. Haaland Matlary, C. Nordh Berntsson, E. Rabinowicz und A. Vredin. 1996.** Sverige och EMU. EMU-utredningens betänkande SOU 1996:158. Stockholm.
- Calmfors, L., H. Flam, N. Gottfries, M. Jerneck, R. Lindahl, J. Haaland Matlary, C. Nordh Berntsson, E. Rabinowicz und A. Vredin. 1997.** EMU - A Swedish Perspective. Kluwer Academic Publishers.
- Crespo Cuaresma, J. und J. Wörz. 2004.** On Export Composition and Growth. In: *Review of World Economics/Weltwirtschaftliches Archiv* (im Erscheinen).
- De Grauwe, P. 2003.** *Economics of Monetary Union*. New York: Oxford University Press.
- Edquist, H. 2004.** The Swedish ICT Miracle – Myth or Reality? Groningen Growth and Development Centre Research Memorandum GD-72.
- Europäische Kommission. 2001.** Public Finances in EMU. DG for Economic and Financial Affairs.
- Europäische Kommission. 2004.** EMU after Five Years. Manuscript. DG for Economic and Financial Affairs.
- EZB. 2004a.** EZB-Konvergenzbericht 2004.
- EZB. 2004b.** Monatsbericht Oktober.
- Faruqee, H. 2004.** Measuring the Trade Effects of EMU. IWF. Working Paper 04/154.
- Feder, G. 1983.** On Exports and Economic Growth. In: *Journal of Development Economics* 12. 59–73.
- HM Treasury. 2003.** UK Membership of the Single Currency: an Assessment of the Five Economic Tests. Juni.
- Institut für Weltwirtschaft. 2004.** Euroland: Recovery Will Slow Down. 70. Kieler Konjunkturgespräche.
- IWF. 2000.** Staff Reports for the Article IV Consultations United Kingdom. Washington.
- IWF. 2001.** Staff Reports for the Article IV Consultations United Kingdom. Washington.
- IWF. 2002.** Staff Reports for the Article IV Consultations United Kingdom. Washington.

<sup>18</sup> Siehe Rose (2000) und Persson (2001).

<sup>19</sup> Faruqee (2004) kommt dennoch zu dem Schluss, dass bereits jetzt positive Effekte der Währungsunion auf die Handelsbeziehungen der Mitgliedstaaten ausgemacht werden können, allerdings fallen diese Effekte für einzelne Länder sehr unterschiedlich aus. Für Finnland und Irland, die den hier betrachteten Ländern strukturell ähnlich und geographisch nahe sind, werden keine signifikanten Effekte gefunden.

- IWF. 2003.** Staff Reports for the Article IV Consultations United Kingdom. Washington.
- IWF. 2004a.** Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. Washington.
- IWF. 2004b.** United Kingdom – Selected Issues. Washington.
- Massmann, M. und J. Mitchell. 2002a.** Re-Considering the Evidence: Are European Business Cycles Converging? Unveröffentlichtes Manuskript. NIESR.
- Massmann, M. und J. Mitchell. 2002b.** Have UK and Eurozone Business Cycles Become More Correlated? In: National Institute Economic Review 182. 58–71.
- O’Mahony, M. und W. de Boer. 2002.** Britain’s relative productivity performance: Updates to 1999. National Institute of Economic and Social Research.
- OECD. 2002a.** Economic Survey Sweden. Paris.
- OECD. 2002b.** Economic Survey UK. Paris.
- OECD. 2003a.** Economic Survey Denmark. Paris.
- OECD. 2003b.** The Sources of Economic Growth in the OECD Countries. Paris.
- OECD. 2004a.** Economic Survey UK. Paris.
- OECD. 2004b.** Employment Outlook. Paris.
- Peersman, G. 2004.** What Caused the Early Millennium Slowdown? Evidence Based on Vector Autoregressions. In: Journal of Applied Econometrics (im Erscheinen).
- Persson, T. 2001.** Currency Unions and Trade: How Large is the Treatment Effect? In: Economic Policy 33. 435–448.
- Rey, J.-J. 1994.** Pros and Cons of a two-speed Monetary Integration. In: Bakker A. et al. „Monetary Stability through International Cooperation: Essays in Honour of André Szász“. Amsterdam. Kluwer Academic Publishers.
- Rose, A. K. 2000.** One Money, One Market: The Effect of Common Currencies on Trade. In: Economic Policy 30. 9–45.
- Volz, J. 2004.** Vorbild Dänemark? Eine Analyse der dänischen Wirtschaftspolitik. DIW-Wochenbericht 3/2004. 45–51.
- Westaway, P. 2003.** Modelling Shocks and Adjustment Mechanisms in EMU. EMU Study. HM Treasury.

# VERANSTALTUNGEN DER OENB

# Die politische Ökonomie der internationalen Financial Governance

Vanessa Redak,  
Helene Schuberth,  
Beat Weber<sup>1</sup>

Der OeNB-Workshop „Die politische Ökonomie der internationalen Financial Governance“ analysierte die jüngsten Trends der Finanzmarktregulierung, wobei Überlegungen zur ökonomischen Effizienz von Regulierung durch die Analyse institutioneller Fragestellungen ergänzt wurden. Nach der Diskussion von kontroversiellen Financial-Governance-Theorien wurden mehrere Fallstudien zu aktuellen Themenbereichen präsentiert: Finanzmarktintegration in der EU, Aktivitäten privatwirtschaftlich organisierter Verbände im globalen Finanzwesen, der Basel II-Prozess, Regulierung von Pensionskassen, der Markt für Over the Counter (OTC)-Derivate sowie Programme zur finanziellen Allgemeinbildung. Die im Workshop präsentierten Fallstudien zeigten die Bedeutung von nichtökonomischen Faktoren für die Erklärung bestimmter Financial-Governance-Mechanismen. Zur Entwicklung realitätsnäherer Modelle sind daher weitere Forschungsarbeiten im Rahmen von Fallstudien notwendig, um die empirische Grundlage für Financial-Governance-Theorien zu verbreitern.

Die Selbst- und Ko-Regulierung in Kombination mit der wachsenden Bedeutung von nichtstaatlichen Akteuren im Bereich der Financial Governance gewinnen in der akademischen Debatte über die Perspektiven der internationalen Finanzmarktarchitektur zunehmend Beachtung. Diese Entwicklungen stellen die Zentralbanken vor Herausforderungen, da diese auch Auswirkungen auf die Geldpolitik und die Finanzmarktstabilität haben können. Außerdem verändern die sich wandelnden Mechanismen der Financial Governance die Rolle von Zentralbanken innerhalb des Financial-Governance-Systems. Da es sich dabei nicht nur um ein bedeutendes öffentliches Anliegen sondern auch um ein komplexes institutionelles Thema handelt, bei dem eine Vielzahl an Akteuren und Institutionen mit ihren unterschiedlichen Interessen und Strategien involviert sind, ist es sinnvoll, neben volkswirtschaftlichen Überlegungen zu Financial Governance auch Analysen anderer Disziplinen (Politikwissenschaften, Soziologie, internationale politische Ökonomie, Rechtswissenschaften etc.) in eine integrative Beurteilung einzubeziehen. Der Workshop der Oesterreichischen Nationalbank (OeNB) mit dem Titel „Die politische Ökonomie der internationalen Financial Governance“

(26. November 2004) hatte daher das Ziel, möglichst umfassend zu untersuchen, warum die Governance der Finanzmärkte und ihre spezifischen Ausprägungen bestimmten Mechanismen und Regeln unterliegen. Wie Peter Mooslechner (OeNB) in seinen einleitenden Bemerkungen festhielt, ist gerade ein interdisziplinärer Ansatz notwendig, in dem Untersuchungen über ökonomische Effizienz von Regulierung durch die Analyse von institutionellen Fragestellungen ergänzt werden.

Die ersten beiden Präsentationen untersuchten die Frage, welche Financial-Governance-Theorien die Antriebskräfte der globalen Kapitalmarktliberalisierung und der regulatorischen Reformen am besten erklären können.

Geoffrey Underhill (Universität Amsterdam) diskutierte in seiner Studie „Theorising Governance in a Global Financial System“ Konzepte von Governance, die im Finanzmarkt-bereich Anwendung finden: Einerseits konzentrieren sich *ökonomische Governance-Theorien* auf die Interaktion rationaler Akteure und die Herleitung von optimalen Modellen für ökonomische Transaktionen. Sie stellen somit einen eher eng gefassten Governance-Begriff dar, der von marktbasierter Effizienz als Hauptziel von Governance ausgeht. Die ökonomischen

<sup>1</sup> Übersetzung aus dem Englischen.



Governance-Theorien haben den wesentlichen Nachteil, dass sie zwar eine Aussage über Anreizstrukturen für bestimmte Formen der Regulierung treffen können, jedoch nur wenig Information bieten, warum Akteure ein bestimmtes Regulierungsmodell unter vielen präferieren und wie der Entscheidungsprozess zugunsten eines bestimmten Modells tatsächlich zustande kommt. Im Gegensatz zu diesen ökonomischen Theorien von Governance versuchen *Governance-Theorien der politischen Ökonomie* ökonomische und soziale Aspekte, Politik und Markt, zu verknüpfen. Sie zeigen, dass die Einbindung politischer und sozialer Variablen, insbesondere die Interaktion sozialer Akteure auf allen Analyseebenen, dazu beitragen kann, Governance-Mechanismen globaler Integration zu erklären. Diese Interdependenz von Politik und Märkten wird jedoch als einfache Dichotomie dargestellt: politische Macht kontra rationale, eigennützige Märkte. Als Antwort auf diese dichotome Gegenüberstellung von Staat und Markt führt Underhill den Begriff des „Kondominiums von Staat und Markt“ ein und wendet ihn auf den Finanzmarktbereich an: Die Veränderung erfolgt gleichzeitig durch den ökonomischen Wettbewerbsprozess und die regulativen durch die staatlichen Institutionen vermittelten Prozesse. Das Modell des „Kondominiums von Staat und Markt“ erleichtert das Verständnis über die Rolle der „nichtstaatlichen“ privaten Interessen im fortschreitenden globalen Integrationsprozess. Es zeigt sich nicht so sehr ein Rückzug des Staats angesichts der Marktkräfte (Politik kontra Märkte), sondern eine Transformation des Staats in Symbiose mit der Veränderung ökonomischer Strukturen. Die globalen Finanz-

märkte wurden durch eine politische Strategie in Form einer Interessenallianz von Staat und Markt, die sich transnational entwickelt hat, geschaffen. Durch staatliche Politik wurden private Präferenzen an die entstehende Struktur der globalen Märkte angepasst.

Susanne Lütz (FernUniversität Hagen) erörterte in ihrer Präsentation mit dem Titel „Political-Economy Approach to Financial Reform“ verschiedene Ansätze der politischen Ökonomie zur Erläuterung der Ursachen und Mechanismen der Financial-Governance-Reform. Der Ansatz der Instrumentalisierung des Staats durch die Marktakteure („market actors capture the state approach“) besagt, dass die Liberalisierung der Finanzmärkte den Marktakteuren die Ausdehnung ihres Wirkungskreises erlaubt und sie so Regulierung vermeiden, die ihnen regulative Kosten auferlegen würden. Staaten im Wettbewerb um das mobile Kapital bewegen sich in eine Abwärtsspirale, die zu niedrigeren regulativen Standards führt. Ein anderer Ansatz besagt, dass Staaten durch multilaterale Zusammenarbeit auf europäischer oder globaler Ebene die Ausstiegsoptionen der Marktakteure verringern können und Regime-wettbewerb überwunden werden kann. Der „Varieties of Capitalism“-Ansatz schließlich unterstreicht die Nichtkonvergenz der Finanzmarkt-systeme und ihre regulative Struktur und betont das gemeinsame Vorgehen von Staaten und Marktakteuren zur Verteidigung nationaler Regulierungsmodelle. Nach Ansicht von Lütz erfasst keine dieser drei Perspektiven die Ursachen der Financial-Governance-Reform zur Gänze. Als Alternative entwickelt sie einen aktorszentrierten Ansatz („actor-centered approach“). Dieser berücksichtigt die

Wechselbeziehung von globalen Marktveränderungen und geänderten Präferenzen nationaler Akteure gegenüber regulativen Lösungen. Weiters wird der Tatsache Rechnung getragen, dass durch die Globalisierung der Finanzmärkte jene Akteure vom analytischen Rahmen der nationalen politischen Ökonomie herausgelöst werden, die von der Marktintegration profitieren, während die Befürworter nationaler Idiosynkrasien in diesem verbleiben. Lütz stützt sich dabei auf Fälle regulativer Veränderung auf den deutschen Kapitalmärkten und im Bankensektor und zeigt, dass Reformen durch eine Modernisierungskoalition aus ausländischen Regulatoren, Regulatoren auf deutscher Bundesebene und jenen Marktakteuren gesteuert wurden, die an offenen Märkten und an der Anpassung an die globalen Spielregeln das größte Interesse hatten. Auf der anderen Seite waren die Regierungen der deutschen Bundesländer, die Regionalbanken und kleine und mittlere Unternehmen bestrebt, ihre Nischen zu behalten.

Nach der Diskussion von kontroversiellen Financial-Governance-Theorien wurden mehrere Fallstudien zu aktuellen Themen präsentiert: Finanzmarktintegration in der EU, Strategien privatwirtschaftlich organisierter Verbände im globalen Finanzwesen, der Basel II-Prozess, Regulierung von Pensionskassen, der internationale Derivatemarkt und die Verbreitung von Programmen für finanzielle Allgemeinbildung.

Während Finanzmärkte als Vorreiter der Globalisierung gesehen werden, zählt die Integration des Marktes für Finanzdienstleistungen in den europäischen Binnenmarkt zu den schwierigsten Projekten. Nach jahrelanger Stagnation hat die Finanz-

marktregulierung in Europa jedoch Ende der Neunzigerjahre rasche Fortschritte gemacht: Der Aktionsplan für Finanzdienstleistungen im Jahr 1999, die Einführung des Lamfalussy-Verfahrens im Jahr 2001 und seine Ausdehnung auf das Banken- und Versicherungswesen im Jahr 2002 zählen zu den bedeutendsten Ereignissen.

*Beat Weber* (OeNB) untersucht in seiner Präsentation „Policy Entrepreneurship und Subterfuge in the Evolution of EU Financial Market Governance“ die Hintergründe dieses herausragenden Integrationsprozesses. Er zeigt, dass diese Entwicklungen von Initiativen in nationalen Regierungen bestimmt werden, die in Koalitionen mit ihrer Finanzindustrie versuchen, den Prozess der Finanzmarktregulierung auf EU-Ebene zu ihren Gunsten zu gestalten.

Trotz der weitverbreiteten Auffassung, dass privatwirtschaftliche Akteure und Märkte mit zunehmender Globalisierung des Finanzsektors an Einfluss gewinnen, herrscht keine Übereinstimmung über Charakter und Wirkungsgrad dieses Einflusses oder seine Bedeutung für Inklusion und Exklusion im Rahmen der globalen Financial Governance. Einerseits fördert ein größerer Einfluss der privatwirtschaftlichen Akteure und der Märkte die Inklusion, weil er Ausdruck der Freisetzung von individueller Initiative und Wahlmöglichkeit ist und eine Lockerung der restriktiven Gewalt des Staats darstellt. Andererseits wiederum ist er der Inklusion abträglich, weil er die Kontrolle einer exklusiven Finanzelite über die globale Financial Governance verstärkt und dazu tendiert, die auf dem Staat beruhenden Mechanismen der öffentlichen Rechenschaftspflicht zu ignorieren, die die Finanzmarktregulierung traditionell legitimieren.

*Tony Porter* (McMaster University) untersucht in seiner Präsentation mit dem Titel „The Significance of Changes in Private-Sector Associational Activity in Global Finance for the Problem of Inclusion and Exclusion“ die Rolle von privatwirtschaftlich organisierten Verbänden im Bereich der globalen Financial Governance. Unter Bezugnahme auf seine empirische Forschungsarbeit stellt Porter diese beiden Ansichten in Zweifel und zeigt, dass es enorme Heterogenität in Charakter, Wirkungsgrad und Bedeutung der privatwirtschaftlichen Akteure und Märkte bei der Governance und den regulativen Vereinbarungen gibt. Dies führt im Allgemeinen zu stärkeren und komplexeren Interdependenzbeziehungen zwischen den Akteuren des privatwirtschaftlichen und des öffentlichen Sektors und hat sowohl positive als auch negative Auswirkungen auf das Problem der Inklusion und Exklusion.

Die Governance-Arrangements bei den OTC-Derivaten sind von besonderem Interesse, da Selbstregulierung und Selbstkontrolle in diesem Bereich eine fortgeschrittene Rolle spielen.

*Eleni Tsingou* (Universität Warwick) analysiert in ihrer Präsentation mit dem Titel „The Governance des OTC-Derivate Markets“, inwieweit die Governance von OTC-Märkten zu einer allgemein wirtschaftspolitischen Frage geworden ist und erläutert, dass die Debatte von zwei Elementen geprägt ist: (i) OTC-Derivate sind nur ein Typ von Finanzinstrumenten und bedürfen keiner speziellen Behandlung und (ii) beste Praktiken (definiert vom privaten Sektor) und private Überwachungsmechanismen sind sowohl ausreichend als auch wirkungsvoll. Die Governance von OTC-Märkten erfolgt im Wesent-

lichen durch überwachte Selbstregulierung und Selbstkontrolle. Derivate verdienen vermehrte Aufmerksamkeit, weil sie nicht nur zur Risikoabsicherung verwendet werden, sondern durch sie auch Risiken entstehen. In diesem Zusammenhang zeigt Tsingou, wie sich die Regulierungs- und Kontrollfunktionen der Governance-Arrangements von OTC-Märkten verändert haben: Governance wird von transnational agierenden Akteuren des öffentlichen und privaten Sektors gemeinsam ausgeübt und private Interessen werden in politischen Prozessen internalisiert.

Im Zuge der Umstellung auf kapitalgedeckte Pensionssysteme in Europa hat die spezifische Governance-Form der betrieblichen Pensionskassen nicht nur Einfluss auf die Finanzmarktstabilität, sondern auch wichtige Auswirkungen auf die politische Ökonomie der Pensionsreform.

*Stefan W. Schmitz* (OeNB) untersuchte diese Auswirkungen auf die betrieblichen Pensionskassen in Österreich („The Governance of Occupational Pension Funds in Austria and its Politico-Economic Implications“). Auf der Grundlage der empirischen Analyse der Reform des österreichischen Pensionskassengesetzes erörterte Schmitz das Verhältnis zwischen der Corporate Governance der betrieblichen Pensionskassen, dem politisch-ökonomischen Hintergrund der Gesetzesvorlage und der Verteilung der Belastungen dieser Reform. Die strukturelle Dominanz der Aktionäre kann dazu führen, dass jene Governance-Arrangements, die zum Schutz der Leistungsberechtigten gesetzlich festgeschrieben sind, im Fall von Interessenkonflikten zur Disposition stehen.

*Vanessa Redak* (OeNB) zeigt in ihrer Analyse über Basel II („Financial

Governance, Private Agents and Banking Regulation: The Case of Basel II“), inwieweit sich das Verhältnis zwischen öffentlichen und privaten Akteuren im Bereich der Bankenregulierung durch Basel II geändert hat und ändern wird und somit zu einer Transformation der traditionellen Regulierungs- und Governance-Mechanismen führt. Durch eine schrittweise Analyse der drei Säulen von Basel II und durch Zuordnung der regulativen Mechanismen in diesen Säulen zu allgemeinen internationalen Trends der Finanzmarktregulierung wird Basel II innerhalb neuer politisch-ökonomischer Szenarien im Bank- und Finanzwesen analysiert.

*Martin Schürz* (OeNB) befasst sich schließlich in seiner Präsentation mit dem Titel „The Idleness of the Poor: Financial Literacy Programs“ mit Programmen finanzieller Bildungsinitiativen in den USA. Er rückt insbesondere die Rolle von Normen und Werten in den Vordergrund der Analyse. Finanzielle Allgemeinbildungsprogramme, die von den Behörden gemeinsam mit privaten Akteuren angeboten werden, erfahren auch in Europa aufgrund der höheren Komplexität der Finanzmärkte des 21. Jahrhunderts und der größeren Bedeutung individueller Risikoabsicherung zunehmend an Aufmerksamkeit. Umfragen für die USA zeigen jedoch, dass finanzielle Bildungsinitiativen erstaunlicherweise nicht wesentlich zur Erhöhung der finanziellen Allgemeinbildung der Armen beitragen. Schürz interpretiert finanzielle Allgemeinbil-

dungsprogramme als eine Form der Governance, die darauf abzielt, ein wirtschaftliches Problem (niedriges Einkommen und hohe Ungleichheit) zu einem kulturellen (zu hohe Ausgaben, zu geringes Sparaufkommen) zu machen. Die Regierungen fordern nun, dass der Einzelne mehr Verantwortung für sein finanzielles Wohlergehen übernehmen solle. Autonomie wird restriktiv als individuelle Wahlmöglichkeit ausgelegt und finanzielle Bildung soll den Konsumenten Anreize für die richtige Auswahl bieten.

Die im Workshop präsentierten Fallstudien betonen die Bedeutung von nichtökonomischen Faktoren in der Erklärung bestimmter Financial-Governance-Mechanismen. Sie zeigen auch die Schwierigkeit, ein konkretes Financial-Governance-Modell konzeptionell darzustellen, das die Dynamik und Mechanismen der regulativen Reform erfasst. Zur Entwicklung realitätsnäherer Modelle sollte daher weitere Forschungsarbeit im Rahmen von Fallstudien geleistet werden, um die empirische Grundlage für Financial-Governance-Theorien zu verbreitern.

Die Diskutant *Brigitte Unger* (Universität Utrecht) kam zu dem Schluss, dass der Begriff „Governance“ selbst noch weiterer Klärung bedürfe. Die Vielzahl an Literatur über Governance würde zu einer wahren Flut an Governance-Begriffen führen; daher sollte die theoretische Debatte über die Eignung von Governance-Begriffen fortgesetzt werden.

# Makroökonomische Modelle und Prognosen für Österreich

Am 11. und 12. November 2004 veranstaltete die Oesterreichische Nationalbank (OeNB) einen Workshop mit dem Titel „Makroökonomische Modelle und Prognosen für Österreich“. Zielsetzung des Workshops war es, einen Überblick über die in Österreich existierenden makroökonomischen Modelle zu geben und den Austausch zwischen den wichtigsten Institutionen auf diesem Gebiet, Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung (WIFO), Institut für Höhere Studien (IHS), Joanneum Research und OeNB zu fördern. Der Workshop – der erste seiner Art in Österreich – deckte einen weiten Bereich der in Österreich regelmäßig eingesetzten makroökonomischen Modelle ab und war mit knapp hundert Teilnehmerinnen und Teilnehmern sehr gut besucht. Die einzelnen Beiträge dieser Veranstaltung werden im ersten Quartal 2005 in der Publikationsreihe „OeNB Workshop Series“ erscheinen.

Gerhard Fenz,  
Martin Schneider

Josef Christl (OeNB) hob in seinem Einleitungsstatement die Bedeutung von Prognosen für die Wirtschaftspolitik hervor. Zudem verwies er auf die spezifische Rolle dieses Workshops zur Verbesserung der Transparenz wirtschaftspolitisch relevanter Forschungsarbeit. In diesem Zusammenhang bedankte sich anschließend Peter Mooslechner (OeNB) ausdrücklich bei den beteiligten Institutionen für ihre Bereitschaft zur aktiven Teilnahme an diesem Workshop.

Die Veranstaltung war in vier thematische Blöcke gegliedert. Der erste Block war der Gegenüberstellung der strukturellen makroökonomischen Modelle von OeNB, IHS und WIFO gewidmet. Das Makromodell der OeNB (AQM – Austrian Quarterly Model) wurde von Gerhard Fenz (OeNB) präsentiert. Es steht in der Tradition der neoklassischen Synthese. Der langfristige Gleichgewichtszustand wird durch die Angebotsseite bestimmt und folgt damit der neoklassischen Theorie. Kurzfristig wird der Output hingegen von der Nachfrageseite bestimmt. Hintergrund ist, dass sich die Wirtschaft aufgrund von Friktionen auf den Güter- und Arbeitsmärkten nur langsam ihrem Gleichgewicht anpassen kann. Das Modell wird zur Erstellung der halbjährlichen gesamtwirtschaftlichen Prognosen der OeNB und zu Simulationszwecken eingesetzt. Im Multi Country Model, dem Modellverbund

der Notenbanken des Eurosystems und der Europäischen Zentralbank (EZB), repräsentiert das AQM den Österreichblock und ist über Handelsströme mit den anderen Länderblöcken verbunden. Als einziges österreichisches Quartalsmodell bildet es auch die unterjährige Dynamik der Wirtschaft ab.

Anschließend stellten Helmut Hofer (IHS) und Robert Kunst (IHS und Universität Wien) das makroökonomische Modell des IHS vor. Das Modell LIMA (Link Model Austria) ist ein keynesianisches Modell, die Produktion wird von der Nachfrageseite bestimmt. Das Modell wird in erster Linie für Wirtschaftsprognosen verwendet; darüber hinaus wird es für Simulationen eingesetzt. Das Modell stellt den österreichischen Beitrag zum LINK-Projekt der Vereinten Nationen dar, bei dem in einem einheitlichen Rahmen weltweit makroökonomische Modelle miteinander verknüpft sind.

Den Abschluss des ersten Blocks bildete die Präsentation von Josef Baumgartner (WIFO). Das makroökonomische Modell des WIFO (WIFO-Macromod) ist ebenfalls ein typisches nachfrageseitig determiniertes Modell. Angebotseffekte werden bei der Bestimmung der Preise und Löhne berücksichtigt. Macromod wird bei der Erstellung der jährlichen mittelfristigen Prognose (Prognosehorizont: 5 Jahre) und für Simulationszwecke verwendet. In der viermal jährlich

zu erstellenden Konjunkturprognose des WIFO findet das Modell keine Anwendung.

Von den Diskutanten (*Rudolf Zwiener*, Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung – DIW und *Thomas Warmedinger*, EZB) wurde übereinstimmend betont, dass die Modelle ungeachtet der Unterschiede in den Details zahlreiche Gemeinsamkeiten aufweisen. Alle drei Modelle sind Fehlerkorrekturmodelle, die sowohl langfristige Gleichgewichtseffekte als auch kurzfristige Anpassungseffekte abbilden. Eine Gegenüberstellung der Modelle ausschließlich anhand der Modellstruktur bzw. der Gleichungen ergibt jedoch nur ein unvollständiges Bild. Im Mittelpunkt der Diskussion stand daher ein Vergleich der Reaktionen der Modelle auf vorgegebene Schocks. Die Simulationen lieferten durchaus vergleichbare Ergebnisse, die von den Diskutanten generell als plausibel eingeschätzt wurden. Die Reaktionen dieser drei Modelle sind durch eine für eine kleine offene Volkswirtschaft relativ starke Lohn-Preis-Spirale charakterisiert. Verhältnismäßig schwach ausgeprägt sind hingegen die Reaktionen auf Änderungen der preislichen Wettbewerbseffekte im Außenhandel.

Der zweite Block widmete sich Kurzfristprognosen mit statistischen Modellen. *Martin Schneider* (OeNB) präsentierte den Konjunkturindikator der OeNB. Dieser basiert auf den Ergebnissen zweier ökonomischer Modelle, einem Zustandsraummodell und einem dynamischen Faktormodell. Beim Zustandsraummodell werden sechs ausgewählte Indikatoren (ifo Geschäftsklima-Index, Kreditvolumen, Anzahl der offenen Stellen, realer Wechselkursindex, Beschäftigte, KFZ-Neuzulassungen) zur Schätzung des BIP herangezogen. Das dynami-

sche Faktormodell verwendet ein Set von 143 Indikatoren, aus dem mittels dynamischer Zeitreihenverfahren die wesentlichsten treibenden Kräfte des Konjunkturzyklus extrahiert werden. Ökonometrische Modelle können jedoch nicht alle Faktoren erfassen, die die kurzfristige Wirtschaftsentwicklung determinieren, wie beispielsweise diskretionäre wirtschaftspolitisch Eingriffe, institutionelle Faktoren oder Strukturbrüche. Um derartige Einflüsse berücksichtigen zu können, fließt daher zusätzlich Expertenmeinung in das Ergebnis ein. *Robert Kunst* (Universität Wien) steuerte in seinem Kommentar einige grundlegende Gedanken zu Konjunkturindikatoren sowie zu den im empirischen Teil verwendeten Standardtests zur Beurteilung von Unterschieden in der Prognosegüte bei.

*Sylvia Kaufmann* (OeNB) stellte ihre Arbeit zur Bestimmung von konjunkturellen Wendepunkten für Österreich dar. Dabei wird die Information zur konjunkturellen Lage aus einer großen Anzahl von ökonomischen, sowohl in- als auch ausländischen Zeitreihen extrahiert. Dazu werden die Zeitreihen in Gruppen eingeteilt, die eine ähnliche Dynamik über den Konjunkturzyklus aufweisen. Eine Gruppe von Reihen läuft einer zweiten Gruppe voraus, während sich die Variablen der dritten Gruppe davon unabhängig bewegen. Die Gruppierung wird dabei nicht vorgegeben, sondern gleichzeitig mit den Modellparametern geschätzt. Der Konjunkturzyklus selbst wird durch einen Markov-Prozess modelliert, der Perioden unter- und überdurchschnittlichen Wachstums identifiziert. Die derart ermittelten Wendepunkte wurden mit den Wendepunkten des Economic Cycle Research Institute verglichen. Die Wendepunkte stim-

men in der ersten Hälfte der Neunzigerjahre genau überein, während danach kleinere Abweichungen vorliegen. *Robert Kunst* (Universität Wien) betonte den innovativen Charakter dieses Ansatzes. Er gab zu bedenken, dass die Beschreibung einer Ökonomie durch lediglich zwei Zustände eine stark vereinfachende Annahme sei.

Den Abschluss des ersten Tages bildete die Präsentation von *Thomas Url* (WIFO), der das Austria-Longrun Macroeconomic Model (A-LMM) vorstellte, ein von WIFO und IHS gemeinsam entwickeltes langfristiges makroökonomisches Modell. Mit Hilfe dieses Modells können die Zusammenhänge zwischen demographischen Entwicklungen, wie etwa dem Altern der Bevölkerung, dem Wirtschaftswachstum und der Finanzierung des Sozialversicherungssystems auf lange Frist simuliert werden. Die langfristige Gleichgewichtslösung des Modells wird von Angebotsfaktoren bestimmt und folgt der neoklassischen Theorie. Die Modellierung der Nachfragekomponenten mittels dynamischer Optimierung berücksichtigt vorausschauendes Verhalten der Akteure und erlaubt einen sanften Übergang zum langfristigen Wachstumspfad. Besonderes Augenmerk wurde auf die explizite Modellierung von sechs unterschiedlichen Alterskohorten gelegt, um damit zukünftige demographische Entwicklungen detailliert abbilden zu können. Anhand verschiedener Szenarien wurden die Effekte des Alterns auf die Volkswirtschaft aus verschiedenen Perspektiven beleuchtet. In seinem Kommentar betonte *Heinz Glück* (OeNB), dass im Spannungsfeld zwischen theoretischer und empirischer Kohärenz das Hauptaugenmerk des Modells aufgrund seiner langfristigen Ausrichtung eindeutig auf der theoretischen Fundierung liegt.

Der zweite Workshoptag wurde von *Gabriel Moser* und *Fabio Rumler* (beide OeNB) eröffnet, die modellbasierte Inflationsprognosen vorstellten. Dabei wird der Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex einschließlich seiner fünf Subindizes mit verschiedenen Modellen prognostiziert. Verwendung finden ein Faktormodell sowie VAR- und ARIMA-Modelle. Es zeigt sich, dass Faktormodelle für fünf von sechs Indizes die höchste Prognosegüte aufweisen, wobei in zwei Fällen die Prognosegüte durch die Kombination mit Prognosen von VAR-Modellen noch verbessert werden kann. Die ARIMA-Modelle weisen durchwegs eine geringere Prognosegüte auf. Weiters zeigt sich, dass die Aggregation der Prognosen für die Subindizes zu einem geringfügig besseren Ergebnis führt als eine direkte Prognose des Gesamtindex. *Gerhard Rünstler* (EZB) verdeutlichte in seinem Kommentar, mit welchen Problemen sich eine Inflationsprognose konfrontiert sieht. Er zeigte anhand von empirischer Evidenz für den Euroraum, dass die Vorhersagbarkeit der Inflation aufgrund ihrer Nicht-Stationarität oder Nahe-Nicht-Stationarität ganz allgemein begrenzt ist.

Im Rahmen der zweiten Präsentation dieses Blocks stellte *Ines Fortin* (IHS) die vom IHS verwendete Methode zur Prognose von Wechselkursen vor. Wechselkurse sind grundsätzlich schwierig zu prognostizieren. Es gelingt auch mit komplexen Modellen nicht, den Wechselkurs signifikant besser zu prognostizieren als mit vergleichsweise einfachen Methoden, wie etwa der Fortschreibung des letzten Werts (Random-Walk-Prognose). Dies gilt insbesondere für kurzfristige Prognosen. Die Erfahrungen mit dem IHS-Wechselkursmodell zei-

gen jedoch auch, dass die Prognosequalität – relativ zur Random-Walk-Prognose – mit dem Prognosehorizont tendenziell zunimmt. *Harald Grech* (OeNB) machte in seinem Kommentar deutlich, dass das vom IHS verwendete monetäre Wechselkursmodell – obwohl in der Literatur häufig verwendet – für kurzfristige Prognosen von bis zu zwölf Monaten nur selten signifikant bessere Ergebnisse liefert. Harald Grech ging kurz auf einzelne Schwachstellen des monetären Modells ein, bevor er, nach kurzen Ausführungen zu den empirischen Schätzmethoden (VARs), zwei Vorschläge zu einer möglichen Verbesserung der Prognosen einbrachte (Verwendung von Echtzeitdaten bzw. Verwendung von Panel-Schätzungen).

Der letzte Block des Workshops widmete sich Input-Output-Modellen. *Kurt Kratena* (WIFO) präsentierte die aktuelle Version des Input-Output-basierten makroökonomischen Modells des WIFO (MULTIMAC IV). Das Modell integriert ökonometrisch geschätzte Verhaltensgleichungen für Güter- und Faktornachfrage, Preise, Löhne und Beschäftigung mit Input-Output-Beziehungen für 36 Sektoren. MULTIMAC IV wird vom WIFO laufend für die Simulation der sektoralen Auswirkungen von Schocks und wirtschaftspolitischen Maßnahmen benutzt. Kurt Kratena demonstrierte die Einsatzmöglichkeiten des Modells

anhand zweier Simulationen (Ausweitung von Investitionen in Informations- und Kommunikationstechnologie einschließlich Gegenfinanzierung, Auswirkungen von Road Pricing).

*Oliver Fritz* (WIFO) und *Gerhard Streicher* (Joanneum Research) berichteten über die laufenden Entwicklungsarbeiten an MULTIREG, dem ersten multiregionalen Input-Output-Modell für Österreich. Das Modell besteht aus drei zentralen Teilen: erstens aus regionalen Input-Output-Tabellen für alle neun Bundesländer mit dynamisierten Koeffizienten (basierend auf dem Make-Use-Ansatz); zweitens aus einer Handelsmatrix, die die Lieferverflechtungen zwischen den Bundesländern abbildet und drittens aus ökonometrisch geschätzten Verhaltensgleichungen. Die beiden Diskutanten (*Karin Wagner*, OeNB, und *Josef Richter*, Universität Innsbruck) zeigten das Spannungsfeld auf, in dem die Erstellung derartiger Modelle stattfindet. Den Anforderungen an ein ideales Input-Output-Modell kann in der Praxis nicht nachgekommen werden. Daher stellen alle existierenden Modelle immer einen Kompromiss hinsichtlich Koheränz, Datenaktualität, Detaillierungsgrad usw. dar. Josef Richter schloss seinen Beitrag mit einer Diskussion der Anforderungen an das statistische System in Österreich aus Sicht der Input-Output-Modellierung.



# Das erste gemeinsame Projekt der erweiterten EU: Die europäische Verfassung – mögliche institutionelle und wirtschaftliche Auswirkungen für den Euroraum

Aus Anlass des Abschlusses der Verhandlungen über den Verfassungsvertrag für Europa und der Unterzeichnung durch die Staats- und Regierungschefs der Europäischen Union (EU) organisierte die Oesterreichische Nationalbank (OeNB) am 5. November 2004 einen internationalen Workshop in Wien mit dem Titel „A Constitutional Treaty for an Enlarged Europe: Institutional and Economic Implications for Economic and Monetary Union“.

Der Workshop gab einen Überblick über mögliche institutionelle Auswirkungen des Verfassungsvertrags auf die Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) und analysierte den institutionellen Rahmen für die Finanzmarktstabilität in Europa sowie die Rolle der Fiskalpolitik und des Stabilitäts- und Wachstumspakts in einer erweiterten Union.

Paul Schmidt

Josef Christl (OeNB) hob in seinem Einleitungsstatement die integrative Rolle des neuen Verfassungsvertrags hervor. Ziel des Verfassungsvertrags sei es, die erweiterte EU effektiver, transparenter und demokratischer zu gestalten. Der Ratifikationsprozess stelle eine große Herausforderung und gleichzeitig eine Chance dar, die europäische Zukunftsdebatte auf eine breitere Basis zu stellen und das Projekt der europäischen Integration seinen Bürgern näher zubringen.

Nach der gelungenen Erweiterung sollte nunmehr die Möglichkeit einer neuen Verfassungsarchitektur genutzt werden, den europäischen Integrationsprozess zu vertiefen. Die Gemeinschaftswährung spiele dabei als Katalysator einer politischen Integration sowie kontinuierlicher Wirtschaftsreformen eine entscheidende Rolle. Der Euro symbolisiert einen erfolgreichen europäischen Integrations-schritt und verbindet die Einheit mit der Vielfalt Europas.

Die OeNB begleitete im Rahmen des Europäischen Systems der Zentralbanken sowohl den Konvent zur Zukunft Europas als auch die Verhandlungen auf Ebene der Regierungskonferenz und wirkte an der Erstellung von Stellungnahmen der Europäischen Zentralbank (EZB) mit. Auch in Zukunft werden institutionelle und rechtliche Veränderungen im Bereich der WWU genauestens zu analysieren sein, denn letztlich sind es die sich

weiterentwickelnden EU-Rahmenbedingungen, die die Basis für die tägliche Arbeit der OeNB darstellen.

René Smits (Universität Amsterdam) gab in seinem Key-Note-Statement einen Überblick über die Struktur des Verfassungsvertrags. Institutionelle Veränderungen im Bereich der WWU seien gering und betrafen vor allem die Bestätigung der Unabhängigkeit der EZB bei gleichzeitiger formaler Integration in den institutionellen Rahmen der Union; den Übergang zur qualifizierten Mehrheitsentscheidung bei der Ernennung des EZB-Direktoriums; die Veränderung der Abstimmungsmodalitäten im Rat durch Einführung des Systems der doppelten Mehrheit; die Formalisierung des Eurosystems sowie der Euro-Gruppe und die Einführung eines Euro-Gruppen-Vorsitzenden; die Ausweitung der Kompetenzen der Mitgliedstaaten, die den Euro eingeführt haben; sowie die Erklärung der Staats- und Regierungschefs betreffend den Stabilitäts- und Wachstumspakt.

Die so genannte *Ausstiegsklausel* lege nur in Ansätzen die Vorgangsweise bei einem freiwilligen Austritt eines Mitgliedstaats aus der EU fest; auf ein mögliches Ausstiegsprozedere aus der Währungsunion werde nicht eingegangen. Die intergouvernementale Orientierung des Verfassungsvertrags zeige sich unter anderem in der Einführung eines EU-Außenministers,

dem grundsätzlichen Festhalten an der EU-Präsidentschaftsrotation sowie der Einführung eines Präsidenten des Europäischen Rats. Durch die Ausweitung des Mitentscheidungsverfahrens gewann das Europäische Parlament weiter an Einfluss, die Rolle der Europäischen Kommission als Integrationsmotor werde lediglich geringfügig ausgebaut.

Der Verfassungsvertrag stelle eine Vereinfachung der bisherigen Vertragswerke dar, sei aber, etwa im Unterschied zur Verfassung der USA, weiterhin komplex. Die Weiterentwicklung des Verfassungsvertrags werde durch die festgeschriebenen Vertragsänderungsverfahren nicht erleichtert. Es gelte zu akzeptieren, dass die Schaffung einer Verfassung ein kontinuierlicher und dynamischer Prozess sei. Das vorliegende Dokument sei jedenfalls ein erfolgreicher Integrationssschritt – weitere sollten folgen.

### **Vom Maastricht-Vertrag zum Verfassungsvertrag: substantielle Änderungen für den Euroraum?**

*Isabella Lindner und Marlies Stubits* (beide OeNB) gehen in ihrer Studie der Frage nach, wie sich das Zusammenspiel der verschiedenen Economic-Governance-Ebenen in der EU unter den Rahmenbedingungen des Verfassungsvertrags verändert und welche Implikationen dies für Effektivität und Effizienz in der WWU hat. Sie argumentierten, dass der Verfassungsvertrag durch die verstärkte Personalisierung der EU-Institutionen und der Euro-Gruppe sowie durch eine künftige Verkleinerung der Europäischen Kommission die Handlungsfähigkeit der EU-25 sowohl auf europäischer als auch auf internationaler Ebene verbessern könne.

Der Verfassungsvertrag definiere eine Reihe neuer Bestimmungen, die nur für die Mitgliedstaaten des Euroraums gelten, bzw. Aufgabenbereiche, in denen nur die Mitgliedstaaten des Euroraums stimmberechtigt seien. Die Formalisierung des Eurosystems, die De-facto-Integration der Euro-Gruppe und die Einführung eines Euro-Gruppen-Vorsitzenden über einen längeren Zeitraum verändern die Economic Governance in der EU. Nicht zuletzt auch aufgrund der erhöhten Heterogenität zwischen den Mitgliedstaaten einer erweiterten Union könne man den Euroraum zunehmend als Gravitationszentrum der Integration betrachten.

Die Frage, ob der Verfassungsvertrag zu einer erhöhten Effizienz der Entscheidungsfindung führt, ist noch nicht abschließend beantwortbar. Die Einführung eines Systems der doppelten Mehrheiten bedeutet jedenfalls ein radikales Abgehen vom bisherigen Abstimmmodell.

Im Bereich der Währungsunion führe der Verfassungsvertrag zu keinen substantiellen inhaltlichen Änderungen. Anpassungen seien weitgehend technischer Natur. Die im EU-Vertrag für die Währungsunion festgelegten Rahmenbedingungen wurden bekräftigt.

*Fritz Breuss* (Wirtschaftsuniversität Wien) betonte den intergouvernementalen Charakter des Verfassungsvertrags. Die Kompetenzerweiterung der Euro-Gruppe und die Einführung des Euro-Gruppen-Vorsitzenden könne das Konfliktpotenzial zwischen dem Ecofin-Rat, der Euro-Gruppe und der EZB erhöhen. Die wirtschaftspolitische Koordinierung, deren zentrales Gremium der Ausschuss für Wirtschaft und Finanzen sei, sei weiterhin komplex und schwerfällig. Es stelle sich die Frage, ob diese Art der Koor-

dinierung schlussendlich mehr Vor- als Nachteile bringe. Die Europäische Kommission bezeichnete Breuss als den großen Verlierer der institutionellen Kompetenzaufteilung im Rahmen des Verfassungsvertrags.

### **Die institutionelle Basis für Finanzmarktstabilität in Europa**

*Holger Wolf* (Georgetown University) widmete sich den aus der Finanzmarktintegration resultierenden Herausforderungen für die institutionelle Gestaltung der Finanzmarktaufsicht in der EU. Angesichts der steigenden Zahl an grenz- und sektorübergreifend tätigen Finanzunternehmen plädierte er für die Herausbildung eines zweigliedrigen Systems, in dem eine europäische Aufsichtsbehörde für die Beaufsichtigung der großen europäischen Finanzunternehmen zuständig wäre, während die nationalen Aufsichtsbehörden nur mehr jene Institute beaufsichtigten, die primär auf dem nationalen Markt tätig sind. Der optimale Zeitpunkt und der Prozess für die Einrichtung einer solchen Struktur seien jedoch weniger klar. Aufgrund der nach wie vor geringen Zahl an EU-weit operierenden Instituten und einer Reihe substanzieller Änderungen durch Basel II, wäre ein gradueller Transfer aufsichtsrechtlicher Kompetenzen an die gegenwärtig in der Aufsicht tätigen Koordinationsgremien (evolutionärer Ansatz) begrüßenswert.

Der Aufbau eines formelleren Rahmens für den Bereich Krisenprävention und die Verteilung der Finanzlast bei Lender-of-Last-Resort-Operationen sollte hingegen möglichst schnell erfolgen. Szenarien, in denen Probleme internationaler Großbanken mit Sitz in kleinen EU-Ländern die Kapazitäten der nationa-

len Zentralbank überfordern, seien durchaus realistisch. Der Mangel an klar definierten Strukturen würde zu einer potenziellen Verunsicherung der Märkte führen.

*Karin Hrdlicka* (OeNB) betonte, dass eine Änderung der Aufsichtsarchitektur verfrüht wäre. Darüber hinaus seien die Level 3-Lamfalussy-Ausschüsse erst kürzlich errichtet worden, vor allem um den mit dem Integrationsprozess verbundenen Herausforderungen durch eine konsistentere Implementierung von EU-Rechtsvorschriften und eine verstärkte Konvergenz der Aufsichtspraktiken zu begegnen. Eine europäische Aufsichtsbehörde wäre unter Stabilitätsgesichtspunkten zwar prinzipiell vorstellbar, allerdings nur langfristig, in Form einer dezentralen Organisation. Die vorgeschlagene zweigliedrige Aufsichtsstruktur könnte zu zahlreichen potenziellen Problemen führen.

### **Fiskalpolitik und Stabilitäts- und Wachstumspakt nach der EU-Erweiterung**

*Stefan Collignon* (London School of Economics) plädierte für eine kohärente Fiskalpolitik auf EU-Ebene, um das Zusammenspiel der europäischen Geld- und Fiskalpolitik zu optimieren. Die Vorteile einer Zentralisierung der öffentlichen Finanzen, d. h. eine Ausweitung des EU-Budgets (Wohlfahrts- und Stabilitätsgewinn), bei dezentraler Budgetallokation (Effizienzgewinn), überwiegen.

Das EU-Budget muss demokratisch legitimiert und die ungleiche Verteilung der Finanzlast beendet werden. Das Risiko, sich im Fall einer wirtschaftlichen Schwächephase einem Verfahren wegen überhöhtem Defizit auszusetzen, wäre für einen Nettozahler größer als für einen Nettoempfänger. Nettozahlungen an

das EU-Budget werden bei einem übermäßigen Defizit eines EU-Mitgliedstaats nicht berücksichtigt. Eine eigene Einnahmequelle der EU in Form einer EU-Steuer könnte die Verhandlungen zur finanziellen Vorausschau erleichtern; interregionale Transfers könnten in Zukunft über „*tradable deficit permits*“ erfolgen. Die Wahlen zum Europäischen Parlament wären eine Richtungsentscheidung über die Verwendung der europäischen Steuergelder. Sie wären ein Garant dafür, dass das EU-Budget die Präferenzen der Mehrheit der EU-Bürger berücksichtigt und partielle Interessen hintanstellt. Eine Budgetdiskussion und -abstimmung im Europäischen Parlament, auf Vorschlag der

Europäischen Kommission und mit Einverständnis des Rats (je nach legislativem Verfahren) würde die Herausbildung einer europäischen Demokratie und Identität fördern.

*José Marin* (EZB) gab zu bedenken, dass es in Europa verschiedene Definitionen von Föderalismus gebe und die derzeitige Ausgabenstruktur des EU-Haushalts durchaus gerechtfertigt sei. Der Budgetaufbau entspreche dem fragilen institutionellen Gleichgewicht der EU sowie dem gegenwärtigen Stand der europäischen Integration. Aus realpolitischer Sicht wäre die Umsetzung eines verstärkten fiskalpolitischen Föderalismus für die Mehrheit der EU-Mitgliedstaaten derzeit nicht akzeptabel.

# Arbeitszeitverlängerung? Arbeitszeitflexibilisierung?

## Besteht Handlungsbedarf für die österreichische Wirtschaftspolitik?

Alfred Stiglbauer

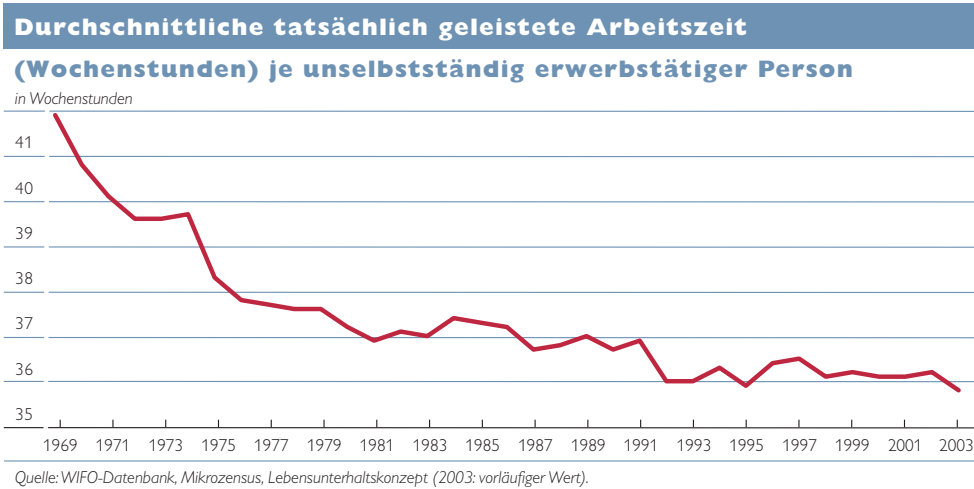
Am 23. September 2004 fand in der Oesterreichischen Nationalbank (OeNB) eine Diskussionsveranstaltung zur Arbeitszeitverlängerung bzw. -flexibilisierung statt. Nach einer Einleitung von Peter Mooslechner (OeNB), die den Verlauf der bisherigen medialen Diskussion schilderte und einige Fakten präsentierte, folgten die Statements der Referenten. Erhard Fürst (Industriellenvereinigung und Austria perspektiv) plädierte weniger für eine Verlängerung als vielmehr für eine Flexibilisierung der Arbeitszeit. Er begründete dies mit steigendem Wettbewerbsdruck von Unternehmen. Sepp Zuckerstätter (Arbeiterkammer) sprach sich gegen eine Arbeitszeitverlängerung aus, weil diese die Beschäftigung und Nachfrage senken würde. Die bestehenden Arbeitszeitregelungen seien seiner Ansicht nach flexibel genug. Herbert Walther (Wirtschaftsuniversität Wien) erläuterte, dass in theoretischen Modellen die Beschäftigungswirkungen einer Arbeitszeitflexibilisierung ungewiss seien. Weiters sei empirisch kein Zusammenhang zwischen dem Grad der Flexibilisierung und wichtigen Arbeitsmarktindikatoren erkennbar. In den Wochen und Monaten vor der Veranstaltung gab es immer wieder Äußerungen in den Medien, in denen eine Verlängerung der Normalarbeitszeit bzw. eine stärkere Flexibilisierung der betrieblichen Arbeitszeit gefordert wurde.

Peter Mooslechner (OeNB) verwies einleitend auf die wichtigsten Elemente der medialen Diskussion, die die Thematik Arbeitszeitverlängerung/Arbeitszeitflexibilisierung in den letzten Monaten geprägt haben: Auffällig sei aus österreichischer Sicht insbesondere, dass die Diskussion in Deutschland viel intensiver als in Österreich geführt werde. In Deutschland haben vor allem die Fälle Siemens und DaimlerChrysler erhebliches Aufsehen erregt. Unter Hinweis auf die zunehmende Konkurrenz osteuropäischer Staaten wurde eine Verlängerung der Jahresarbeitszeit vereinbart. In Österreich wurde die Debatte zur Verlängerung der Arbeitszeit durch Vertreter der Industrie aufgeworfen und mit Forderungen zur Abschaffung von Feiertagen fortgesetzt. Diesen Argumenten war von Arbeitnehmerseite primär entgegengehalten worden, dass die Verlängerung der Arbeitszeit einen Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage zur Folge hätte, was schlussendlich auch nicht im Interesse der Unternehmen sein könne. Schließlich verlagerte sich diese Diskussion in Österreich sehr rasch zur Flexibilisierung der arbeitszeitrechtlichen Rahmenbedingungen. So hatte z. B. Wirtschaftskammerpräsident Leitl eine

„radikale Flexibilisierung“ der Arbeitszeiten verlangt.

Mooslechner stellte fest, dass die Datenlage zur Arbeitszeit speziell für Österreich, aber auch im internationalen Vergleich unzulänglich und teilweise widersprüchlich sei. Statistiken der OECD zufolge kamen österreichische Arbeitnehmer im Jahr 2003 auf eine tatsächliche Jahresarbeitszeit von knapp 1.500 Stunden. Geringere Jahresarbeitszeiten weisen Deutschland, die skandinavischen Länder und die Niederlande auf. Länger wird hingegen in den USA und in osteuropäischen Staaten wie Ungarn, der Tschechischen Republik und Polen gearbeitet; in der Schweiz ist die Jahresarbeitszeit etwa gleich hoch wie in Österreich. Laut der DICE Datenbank des ifo-Instituts München liegt die kollektivvertraglich vereinbarte Normalarbeitszeit in Österreich mit 1.700 Stunden etwa im EU-Durchschnitt.

Langfristig ist laut Mikrozensus die durchschnittliche (tatsächlich geleistete) wöchentliche Arbeitszeit je Beschäftigten in Österreich zwischen dem Beginn der Siebzigerjahre und dem Ende der Achtzigerjahre signifikant von etwa 42 auf 37 Stunden gefallen. Seitdem ist sie jedoch – trotz



der Zunahme von Teilzeitarbeit – konstant geblieben (Grafik 1). Kennzeichnend für die Entwicklung des österreichischen Arbeitsmarktes sei auch, dass die üblicherweise mit Flexibilität assoziierten Beschäftigungsformen einen relativ hohen Anteil aufwiesen. So liegen die Anteile für Abendarbeit (13,3%), für Sonntagsarbeit (10,4%) und für Schichtarbeit (18,0%) in Österreich sehr nahe am EU-Durchschnitt, für Nachtarbeit (9,1%) und Samstagarbeit (19,9%) sogar deutlich darüber. Diese Werte sind beispielsweise auch markant höher als in der Schweiz und – mit Ausnahme von Abendarbeit – mit jenen für das Vereinigte Königreich durchaus vergleichbar.

Unterstrichen werde diese Einschätzung dadurch, dass die Zu- und Abgänge in und aus unselbstständigen Beschäftigungsverhältnisse(n) laut dem Hauptverband der Sozialversicherungsträger und dem Arbeitsmarktservice mit rund 1,4 Millionen pro Jahr sehr hoch erscheinen (bei rd. 3,2 Millionen unselbstständigen Beschäftigungsverhältnissen) und es ca. 450.000 „besondere Beschäftigungsverhältnisse“ gibt – von geringfügiger Beschäftigung über Leiharbeit bis zu

freien Dienstverträgen. Damit stellt sich die grundsätzliche Frage, inwieweit in Österreich wirtschaftspolitischer Handlungsbedarf zur Arbeitszeit bestehe, wird doch dem österreichischen Arbeitsmarkt immer wieder eine im internationalen Vergleich hohe Flexibilität – etwa hohe Reallohnflexibilität – bescheinigt.

Erhard Fürst (Industriellenvereinigung und Austria perspektiv) begründete die Notwendigkeit der Diskussion über Arbeitszeitregelungen mit dem Wettbewerbsdruck auf die Unternehmen, der sich in den letzten Jahren verstärkt habe. Dazu hätten vor allem die Schaffung des EU-Binnenmarktes und die Erweiterung der EU beigetragen. Dazu käme erhöhter Kostendruck durch neue Regulierungen und Steuern (z. B. höhere Energiesteuern, die LKW-Maut und die Chemikalien-Richtlinie der EU). Weiters wies Fürst auf den Druck der internationalen Börsen, entsprechende Gewinne zu machen, hin, weil andernfalls die Gefahr bestehe, dass Anleger abwandern. Die Basel-II-Regelungen dürften ebenfalls zu höheren Kosten der Kapitalaufbringung führen.

Eine Veränderung der bestehenden Arbeitszeitregelungen sei ein mögliche

cher Hebel, um den Unternehmen mehr Flexibilität und Kostensenkungen zu ermöglichen. Grundsätzlich sei dies aber weniger dringend als z. B. in Deutschland. Fürst plädierte für flexiblere Arbeitszeiten innerhalb des Jahres, was durch eine verringerte Zahl von Überstunden die Lohnkosten senken würde. Eine Flexibilisierung der Arbeitszeitregelungen sei vor allem auf der betrieblichen Ebene auszuhandeln, da nicht alle Unternehmen die derzeit gesetzlich oder in den Kollektivverträgen festgelegten Möglichkeiten gleichermaßen ausschöpfen: Manche Betriebe seien mit den derzeit vorhandenen Möglichkeiten zufrieden, während andere flexiblere Arbeitszeitmodelle bevorzugten. Einige wenige Betriebe würden eine Ausweitung der Arbeitszeit ohne Lohnausgleich bevorzugen. Die Arbeitszeitregelungen seien so auszugestalten, dass durch Vereinbarungen im Rahmen der betrieblichen Sozialpartnerschaft den betriebsindividuellen Bedürfnissen entsprochen werden könne.

Keinen unmittelbaren oder dringenden Anlass sah Fürst, die derzeit festgelegte Wochen- oder Jahresarbeitszeit auszuweiten (im Einzelfall sollte aber auch dieses Instrument zur Verfügung stehen, um österreichische Betriebsstandorte und Arbeitsplätze längerfristig abzusichern). Befragungen von Industrieunternehmen durch die Industriellenvereinigung zeigen jedoch einen dringenden Bedarf, die maximale tägliche Normalarbeitszeit auf 10 Stunden und die maximale täglich zulässige Arbeitszeit auf 12 Stunden zu erhöhen sowie den Durchrechnungszeitraum generell auf zumindest 1 Jahr festzulegen. Kurzfristig seien die makroökonomischen Auswirkungen flexiblerer oder längerer Arbeitszeit nicht seriös abzuschätzen, da das Ergebnis von der gesamtwirtschaft-

lichen Kapazitätsauslastung und Nachfrage abhängt. Längerfristig würden sich durch eine verbesserte internationale Wettbewerbsfähigkeit das Wachstum und die Beschäftigung erhöhen. Fürst meinte auch, dass eine Ausweitung der Arbeitszeit (v. a. der Lebensarbeitszeit) aus demographischen Gründen langfristig sehr wohl notwendig werden würde.

*Sepp Zuckerstätter* (Arbeiterkammer) begann sein Statement mit Überlegungen zur Arbeitsnachfrage-seite: Angesichts empirisch beobachtbarer Arbeitsnachfrageelastizitäten sei es unplausibel, dass eine Verlängerung der Arbeitszeit die Beschäftigung erhöht. Eine Arbeitszeitverlängerung würde zunächst das Arbeitsangebot steigern; um darüber hinaus noch einen Beschäftigungszuwachs zu erzielen, müssten die Arbeitsnachfrageelastizitäten Werte über 1 aufweisen. Derart hohe Werte werden aber in keiner Studie gefunden. Wahrscheinlicher sei vielmehr ein Sinken der Beschäftigung bei gleichzeitig längeren Arbeitszeiten. Eine Arbeitszeitverlängerung bewirke durch verminderte Überstundenzuschläge sowie Lohnkürzungen bei Teilzeitbeschäftigten sinkende Einkommen und eine sinkende Nachfrage. Dass die auf diese Weise verringerten Produktionskosten zu einer erhöhten Wettbewerbsfähigkeit führten, sei ebenfalls sehr unwahrscheinlich, da andere Länder ebenfalls entsprechende Maßnahmen ergreifen würden. Es käme somit zu einem „rat race“, nach dem alle Länder schlechter gestellt seien als vorher. Außerdem deuteten alle vorliegenden Analysen zu den Gründen des gegenwärtig geringen Wachstums darauf hin, dass diese in einer schwachen Binnennachfrage (und nicht in zu geringen Exporten) liegen. Die Beschäftigungswirkungen einer

Arbeitszeitflexibilisierung seien nicht eindeutig. Die Gewinne, die durch eine verbesserte Kapitalauslastung erzielt würden, müssten Pareto-verbessernd auf Arbeitgeber und Arbeitnehmer verteilt werden.

Es sei, so Zuckerstätter, notwendig, sich die Gründe für Arbeitszeitregulierung in Erinnerung zu rufen: Dazu zählten der Schutz der Gesundheit, der Schutz gesellschaftlicher Interessen (Vereinbarkeit von Beruf und Familie, Ehrenamtlichkeit), der Schutz vor Willkür und die Regulierung des Wettbewerbs zwischen den Unternehmen. Die vorhandenen Regelungen seien flexibel genug, da bei der Normalarbeitszeit vom Normalfall der 40-Stunden-Woche (mit 8 Arbeitsstunden täglich) leicht abgewichen werden kann: So sei es bei Gleitzeitregelungen bzw. in vielen Kollektivverträgen möglich, bis zu 10 Stunden pro Tag oder 50 Stunden pro Woche zu arbeiten, ohne dass Überstundenzuschläge ausbezahlt werden müssen. Auch die Regelungen zur Gesamtarbeitszeit (inkl. Überstunden) böten – bei entsprechender Betriebsvereinbarung – die Möglichkeit, bis zu 60 Wochenstunden zu arbeiten. Außerdem gäbe es für viele Branchen Sonderregelungen (z. B. im Handel und bei Krankenanstalten sowie für Betriebe, die in Schichten arbeiten). Darüber hinaus könne die zeitliche Lage der Normalarbeitszeit sehr leicht vom Arbeitgeber geändert werden, wenn sie objektiv begründbar ist und rechtzeitig angekündigt wird. Jedenfalls hielt Zuckerstätter den vorhandenen Flexibilisierungsspielraum für hoch und ausreichend, insbesondere wenn die Interessen der Arbeitnehmer mit berücksichtigt werden.

Auf die Arbeitsangebotsaspekte bzw. die Arbeitnehmersicht würde in

der derzeitigen Diskussion kaum Rücksicht genommen. Eine weitere Flexibilisierung der Arbeitszeit verursache monetäre und nichtmonetäre Kosten für die Arbeitnehmer. Diese Kosten müssten aus den Flexibilisierungsgewinnen abgegolten werden. Grundsätzlich gelte, dass Flexibilität umso leichter möglich sei, je kürzer die (Regel-)Arbeitszeiten sind. Was die Vergleiche mit Osteuropa betrifft, so sei vorhersehbar, dass auch in diesen Ländern die Arbeitszeit, so wie in Westeuropa, sinken wird, da das Verlangen nach mehr Freizeit mit dem Einkommen steigt. Der jüngste OECD-Employment Outlook zeige weiters, dass Probleme der Balance zwischen Arbeitszeit und Freizeit bei jenen Arbeitnehmern, die ihre Arbeitszeiten mitbestimmen können, deutlich geringer seien.

*Herbert Walther* (Wirtschaftsuniversität Wien) begann seine Ausführungen mit der grundsätzlichen Frage, warum es denn überhaupt Regulierungen der Arbeitszeit gibt: Technische Komplementaritäten erzwingen bei vielen (aber nicht bei allen) Tätigkeiten koordinierte Arbeitszeiten. Eine einheitliche Regelung von Arbeitszeiten ist daher unvermeidlich, schafft aber wegen unterschiedlicher Präferenzen zwischen Einkommen und Freizeit Gewinner und Verlierer. Arbeitgeber können leichter einen Arbeitnehmer ersetzen, als dass umgekehrt ein Arbeitnehmer den Dienstgeber wechselt. Dies führe zu einer strukturellen Machtasymmetrie zugunsten des Arbeitgebers in Arbeitszeitfragen. Kollektive Verhandlungen und die Gesetzgebung schafften hier einen Ausgleich und seien geeignet, das Vertrauen zwischen Arbeitnehmer und Arbeitgeber zu schaffen, das für die langfristige Effizienz der Vertragsbeziehung notwendig ist. Dies nützt



auch der Arbeitgeberseite. Weiters seien externe Effekte der Arbeitszeitgestaltung (gemeinsame Freizeit in der Familie und die Gesundheit des Arbeitnehmers) zu berücksichtigen. Bei Fragen der Flexibilisierung der Arbeitszeit sei es relevant, wer das „Direktionsrecht“ besitze, wer also entscheiden könne, ob und wie Flexibilität genutzt wird. Fälle, in denen der Arbeitgeber das Direktionsrecht ausübt, sind die Anordnung von „notwendigen“ Überstunden, Arbeit auf Abruf, Zwangsurlaub etc. Eine Ausübung des Direktionsrechts vonseiten des Arbeitnehmers umfasst das Ausnutzen von Gleitzeitregelungen, Eltern- und Pflegeurlaube etc. Nicht immer lassen sich diese Flexibilisierungsschritte konsensual lösen; es gibt Interessenskonflikte. Jedenfalls entscheide das Direktionsrecht über die Verteilungswirkungen der Effizienzgewinne durch flexiblere Arbeitszeit.

Was die wahrscheinlichen Beschäftigungswirkungen flexiblerer Arbeitszeiten angeht, so diskutierte Walther zwei Beispiele. Zuerst betrachtete er den Fall angeordneter Überstunden gegen Zeitausgleich. In diesem Fall sanken eindeutig die Arbeitskosten (Einsparung von Überstundenzuschlägen), während für die Arbeitnehmer der Nutzen der Freizeit sinkt. Eine Erhöhung der Beschäftigung wäre durch den Substitutionseffekt (verstärkter Einsatz des billigeren Faktors Arbeit) möglich. Unter Wettbewerbsbedingungen führten geringere Kosten zu einer Preissenkung und zu einer Nachfrageexpansion. Auf Branchenebene sei jedoch bei unelastischer Nachfrage (dies sei wahrscheinlich) ein negativer Beschäftigungseffekt zu erwarten. Weiters diskutierte Walther den allgemeinen Fall einer vollständigen Entkoppelung von Betriebs- und Arbeitszeiten in einem Modell mono-

polistischer Konkurrenz mit freiem Marktein- und -austritt (Walther, 2000). Dabei ergeben sich hinsichtlich der Beschäftigungswirkungen einige gegenläufige Effekte: Die längeren Betriebszeiten (und damit geringeren Kapitalkosten) verursachen einen Substitutionseffekt zuungunsten von Arbeit. Bei den Betrieben ist ein Konzentrationseffekt (Skaleneffekt) zu verzeichnen, der sich ebenfalls negativ auf die Beschäftigung auswirkt. Positive Nachfrage- und Beschäftigungswirkungen kämen hingegen durch niedrigere Preise und flexibleres Angebot zustande. Der Gesamteffekt hinsichtlich der Beschäftigung auf Branchenebene sowie in der Gesamtwirtschaft sei somit nicht eindeutig.

Walther stellte fest, dass Arbeitszeitregelungen immer eine Frage von vielfältigen privaten und sozialen Kosten und Nutzen seien, aus denen dann – inter alia – die Beschäftigungseffekte folgten. Selbst wenn eine Regelung (wie die Ausweitung der Normalarbeitszeit) aus individueller Sicht wünschenswert erscheint, müsse sie nicht mehr positive Wirkungen aufweisen, wenn andere Firmen einer Branche oder andere Länder diesem Beispiel folgten. Arbeitszeitpolitik (egal, ob die Arbeitszeit verlängert, verkürzt oder flexibilisiert wird) sei als nachhaltiges Instrument der Beschäftigungspolitik untauglich. Bestenfalls könne man mit diesen Instrumenten einmalige Effekte erzielen, aber nicht das Problem geringen Wachstums in dynamischer Hinsicht lösen. Aus empirischer Sicht sei im Übrigen ein Zusammenhang zwischen dem Grad der Flexibilisierung und den Arbeitsmarktindikatoren, wie der Arbeitslosenquote, dem Beschäftigungswachstum, der Partizipationsrate und den Lohnstückkosten, nicht zu erkennen. Die österreichischen Unternehmen

hätten in den Neunzigerjahren von einem Wachstum der Lohnstückkosten profitiert, das mit durchschnittlich 0,3% beträchtlich geringer war als in der EU-15 (1,9%). Höheres Wirtschaftswachstum sowie höheres Beschäftigungswachstum hätten andere Ursachen als eine verfehlte Arbeitsmarktpolitik. In Deutschland seien vielmehr ein Versagen der Makropolitik infolge der Wiedervereinigung und die fehlende Abstimmung von Geld-, Fiskal- und Lohnpolitik für das geringe Wachstum verantwortlich. Dazu komme generell eine Fehlverwendung von öffentlichen Mitteln (es sollte mehr Forschungsförderung, und weniger Agrarförderung betrieben werden). Und schließlich sei die Reaktion der Makropolitik auf strukturelle Schocks (wie die Schaffung des Binnenmarktes, die Einführung des Euro und die EU-Erweiterung) inadäquat gewesen.

Nach den Statements der drei Referenten bestand die Möglichkeit für Publikumsfragen, die auch rege genutzt wurde. *Peter Brandner* (Bundesministerium für Finanzen) kritisierte die Ausführungen *Walthers* zur Empirie, da bloße Korrelationen wenig aussagekräftig seien. Weiters seien auch dessen Ausführungen zu den Ursachen des geringen Wirtschaftswachstums zu hinterfragen, weil es dazu widersprechende theoretische Aussagen gebe. *Alfred Katterl* (Bundesministerium für Finanzen) kritisierte die mangelhafte Qualität der Arbeitsmarktstatistiken und meinte weiters, dass das Kostenproblem der Unternehmen angesichts fallender Lohnquoten nicht so groß sein könne. Wenn aber tatsächlich eine Verlängerung der Jahresarbeitszeit angestrebt werde, dann wäre die Abschaffung von Feiertagen der einfachste Weg dazu. *Helene Schubert*

(OeNB) wies auf das Problem hin, dass das steigende Ausmaß von Teilzeitbeschäftigung von Frauen deren ökonomische Abhängigkeit und Armutsgefährdung verstärke. *Martina Gerharter* (Betriebsrätin der OeNB) verdeutlichte, dass Arbeitszeitflexibilisierung zwei Gesichter habe: Positiv für relativ privilegierte (etwa gut ausgebildete) Mitarbeiter, da diese mehr Mitspracherecht aufwiesen, nachteilig hingegen für Arbeitnehmer mit geringerer Qualifikation (diese seien gewerkschaftlich oft schwächer organisiert). *Walther* bestätigte, dass in Sektoren mit höherem gewerkschaftlichen Organisationsgrad die Wahrscheinlichkeit viel höher sei, dass flexible Arbeitszeitmodelle zum beiderseitigen Vorteil eingeführt würden (etwa Industrie vs. Handel).

*Walther* widersprach auch der Forderung von *Fürst* nach einer stärkeren Verlagerung der Arbeitszeitregelung auf die betriebliche Ebene und meinte, dass solche Verhandlungen auf der Branchenebene geführt werden müssen. *Fürst* entgegnete, dass in den Kollektivverträgen der gleichen Branche die einzelnen Unternehmen zu heterogen seien, als dass dies zweckmäßig sei. *Zuckerstätter* verwies auf einige Sonderfälle im Handel, wo zurzeit bewusst arbeitszeitliche Regelungen umgangen bzw. verletzt würden. Er vermisste eine Klarstellung vonseiten der Arbeitgeber, welche Maßnahmen zur Arbeitszeitflexibilisierung konkret ergriffen werden sollten. *Mooslechner*s abschließende Frage, ob jetzt tatsächlich – wie im Titel der Veranstaltung gefragt – Handlungsbedarf bestünde, wurde mehrheitlich eher verneint. *Fürst* wies aber nochmals auf den gestiegenen Kostendruck in den Unternehmen hin.

## Literaturverzeichnis

- Arbeiterkammer. 2004.** In: Wirtschaft und Gesellschaft. 30. Jahrgang. Heft 2. Editorial: „Arbeitszeitverlängerung für Arbeitslose“.
- Fürst, E. 2004.** Arbeitszeit: Zeit für flexible Modelle. Austria perspektiv 3. August.
- OECD. 2004.** Employment Outlook.
- Walther, H. 2000.** Flexibility of Working Time – A Viable Cure for Unemployment? Some Sceptical Remarks. In: Landesmann, M. A. und K. Pichelmann. Unemployment in Europe. London. Macmillan Press Ltd.



# HINWEISE

# Abkürzungen

APSS	Austrian Payment Systems Services GmbH	IDB	Inter-American Development Bank (Interamerikanische Entwicklungsbank)
ARTIS	Austrian Real Time Interbank Settlement	IFES	Institut für Empirische Sozialforschung
A-SIT	Zentrum für sichere Informationstechnologie – Austria	ifo	Institute for Economic Research
ASVG	Allgemeines Sozialversicherungsgesetz	IHS	Institut für Höhere Studien und Wissenschaftliche Forschung
A-Trust	A-Trust Gesellschaft für Sicherheitssysteme im elektronischen Datenverkehr GmbH	IIF	Institute of International Finance
ATX	Austrian Traded Index	ISO	International Organization for Standardization
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision (Basler Ausschuss für Bankenaufsicht)	IT	Informations- und Kommunikationstechnologie
BGBL	Bundesgesetzblatt	IVP	Internationale Vermögensposition
BFG	Bundesfinanzgesetz	IWF	Internationaler Währungsfonds (International Monetary Fund)
BHG	Bundeshaushaltsgesetz	IWI	Industriewissenschaftliches Institut
BIP	Bruttoinlandsprodukt	JVI	Joint Vienna Institute
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (Bank for International Settlements)	KWG	Kreditwesengesetz
BMF	Bundesministerium für Finanzen	LIBOR	London Interbank Offered Rate
BNP	Bruttonationalprodukt	MFI	Monetäre Finanzinstitute
BSC	Banking Supervision Committee	MoU	Memorandum of Understanding
BVA	Bundesvoranschlag	MÖAG	Münze Österreich AG
B-VG	Bundes-Verfassungsgesetz	MOEL	Länder Mittel- und Osteuropas
BWA	Bundes-Wertpapieraufsicht	NACE	Nomenclature générale des activités économiques dans les communautés européennes
BWG	Bankwesengesetz	NBG	Nationalbankgesetz
CACs	Collective Action Clauses	NZBen	Nationale Zentralbanken (EU-25)
CESR	Committee of European Securities Regulators	OeBS	Oesterreichische Banknoten- und Sicherheitsdruck GmbH
EBA	European Banking Association	OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development (Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung)
EBRD	European Bank for Reconstruction and Development (Europäische Bank für Wiederaufbau und Entwicklung)	OeKB	Oesterreichische Kontrollbank
ECOFIN-Rat	Economic and Finance Ministers Council (Rat der Wirtschafts- und Finanzminister der EU)	OeNB	Oesterreichische Nationalbank
EFTA	European Free Trade Association (Europäische Freihandelsassoziation)	OPEC	Organization of the Petroleum Exporting Countries (Organisation Erdöl exportierender Länder)
EG	Europäische Gemeinschaft	ÖBFA	Österreichische Bundesfinanzierungsagentur
EG-V	EG-Vertrag	ÖIAG	Österreichische Industrieverwaltung-Aktiengesellschaft
EIB	European Investment Bank (Europäische Investitionsbank)	ÖNACE	Österreichische Version der statistischen Systematik der Wirtschaftszweige in der EU
EONIA	Euro OverNight Index Average	ÖTOB	Österreichische Termin- und Optionenbörse
ERP	European Recovery Program	RTGS	Real Time Gross Settlement
ESA	Economics and Statistics Administration	SDRM	Sovereign Debt Restructuring Mechanism
ESAF	Ergänzende/Erweiterte Strukturanpassungsfazität	STUZZA	Studiengesellschaft für Zusammenarbeit im Zahlungsverkehr G.m.b.H.
ESRI	Economic and Social Research Institute	S.W.I.F.T.	Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication
ESVG	Europäisches System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen	SZR	Sonderziehungsrecht
ESZB	Europäisches System der Zentralbanken	TARGET	Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer
EU	Europäische Union	UNCTAD	United Nations Conference on Trade and Development (Konferenz der Vereinten Nationen über Handel und Entwicklung)
EURIBOR	Euro Interbank Offered Rate	UNO	United Nations Organization (Organisation der Vereinten Nationen)
Eurostat	Statistisches Amt der Europäischen Gemeinschaft	VGR	Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum	VÖIG	Vereinigung Österreichischer Investmentgesellschaften
EWS	Europäisches Währungssystem	VPI	Verbraucherpreisindex
EZB	Europäische Zentralbank	WBI	Wiener Börse Index
FATF	Financial Action Task Force on Money Laundering	WEF	World Economic Forum (Weltwirtschaftsforum)
Fed	Federal Reserve System	WFA	Wirtschafts- und Finanzausschuss
FMA	Finanzmarktaufsichtsbehörde	WIFO	Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung
FMABG	Finanzmarktaufsichtsbehördengesetz	WIIV	Wiener Institut für internationale Wirtschaftsvergleiche
FOMC	Federal Open Market Committee	WKM	Wechselkursmechanismus
FSAP	Financial Sector Assessment Program	WKO	Wirtschaftskammer Österreich
GAB	General Arrangements to Borrow	WTO	World Trade Organization (Welthandelsorganisation)
GATS	General Agreement on Trade in Services	WWU	Wirtschafts- und Währungsunion
GFR	Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung		
GSA	GELDSERVICE AUSTRIA Logistik für Wertgestionierung und Transportkoordination G.m.b.H.		
GUS	Gemeinschaft Unabhängiger Staaten		
HGB	Handelsgesetzbuch		
HIPC	Highly Indebted Poor Countries		
HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex		
IBRD	International Bank for Reconstruction and Development (Internationale Bank für Wiederaufbau und Entwicklung, Weltbank)		

# 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

Rundungen können Rechendifferenzen ergeben.

Unwiderruflicher Euro-Umrechnungskurs: 1 EUR = 13,7603 ATS.

# Studienübersicht zu Geldpolitik & Wirtschaft

Näheres finden Sie unter [www.oenb.at](http://www.oenb.at)

## Heft Q1/04

Verhaltene Konjunktur im Euroraum und in Österreich trotz dynamischem weltwirtschaftlichen Umfeld

*Gerhard Fenz, Thomas Gruber, Wolfgang Pointner*

Ursachen des langfristigen Wachstums in Österreich – Plädoyer für eine nationale Wachstumsstrategie

*Ernest Gnan, Jürgen Janger, Johann Scharler*

Inflationsdifferenziale in Europa: Erfahrungen der Vergangenheit und Blick in die Zukunft

*Balász Égert, Doris Ritzberger-Grünwald, Maria Antoinette Silgoner*

Die internationale Finanzarchitektur: Öffentliche Vorschläge zur Krisenbewältigung und die Rolle des privaten Sektors

*Christian Just*

Wie wirken sich Bankomatabhebungen und Zahlungsinnovationen auf die Bargeldhaltung in Österreich aus?

*Helmut Stix*

## Heft Q2/04

Weltwirtschaftliche Erholung und stabile Inlandskonjunktur stützen moderaten Aufschwung – Gesamtwirtschaftliche Prognose für Österreich 2004 bis 2006 vom Frühjahr 2004

*Gerhard Fenz, Johann Scharler, Martin Schneider*

Auswirkungen von Erdölpreisänderungen auf Wachstum und Inflation

*Martin Schneider*

Sektorale Spezialisierung in Österreich und in den EU-15-Ländern

*Jürgen Janger, Karin Wagner*

Die Rolle von Aufwertungs- und Anpassungsfaktoren in umlagebasierten Pensionssystemen

*Markus Knell*

Finanzmarktstruktur und Wirtschaftswachstum:

Eine Länderquerschnittsanalyse

*Friedrich Fritzer*

Die Rolle der Kreditvergabe in kapitalmarkt- und bankendominierten Finanzsystemen

*Sylvia Kaufmann, Maria Teresa Valderrama*

Wachstum und Stabilität in der EU: Perspektiven der Agenda von Lissabon – Ergebnisse der 32. Volkswirtschaftlichen Tagung

*Sylvia Kaufmann, Burkhart Raunig, Helene Schubert*



### Heft Q3/04

Konjunkturerholung im Euroraum und in Österreich bei dynamischem weltwirtschaftlichem Umfeld

*Antje Hildebrandt, Martin Schneider, Maria Antoinette Silgoner*

Maßnahmen zur Erhöhung der Effizienz des geldpolitischen Handlungsrahmens

*Michael Pfeiffer*

Wirken Budgetkonsolidierungen expansiv? Kritische Würdigung der Literatur zu nicht-keynesianischen Effekten der Fiskalpolitik mit einer Fallstudie für Österreich

*Doris Prammer*

Der Vertrag über eine Verfassung für Europa: Institutionelle Aspekte für die Währungsunion

*Isabella Lindner, Paul Schmidt*

Zentral- und Osteuropa – der Wachstumsmarkt für österreichische Banken

*Peter Breyer*

60 Jahre Bretton Woods – Zusammenfassung der Konferenz

*Christian Just, Franz Nauschnigg*

### Heft Q4/04

Wachstumsimpuls der Steuerreform 2005 überlagert schwächere Dynamik der Weltwirtschaft – Gesamtwirtschaftliche Prognose für Österreich 2004 bis 2006 vom Herbst 2004

*Gerhard Fenz, Martin Schneider*

Determinanten der Sparquote der privaten Haushalte in Österreich

*Werner Dirschmid, Ernst Glatzer*

Die Bedeutung von Anleiheemissionen für die Unternehmensfinanzierung in Österreich

*Walter Waschiczek*

Zum Wirtschaftswachstum in Dänemark, Schweden und im Vereinigten Königreich seit Beginn der Währungsunion

*Gabriel Moser, Wolfgang Pointner, Gerhard Reitschuler*

Die politische Ökonomie der internationalen Financial Governance

*Vanessa Redak, Helene Schuberth, Beat Weber*

Makroökonomische Modelle und Prognosen für Österreich

*Gerhard Fenz, Martin Schneider*

Das erste gemeinsame Projekt der erweiterten EU:

Die europäische Verfassung – mögliche institutionelle und wirtschaftliche Auswirkungen für den Euroraum

*Paul Schmidt*

Arbeitszeitverlängerung? Arbeitszeitflexibilisierung?

Besteht Handlungsbedarf für die österreichische Wirtschaftspolitik?

*Alfred Stiglbauer*

# Periodische Publikationen der Oesterreichischen Nationalbank

Näheres finden Sie unter [www.oenb.at](http://www.oenb.at)

## **Statistiken – Daten & Analysen**

**vierteljährlich**

Diese Publikation enthält Kurzberichte und Analysen mit dem Fokus auf österreichischen Finanzinstitutionen sowie auf Außenwirtschaft und Finanzströmen. Den Analysen ist eine Kurzzusammenfassung vorangestellt, die auch in englischer Sprache zur Verfügung gestellt wird. Der Tabellen- und Erläuterungsabschnitt deckt finanzwirtschaftliche und realwirtschaftliche Indikatoren ab. Im Internet sind die Tabellen und Erläuterungen (jeweils deutsch und englisch) sowie ein zusätzliches Datenangebot abrufbar. Im Rahmen dieser Serie erscheinen fallweise auch Sonderhefte, die spezielle statistische Themen behandeln.

## **Geldpolitik & Wirtschaft**

**vierteljährlich**

Die auf Deutsch und Englisch erscheinende Quartalspublikation der OeNB analysiert die laufende Konjunkturentwicklung, bringt mittelfristige makroökonomische Prognosen, veröffentlicht zentralbank- und wirtschaftspolitisch relevante Studien und resümiert Befunde volkswirtschaftlicher Workshops und Konferenzen der OeNB.

## **Finanzmarktstabilitätsbericht**

**halbjährlich**

Der auf Deutsch und Englisch erscheinende *Finanzmarktstabilitätsbericht* umfasst zwei Teile: Der erste Abschnitt enthält eine regelmäßige Analyse finanzmarktstabilitätsrelevanter Entwicklungen in Österreich und im internationalen Umfeld. Daneben werden im Rahmen von Schwerpunktartikeln auch gesonderte Themen herausgegriffen, die im Zusammenhang mit der Stabilität der Finanzmärkte stehen.

## **Focus on European Economic Integration**

**halbjährlich**

Als Nachfolgepublikation des *Focus on Transition* (letzte Ausgabe 2/2003) bietet diese englischsprachige Publikation eine Fülle an Informationen zu Zentral-, Ost- und Südosteuropa. Der *Focus on European Economic Integration* enthält eingangs eine aktuelle Wirtschaftsanalyse ausgewählter Länder aus diesem Raum. Im Hauptteil finden sich Studien zu ausgewählten notenbankrelevanten Themen sowie gegebenenfalls zu einem Schwerpunktthema. Abgerundet wird die Publikation durch Informationen über Konferenzen und Veranstaltungen der OeNB zu Zentral- und Osteuropa sowie einen statistischen Anhang.

## **Geschäftsbericht**

**jährlich**

In mehreren Kapiteln werden im *Geschäftsbericht* der OeNB die Geldpolitik, die Wirtschaftslage, neue Entwicklungen auf den Finanzmärkten im Allgemeinen und auf dem Gebiet der Finanzmarktaufsicht im Speziellen, die sich wandelnden Aufgaben der OeNB und ihre Rolle als internationaler Partner erörtert. Der Bericht enthält auch den Jahresabschluss der OeNB.

**Volkswirtschaftliche Tagung (Tagungsband) jährlich**

Die *Volkswirtschaftliche Tagung* der OeNB stellt eine wichtige Plattform für den internationalen Meinungs- und Informationsaustausch zu währungs-, wirtschafts- und finanzmarktpolitischen Fragen zwischen Zentralbanken, wirtschaftspolitischen Entscheidungsträgern, Finanzmarktvertretern und der universitären Forschung dar. Der Konferenzband enthält alle Beiträge der Tagung und ist überwiegend in Englisch verfasst.

**The Austrian Financial Markets jährlich**

Diese auf Englisch vorliegende, von der OeNB in Kooperation mit der Oesterreichischen Kontrollbank AG (OeKB) herausgegebene Publikation bietet internationalen Investoren aktuelle Information zu den österreichischen Kapitalmärkten.

**Workshop-Bände fallweise**

Die im Jahr 2004 erstmals herausgegebenen Bände enthalten in der Regel die Beiträge eines Workshops der OeNB. Im Rahmen dieser Workshops werden geld- und wirtschaftspolitisch relevante Themen mit nationalen und internationalen Experten aus Politik und Wirtschaft, Wissenschaft und Medien eingehend diskutiert. Die Publikation ist nur in Englisch verfügbar.

**Working Papers fallweise**

Die *Working Paper*-Reihe der OeNB dient der Verbreitung und Diskussion von Studien von OeNB-Ökonomen bzw. externen Autoren zu Themen, die für die OeNB von besonderem Interesse sind. Die Beiträge werden einem internationalen Begutachtungsverfahren unterzogen und spiegeln jeweils die Meinung der Autoren wider.

**Conference on European Economic Integration (Konferenzband) jährlich**

(Nachfolgekonferenz der „Ost-West-Konferenz“ der OeNB)  
OeNB-Konferenzbandreihe mit Schwerpunkt auf notenbankrelevanten Fragen im Zusammenhang mit Zentral-, Ost- und Südosteuropa und dem EU-Erweiterungsprozess. Erscheint in einem renommierten internationalen Verlag auf Englisch.

Näheres finden Sie unter [ceec.oenb.at](http://ceec.oenb.at)

### **HVW-Newsletter**

**vierteljährlich**

Der quartalsweise im Internet erscheinende Newsletter der Hauptabteilung Volkswirtschaft der OeNB präsentiert ausgewählte Ergebnisse einem internationalen Adressatenkreis. Kollegen aus anderen Notenbanken oder internationalen Institutionen, Wirtschaftsforscher, politische Entscheidungsträger und an Ökonomie Interessierte werden über die Forschungsschwerpunkte und Tätigkeiten der Hauptabteilung Volkswirtschaft informiert. Zusätzlich bietet der Newsletter Informationen über Publikationen, Studien oder Working Papers sowie über Veranstaltungen (Konferenzen, Vorträge oder Workshops) des laufenden Quartals. Der Newsletter ist in englischer Sprache verfasst.

Näheres finden Sie unter *hvw-newsletter.at*

# Adressen der Oesterreichischen Nationalbank

	Postanschrift	Telefon	Fernschreiber
<b>Hauptanstalt</b>			
Wien	Postfach 61	(+43-1) 404 20-0	114669 natbk
9, Otto-Wagner-Platz 3	1011 Wien	Telefax: (+43-1) 404 20-2398	114778 natbk
Internet: <a href="http://www.oenb.at">www.oenb.at</a>			

## Zweiganstalten

### Zweiganstalt Österreich West

<b>Innsbruck</b>		(+43-512) 594 73-0	
Adamgasse 2	6020 Innsbruck	Telefax: (+43-512) 594 73 99	

### Zweiganstalt Österreich Süd

<b>Graz</b>	Postfach 8	(+43-316) 81 81 81-0	
Brockmanngasse 84	8018 Graz	Telefax: (+43-316) 81 81 81 99	
<b>Klagenfurt</b>	Postfach 526	(+43-463) 576 88-0	
10.-Oktober-Straße 13	9010 Klagenfurt	Telefax: (+43-463) 576 88 99	

### Zweiganstalt Österreich Nord

<b>Linz</b>	Postfach 346	(+43-732) 65 26 11-0	
Coulinstraße 28	4021 Linz	Telefax: (+43-732) 65 26 11 99	
<b>Salzburg</b>	Postfach 18	(+43-662) 87 12 01-0	
Franz-Josef-Straße 18	5027 Salzburg	Telefax: (+43-662) 87 12 01 99	

## Repräsentanzen

Oesterreichische Nationalbank	(+44-20) 7623-6446	
London Representative Office	Telefax: (+44-20) 7623-6447	
5 <sup>th</sup> floor; 48 Gracechurch Street		

### London EC3V 0EJ, Vereinigtes Königreich

Oesterreichische Nationalbank	(+1-212) 888-2334	(212) 422509 natb ny
New York Representative Office	(+1-212) 888-2335	
745 Fifth Avenue, Suite 2005	Telefax: (+1-212) 888 2515	

### New York, N. Y. 10151, USA

Ständige Vertretung Österreichs bei der EU	(+32-2) 285 48-41, 42, 43	
Avenue de Cortenberg 30	Telefax: (+32-2) 285 48 48	

### B 1040 Brüssel, Belgien

Ständige Vertretung Österreichs bei der OECD	(+33-1) 53 92 23-39	
3, rue Albéric-Magnard	(+33-1) 53 92 23-44	
<b>F 75116 Paris, Frankreich</b>	Telefax: (+33-1) 45 24 42-49	