



OESTERREICHISCHE NATIONALBANK

EUROSYSTEM

GELDPOLITIK & WIRTSCHAFT

Quartalsheft zur Geld- und Wirtschaftspolitik

Q 3/04

Die Quartalspublikation der OeNB „Geldpolitik & Wirtschaft“ analysiert die Konjunkturentwicklung 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:

Brigitte Alizadeh-Gruber, Karin Fischer

Übersetzung:

Alexandra Edwards, Ingeborg Schuch

Technische Gestaltung

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

Rückfragen:

*Oesterreichische Nationalbank, Sekretariat des Direktoriums/Öffentlichkeitsarbeit
1090 Wien, Otto-Wagner-Platz 3
Postanschrift: Postfach 61, 1011 Wien
Telefon: (+43-1) 40420-6666
Telefax: (+43-1) 40420-6698
E-Mail: oenb.info@oenb.at
Internet: www.oenb.at*

Weitere Bestellungen/Adressenmanagement:

*Oesterreichische Nationalbank, Dokumentationsmanagement und Kommunikationsservice
1090 Wien, Otto-Wagner-Platz 3
Telefon: (+43-1) 40420-2345
Telefax: (+43-1) 40420-2398
E-Mail: oenb.publikationen@oenb.at
Internet: www.oenb.at*

Impressum:

Medieninhaber (Verleger), Herausgeber und Hersteller:

*Oesterreichische Nationalbank
1090 Wien, Otto-Wagner-Platz 3
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.

ANALYSEN

Konjunkturerholung im Euroraum und in Österreich bei dynamischem weltwirtschaftlichem Umfeld	6
<i>Antje Hildebrandt, Martin Schneider, Maria Antoinette Silgoner</i>	
Maßnahmen zur Erhöhung der Effizienz des geldpolitischen Handlungsrahmens	23
<i>Michael Pfeiffer</i>	
Wirken Budgetkonsolidierungen expansiv? Kritische Würdigung der Literatur zu nicht-keynesianischen Effekten der Fiskalpolitik mit einer Fallstudie für Österreich	36
<i>Doris Prammer</i>	
Der Vertrag über eine Verfassung für Europa: Institutionelle Aspekte für die Währungsunion	57
<i>Isabella Lindner, Paul Schmidt</i>	
Zentral- und Osteuropa – der Wachstumsmarkt für österreichische Banken	68
<i>Peter Breyer</i>	

VERANSTALTUNGEN DER OENB

60 Jahre Bretton Woods – Zusammenfassung der Konferenz	98
<i>Christian Just, Franz Nauschnigg</i>	

HINWEISE

Abkürzungen	106
Zeichenerklärung	107
Studienübersicht zu Geldpolitik & Wirtschaft	108
Periodische Publikationen der Oesterreichischen Nationalbank	110
Adressen der Oesterreichischen Nationalbank	113

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

ANALYSEN

Konjunkturerholung im Euroraum und in Österreich bei dynamischem weltwirtschaftlichem Umfeld

Antje Hildebrandt,
Martin Schneider,
Maria Antoinette Silgoner

Auf weltwirtschaftlicher Ebene zeichnet sich eine leicht gedämpfte Fortsetzung der Erholung ab. In den USA trugen die schwächeren Konsumausgaben zu einer Verlangsamung der Wachstumsdynamik bei. Die US-Notenbank leitete Ende Juni 2004 die Abkehr von ihrer Niedrigzinspolitik ein und erhöhte seither den Leitzins um 50 Basispunkte. In Asien befindet sich Japan auf einem Pfad konjunktureller Erholung, in China und in Südostasien hält das hohe Wachstumstempo weitgehend an.

Die konjunkturelle Erholung im Euroraum setzte sich fort, allerdings mit ausgeprägten Divergenzen zwischen den Ländern. Die Wachstumsimpulse kommen vor allem von Seiten der externen Nachfrage. Der jüngste Rohölpreisanstieg hat die Inflationsrate ansteigen lassen. Die von der EZB erstellten Projektionen zeichnen ein relativ optimistisches Bild bezüglich des erwarteten Wirtschaftswachstums. Die Aussichten für die Preisstabilität haben sich zwar in einem Umfeld gestiegener Rohölpreise verschlechtert, mittelfristig wird jedoch das Preisstabilitätsziel mit hoher Wahrscheinlichkeit erreicht.

In Zentral- und Osteuropa entwickelt sich die Wirtschaft weiterhin dynamischer als in der Union der bisherigen 15 Mitgliedsländer. Die neu beigetretenen EU-Länder streben nun den nächsten Integrations-schritt, die Einführung des Euro, an.

1 Kräftiges Wachstum der Weltwirtschaft verlangsamt sich

1.1 USA: Fed beendete Niedrigzins- periode Ende Juni

Nach einer Beschleunigung des Wachstums der US-Wirtschaft im ersten Quartal 2004 auf 4,5% (annualisiert gegenüber Vorquartal) verlangsamte sich dieses im zweiten Quartal auf 2,8%. Zu diesem Wachstumsrückgang trugen insbesondere schwächere Konsumausgaben (Zunahme um 1,6% gegenüber 4,1% im Vorquartal), die vor allem auf die stark gestiegenen Energiepreise und einen verringerten Absatz von Automobilen zurückgeführt werden, sowie eine starke Verschlechterung der Nettoexporte bei. Einen wesentlichen Beitrag zum Wachstum leisteten private Immobilieninvestitionen sowie die stark steigenden Unternehmensinvestitionen. Das Wachstum der Staatsausgaben verlangsamte sich.

Es handelt sich bei dem Wachstum des zweiten Quartals nicht unbedingt um eine Trendumkehr, sondern könnte eine vorübergehende Wachstumschwäche bedeuten. Die jüngsten Konjunkturdaten sind widersprüchlich: Der vom ISM Institut erhobene Einkaufsmanager-Index befindet sich seit Mitte 2003 über seinem Zehnjah-

resschnitt und deutlich über 50%, womit er eine Expansion der Sachgüterproduktion signalisiert. Allerdings ist der Index im August von 62% auf 59% gesunken, wofür gleichermaßen die Indexstände für die Auftragseingänge und die Produktion verantwortlich zeichnen. Die Daten für die Industrieproduktion und den privaten Wohnbau fielen zuletzt recht positiv aus. Auf ein lediglich moderates reales Wirtschaftswachstum deutet hingegen der US-Index der Frühindikatoren. Laut Conference Board fiel dieser im Juli den zweiten Monat in Folge und gab um 0,3% auf 116 Punkte nach (stärkster Rückgang seit Februar 2003). Es ist jedoch zu früh, um den seit März 2003 anhaltenden Aufwärtstrend des Index für beendet zu erklären. Allgemein gehen die Prognosen von einem realen BIP-Wachstum von rund 4,5% im Jahr 2004 aus, das sich im Jahr 2005 auf etwa 3,75% abschwächen dürfte (z. B. OECD und Consensus Forecasts).

Der Aufschwung auf dem US-Arbeitsmarkt hat sich im Juni und Juli verlangsamt. Im Juli sank die Arbeitslosenquote zwar geringfügig von 5,6% auf 5,5%, allerdings lag der Stellenzuwachs in beiden Monaten deutlich unter den Erwartungen. Der Produktivitätsfortschritt hat sich

im zweiten Quartal mit einer Jahresrate von 2,9% gegenüber dem Vorquartal (+3,7%) abgeschwächt. Gleichzeitig erhöhten sich die Lohnstückkosten um 1,9%.

Der Anstieg der Verbraucherpreise im Vorjahresvergleich verlangsamte sich im Juli 2004 auf 3%. Auch der Anstieg der Kernrate fiel im Juli 2004 im Vorjahresabstand mit 1,8% niedriger aus als im Juni (1,9%).

Die US-Notenbank leitete Ende Juni die Abkehr von ihrer über ein Jahr verfolgten Tiefzinspolitik mit einer Fed Funds Rate von 1% ein und erhöhte erstmals seit vier Jahren den Leitzins um 25 Basispunkte; weitere Anhebungen jeweils im selben Ausmaß folgten im August und September auf nunmehr 1,75%. Es ist die erklärte Absicht der Fed, den Leitzins in graduellen Schritten zu heben.

Zu den derzeit größten Risiken für die US-Wirtschaftsentwicklung zählen die möglicherweise anhaltend hohen Energiepreise, die auch in der zweiten Jahreshälfte wachstumsschmälernd wirken könnten. Ein weiterer Risikofaktor wäre ein erneuter deutlicher Anstieg der Kerninflationsrate, der die US-Notenbank zu kräftiger als geplanten Zinserhöhungen veranlassen könnte, wodurch zinsensible Ausgaben weiter gedämpft würden. Ebenso könnte ein unerwartet starker Zinsanstieg Konsum und Investitionen deutlich belasten, da die privaten Haushalte relativ hoch verschuldet sind und die Sparquote niedrig ist. Mittel- und langfristige Risiken sind zudem das hohe Leistungsbilanz- und Budgetdefizit (von knapp 5% bzw. rund 4½% des BIP 2004).

1.2 Asien neben USA Wachstumsmotor für die Weltwirtschaft

Seit nunmehr neun Quartalen in Folge befindet sich Japans Wirtschaft auf

einem Pfad konjunktureller Erholung, wobei das Wachstum im zweiten Quartal 2004 deutlich an Fahrt verloren hat. Das reale BIP ist zum Vorquartal um 0,4% gewachsen. Robust, aber mit leichten Schwächeanzeichen entwickelten sich dabei die Exporte, dank der Nachfrage aus Asien (v. a. China). Überraschend schwach hingegen fielen die Unternehmensinvestitionen aus, die als wichtigster Wachstumsmotor gelten. Obwohl das Bild durch die relative Schwäche der Binnennachfrage etwas getrübt wird, könnte der private Konsum im nächsten Quartal positiver ausfallen und die Wirtschaft auf Erholungskurs halten.

Die verbesserte Konsumentenstimmung wird von einer Aufhellung auf dem Arbeitsmarkt unterstützt. Die Arbeitslosenquote sank seit Jahresbeginn 2003 von 5,5% auf 4,6% Mitte 2004. Allgemein wird in diesem Jahr von einem zunehmend breiter abgestützten Aufschwung ausgegangen. Die Bank of Japan (BoJ) hält an ihrer Politik mit Zinsen nahe null fest. Für das Jahr 2004 rechnen die BoJ und der IWF mit einem Rückgang der Preise, womit die Hoffnung auf die endgültige Überwindung der Deflation in absehbarer Zeit gestützt wird. Mit Blick auf die Fiskalpolitik stellen die anhaltend hohen Haushaltsdefizite und die Höhe der Gesamtverschuldung ein Problem dar. Allerdings sind die Pläne zur Konsolidierung der öffentlichen Haushalte positiv zu beurteilen.

Der Aufschwung in Asien (ohne Japan) hält auch heuer – trotz hoher Erdölpreise – infolge kräftiger Exporte sowie einer robusteren Inlandsnachfrage an. In China korrigierte die Regierung die Wachstumsprognose für 2004 auf 7% nach unten und signalisiert, ein ausgewogeneres Wirt-

schaftswachstum anzustreben. Dennoch zeigen die Daten für das erste Halbjahr 2004 einen Fortbestand des hohen Wachstums und eine steigende Inflationsrate. Trotz rückläufiger Bankkredite stieg die Investitionsnachfrage weiter. Während der Zustrom kurzfristigen Auslandskapitals nach Asien (ohne Japan) gering ist, wurden die Devisenreserven seit Anfang des Jahres 2001 nahezu verdoppelt. Im zweiten Quartal 2004 wurden jedoch kaum noch Devisenreserven (Ausnahme China) aufgestockt, um die Risiken aus dieser Überliquidität auf Preise und Wirtschaft nicht weiter zu erhöhen. Der Aufschwung sollte genutzt werden, um die in einigen Ländern schleppend verlaufenden Finanzmarktreformen voranzutreiben.

2 Euroraum: Moderater Aufschwung setzt sich fort

2.1 BIP-Wachstum überwiegend von Exporten getragen

Die erste Schätzung von Eurostat für das Wachstum des realen BIP im Euroraum im zweiten Quartal 2004 zeigt, dass sich die Konjunktur weiter stabil entwickelt: Gegenüber dem Vorquartal stieg das reale BIP um 0,5% (erstes Quartal 2004: 0,6%), im Jahresvergleich um 2,0% (viertes Quartal 2003: 1,3%). Auf Länderebene konnte Finnland mit 1% gegenüber dem Vorquartal den höchsten Zuwachs verzeichnen, gefolgt von Frankreich und Belgien mit je 0,8%; in Griechenland und den Niederlanden ging das reale BIP um 0,6% bzw. 0,2% zurück. Auch bei den Unterkomponenten zeigen sich starke Unterschiede innerhalb der einzelnen Länder: So wurde das BIP-Wachstum in Deutschland im zweiten Quartal fast ausschließlich von den Nettoexporten getragen, während in Frank-

reich vor allem die Binnennachfrage die Dynamik des Wachstums bestimmte.

Weiterhin volatil zeigt sich der Verlauf der Anlageinvestitionen: Nach einem Anstieg um 0,8% im vierten Quartal 2003 (gegenüber Vorquartal), schrumpfte diese Komponente im ersten Quartal 2004 um 0,2%; für das zweite Quartal 2004 ist ein Wachstum von 0,1% zu verzeichnen. Allerdings muss angemerkt werden, dass der Rückgang im ersten Quartal 2004 primär Resultat des Einbruchs der Bauinvestitionen in Deutschland war, die auch im zweiten Quartal 2004 stark rückläufig waren. Dahingegen war in den restlichen Ländern eine Ausweitung der Investitionen zu beobachten.

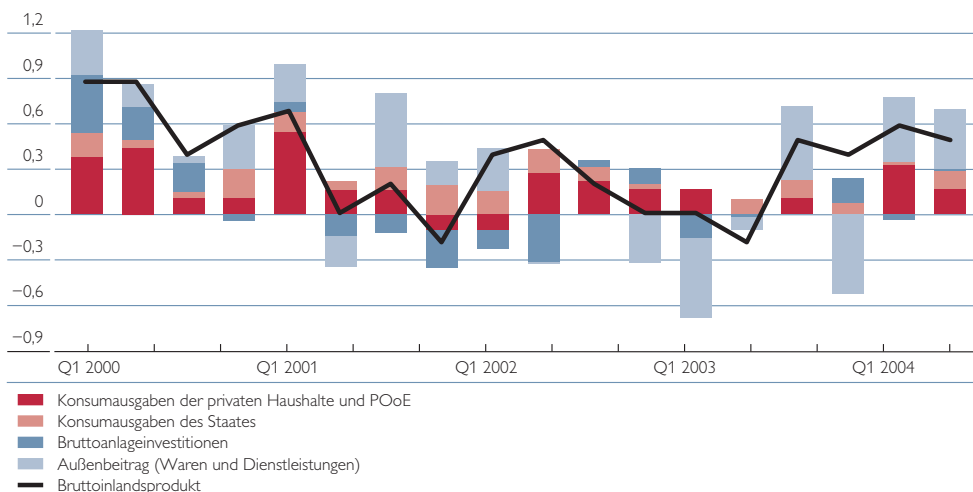
Nach sehr niedrigen Quartalswachstumsraten seit Anfang 2001 wuchs der Konsum der privaten Haushalte im ersten und zweiten Quartal 2004 mit 0,6% bzw. 0,3% wieder stärker. Zu dieser Entwicklung dürften Steuersenkungen in einigen Ländern des Euroraums beigetragen haben, wodurch die verfügbaren Einkommen stärker stiegen. Die Vorlaufindikatoren für den Konsum deuten jedoch auf die immer noch bestehenden Unsicherheiten hin: Das von der Europäischen Kommission erhobene Konsumentenvertrauen stagniert seit Februar dieses Jahres. Der Juli-Wert betrug -14 Punkte und lag somit nach wie vor etwas unter dem langfristigen Durchschnitt von -12 Punkten. Die Gründe dafür sind einerseits in der nach wie vor ungünstigen Situation auf dem Arbeitsmarkt zu finden, andererseits verstärken die Diskussionen um die Reformen des Gesundheits- und Pensionssystems die Unsicherheit und dämpfen die Konsumnachfrage.

Nach einem nur geringfügigen Anstieg des öffentlichen Konsums

Grafik 1

Wachstumsbeitrag der Komponenten des realen BIP im Euroraum (gegenüber dem Vorquartal)

in Prozentpunkten



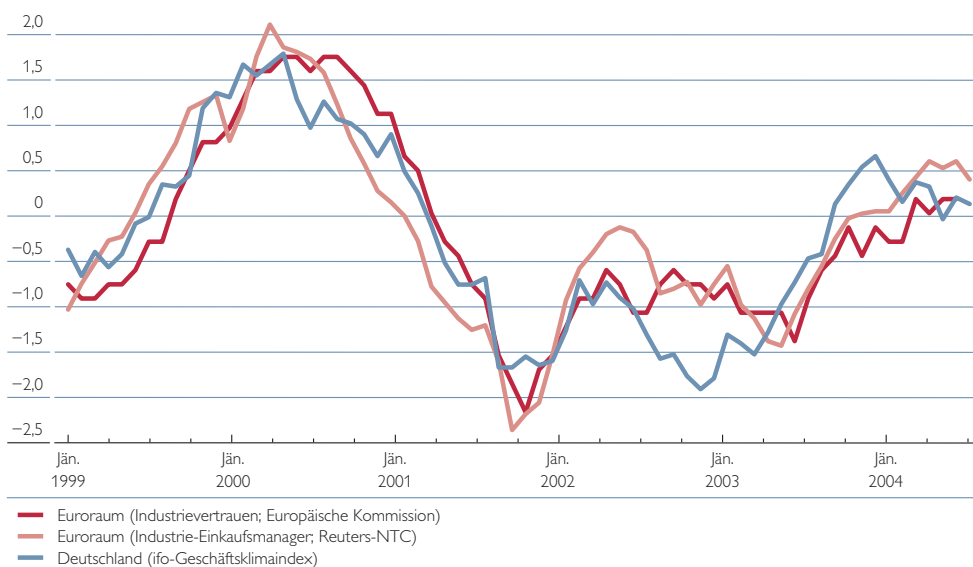
Quelle: Eurostat.

um 0,1% im ersten Quartal 2004 war im zweiten Quartal wieder ein stärkeres Wachstum von 0,6% zu verzeichnen. Zum niedrigen Wachstum im ersten Quartal 2004 dürften hauptsächlich die hohen Budgetdefizite in Europa beigetragen haben – die letz-

ten verfügbaren Daten deuten darauf hin, dass im Jahr 2004 sieben Länder des Euroraums über der 3-Prozent-Defizitgrenze sein werden. Um dieser Entwicklung gegenzusteuern, schränken einige dieser Länder ihren öffentlichen Konsum ein.

Grafik 2

Geschäftsklima-Indikatoren



Quelle: Europäische Kommission, IFO, NTC, eigene Berechnungen.

Anmerkung: Abweichung vom Mittelwert des Indikators relativ zur Standardabweichung.

Bei den Exporten setzte sich die im vierten Quartal 2003 unterbrochene Wachstumsdynamik weiter fort, auch die Importe wuchsen wieder stark. Wie im ersten Quartal 2004 betrug der Wachstumsbeitrag des Außenbeitrags im zweiten Quartal 0,4%. Der kräftige Wachstumsbeitrag der Nettoexporte ist auf das Wachstumsdifferenzial zwischen dem Euroraum und seinen Handelspartnern zurückzuführen.

Die Vorlaufindikatoren für das Wirtschaftswachstum zeichnen in den letzten Monaten ein relativ wechselhaftes Bild. Allesamt haben sie seit Anfang bzw. Mitte Juli einen Aufwärtstrend gezeigt, der sich nun seit einigen Monaten verflacht bzw. phasenweise sogar umgekehrt hat. Das könnte für einen noch nicht durchgreifend gefestigten konjunkturellen Aufschwung sprechen.

2.2 Industrieproduktion im Aufwärtstrend, Lage auf dem Arbeitsmarkt bleibt angespannt

Die Wachstumsraten der saisonbereinigten Industrieproduktion im Euroraum zeigen seit Mitte 2003 einen stetigen, wenn auch äußerst volatilen Aufwärtstrend. Im Juni 2004 fiel das Wachstum gegenüber dem Vorjahr mit 2,7% schwächer aus als im Mai. Im Vergleich zum Vormonat ist die Industrieproduktion im Juni um 0,4% zurückgegangen, nachdem sie seit Februar viermal in Folge gestiegen war. Aufgrund der stark schwankenden Entwicklung der Datenreihe kann aus der jüngsten Entwicklung nicht auf eine Trendumkehr geschlossen werden.

Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote blieb in den Monaten April bis Juli 2004 stabil bei 9,0%. Die angespannte Situation auf dem Arbeitsmarkt kommt auch im seit Anfang

2001 kontinuierlich fallenden Anteil der offenen Stellen an der gesamten Erwerbsbevölkerung im Euroraum zum Ausdruck. Die Beschäftigung verzeichnet seit dem zweiten Quartal 2002 nur sehr geringe Zuwächse. Im ersten Quartal 2004 konnte die Ausweitung der Beschäftigung im Dienstleistungssektor den Stellenabbau in den anderen Bereichen gerade kompensieren. Die Arbeitsproduktivität zog im ersten Quartal 2004 wieder um 1,1% an, nach einer annähernden Stagnation in den Quartalen zuvor.

2.3 Energiepreise wirken wieder inflationstreibend

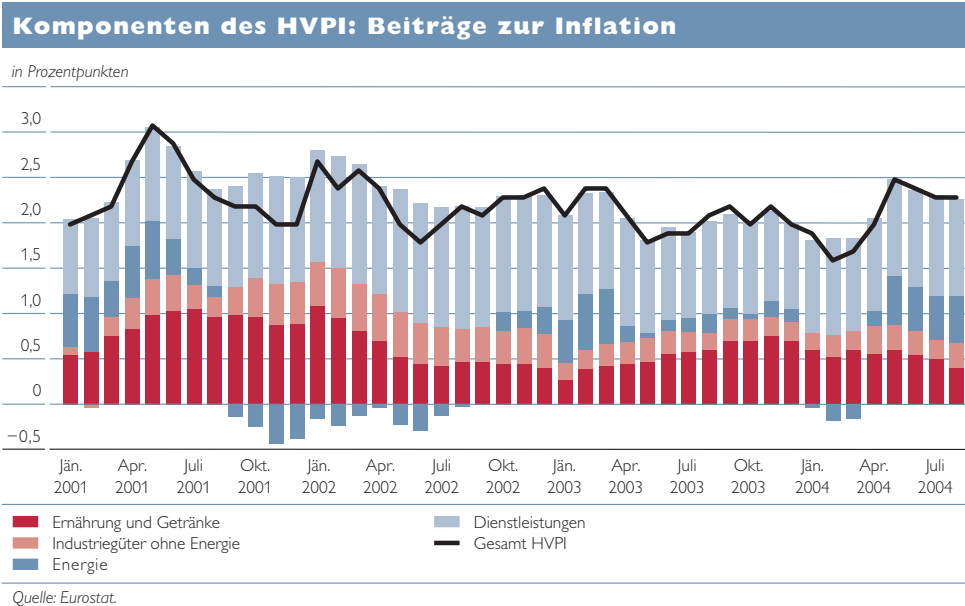
Mitte August erreichte der nominelle Rohölpreis Werte, wie sie seit Beginn der Preisaufzeichnung noch nie beobachtet worden sind. Im August 2004 lag der Barrelnpreis (Marke Brent) um 44% über dem Wert des Vorjahresmonats. Trotz dieser Rekordnotierungen ist die Lage nach wie vor nicht mit jener der Siebziger- und Achtzigerjahre vergleichbar, da damals sowohl der reale Erdölpreis deutlich höher lag, als auch die Preisanstiege wesentlich steiler waren, als sich der Erdölpreis in kurzer Zeit verdreifachte. Für den Euroraum fiel der Anstieg der primär in US-Dollar notierten Erdölpreise insgesamt schwächer aus, da er lange durch die Wechselkursentwicklung zwischen Euro und US-Dollar abgefedert wurde. So lag der Erdölpreisanstieg in Euro im August 2004 nur um 30% über dem Wert von August 2003.

Der Erdölpreisanstieg ist auf den globalen Wirtschaftsaufschwung, insbesondere auf die dynamische Nachfrage aus rasch wachsenden Ländern wie China oder Indien zurückzuführen. Diese Faktoren haben auch einen rasanten Anstieg der Preise für andere Rohstoffe, insbesondere Metalle, be-

wirkt. Daneben war der Rohölpreisanstieg aber vor allem auch auf die geopolitischen Unsicherheiten und die Sorgen um Produktionsausfälle in wichtigen Produzentenländern zurückzuführen, die sich insbesondere deshalb unmittelbar auf die Preise auswirken, da die kurzfristig verfügbaren Förderkapazitäten nahezu ausgeschöpft sind. Vor diesem Hintergrund gehen die Erdöl-Futures-Märkte für die kommenden Monate nicht von einem markanten Preisrückgang aus.

Die Entwicklung der Rohölpreise hat die HVPI-Inflationsrate im Mai 2004 sprunghaft von 2,0% auf 2,5% nach oben schnellen lassen. Der Inflationsbeitrag der Energiepreise beträgt in den Monaten seither 0,5 Prozentpunkte. Dass die Teuerungsrate bis Juli dennoch wieder auf 2,3% zurückgegangen ist, liegt vor allem am Rückgang des Preisanstiegs bei den unbearbeiteten Nahrungsmitteln. Diese Tendenz setzte sich im August fort, die gesamte Inflationsrate betrug unverändert 2,3%.

Grafik 3



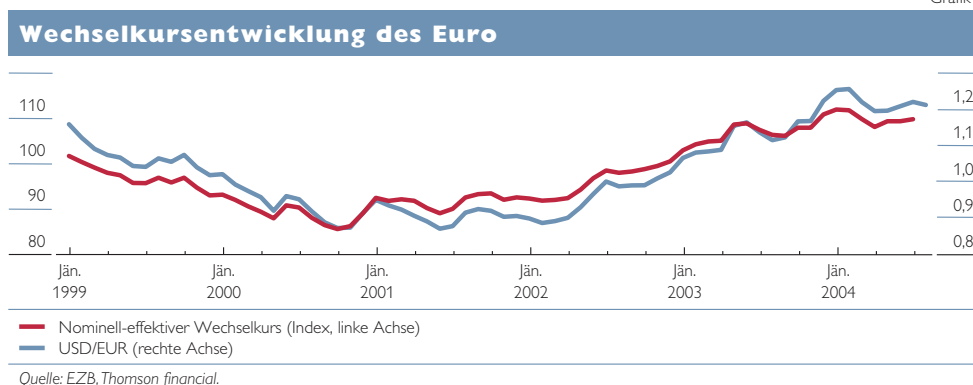
Die Kerninflation (Anstieg des HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel) liegt bereits seit März 2004 bei etwa 2,1% und damit um 0,2 Prozentpunkte über jenen Raten, die davor seit Mitte 2003 verzeichnet wurden. Dazu tragen einerseits die Preise für Tabakwaren bei, die als Folge der Tabaksteueranhebungen in mehreren Ländern derzeit Teuerungsraten von 14% aufweisen. Andererseits sind die Folgen der Gesundheitsreformen in Deutschland und den Niederlanden zu nennen, die sich in den Preisen für Gesund-

heitsdienstleistungen, aber auch bei pharmazeutischen Erzeugnissen niederschlagen. Rechnet man all diese Faktoren aus der Kerninflationsrate heraus, dürfte diese bei knapp über 1½% liegen.

2.4 Kreditvergabe im Euroraum nimmt weiter zu

Die Wachstumsrate der Buchkredite an den privaten Sektor im Euroraum hat sich seit März 2004 konstant beschleunigt und betrug im Juli 6,2%. Weiterhin dynamisch entwickeln sich auch die Kredite an die öffentlichen

Grafik 4



Haushalte. Damit setzt sich der seit Anfang 2003 bestehende Trend einer langsam ansteigenden Kreditvergabe fort. Weiterhin ist das stärkere Kreditwachstum hauptsächlich auf eine vermehrte Kreditvergabe für Wohnbauzwecke zurückzuführen, während die Konsumentenkredite sowie die Kredite an Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften nur schwach wachsen. Ursache für den Anstieg bei den Wohnbaukrediten dürfte das niedrige Niveau der langfristigen Zinsen sein.

Das Wachstum der Geldmenge M3 ist seit dem Tiefstand im Mai 2004 etwas angestiegen und lag im Juli bei 5,5%. Der Dreimonatsdurchschnitt der Wachstumsraten lag in der Periode Mai bis Juli 2004 bei 5,2%. Weiterhin dürfte eine Umschichtung der Portfolios in längerfristige und risikoreichere Anlageformen im Gange sein. Darauf deuten die anhaltend schwachen Wachstumsraten der sonstigen kurzfristigen Einlagen und der marktfähigen Finanzierungsinstrumente hin. Zuletzt kam es bei den täglich fälligen Einlagen zu höheren Wachstumsraten. Die hohen Zuwachsraten bei Bargeld und den täglich fälligen Einlagen weisen weiterhin auf eine starke Nachfrage nach sehr liquiden Mitteln hin, was vor allem auf das niedrige Zinsniveau zurückgeführt werden kann.

2.5 Wechselkurs schwankt zwischen 1,20 und 1,24 USD/EUR

Seit dem am 17. Februar 2004 erreichten Höchststand von 1,29 hat der Wechselkurs des Euro gegenüber dem US-Dollar keine vergleichbaren Spitzen mehr erreicht. Seit Ende Mai hält sich der Wechselkurs in einer Bandbreite von 1,20 bis 1,24 USD/EUR. Innerhalb dieser engen Bandbreite kam es zu relativ starken Schwankungen, die unter anderem auf neue Daten zur US-Konjunktur, insbesondere zum unerwartet hohen amerikanischen Leistungsbilanzdefizit zurückzuführen waren. Neben den Datenveröffentlichungen spielten auch kurzfristige spekulative Käufe und Verkäufe eine Rolle. Während der Wechselkurs des Euro gegenüber dem US-Dollar in den Monaten Mai bis Juli 2004 gegenüber den gleichen drei Monaten des Vorjahres um durchschnittlich 5,3% gestiegen ist, betrug der Anstieg des nominell-effektiven Euro-Wechselkurses im gleichen Zeitraum nur 1,2%.

Die langfristigen Zinsen im Euroraum haben sich zuletzt wieder zurückgebildet und lagen Ende August 2004 bei 4,2% und damit in der Nähe des Niveaus zu Jahresanfang. Damit hat sich der starke Anstieg von März bis Mai nicht fortgesetzt. Das Zinsdifferenzial zugunsten des US-Dollar, das sich in diesem Zeitraum aufgetan

hat, hat sich wieder deutlich verengt. Die Rückgänge der langfristigen Zinsen dürften zum Gutteil auf den höheren Erdölpreis zurückzuführen sein, der über verschlechterte Wachstumsaussichten sowie erhöhte Unsicherheit zu einer stärkeren Nachfrage nach Anleihen geführt hat. Zugleich haben sich die anhand von Umfragen ermittelten langfristigen Inflationserwartungen kaum geändert. Ebenfalls eine unterstützende Funktion für die Anleihemärkte haben die geopolitischen Unsicherheiten, die Investitionen in gesicherten Bereichen attraktiv machen.

Die Börsenkurse haben sich seit Jahresanfang mit leicht abwärts gerichteter Tendenz seitwärts bewegt. Kursbelastend haben sich erfolgte und erwartete Zinsanhebungen, der Erdölpreisanstieg sowie die geopolitischen Unsicherheiten ausgewirkt. Diese Faktoren dürften die insgesamt positiven Unternehmensnachrichten überlagert haben.

2.6 Optimismus für die konjunkturelle Entwicklung wächst

Die kurzfristige Wirtschaftsprognose der Europäischen Kommission erwartet für die beiden letzten Quartale 2004 jeweils Quartalswachstumsraten zwischen 0,3% und 0,7%. Der Ausblick für die kommenden Monate ist damit noch eher verhalten. Die positiven Triebkräfte wie das kräftige Wachstum des außenwirtschaftlichen Umfelds sowie die günstigen Finanzierungsbedingungen werden durch die verzögerten Effekte der Euro-Aufwertung und den Anstieg der Rohölpreise gebremst.

Erstmals hat die EZB die halbjährlich (Sommer und Winter) von ihren Wirtschaftsexperten erstellte Projektionen auch der Öffentlichkeit be-

kannt gegeben. Diese Projektionen sind als Ergänzung zu jenen zu sehen, die jeweils in den dazwischen liegenden Quartalen in Kooperation von den Ökonomen der EZB und der nationalen Notenbanken des Eurosystems erstellt werden. Die Projektionen werden in Form von Bandbreiten veröffentlicht, um der Unsicherheit Rechnung zu tragen, mit der jede Prognose behaftet ist.

Die Anfang September veröffentlichten EZB-Projektionen zeichnen im Vergleich zu den im Juni erstellten Projektionen des Eurosystems ein etwas optimistischeres Bild bezüglich des erwarteten Wirtschaftswachstums. Demnach sollte das reale BIP im Jahr 2004 um 1,6% bis 2,2% wachsen und im Jahr 2005 um 1,8% bis 2,8% anziehen. Dabei sollte das robuste Exportwachstum zunehmend auch auf die Inlandsnachfrage übergreifen und damit die Dynamik im Investitions- und Konsumwachstum beflügeln. Die Arbeitslosenquote sollte im Jahr 2005 zu sinken beginnen. Die Prognosen zur Preisentwicklung fallen hingegen in einem Umfeld gestiegener Rohölpreise etwas höher aus als noch in den Juni-Projektionen. Die Experten der EZB rechnen nun für das Jahr 2004 mit einem Anstieg des HVPI in einem Bereich von 2,1% bis 2,3%, wobei die Energiepreise einen deutlichen Inflationsbeitrag liefern. Im Jahr 2005 sollten ein verhaltener inländischer Kostendruck sowie dank verzögerter Effekte der Euro-Aufwertung limitierte Importpreisanstiege ein günstigeres Umfeld für die Preisstabilität bieten. Die Erwartung eines moderaten Lohnwachstums und eines dynamischen Produktivitätsanstiegs wirken dabei unterstützend. Die Inflationsrate könnte demnach im Jahr 2005 bei 1,3% bis 2,3% liegen.

3 Wirtschaftliche Entwicklung in Zentral- und Osteuropa: Bulgarien, Kroatien und Rumänien stärker im Blickpunkt

3.1 Wachstum des Privatkonsums nähert sich langfristigem Pfad an

Das Wirtschaftswachstum in den zentraleuropäischen neuen EU-Mitgliedstaaten (Polen, Slowenien, Slowakei, Tschechische Republik und Ungarn)

lag im ersten Quartal 2004 zwischen 3,1% in der Tschechischen Republik und 6,9% in Polen, jeweils im Jahresabstand. In diesem Zeitraum sind die Beitrittsländer¹ Bulgarien, Kroatien und Rumänien ebenfalls innerhalb dieser Bandbreite gewachsen. Das Wirtschaftswachstum in den fünf neuen EU-Mitgliedstaaten fiel im letzten Jahr allerdings geringer aus als in den derzeitigen Beitrittsländern.

Tabelle 1

Reales BIP-Wachstum in Osteuropa							
	1999	2000	2001	2002	2003	Q4 2003	Q1 2004
<i>Jährliche Veränderung in Prozent</i>							
Polen	4,0	4,0	1,0	1,4	3,8	4,7	6,9
Slowenien	5,6	3,9	2,7	3,4	2,3	2,5	3,7
Slowakei	1,5	2,0	3,8	4,4	4,2	4,7	5,5
Tschechische Republik	0,5	3,2	2,6	1,5	3,1	3,3	3,1
Ungarn	4,2	5,2	3,8	3,5	2,9	3,6	4,2
Bulgarien	2,4	5,4	4,1	4,9	4,3	4,9	5,3
Kroatien	-0,9	2,9	4,4	5,2	4,3	3,3	4,2
Rumänien	-1,2	2,1	5,7	5,0	4,9	4,6	6,1

Quelle: Eurostat, Nationales Statistisches Amt, wiiv.

Im Folgenden wird auf die nachfrageseitige Wachstumsdynamik in den neuen EU-Mitgliedstaaten eingegangen. Interessanterweise konnten ähnliche Muster beobachtet werden.

Im Vergleich zu vorherigen Perioden fand im ersten Quartal 2004 eine Anpassung des *privaten Konsumwachstums* zum langfristigen Wachstumspfad statt. In der Tschechischen Republik und in Ungarn haben sich die recht hohen Wachstumsraten reduziert, teilweise Ergebnis fiskalpolitischer Konsolidierungen. Ausgehend von relativ niedrigen Werten beschleunigte sich die Wachstumsrate des privaten Konsums in Polen und in Slowenien. In der Slowakei war das Konsumwachstum im letzten Jahr

sogar negativ, hat aber nun wieder ein moderates Niveau erreicht.

Im ersten Quartal 2004 zog das Wachstum der *Bruttoanlageinvestitionen* an oder erholte sich in den Ländern mit rückläufiger Investitionstätigkeit, d. h. in der Slowakei und in Polen. In den beiden letztgenannten Ländern blieb das Wachstumsniveau allerdings noch vergleichsweise gering. Grundsätzlich wurde die Investitionsgüternachfrage durch die dynamische Entwicklung der Exporte sowie durch eine verbesserte Ertragslage im Industriesektor (bedingt durch gesunkene Lohnstückkosten oder einen Anstieg der Lohnstückkosten unterhalb der Erzeugerpreis-inflation) unterstützt.

¹ In diesem Beitrag wird die Bezeichnung „Beitrittsland“ nicht ausschließlich für Bulgarien und Rumänien verwendet, sondern auch für Kroatien, da die uneingeschränkte Entscheidung, Beitrittsverhandlungen mit diesem Land aufzunehmen, bereits im Juni 2004 vom Europäischen Rat beschlossen wurde. Formell wurden allerdings noch keine Verhandlungen mit Kroatien aufgenommen.

Die Entwicklung des privaten Konsums und der Anlageinvestitionen führte zusammengenommen zu einem Anstieg des Wachstumsbeitrags der gesamten inländischen Nachfrage, wobei Ungarn eine Ausnahme bildete. Hier wurde der Rückgang des Konsums nicht vollständig durch die gestiegenen Investitionen kompensiert.

Das *reale Exportwachstum* stieg in fast allen Ländern. Polen und die Slowakei mussten jedoch einen leichten Rückgang bei den sehr hohen Wachstumsraten erfahren. Hohes bzw. höheres Exportwachstum sowie das beträchtliche Gewicht der Exporte am gesamten realen BIP (von 63% in Slowenien bis zu 93% in der Tschechischen Republik) führten zu einem höheren Beitrag der Exporte zum BIP-Wachstum im Vergleich zum Wachstumsbeitrag der gesamten inländischen Nachfrage. Nur in Polen war die Situation anders. Hier beträgt der Exportanteil aufgrund der Größe des Landes nur 32%.

Die wirtschaftliche Entwicklung der neuen EU-Mitgliedstaaten im ersten Quartal 2004 weist aber nicht nur Gemeinsamkeiten auf. Das *Importwachstum* und somit auch der Beitrag der *Nettoexporte* zum BIP-Wachstum entwickelten sich durchaus unterschiedlich. Die höhere inländische Nachfrage und das höhere Exportwachstum führten in der Tschechischen Republik und in Slowenien zu einem so starken Anstieg des Importwachstums, dass der Wachstumsbeitrag der Nettoexporte negativ blieb. Indes spiegelte sich in den beiden Ländern die Verschlechterung der realen Nettoexporte nicht in der Zahlungsbilanz wider, die sich sogar verbesserte und mit einem leichten Überschuss abschloss. Aufgrund des höheren Exportwachstums kam es in Ungarn ebenfalls zu einem Anstieg

des Importwachstums. Der Wachstumsbeitrag der Nettoexporte lag nahe null. Trotz des stärkeren Wachstums der inländischen Nachfrage führte in der Slowakei und in Polen das geringere Exportwachstum zu einer Dämpfung des Importwachstums, sodass der Wachstumsbeitrag der Nettoexporte positiv blieb. Darüber hinaus schlug sich diese Entwicklung in einer verbesserten Zahlungsbilanz nieder.

Auf den ersten Blick wies das Wachstum in Bulgarien ähnliche Entwicklungsmuster auf wie in der Tschechischen Republik: Die korrektive Verlangsamung des Konsumwachstums wurde vom Investitionswachstum mehr als überkompensiert. Der daraus resultierende Anstieg der inländischen Nachfrage führte zu höherem Importwachstum sowie zu einer Verschlechterung der Nettoexporte. Diese Entwicklung war jedoch in dem südosteuropäischen Land mit einer boomenden Investitionsnachfrage (gestützt auf eine verbesserte Ertragskraft der Unternehmen und eine stark gestiegene Kreditnachfrage) sowie einem stark negativen Nettoexportbeitrag weitaus stärker ausgeprägt. Dies führte zu einer weiteren Verschlechterung der Güter- und Dienstleistungsbilanz. Die wirtschaftliche Wachstumsdynamik hat sich in Kroatien und Rumänien stark von den zentraleuropäischen neuen EU-Mitgliedstaaten unterschieden. In Rumänien stieg die inländische Nachfrage nicht an, da das verlangsamte Bruttoanlageinvestitions-Wachstum den weiteren Anstieg des Konsumwachstums überkompensierte. Parallel dazu nahm das Exportwachstum ab. Diese Kombination einer schwächeren oder konstanten inländischen Nachfrage mit einem geringeren Exportwachstum ließ das Import-

wachstum schrumpfen. Die Abwärtsbewegung reichte jedoch nicht aus, um eine weitere Verschlechterung der Nettoexporte, die sich im höheren Defizit der Güter- und Dienstleistungsbilanz zeigte, zu verhindern. Die kroatische Wirtschaft wuchs im ersten Quartal 2004 weiterhin stark. Im Vergleich zum letzten Jahr verringerte sich das Wachstum der Bruttoanlageinvestitionen zwar deutlich, der Wachstumsbeitrag fiel allerdings ähnlich hoch aus wie der des privaten Konsums. Demgegenüber lieferten die Nettoexporte einen negativen Wachstumsbeitrag von etwa einem Prozentpunkt.

3.2 Uneinheitliche Preisentwicklungen

Die Preise entwickelten sich in den betrachteten zentral- und osteuropäischen Ländern recht uneinheitlich.

In den zentraleuropäischen neuen Mitgliedstaaten lagen die Inflationsraten (Veränderung der Konsumentenpreise im zweiten Quartal 2004, im Jahresabstand) zwischen 2,5% (Tschechischen Republik) und 8,0% (Slowakei). In den derzeitigen Beitrittsländern bildete Rumänien mit einer Inflationsrate (im ersten Quartal 2004) von 13,6% das Schlusslicht (Kroatien: 1,9%; Bulgarien: 6,4%).

In der Tschechischen Republik, in Ungarn und Polen nahm die jährliche Inflationsrate gegenüber der durchschnittlichen Jahresinflation im ersten und zweiten Quartal 2003 zu. Neben gestiegenen Energiepreisen waren Erhöhungen indirekter Steuern (die im Zusammenhang mit dem EU-Beitritt stehen) und gestiegene Lebensmittelpreise, die ebenfalls teilweise mit dem EU-Beitritt zusammenhängen, hierfür die wichtigsten Ursachen.

Tabelle 2

Inflationsentwicklung in Osteuropa:

Jährliche Veränderung des Verbraucherpreisindex (HVPI)

	2000	2001	2002	2003	Q4 2003	Q1 2004	Q2 2004
<i>Jährliche Veränderung in Prozent</i>							
Polen	10,1	5,3	1,9	0,7	1,4	1,8	3,4
Slowenien	8,9	8,6	7,5	5,7	5,0	3,7	3,8
Slowakei	12,2	7,2	3,5	8,5	9,4	8,2	8,0
Tschechische Republik	3,9	4,5	1,4	-0,1	0,8	2,0	2,5
Ungarn	10,0	9,1	5,2	4,7	5,4	6,8	7,4
Bulgarien	10,3	7,4	5,8	2,3	4,7	6,4	6,7
Kroatien ¹	6,4	5,0	1,7	1,8	1,8	1,9	x
Rumänien ¹	45,7	34,5	22,5	15,3	14,8	13,6	x

Quelle: Eurostat, Nationales Statistisches Amt, wiw.
¹ VPI.

Im Gegensatz dazu nahm die Inflation in der Slowakei ab. Hier hat die relativ geringe Kerninflationsrate (unter 3,0%) die Teuerungsrate nach unten gezogen, die durch Erhöhungen administrativer Preise sowie durch Steuerveränderungen verzerrt wird. Grund für den Inflationsrückgang in Slowenien war die geringere Erhöhung der Lohnstückkosten, was auf die graduelle De-Indexierung der

Wirtschaft zurückgeführt werden kann. In Rumänien kann eine kontinuierliche Reduktion der Inflationsrate beobachtet werden, während der Preisanstieg in Bulgarien in diesem Jahr deutlich zunahm. Hierfür waren Steuerveränderungen, die starke Ausweitung der Kreditvergabe sowie steigende Lebensmittelpreise (aufgrund der Dürre im Jahr 2003) hauptverantwortlich.

3.3 Teilweise bessere Rating-Einstufungen für langfristige Fremdwährungsverbindlichkeiten

In der analysierten Ländergruppe erhält Slowenien sowohl von Moody's als auch von Standard & Poor's das höchste Rating für langfristige Fremdwährungsverbindlichkeiten. Moody's nahm in den letzten zehn Monaten keine Veränderungen bei der Beurtei-

lung dieser Länder vor. In diesem Jahr stufte Standard & Poor's demgegenüber mehrere Länder hoch (Bulgarien, Slowenien und die Slowakei). Die Hochstufungen reflektieren die verbesserte wirtschaftliche Lage sowie eine vorsichtigeren Fiskalpolitik und, im Fall Bulgariens, die Aussicht der EU-Mitgliedschaft im Jahr 2007.

Tabelle 3

Rating für langfristige Fremdwährungsverbindlichkeiten¹

Währung	Moody's			Standard & Poor's		
	altes Rating	letzte Änderung	aktuelles Rating	altes Rating	letzte Änderung	aktuelles Rating
PLN	Baa1	12.11.02	A2	BBB	15.05.00	BBB+
SIT	A2	12.11.02	Aa3	A+	13.05.04	AA-
SKK	Baa3	12.11.02	A3	BBB	02.03.04	BBB+
CZK	Baa1	12.11.02	A1	A	05.11.98	A-
HUF	A3	12.11.02	A1	BBB+	19.12.00	A-
BGN	B1	05.06.03	Ba2	BB+	24.06.04	BBB-
HRK		27.01.97	Baa3		17.01.97	BBB-
ROL	B2	17.06.02	Ba3	BB-	17.09.03	BB

Quelle: Bloomberg.

¹ Nach Redaktionsschluss für diesen Bericht erhöhte Standard & Poor's in Rumänien das Rating für langfristige Fremdwährungsverbindlichkeiten von BB auf BB+.

Wirtschaftsprognosen für zentral- und osteuropäische Länder

Die OeNB erstellt halbjährlich Prognosen zur wirtschaftlichen Entwicklung in Polen, der Tschechischen Republik und Ungarn sowie in Russland. Die genannten drei neuen EU-Mitgliedstaaten stellen zusammen mehr als drei Viertel des Bruttoinlandsprodukts der zehn neuen EU-Mitgliedstaaten und sind daher repräsentativ für die Entwicklung dieses Teils der Europäischen Union.²

Während des Einbruchs des BIP-Wachstums im Euroraum in den vergangenen Jahren hatte der private Konsum in allen drei neuen EU-Mitgliedstaaten eine Wachstumssäule gebildet, wodurch die BIP-Wachstumsraten teilweise deutlich über jener des Euroraums zu liegen kamen. Zusätzlich wird nun die aktuelle Konjunkturerholung im Euroraum das Exportwachstum in der Tschechischen Republik und in Ungarn stimulieren und jenes in Polen trotz der Wiederaufwertung des Zloty etwa auf dem hohen Niveau des Jahres 2003 halten, das durch die starke korrigierende Abwertung 2002/03 begünstigt wurde. Dementsprechend wird sich gemäß Prognose in Polen, der Tschechischen Republik und Ungarn das BIP-Wachstum in den Jahren 2004 und 2005 beschleunigen und 2006 auf hohem Niveau bleiben.

Auch wenn sich die kurzfristigen (ein- bis zweijährigen) wirtschaftlichen Auswirkungen des EU-Beitritts im Vorhinein kaum genau quantifizieren lassen, so ist davon auszugehen, dass die Integration in den Binnenmarkt sowohl die Exporte als auch die Importe zusätzlich stimuliert. Die Exporte werden auch durch Rückgänge der nominellen Lohnstückkosten in der Industrie unterstützt. Die Bruttoanlageinvestitionen werden sowohl durch die Exporte als auch die direkten Auswirkungen des EU-Beitritts und die positive Gewinnentwicklung in der Industrie sowie die Senkung des Körperschaftsteuersatzes in

² Der Ausgangspunkt zur Erstellung dieser Prognosen, die insbesondere zu Russland in Zusammenarbeit mit der Suomen Pankki, der Zentralbank Finnlands, erfolgt, sind vorläufige globale Wachstumsprojektionen sowie technische Annahmen bezüglich Erdölpreis und Wechselkurs des US-Dollar gegenüber dem Euro, die von der EZB im Zuge der Erstellung der Broad Macroeconomic Projection Exercise für das gesamte Eurosystem vorbereitet werden. Aufgrund der hohen Exportverflechtung der drei neuen EU-Mitgliedstaaten mit dem Euroraum und des Umstands, dass Russland zu den weltweit größten Erdölförderländern zählt, sind diese Annahmen für die vorliegende Prognose zentral.

allen drei Ländern gestärkt. Die hohen bzw. höheren Wachstumsbeiträge der Exporte und Investitionen und – in Polen – auch das etwas höhere Konsumwachstum werden allerdings auch einen Anstieg des Importwachstums bewirken, zusätzlich zu den direkten importseitigen Auswirkungen des EU-Beitritts.

Der private Konsum dürfte heuer in der Tschechischen Republik und Ungarn schwächer wachsen als im Jahr 2003, als er insbesondere in Ungarn sehr stark gestiegen war. Nicht zuletzt wird er durch die mit dem EU-Beitritt in Zusammenhang stehenden Anhebungen von Sätzen indirekter Steuern gedämpft. Auch in Polen wird dadurch heuer die Beschleunigung des Wachstums des privaten Konsums (von einem niedrigeren Niveau ausgehend) in Grenzen gehalten.

Grundsätzlich bietet das für die nächsten Jahre zu erwartende konjunkturelle Umfeld eine günstige Gelegenheit, fiskalische Konsolidierungsmaßnahmen vorzunehmen, obwohl die anstehenden Wahlen (2005 in Polen, 2006 in Ungarn und in der Tschechischen Republik) diese Erwartung auch zunichte machen könnten. Die für Polen prognostizierte moderate Wachstumsabschwächung im Jahr 2006 beruht auf der Annahme größerer fiskalischer Konsolidierungsschritte nach den Wahlen.

Zu den Risiken der Prognose für diese drei neuen EU-Mitgliedstaaten zählen neben einem deutlich schwächeren Wachstum im Euroraum starke Zinsanhebungen der Notenbanken der drei Länder zur Vorbeugung gegen Zweitrundeneffekte der bisher primär angebotsseitig bedingten Inflation (Energiepreise, Nahrungsmittelpreise, Anhebungen der Sätze indirekter Steuern im Zusammenhang mit dem EU-Beitritt). Dies könnte insbesondere das Wachstum der Bruttoanlageinvestitionen beeinträchtigen. Zum Teil ist damit auch das Risiko einer beschleunigten Wechselkursaufwertung verbunden, die die Exportchancen verringern und das Importwachstum antreiben könnte. Diesbezüglich spielt allerdings auch der Wechselkurs des US-Dollar gegenüber dem Euro eine nicht zu unterschätzende Rolle, insbesondere im Fall Polens.

Tabelle 4

Drei neue EU-Mitgliedstaaten und Russland

Prognose des realen BIP vom September 2004

	2001	2002	2003	2004 ¹	2005 ¹	2006 ¹
	<i>Jahresänderung zu konstanten Preisen, in %</i>					
Polen	1,0	1,4	3,8	5,8	5,4	4,1
Tschechische Republik	2,6	1,5	3,1	3,8	3,9	3,9
Ungarn	3,8	3,5	2,9	3,6	3,7	3,8
Russland	5,1	4,7	7,3	6,9	5,9	4,8

Quelle: Eurostat, OeNB, Bank of Finland.

¹ Prognosewerte.

In Russland setzt sich das hohe Wirtschaftswachstum im Jahr 2004 fort, angetrieben von hohen Erdöl- und anderen Rohstoffpreisen. Verantwortlich für das hohe Wachstum sind aber auch eine vorsichtige Geld- und Fiskalpolitik, bisher getätigte Strukturreformen, innenpolitische Stabilität sowie eine allgemein gesteigerte Zuversicht der Wirtschaftsakteure. Unter der Annahme einer leichten Abschwächung des Erdölpreises und einer weiteren realen Aufwertung des Rubels sieht die Prognose für Russland für die Jahre 2004 bis 2006 ein robustes, aber leicht rückläufiges BIP-Wachstum.

Das Wachstum dürfte im Prognosezeitraum unter den Nachfragekomponenten breit abgestützt bleiben. Von Gewinnzunahmen sowie Lohn- und Pensionserhöhungen getragen, sollte der private Konsum sich weiterhin als beständig erweisen. Während die Budgetpolitik – erleichtert durch hohe Einnahmen aus dem Erdölgeschäft – heuer restriktiver gestaltet wurde, ist für das Jahr 2005 eine Verringerung des Budgetüberschusses geplant. Ausgehend von einem niedrigen Niveau ist auch mit weiterhin hohen Zuwachsraten der Bruttoanlageinvestitionen zu rechnen. Nur langsam sinkende Inflationsraten und ein anhaltend nomineller Aufwertungsdruck werden zu einer fortgesetzten realen Aufwertung des Rubels führen. Somit tritt zum Importsog durch das starke Wirtschaftswachstum zunehmend auch eine kostenbedingte Importkonkurrenz, die zwar auch Restrukturierungen beschleunigen dürfte, in einer ersten Phase aber wohl zu einem Rückgang der Nettoexporte führen wird.

In erster Linie stellt der Erdölpreis ein Risiko für die Prognose dar, da dieser aufgrund der zuletzt noch gestiegenen Abhängigkeit der russischen Volkswirtschaft von Energieträgern ein wesentlicher Risikofaktor für das Wachstum bleibt. Ungeachtet der Preisentwicklung könnten jedoch auch Kapazi-

tätseingpässe (etwa bei Erdölrohrleitungen) zu stärker schrumpfenden Nettoexporten führen. Ein weiterer Risikofaktor wäre eine zu rasche reale Aufwertung des Rubels mit negativen Auswirkungen auf die Wettbewerbsfähigkeit industrieller Exporte, zumal der Gewinn an Wettbewerbsfähigkeit durch die scharfe Abwertung im Gefolge der schweren Finanzkrise von 1998 bereits weitgehend aufgebraucht sein dürfte. Weiters könnte ein Andauern bzw. Eskalieren der Yukos-Affäre die Unsicherheit in Bezug auf die Achtung von Eigentumsrechten durch die Behörden verstärken und das Investitionsklima beeinträchtigen. Schließlich haben die Turbulenzen im Sommer 2004 die Fragilität des Bankensektors demonstriert.

4 Österreich: Exportboom bleibt auch weiterhin Rückgrat des Aufschwungs

Die wirtschaftliche Entwicklung in Österreich wurde im ersten Halbjahr 2004 von einem kräftigen Exportwachstum getragen. Die Entwicklung in der zweiten Jahreshälfte wird ebenfalls optimistisch eingeschätzt. Der aktuelle OeNB-Konjunkturindikator prognostiziert für das dritte und vierte Quartal 2004 ein Wachstum des realen BIP von

jeweils 0,5% zum Vorquartal. Für das Gesamtjahr 2004 wird damit ein Wachstum von 1,7% erwartet.

Die erste Jahreshälfte 2004 brachte eine wesentliche Veränderung der Zusammensetzung des BIP-Wachstums. Während das Wachstum im Jahr 2003 von der Inlandsnachfrage – allen voran den überaus dynamischen Investitionen – getragen wurde, waren im ersten Halbjahr 2004 die Exporte die wichtigste Konjunkturstütze.

Tabelle 5

Zusammensetzung des realen BIP-Wachstums in Österreich

	2003	2004Q1	2004Q2	2003	2004Q1	2004Q2
	Veränderung zum Vorjahr (Jahreswerte) bzw. Vorquartal (Quartalswerte) in %			Wachstumsbeiträge zum BIP in Prozentpunkten		
BIP	0,7	0,4	0,9	0,7	0,4	0,9
Privater Konsum	1,4	0,3	0,5	0,8	0,1	0,3
Öffentlicher Konsum	1,1	-0,1	-0,1	0,2	0,0	0,0
Bruttoinvestitionen	5,8	-0,5	-0,8	1,3	-0,1	-0,2
Exporte	1,9	0,6	5,8	x	x	x
Importe	5,0	-0,7	4,0	x	x	x
Nettoexporte	x	x	x	-1,6	0,8	1,1
Statistische Diskrepanz	x	x	x	0,0	-0,4	-0,3

Quelle: Wifo, Eurostat.

Im zweiten Quartal 2004 wuchsen die realen Exporte von Gütern und Dienstleistungen annualisiert um 25% gegenüber dem Vorquartal. Wenn gleich in weiterer Folge nicht mit derartigen Wachstumsraten gerechnet werden kann, so sind die Exporte im Jahr 2004 eindeutig die treibende Kraft. Das Wachstum der Importe wurde im ersten Halbjahr 2004 vorrangig vom Exportwachstum bestimmt. In der zweiten Jahreshälfte sollte die Entwicklung der Importe

stärker von der Binnennachfrage getrieben werden.

Im Jahr 2003 wurde das BIP-Wachstum zu einem Großteil von den Investitionen getragen. Nach zwei Jahren rückläufiger Investitionstätigkeit kam es zu Jahresbeginn 2003 zu einer massiven Beschleunigung. Dies ist vor allem auf den Bedarf an Ersatzinvestitionen zurückzuführen. In der ersten Jahreshälfte 2004 kam es ausgehend von einem hohen Niveau zu einem leichten Rückgang. Dies spie-

gelt aber auch die Tatsache wider, dass der konjunkturelle Aufschwung noch nicht durchgreifend gefestigt ist. Der Exportboom sollte im weiteren Ver-

lauf des Jahres 2004 jedoch auch in den Investitionen seinen Niederschlag finden.

Ergebnisse des OeNB-Konjunkturindikators vom September 2004:

Anhaltend kräftiges Wachstum im zweiten Halbjahr 2004³

Die OeNB geht im Rahmen des OeNB-Konjunkturindikators von einem anhaltend kräftigen Wirtschaftswachstum in der zweiten Jahreshälfte 2004 in Österreich aus. Der OeNB-Konjunkturindikator prognostiziert für das dritte und vierte Quartal 2004 ein Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts in Österreich von jeweils 0,5% (saisonbereinigt, im Vergleich zum Vorquartal). Im Jahresabstand bedeutet dies eine Beschleunigung auf 2,1% bzw. 2,3%. Für das Gesamtjahr 2004 ergibt sich damit ein Wachstum von 1,7%. Gegenüber der OeNB-Frühjahrsprognose bedeutet dies eine Revision um +0,2 Prozentpunkte. Getragen wird das Wachstum in erster Linie von der dynamischen Exportkonjunktur. Im Laufe des zweiten Halbjahres 2004 sollte jedoch auch die Binnennachfrage verstärkt zum Wachstum beitragen.

Tabelle 6

Kurzfristprognose für das reale BIP

für das dritte und vierte Quartal 2004

2002				2003				2004			
Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Veränderung zum Vorjahresquartal in %											
0,5	2,1	1,3	1,5	1,4	0,1	0,6	0,8	0,7	1,8	2,1	2,3
Veränderung zum Vorquartal in %											
0,6	1,0	-0,2	0,0	0,5	-0,2	0,2	0,3	0,4	0,9	0,5	0,5
Veränderung zum Vorjahr in %											
1,3 (1,4) ¹				0,7 (0,7) ¹				1,7			

Quelle: OeNB – Ergebnisse des OeNB-Konjunkturindikators vom September 2004, WIFO.

¹ Wert laut nicht saison- und arbeitstäglich bereinigter Daten.

Der private Konsum zeigt sich angesichts der noch moderaten Entwicklung der Beschäftigung und der Löhne relativ stabil. Eine weitere Beschleunigung des Wachstums in der zweiten Jahreshälfte 2004 erscheint aber wenig wahrscheinlich. Die Entwicklung des öffentlichen Konsums ist von anhaltenden Konsolidierungsbemühungen geprägt. Im ersten Halbjahr 2004 ging der öffentliche Konsum leicht zurück. Für das zweite

Halbjahr ist ebenfalls mit keiner deutlichen Belebung zu rechnen.

Die weitere Entwicklung im Jahr 2005 hängt vor allem von der weiteren internationalen Konjunkturerholung ab. Entscheidend für Österreich ist dabei, ob es den Ländern im Euroraum – allen voran Deutschland – gelingt, das im ersten Halbjahr 2004 überwiegend vom Export getragene Wachstum auf eine breitere Basis zu stellen. Sollte dies nicht eintreten,

³ Der Konjunkturindikator der OeNB wird seit dem ersten Quartal 2003 viermal jährlich veröffentlicht. Gegenstand ist die Prognose des realen BIP-Wachstums für das laufende und das folgende Quartal (jeweils zum Vorquartal, unter Verwendung saisonbereinigter Daten). Die Prognosewerte basieren auf den Ergebnissen zweier ökonomischer Modelle, einem Zustandsraummodell und einem dynamischen Faktormodell. Nähere Informationen zu den verwendeten Modellen sind unter www.oenb.at in der Rubrik Geldpolitik und Volkswirtschaft/Prognosen zu finden. Die nächste Veröffentlichung ist für Jänner 2005 vorgesehen.

ist mit einer Verflachung der Dynamik auch in Österreich zu rechnen. Der Erdölpreis befindet sich zwar derzeit auf einem hohen Niveau; sofern deutliche Preisanstiege ausbleiben, sollte dies den Aufschwung jedoch nicht gefährden. Ein gewisser konjunkturdämpfender Effekt ist aber nicht von der Hand zu weisen.

4.1 Vertrauen festigt sich in Österreich weiter

Während sich die Konjunkturindikatoren für den Euroraum noch uneinheitlich entwickeln, festigte sich in letzter Zeit das Wirtschaftsklima in Österreich. Der von der Europäischen Kommission erhobene Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung befindet sich seit dem Frühjahr 2003 auf einem Aufwärtspfad, unterbrochen nur von einem Rückfall gegen Jahresende 2003.

Die Vertrauensindikatoren lassen vorsichtige Rückschlüsse über die Zusammensetzung des Wachstums in der zweiten Jahreshälfte 2004 zu. Die Exportauftragslage lässt eine weiterhin positive Entwicklung der Ausfuhren erwarten, wenngleich sich Wachstumsraten wie im zweiten Quartal 2004 nur schwer wiederholen lassen werden. Die Kapazitätsauslastung wurde im WIFO-Quartalskonjunkturtest für das dritte Quartal 2004 besser als zuletzt eingeschätzt, was als Indiz für ein Anziehen der Investitionen interpretiert werden kann. Das Vertrauen im Einzelhandel ist nach einer starken Verbesserung im Frühjahr 2004 wieder auf das Niveau vom Jahresbeginn gesunken und lässt somit eine starke Beschleunigung des Konsums als eher unwahrscheinlich erscheinen.

4.2 Lage auf dem Arbeitsmarkt beginnt sich zu bessern

Das Beschäftigungswachstum – obgleich auf niedrigem Niveau – beschleunigt sich zusehends. Die Arbeitslosenquote verharrt zwar noch auf hohem Niveau, seit März 2004 gibt es aber einen kräftigen Anstieg der Anzahl offener Stellen, der auf eine weitere Verbesserung der Beschäftigungslage und einen baldigen Rückgang der Arbeitslosigkeit hinweist.

Die Interpretation der Beschäftigungsstatistik ist im Jahr 2004 aus zwei Gründen besonders schwierig. Erstens nimmt die Zahl der Karenzgeldbezieher immer noch zu, wodurch die Unterscheidung von Register- und Aktivbeschäftigung wichtig ist. Die (ökonomisch relevante) Aktivbeschäftigung liegt in diesem Fall unter der Registerbeschäftigung. Zweitens werden die Teilnehmer an AMS-Schulungen seit Jahresbeginn 2004 nicht mehr in der Beschäftigungsstatistik geführt, wodurch das tatsächliche Beschäftigungswachstum nach unten verzerrt wird. Diese beiden Effekte heben sich im Jahr 2004 annähernd auf. Das Wachstum der Registerbeschäftigung im Zeitraum Jänner bis August 2004 von 0,3% (im Vorjahresvergleich) entspricht daher etwa der Zahl der tatsächlich neu geschaffenen Arbeitsplätze. Innerhalb des Jahres gab es eine Beschleunigung des Wachstums der Registerbeschäftigung von +0,1% im Jänner bis +0,6% im August. Die aggregierte Beschäftigungsentwicklung verdeckt sehr unterschiedliche Trends auf sektoraler Ebene. Die Beschäftigung wird im tertiären Sektor geschaffen, während in der Industrie Arbeitsplätze verloren gehen.

4.3 Erdölpreisanstieg bestimmt Inflationsanstieg

Die Preisentwicklung im Verlauf des Jahres 2004 wurde wesentlich vom Anstieg der Rohölpreise bestimmt. Die Teuerung nahm dabei im Jahresverlauf zu. Die Steigerungsrate des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) erreichte im August 2004 mit 2,2% den bisher höchsten Wert in diesem Jahr. Im Jahr 2003 war das Preisniveau um lediglich 1,3% gestiegen. Die Bedeutung der einzelnen Subkomponenten für die Gesamtinflation hat sich im Jahr 2004 gegenüber 2003 merkbar verändert. Die stärksten Inflationsbeiträge gingen neben der Energie von den Dienstleistungen aus. Seit Jahresbeginn 2004 sorgen Maßnahmen der Bundesregierung wie die Erhöhung der Energiesteuer oder die Einführung der LKW-Maut für zusätzlichen Preisauftrieb.

4.4 Leistungsbilanz 2003 auf Basis von Zahlungsströmen nahezu ausgeglichen

Der kräftige Anstieg der Exporttätigkeit im Lauf des ersten Halbjahres 2004 verbesserte die Waren- und Dienstleistungsbilanz. Auf Basis von Zahlungsströmen lag der Überschuss bei Waren und Dienstleistungszahlungen mit 1,89 Mrd EUR in den ersten sieben Monaten des Jahres 2004 um

0,28 Mrd EUR über der Vergleichsperiode des Jahres 2003. Dies ist zur Gänze auf eine Verringerung des Defizits in der Warenbilanz zurückzuführen. Der Überschuss in der Dienstleistungsbilanz mit der wichtigen Unterkategorie Tourismus verschlechterte sich hingegen minimal. Die höheren Nettozahlungen aus Vermögenseinkommen und Transfers führten insgesamt zu einer Passivierung der Leistungsbilanz. Auf Basis von Zahlungsströmen drehte die Leistungsbilanz von einem Überschuss von 0,02 Mrd EUR in den ersten sieben Monaten des Jahres 2003 in ein Defizit von 0,67 Mrd EUR in der Vergleichsperiode des Jahres 2004. Die Verbesserung in der Warenverkehrsbilanz spiegelt sich auch in den Außenhandelsdaten von Statistik Austria wider. Der Saldo drehte von einem Defizit von 1,4 Mrd EUR im ersten Halbjahr 2003 in einen Überschuss von 0,4 Mrd EUR im Jahr 2004. Der Warenhandel mit den „alten“ Mitgliedstaaten der EU passivierte sich weiter, während der Überschuss mit den zehn neuen Mitgliedstaaten etwa gleich blieb. Markant verbessert hat sich hingegen der Saldo mit Drittländern, der um über 2 Mrd EUR auf 2,6 Mrd EUR gestiegen ist.

Maßnahmen zur Erhöhung der Effizienz des geldpolitischen Handlungsrahmens

Michael Pfeiffer

Die vorliegende Studie zeigt, dass ausgeprägte Zinserwartungen bei entsprechenden Rahmenbedingungen für geldpolitische Transaktionen kurzfristig das Bietungsverhalten der Geschäftspartner massiv beeinflussen können. Damit ist eine unerwünschte Reaktion der kurzfristigen Geldmarktsätze unter erhöhter Volatilität wahrscheinlich.

Aus diesen Gründen hat das Eurosystem im ersten Quartal 2004 Maßnahmen gesetzt, um solchen potenziellen Störungen für die geldpolitische Signalwirkung entgegenzutreten. Die veränderte Konzeption soll einen wichtigen Beitrag zur Effizienzsteigerung des geldpolitischen Handlungsrahmens leisten.

Auf anderem Gebiet, nämlich im Bereich der Regelungen für refinanzierungsfähige Sicherheiten, wurde ein Schritt zur Weiterentwicklung hinsichtlich der Exaktheit und Nachvollziehbarkeit ihrer Bewertung gesetzt bzw. erfolgte eine Präzisierung der Kriterien für bestimmte Bonitätsanforderungen.

1 Einleitung

Die Eckpfeiler des geldpolitischen Instrumentariums des Eurosystems sind Offenmarktgeschäfte und so genannte ständige Fazilitäten. Durch Offenmarktgeschäfte wird die regelmäßige Refinanzierung des Bankensystems durch die Europäische Zentralbank (EZB) gewährleistet, wobei das Schwergewicht bei den kurzfristigen Tendersgeschäften⁴ (Hauptrefinanzierungsgeschäft, HRG) und die Initiierung der Transaktionen immer bei der EZB liegt.

Der Mindestbietungssatz bei den kurzfristigen Tendersgeschäften dient dem Eurosystem als Signalsatz für die Ausrichtung der Geldpolitik. Für den Interbankenmarkt stellt er in der Regel eine wichtige Orientierungsmarke für die Overnight-Zinssätze dar, die sich im Gleichgewicht auch nicht stark davon entfernen.⁵

Im Rahmen der Offenmarktgeschäfte erfolgt nicht nur die regelmäßige Versorgung mit Zentralbankgeld, sondern es wird auch Feinsteuerung betrieben. Damit reagiert die EZB – falls erforderlich – auf Ungleichgewichte auf dem Geldmarkt und trägt auf diese Weise zur Reduktion der Volatilität der kurzfristigen Geldmarktzinsen bei.

Ständige Fazilitäten hingegen können auf Initiative der Banken in Anspruch genommen werden und dienen zur kurzfristigen Aufnahme von Overnight-Krediten (Spitzenrefinanzierungsfazität) oder zur Veranlagung von Überschussgeldern (Einlagefazilität).

Eine wesentliche Rahmenbedingung stellt die Verpflichtung der meisten Banken zur Mindestreserve-Haltung (MR-Haltung) dar. Dieses so genannte MR-Soll wird ermittelt, indem 2% bestimmter Einlagenkategorien auf Konten bei den Zentralbanken zu hinterlegen sind. Die auf diese Weise ermittelten Verpflichtungen sind lediglich im täglichen Durchschnitt über die gesamte MR-Periode zu erfüllen. Die Banken sind damit in der Lage, ihren Liquiditätszu- und -abflüssen in der MR-Gestionierung Rechnung zu tragen und müssen keine täglichen Ausgleichsgeschäfte auf dem Geldmarkt tätigen. Die damit erzielte Transaktionsreduktion führt zu einer Verstetigung der kurzfristigen Geldmarktzinsen.

Wie bereits in den vergangenen Jahren ist die Durchführung der geldpolitischen Beschlüsse der EZB auch im Jahr 2003 relativ reibungslos und

Wissenschaftliche
Begutachtung:
Friedrich Fritzer,
Abteilung für
volkswirtschaftliche
Analysen.

⁴ Bei diesen Transaktionen wird das Zentralbankgeld dem Bankensystem von der EZB in einem vordefinierten Auktionsverfahren zur Verfügung gestellt.

⁵ Diese Grundregel kann bei Vorliegen temporärer Unter-/Überliquiditätssituationen kurzfristig durchbrochen werden.

ohne extreme Störungen vor sich gegangen:

- Die Volatilität der kurzfristigen Geldmarktzinsen gemessen am Verlauf des Euro OverNight Index Average (EONIA), d. h. des Euro-Referenzzinssatzes für unbesicherte Overnight-Gelder auf dem Interbankenmarkt, war im Jahresdurchschnitt gering. Insbesondere war die Differenz zwischen dem Mindestbietungssatz der EZB-Tenderoperationen und dem EONIA zumeist auf niedrigem Niveau stabil. Daraus kann die Schlussfolgerung gezogen werden, dass in den meisten Fällen eine ausgeglichene Liquiditätssituation auf dem Geldmarkt vorherrschte und damit keine nennenswerten Anspannungen auftraten.
- Beide ständigen Fazilitäten, d. h. sowohl die Einlagefazilität als auch die Spitzenrefinanzierungsfazilität, wurden im Durchschnitt nur in geringem Ausmaß in Anspruch genommen. Das ist grundsätzlich dann der Fall, wenn die Liquiditätsversorgung der Banken relativ zu ihren Bedürfnissen adäquat und die Volatilität der Geldmarktzinsen unerheblich ist.

Insgesamt betrachtet hat sich daher auch im Jahr 2003 bestätigt, dass der Handlungsrahmen für geldpolitische Transaktionen im Großen und Ganzen eine stabile Geldversorgung der Banken durch die Zentralbank sichert. Gleichzeitig hat sich die Struktur, insbesondere im Hinblick auf einige wenige durchgeführte Feinststeuerungsoperationen, flexibel genug gezeigt, um auf Sondersituationen rasch und angemessen zu reagieren.

Trotz eines sehr ausgewogenen und stabilen Gesamtbilds gibt es gelegentlich Situationen, in denen tem-

poräre Ungleichgewichte auf dem Geldmarkt zu beobachten sind. Diese können einerseits dadurch hervorgerufen werden, dass sich liquiditätsbestimmende Faktoren (z. B. der Banknotenumlauf oder liquiditätsrelevante Transaktionen des Bundes) unvorhergesehen entwickeln. In der Folge ergibt sich eine kurzfristige Über- oder Unterversorgung des Marktes mit Liquidität und die kurzfristigen Zinsen reagieren entsprechend.

Andererseits ist es aber auch möglich, dass Zinssatzspekulationen zu einem Bietverhalten der Banken führen, das nicht den tatsächlichen Liquiditätserfordernissen entspricht.

Insbesondere in dem bis Februar 2004 gültigen Handlungsrahmen für geldpolitische Transaktionen traten vereinzelt derartige Situationen auf, die in der Folge exemplarisch einer Kurzanalyse unterzogen werden.

Ein weiterer wesentlicher Faktor im geldpolitischen Handlungsrahmen ist die Tatsache, dass Zentralbankliquidität nur gegen ausreichende und adäquate Sicherheiten an die Geschäftspartner vergeben wird. Damit ist es erforderlich, neben genauen Kriterien für die Refinanzierungsfähigkeit dieser Sicherheiten auch Risikokontrollmaßnahmen zu definieren. Diese sollen das Eurosystem vor dem Risiko finanzieller Verluste für den Fall, dass die hereingenommenen Sicherheiten aufgrund des Ausfalls eines Geschäftspartners verwertet werden müssen, schützen. In den vergangenen Jahren wurden diese Maßnahmen zunehmend verfeinert und den Bedürfnissen moderner Finanzmärkte angepasst. Ein weiterer Schritt in diese Richtung wurde mit dem ersten Quartal 2004 wirksam und wird in Kapitel 4 der vorliegenden Studie beschrieben.

2 Temporäre Ungleichgewichte und ihre Ursachen

Vorweg ist zu erwähnen, dass sich die vorliegende Betrachtung primär auf die Phase seit Anwendung der Zinstendermethode bei der Durchführung des HRG bezieht.⁶

Die EZB erhält von jeder nationalen Zentralbank täglich ein detailliertes Datenset über die voraussichtliche Entwicklung der so genannten autonomen Liquiditätsfaktoren, z. B. des Banknotenumlaufs oder der liquiditätsrelevanten Aktivitäten öffentlicher Stellen, bis zum Ende der laufenden MR-Periode. Zusammen mit den jeweiligen aktuellen Reservebeständen der Banken kann die EZB daraus eine Liquiditätsbedarfsrechnung für das gesamte Eurosystem erstellen. Auf Basis dieser Kalkulation errechnet sie die jeweiligen Tenderzuteilungen.

Eine Unterbietungssituation liegt somit dann vor, wenn der erwähnte rechnerische Liquiditätsbedarf den Banken nicht zur Verfügung gestellt werden kann, weil dafür keine ausreichenden Gebote in der Tenderoperation gestellt wurden. Je nach der Höhe des daraus resultierenden Fehlbetrags hat dies entsprechende Reaktionen der Geldmarktzinsen zur Folge.

Exemplarisch können zwei Situationen im März und im Juni 2003 angeführt werden, in denen jeweils eine deutliche Unterbietungssituation vorherrschte. In diesen beiden Fällen stellten die Fehlbeträge für eine reibungslose MR-Erfüllung mit 43 bzw. 20 Mrd EUR eine nennenswerte Größenordnung dar (zum Vergleich:

der Jahresdurchschnitt des MR-Soll betrug 2003 rund 130 Mrd EUR) und verdienen daher eine nähere Betrachtung.

Um diese temporären Ereignisse zu analysieren, ist es zunächst erforderlich, die Wirkungsweise des bisherigen Handlungsrahmens für geldpolitische Transaktionen zu skizzieren. Dabei sind primär zwei Hauptfaktoren herauszuarbeiten:

- 1) Das MR-System mit seiner Erfüllungsperiode zwischen dem 24. des Vormonats und dem 23. des darauf folgenden Monats.
- 2) Die Laufzeit der Hauptrefinanzierungsgeschäfte betrug zwei Wochen.

Besonders der erste Punkt ist im vorliegenden Zusammenhang von Relevanz: Wie bereits erwähnt, erfolgt die Erfüllung der MR-Verpflichtung im täglichen Durchschnitt über die gesamte MR-Periode. Das bedeutet, dass sich die mindestreserverpflichtigen Institute ihr individuelles „Erfüllungsmuster“ gestalten können. Je nach eigener Liquiditätslage, aber auch je nach Einschätzung der Zinsentwicklung auf dem Geldmarkt, wird fallweise eher „Frontloading“ oder eher „Backloading“ betrieben.

Bei einer Frontloading-Strategie liegt der Erfüllungsschwerpunkt (es wird also mehr MR als der erforderliche Durchschnittswert gehalten) in der ersten Hälfte der MR-Periode. Die Gründe dafür können entweder in Liquiditätszuflüssen aus der Geschäftstätigkeit des Instituts zu diesem Zeitpunkt, aber auch in der Erwartung einer Zinssatzerhöhung in der zweiten Hälfte der MR-Periode liegen.

⁶ Insbesondere im Jahr 2000 kam es aufgrund starker Zinssteigerungserwartungen in Verbindung mit dem damals angewendeten Mengentenderverfahren, bei dem es nur einen Fixzinssatz gibt, zu extremen Überbietungssituationen. Das Mengentenderverfahren impliziert einen fixen Zinssatz, d. h. keinerlei Marktrisiko für die bietende Bank. Diesem Umstand wurde letztlich durch die Umstellung auf das Zinstenderverfahren Rechnung getragen.

Umgekehrt erwartet eine Bank, die Backloading betreibt, Zuflüsse in der zweiten Hälfte der MR-Periode oder eine Zinssatzsenkung. Daher hält sie am Anfang der MR-Periode weniger Zentralbankgeld als den geforderten MR-Durchschnittswert, um später entweder mittels der erfolgten Zuflüsse oder – wenn die erwartete Zinssenkung tatsächlich eingetreten ist – durch eine günstigere Aufnahme des Fehlbetrags auf dem Geldmarkt oder bei der EZB die nötige Aufstockung vorzunehmen.

Ein wesentliches Entscheidungskriterium für derartige Strategien liegt für die Marktteilnehmer unter den skizzierten Rahmenbedingungen im Zeitpunkt, wann die EZB grundsätz-

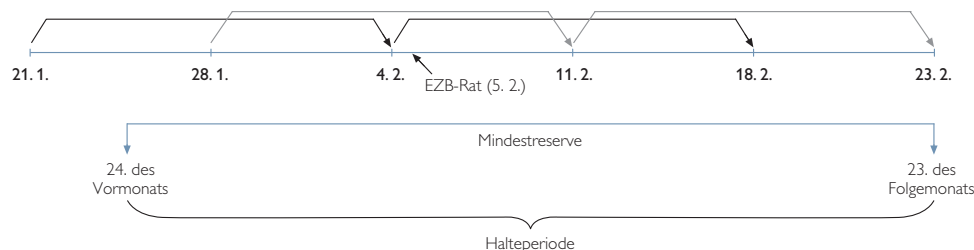
lich Zinsentscheidungen vornimmt. Die dafür nötige Einschätzung der geldpolitischen Ausrichtung mit allfälligen daran geknüpften Zinsbeschlüssen erfolgt durch den EZB-Rat in der Regel bei der ersten Sitzung eines Monats.⁷

Ist diese Regel nunmehr eingebettet in ein MR-Regime mit einer Erfüllungsperiode, die jeweils vom 24. eines Monats bis zum 23. des Folgemonats andauert (d. h. das „alte“ System), ist implizit immer die Möglichkeit gegeben, dass eine Leitzinsänderung innerhalb einer MR-Periode vorgenommen werden kann.

Grafik 1 verdeutlicht diesen Zusammenhang.

Mindestreserve-System alt und EZB-Zinsbeschlüsse

Hauptrefinanzierungsgeschäfte mit 14 Tagen Laufzeit



Quelle: OeNB.

Für den Fall, dass sich die Erwartungshaltung der Marktteilnehmer in Bezug auf eine bevorstehende Leitzinsveränderung verdichtet, sind in diesem Szenario unmittelbare Konsequenzen auf das Bietungsverhalten der Banken bei den Tenderoperationen der EZB sehr wahrscheinlich. Da ein enger Zusammenhang zwischen den oben skizzierten MR-Erfüllungsmustern der Banken und deren Bietungsverhalten vorliegt, kann eine

Abhängigkeit der Gebotssumme (und auch der gebotenen Zinssätze) bei den Tendergeschäften vor allem von zwei Faktoren festgestellt werden: dem Liquiditätsbedarf bzw. der erwarteten Liquiditätsausstattung zu Ende der MR-Periode sowie vom Abstand zwischen den kurzfristigen Geldmarktsätzen und dem Mindestbietsatz der HRGs. Diese Geldmarktquotierungen werden selbstverständlich auch von Erwartungen über die Zins-

⁷ Am 8. November 2001 wurde bekannt gegeben, dass der EZB-Rat die Geldpolitik der EZB in der Regel nur noch in der ersten Sitzung eines Monats erörtert. Der genaue Zeitplan der monatlichen Sitzungen wird von der EZB jeweils zur Jahresmitte für das folgende Jahr veröffentlicht. Falls es erforderlich ist, kann die EZB allerdings von diesem Zeitplan abweichen.

entwicklung in der unmittelbaren Zukunft beeinflusst.

Heterogene Zinssatzgebote der Banken bei HRGs reflektieren u. a. deren unterschiedliche Erwartungen über die Höhe des marginalen Zuteilungssatzes und die Risikobereitschaft der Institute zu Alternativrefinanzierungen auf dem Geldmarkt. Dabei spielen selbstverständlich auch die individuelle Ausstattung mit refinanzierungsfähigen Sicherheiten, die zu erwartende Kreditrisikoprämie und die jeweilige Bilanzstruktur eine Rolle.

Als Referenzwerte auf dem Geldmarkt für die beim Tender gebotenen Zinssätze dienen die kurzfristigen Sätze für unbesicherte Einlagen, in zunehmendem Ausmaß die EONIA-Swapsätze⁸ aufgrund der hervorragenden Liquidität dieses Marktsegments sowie entsprechende Repo-Sätze.

Grundsätzlich reflektieren kurzfristige Geldmarktsätze (z. B. der Taggeldsatz) neben den aktuellen Gleichgewichtszuständen auf dem Geldmarkt immer auch in einem gewissen Ausmaß das erwartete Niveau des HRG-Mindestbietsatzes zu Ende der MR-Periode und die Einschätzung, ob die Liquiditätslage zu diesem Zeitpunkt entspannt oder angespannt sein wird. Werden diese Bedingungen als neutral eingestuft bzw. rechnet der Markt keinesfalls mit einer Leitzinsänderung durch die EZB und besteht weder eine hohe Wahrscheinlichkeit für Anspannung noch für Überliquidität zu Ende der MR-Periode, so wird die Differenz zwischen dem Taggeldsatz und dem Mindestbietsatz der HRGs in der Regel maximal wenige Basispunkte betragen.

Je früher allfällige Ungleichgewichte vom Markt wahrgenommen (bzw. erwartet) werden, desto früher entfernt sich der kurzfristige Geldmarktsatz vom Mindestbietsatz. Diese Amplitude kulminiert normalerweise am Reserveultimo, weil dann die genaueste Einschätzung über die Höhe erforderlicher Ausgleichsbeträge (Aufnahme bzw. Veranlagung von Defiziten/Überschüssen über die ständigen Fazilitäten des Eurosystems) vorliegt.

Aus den skizzierten Einflussfaktoren geht hervor, dass die Erwartung knapp bevorstehender Leitzinsveränderungen durchaus zu einem deutlich modifizierten Bietungsvolumen führen kann. So kann eine ausgeprägte Erwartung steigender Leitzinsen stark ansteigende Gebote bei den HRGs bewirken (dieses Phänomen konnte in den Jahren 1999 bis 2000, wie bereits erwähnt, beobachtet werden). Vice versa ist bei Spekulation auf eine unmittelbar bevorstehende Leitzinssenkung mit einem deutlich niedrigeren Bietinteresse zu rechnen. In diesem Fall kann auch bei der Durchführung von Zinstendern aufgrund der Vorgabe eines Mindestbietsatzes keine ausreichende Anpassung des vorhandenen Bietinteresses über den Preis (nach unten) vorgenommen werden, sondern sie wird über das nachgefragte Volumen erfolgen. Starke Zinssenkungserwartungen führen tendenziell zu einem Abwärtsdruck auf die kurzfristigen Geldmarktzinsen, was temporär auch ein Absinken unter den Mindestbietsatz bewirken kann; dies konnte in der Praxis auch im Umfeld von Unterbietungen beobachtet werden.

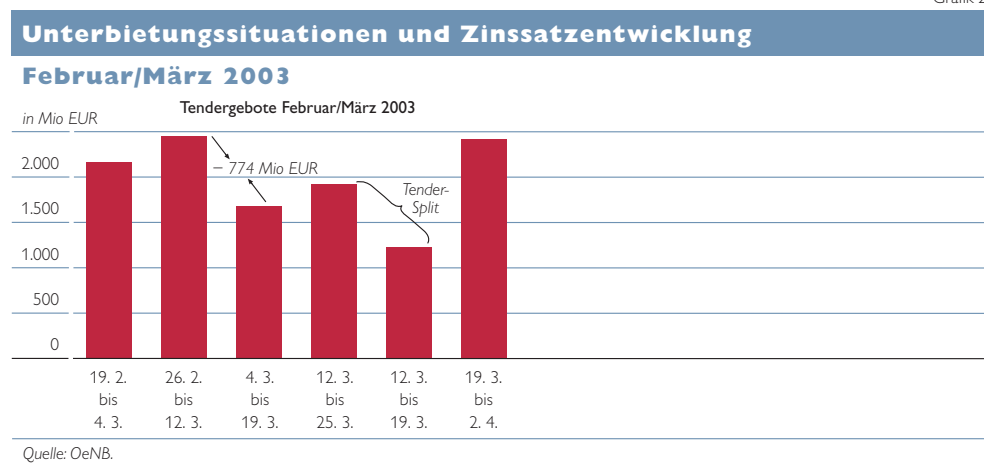
⁸ Bei einem EONIA-Swap wird über eine bestimmte Laufzeit, z. B. eine Woche, ein fixer Terminalsatz gegen den Durchschnitt der EONIA-Sätze über diese Periode getauscht. Nach deren Ablauf wird die Differenz in der Regel ausbezahlt.

Interessant ist allerdings, dass der Geldmarktsatz als unmittelbare Folge einer ausgeprägten Unterbietungssituation auch deutlich über den Mindestbietsatz ansteigen kann, obwohl eine Zinssenkungserwartung auf dem Markt herrschte (Grafik 2).

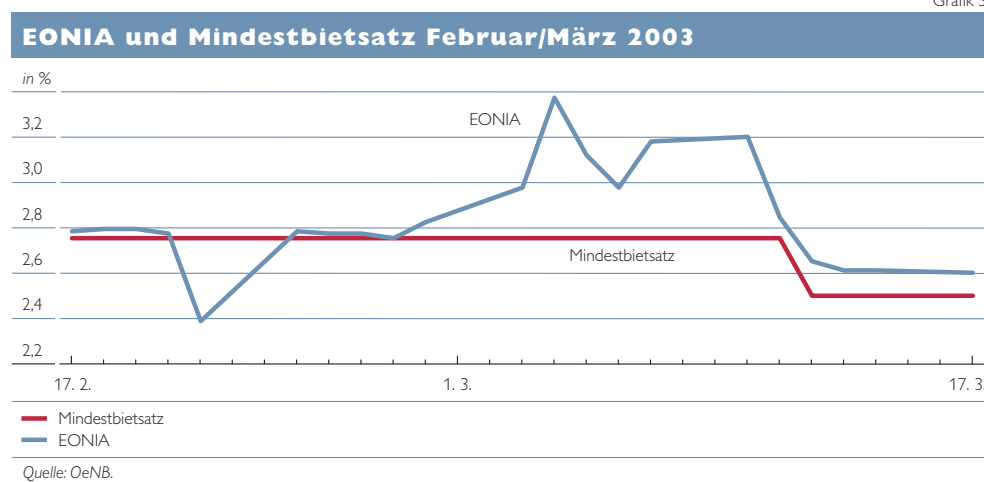
Die Begründung liegt darin, dass ein temporäres Liquiditätsdefizit gemessen an der erforderlichen MR-Erfüllung entsteht, die wiederum eine Zinsreaktion nach oben mit temporärer Erhöhung der Volatilität auslöst.

Dies stellt ein typisches Beispiel für eine Situation dar, die der Markt im zuvor erwähnten Sinn nicht als „liquiditätsneutral“ einstuft und daher entsprechend reagiert. Dabei kann davon ausgegangen werden, dass sich die kurzfristigen Zinsen umso eher bewegen, je höher das kumulierte Liquiditätsdefizit eingeschätzt wird. Derartige Marktreaktionen können die kurzfristigen Zinssätze zwischenzeitlich bis knapp an das Niveau der Spitzenrefinanzierungsfazilität heranführen.

Grafik 2



Grafik 3



Die EZB hat auf derartige Situationen normalerweise mit erhöhten Zuteilungen bei den nachfolgenden Tenderoperationen reagiert. Darüber hinaus wurden gelegentlich auch so

genannte Tender-Split-Operationen eingesetzt. Das bedeutet, dass parallel zum regulären HRG eine zusätzliche Operation mit einer Laufzeit von einer Woche ausgeschrieben wurde,

um die Volumina der ausstehenden Tendergeschäfte wieder zu synchronisieren.

Trotzdem mussten die Banken die Spitzenrefinanzierungsfazilität häufig verstärkt in Anspruch nehmen, da die erhöhte Zuteilungsmenge nicht notwendigerweise den gesamten Fehlbetrag abdeckte.

Zusätzlich zum Faktor Zinserwartungen innerhalb einer MR-Periode war im ausgelaufenen System ein zweiter Aspekt von Relevanz: Aus der zweiwöchigen Laufzeit (bei wöchentlicher Neuausschreibung) des HRG resultierte eine Überlappung zumindest des letzten HRGs einer MR-Erfüllungsperiode mit der nachfolgenden. Dies konnte daher dazu führen, dass Zinsänderungserwartungen für die nächste Erfüllungsperiode bereits in der aktuellen Periode Auswirkungen auf das Bietverhalten nach sich zogen.

Verzerrungen des Bietverhaltens aus spekulativen Gründen und die daraus resultierenden Anspannungen auf dem Geldmarkt mit erhöhten Volatilitätsphasen sind aus Zentralbanksicht unerwünscht, da die HRGs nicht nur für die regelmäßige Versorgung des Marktes mit Zentralbankgeld, sondern auch für die Signalgebung des geldpolitischen Kurses der EZB eine wichtige Rolle spielen.

Im derzeitigen System mit Zinstendern als technische Abwicklungsform ist diese Signalfunktion durch den Mindestbietsatz gegeben (während der Phase, in der die HRGs über Mengentender abgewickelt wurden, war dies der Festzinssatz der Mengentender).

Je höher die Volatilität der kurzfristigen Geldmarktzinsen infolge Erwartungshaltungen der Marktteilnehmer ist, umso mehr gerät die gewünschte Signalwirkung in Gefahr.

3 Maßnahmen zur Verringerung der aufgetretenen Verzerrungen

Um die skizzierten Auswirkungen von Erwartungshaltungen der Geschäftspartner auf den Geldmarkt zu minimieren, beschloss der EZB-Rat bereits zu Beginn des Jahres 2003, folgende Modifikationen des geldpolitischen Handlungsrahmens mit Wirkung vom ersten Quartal 2004 vorzunehmen:⁹

3.1 Mindestreserve

Da – wie bereits dargestellt – ein bedeutender Faktor für die aufgetretenen Ungleichgewichtssituationen in der Ausgestaltung des MR-Erfüllungsrahmens lag, war es nahe liegend, eine Veränderung dieser Rahmenbedingungen vorzunehmen.

Unter dem neuen Regime beginnt die MR-Periode immer am Abwicklungstag des HRG, der auf die Sitzung des EZB-Rats folgt, für welche die monatliche Erörterung der Geldpolitik vorgesehen ist. Im Zuge dieser Neuregelung fallen auch Veränderungen der Zinssätze der ständigen Fazilitäten und der Beginn einer neuen MR-Erfüllungsperiode in der Regel zusammen.

Das bedeutet, dass es keine hinsichtlich Dauer fix definierten MR-Perioden mehr gibt, sondern aufgrund des variablen Elements des Entscheidungstages des EZB-Rats für geldpolitische Veränderungen unter-

⁹ Die eingeleiteten Schritte wurden durch ein am 7. Oktober 2002 vom Eurosystem eingeführtes öffentliches Konsultationsverfahren beeinflusst. Dabei wurden die Meinungen der Marktteilnehmer zu einer Reihe geplanter technischer Maßnahmen eingeholt, die auf eine verbesserte Effizienz des geldpolitischen Handlungsrahmens abzielen.

schiedlich lange Erfüllungszeiträume geschaffen wurden.

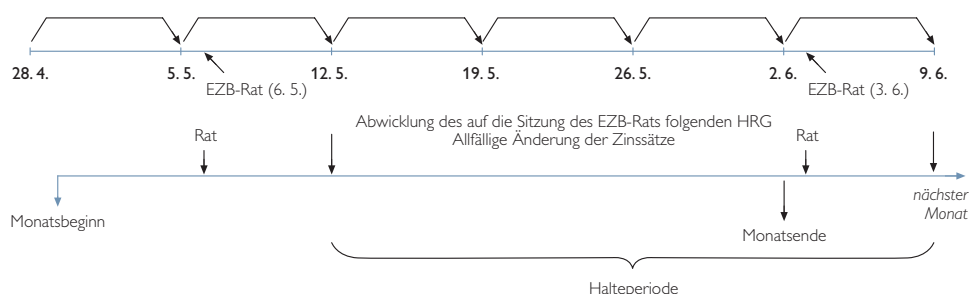
Aus berechnungstechnischer Sicht ist der Umstand wesentlich, dass unter dem neuen System der Zeitraum zwischen dem Termin, zu dem die MR-Basis berechnet wird – d. h. dem letzten Tag eines Monats – und

dem Beginn der MR-Erfüllungsperiode mindestens so lang ist wie im alten System. So wird beispielsweise das MR-Soll eines Kreditinstituts für eine im April beginnende Erfüllungsperiode unter Verwendung der von Ende Februar stammenden Daten zur MR-Basis berechnet.

Grafik 4

Mindestreserve-System neu und EZB-Zinsbeschlüsse

Hauptrefinanzierungsgeschäfte mit einer Woche Laufzeit



Quelle: OeNB.

3.2 Tenderoperationen

Wie erwähnt war auch der Zuteilungsrhythmus der HRGs ein Faktor, der potenziellen Verzerrungen beim Bietverhalten in bestimmten Situationen Vorschub leistete. Durch die wöchentliche Neuausschreibung von Tenderoperationen mit einer Laufzeit von zwei Wochen kam es regelmäßig zu Überlappungen ausständiger Geschäfte, die in nachfolgende MR-Perioden hineinreichten.

Obwohl die Laufzeit von 14 Tagen, den Horizont der Zentralbankgeldversorgung betreffend, als angemessen bezeichnet werden kann, wurde dennoch die Entscheidung getroffen, die Laufzeit und die Neuausschreibung zu synchronisieren: Die Laufzeit der HRGs wurde somit von zwei Wochen auf eine Woche verkürzt.

Eine technische Änderung wurde auch bei den längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (mit einer Laufzeit von drei Monaten) vorgenommen: Sie

werden in der Regel am letzten Mittwoch eines jeden Kalendermonats anstatt – wie unter dem alten System – am ersten Mittwoch jeder MR-Erfüllungsperiode zugeteilt.

3.3 Erwünschter Effekt dieser Maßnahmen

Die Kombination der genannten Modifikationen soll einerseits dazu beitragen, die Erwartungen, dass die Zinsen in der aktuellen Erfüllungsperiode geändert werden, zu beseitigen, da Änderungen der EZB-Leitzinsen im Allgemeinen erst für die kommende MR-Erfüllungsperiode gelten und die Liquiditätsbedingungen nicht mehr von einer MR-Erfüllungsperiode in die nächste hineinreichen. Andererseits wurde durch die Laufzeitverkürzung des HRG die Überlappungsproblematik (ein Refinanzierungsgeschäft in zwei MR-Perioden) beseitigt.

Damit sollten technisch betrachteten Zinssatzspekulationen der beschriebenen Art für die laufende MR-Erfüllung ihre Relevanz verlieren. Die Konsequenz aus dieser Tatsache ist eine Stabilisierung der Bedingungen, unter denen die Gebote bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften abgegeben werden und in der Folge eine Verringerung der Volatilität der kurzfristigen Geldmarktzinsen.

Durch diese Maßnahmen wird darüber hinaus gewährleistet, dass die MR-Erfüllungsperiode immer an einem TARGET-Geschäftstag beginnt und nur äußerst selten an einem TARGET-Feiertag endet.

4 Risikokontrollmaßnahmen

Die Kriterien für den Einsatz refinanzierungsfähiger Sicherheiten leisten einen weiteren wichtigen Beitrag zur reibungslosen Abwicklung geldpolitischer Transaktionen.

Refinanzierungsfähige Sicherheiten werden in so genannte Kategorie-1- und Kategorie-2-Sicherheiten unterteilt.¹⁰ Kategorie-1-Sicherheiten umfassen marktfähige Schuldtitel, die

von der EZB festgelegte einheitliche und im gesamten Euroraum geltende Zulassungskriterien erfüllen. Unter Kategorie-2-Sicherheiten fallen marktfähige und nicht marktfähige Sicherheiten, die für die nationalen Finanzmärkte und Bankensysteme von besonderer Bedeutung sind.

Die jüngsten Änderungen stammen aus dem Bereich der Risikokontrollmaßnahmen.¹¹ Dabei wurden im Wesentlichen folgende Verfeinerungen vorgenommen:

Kategorie-1-Sicherheiten wurden in die nachstehenden vier Liquiditätskategorien eingeteilt, für die jeweils ein spezifischer Sicherheitsabschlag vorzusehen ist.

Bei den für Inverse Floater geltenden Sicherheitsabschlägen muss nicht mehr zwischen Papieren mit Zinsfestlegung im Voraus und solchen mit nachträglicher Zinsfestlegung unterschieden werden. Der Mindestabschlag für Inverse Floater entspricht jenem Abschlag, der bei einer Laufzeit bis zu einem Jahr für die Liquiditätskategorie oder -gruppe angewendet wird, der das Wertpapier zugeordnet ist.

Tabelle 1

Liquiditätskategorien

Kategorie I	Kategorie II	Kategorie III	Kategorie IV
Wertpapiere von Zentralstaaten Von Zentralbanken begebene Schuldverschreibungen	Wertpapiere von Gemeinden und Ländern Jumbo-Pfandbriefe und ähnliche Instrumente Wertpapiere von supranationalen Institutionen Wertpapiere von Institutionen mit öffentlichem Förderauftrag	Traditionelle Pfandbriefe und ähnliche Instrumente Wertpapiere von Kreditinstituten Wertpapiere von Unternehmen	Asset Backed Securities

Quelle: EZB.

¹⁰ Es existiert bereits ein Grundsatzbeschluss des EZB-Rats, die beiden Kategorien zu einem einheitlichen Verzeichnis zusammenzuführen.

¹¹ Detailbestimmungen können den „Allgemeinen Regelungen für die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des Eurosystems“ (EZB, Februar 2004) entnommen werden.

Tabelle 2

Liquiditätskategorien									
Restlaufzeit	Kategorie I		Kategorie II		Kategorie III		Kategorie IV		
	Festverzinslich	Nullkupon	Festverzinslich	Nullkupon	Festverzinslich	Nullkupon	Festverzinslich	Nullkupon	
	Abschläge in %								
0 bis 1 Jahr	0,5	0,5	1,0	1,0	1,5	1,5	2,0	2,0	
1 bis 3 Jahre	1,5	1,5	2,5	2,5	3,0	3,0	3,5	3,5	
3 bis 5 Jahre	2,5	3,0	3,5	4,0	4,5	5,0	5,5	6,0	
5 bis 7 Jahre	3,0	3,5	4,5	5,0	5,5	6,0	6,5	7,0	
7 bis 10 Jahre	4,0	4,5	5,5	6,5	6,5	8,0	8,0	10,0	
über 10 Jahre	5,5	8,5	7,5	12,0	9,0	15,0	12,0	18,0	

Quelle: EZB.

Für Inverse Floater¹² gelten folgende Abschläge:

Tabelle 3

Abschläge für Inverse Floater	
Restlaufzeit	Kupon Inverse Floater Abschläge in %
0 bis 1 Jahr	2
1 bis 3 Jahre	7
3 bis 5 Jahre	10
5 bis 7 Jahre	12
7 bis 10 Jahre	17
über 10 Jahre	25

Quelle: EZB.

Mit der Differenzierung der Sicherheiten nach Liquiditätskategorien wurde dem Umstand Rechnung getragen, dass weniger Liquidität einer Sicherheit in der Regel bedeutet, dass, falls eine Verwertung (Verkauf) erforderlich sein sollte, mit Preisabschlägen bzw. Zeitverzögerungen zu rechnen ist. Somit wird ex ante ein entsprechender – mit zunehmender Restlaufzeit ansteigender (die Laufzeitkategorien wurden gegenüber dem alten Handlungsrahmen etwas verfeinert) – Sicherheitsabschlag vom jeweiligen aktuellen Marktwert der Wertpapiere in Abzug gebracht. Das bedeutet, dass wenig liquide Papiere im Vergleich zu vorher mit deutlich höheren Abschlägen belastet werden.

Die Klassifizierung refinanzierungsfähiger Kategorie-2-Sicherheiten bleibt unberührt; dabei wird zwischen folgenden vier Liquiditätskategorien für refinanzierungsfähige Sicherheiten unterschieden:

1. Marktfähige Schuldtitel mit begrenzter Liquidität.
2. Schuldtitel mit eingeschränkter Liquidität und besonderen Merkmalen.
3. Aktien.
4. Nicht marktfähige Schuldtitel wie Handelswechsel, Bankkredite und hypothekarisch gesicherte Solawechsel.

Für Kategorie-2-Sicherheiten gelten nunmehr Sicherheitsabschläge wie in Tabelle 4 beschrieben.

¹² Bei einem Inverse Floater handelt es sich um ein strukturiertes Wertpapier, bei dem sich der an den Inhaber des Wertpapiers gezahlte Zinssatz invers zu Veränderungen eines bestimmten Referenzzinssatzes bewegt.

Tabelle 4

Sicherheitsabschläge für Kategorie-2-Sicherheiten				
Restlaufzeit	Marktfähige Schuldtitel mit begrenzter Liquidität		Schuldtitel mit eingeschränkter Liquidität und besonderen Merkmalen	
	Festverzinslich	Nullkupon	Festverzinslich	Nullkupon
	Abschläge in %			
0 bis 1 Jahr	2,0	2,0	4,0	4,0
1 bis 3 Jahre	3,5	3,5	8,0	8,0
3 bis 5 Jahre	5,5	6,0	15,0	16,0
5 bis 7 Jahre	6,5	7,0	17,0	18,0
7 bis 10 Jahre	8,0	10,0	22,0	23,0
über 10 Jahre	12,0	18,0	24,0	25,0

Quelle: EZB.

Auf alle refinanzierungsfähigen Aktien ist ein Sicherheitsabschlag in Höhe von 22% anzuwenden.

Für nicht marktfähige Sicherheiten gilt: Bei Handelswechslern mit einer Laufzeit von bis zu sechs Monaten ist ein Sicherheitsabschlag von 4% anzuwenden.

Für Bankkredite mit einer Laufzeit von bis zu sechs Monaten gilt ein Sicherheitsabschlag von 12%. Bei Bankkrediten mit einer Laufzeit zwischen sechs Monaten und zwei Jahren ist ein Sicherheitsabschlag von 22% anzuwenden.

Für hypothekarisch gesicherte Solawechsel beträgt der Sicherheitsabschlag 22%.

Im bisherigen geldpolitischen Handlungsrahmen wurde eine zweifache Absicherung des Eurosystems vorgenommen: einerseits durch die erwähnte Anwendung von Sicherheitsabschlägen beim Preis/Wert von Sicherheiten, andererseits mittels Berechnung von Sicherheitenmargen vom Nominalbetrag der Forderung der EZB an das jeweilige Kreditinstitut aus einer geldpolitischen Operation. In anderen Worten: Erreichte eine Geschäftsbank bei einem Tendergeschäft eine Zuteilung von 100 Mio EUR, so war die Berechnungsbasis

für die Sicherheiten 100 Mio EUR zuzüglich der entsprechenden Sicherheitenmarge (1% bzw. 2% je nach Laufzeit der Operation). Zumindest dieser Wert musste dann mit Sicherheiten unterlegt werden. Deren Belehnungs-(Ankaufs)wert¹³ wiederum wurde durch den aktuellen (Markt)-Wert der entsprechenden Sicherheiten abzüglich der Sicherheitsabschläge ermittelt. Die Begründung für diese doppelte Absicherung lag in der Tatsache, dass zur Zeit der Entwicklung des einheitlichen Handlungsrahmens für geldpolitische Transaktionen im Euroraum nicht in allen teilnehmenden Ländern eine tägliche Neubewertung der Sicherheiten vorgenommen wurde. Damit konnte nicht ausgeschlossen werden, dass eine Hereinnahme auf Basis nicht mehr aktueller Preisnotierungen erfolgte. Um diesem Marktrisiko zu begegnen, wurden die Sicherheitenmargen eingefordert. Da mittlerweile alle Länder des Euro-raums die hereingenommenen Sicherheiten auf taggleicher Basis bewerten, ist die Notwendigkeit, eine Sicherheitenmarge auf den Nominalbetrag aufzuschlagen, weggefallen und die Anwendung wurde daher eingestellt.

Weiters wurden die Schwellenwerte für einen Margenausgleich (der

¹³ Der Rechtstitel der Übertragung von Sicherheiten durch Kreditinstitute an die Zentralbanken des Eurosystems kann entweder in einer Rückkaufsvereinbarung oder einem Pfandkredit bestehen.

Toleranzlevel an Sicherheitenunterschreitung, ab dem von der betroffenen Zentralbank eine Nachforderung an den Geschäftspartner gestellt werden muss) von 1,0% auf 0,5% herabgesetzt und damit an das niedrigste Schutzniveau der neuen Regelung (Sicherheitenmarge = 0% und Bewertungsabschlag = 0,5%) angeglichen.

Um Kohärenz zwischen den neu festgelegten Bewertungsabschlägen für refinanzierungsfähige Kategorie-1- (d. h. marktfähige) und Kategorie-2-Sicherheiten zu gewährleisten, mussten Letztere auch dahin gehend modifiziert werden, dass sowohl dem Wegfall von Sicherheitenmargen als auch den neuen Laufzeitkategorien Rechnung getragen wird.

Mit diesen Veränderungen wurde ein weiterer Schritt zu einer noch exakteren und transparenteren Bewertung der refinanzierungsfähigen Sicherheiten gesetzt.

Erste Vergleichsrechnungen geben für Österreich folgende Indikationen: Der durchschnittliche Bewertungsabschlag für alle in den Pools der österreichischen Geschäftspartner erliegenden Sicherheiten dürfte sich aufgrund der neuen Bestimmungen nur geringfügig erhöht haben. Als Begründung kann angeführt werden, dass deutlich mehr als 50% der Titel (am Kurswert gemessen) entweder in die Liquiditätskategorie 1 fallen oder es sich um zwar weniger liquide, aber variabel verzinsten Papiere handelt, bei denen der niedrigste Abschlag in der jeweiligen Liquiditätskategorie zur Anwendung kommt.

Zusätzlich zu den Bewertungskriterien für refinanzierungsfähige Sicherheiten wurden die Bedingungen weiter spezifiziert, deren Vorliegen für die Akzeptanz einer Garantie erforderlich ist. Unter anderem wird die Beibringung einer Bestätigung

über die Rechtswirksamkeit, Verbindlichkeit und Durchsetzbarkeit der Garantie in bestimmten Fällen eingefordert.

5 Schlussbemerkungen

Es wurde gezeigt, dass ausgeprägte Zinserwartungen bei entsprechender Ausgestaltung des geldpolitischen Handlungsrahmens – im vorliegenden Fall Erwartungen, dass die EZB-Leitzinsen innerhalb der aktuellen MR-Periode geändert werden – kurzfristig das Bietungsverhalten der Geschäftspartner massiv beeinflussen können. Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn die Laufzeit der regelmäßigen Hauptrefinanzierungsgeschäfte der EZB und der Modus für die MR-Erfüllung so ausgestaltet sind, dass ein Hinüberreichen ausständiger Tendergeschäfte in die nächste MR-Periode möglich ist. Auf diese Weise ist eine unerwünschte Reaktion der kurzfristigen Geldmarktsätze – wobei sich auch deren Volatilität beträchtlich erhöhen kann – wahrscheinlich.

Die beschriebenen Maßnahmen wurden primär unter dem Aspekt getroffen, solchen Bewegungen entgegenzutreten. Da sie erst vor kurzer Zeit in Kraft getreten sind, ist eine empirische Evaluation derzeit noch nicht sinnvoll. Jedoch ist die neue Konzeption dazu geeignet, die Effizienz des geldpolitischen Handlungsrahmens, die bereits hohes Niveau erreicht hatte, weiter zu steigern.

Auf einem anderen wichtigen Gebiet, nämlich im Bereich der Regelungen für refinanzierungsfähige Sicherheiten, wurde ein Schritt zur Weiterentwicklung hinsichtlich der Exaktheit und Nachvollziehbarkeit ihrer Bewertung gesetzt bzw. erfolgte eine Präzisierung der Kriterien für bestimmte Bonitätsanforderungen.

Literaturverzeichnis

- EZB. 2001.** Bietverhalten der Geschäftspartner bei den Offenmarktgeschäften des Eurosystems. In: Monatsbericht Oktober. 59–72.
- EZB. 2003.** Änderungen des geldpolitischen Handlungsrahmens des Eurosystems. In: Monatsbericht August. 45–59.
- EZB. 2004.** Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet – Allgemeine Regelungen für die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des Eurosystems. Februar.
- Pressemitteilung der EZB. 2003.** Maßnahmen zur Verbesserung der Effizienz des geldpolitischen Handlungsrahmens. Jänner.
- Pressemitteilung der EZB. 2003.** Änderungen der Regelungen zur Risikokontrolle für refinanzierungsfähige Kategorie-1- und Kategorie-2-Sicherheiten. Juli.
- Pressemitteilung der EZB. 2004.** Umsetzung der Änderungen des geldpolitischen Handlungsrahmens des Eurosystems Anfang 2004. Jänner.

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

Doris Prammer¹

Im Rahmen eines Literaturüberblicks über die Theorie und Empirie nicht-keynesianischer Effekte der Fiskalpolitik geht die vorliegende Studie der Frage nach, ob und wann Budgetkonsolidierungen expansiv wirken. Das Hauptaugenmerk liegt dabei auf der Widersprüchlichkeit der empirischen Aussagen darüber, wie sich Budgetkonsolidierungen auf den privaten Konsum, die Unternehmensinvestitionen, das nationale Sparvolumen und das BIP-Wachstum auswirken.

Mit den gesichteten empirischen Ergebnissen lässt sich eine expansive Wirkung von Budgetkonsolidierungen nicht eindeutig nachweisen. Wenn man einen Schluss ziehen kann, dann am ehesten, dass die Budgetpolitik als Instrument der Konjunkturstabilisierung zuletzt an Effektivität verloren hat.

Der Erfolg der österreichischen Budgetkonsolidierung im Zeitraum 1995–1997, die von der Europäischen Kommission als expansiv eingestuft wurde, ist laut vorliegender Studie maßgeblich auf Einmalmaßnahmen zurückzuführen.

1 Einleitung

Angesichts des geringen nominellen BIP-Wachstums und der hohen Nominalzinsen in den Siebziger- und frühen Achtzigerjahren häuften viele europäische Länder hohe Defizite an, die wiederum die Staatsverschuldung in die Höhe trieben. Mit der steigenden Schuldenlast und der damit einhergehenden steigenden Zinsbelastung konnte die Budgetpolitik immer weniger effektiv zur Konjunkturstabilisierung eingesetzt werden. Um dieser Tendenz entgegenzuwirken, trafen die Regierungen in den späten Achtzigerjahren erste Maßnahmen zur Budgetsanierung. Diese wurden in den Neunzigerjahren dann auf Ebene der EU-Mitgliedstaaten forciert, um die Erfüllung der Maastrichter Fiskalkriterien für die Teilnahme an der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) sicherzustellen. Allerdings ließen die Konsolidierungsbemühungen wieder nach, sobald die Gründungsmitglieder des Euroraums im Jahr 1998 feststanden.

Seit der Jahrtausendwende haben sich die Budgetsalden – bedingt durch die sehr moderaten Wachstumsraten – quer durch Europa weiter verschlechtert. Um auch weiterhin die Fiskalkriterien des Maastricht-Ver-

trags und des Stabilitäts- und Wachstumspakts zu erfüllen und angesichts der impliziten Belastung durch die Bevölkerungsalterung stehen somit viele EU-Mitgliedstaaten wiederum vor der Notwendigkeit, ihre Finanzen zu sanieren. Dies ist nicht zuletzt im Hinblick auf Erweiterungen des Euroraums notwendig, da nachhaltige Staatsfinanzen generell als eine Grundvoraussetzung für geldpolitische Stabilität in der WWU gelten.

Im Allgemeinen stehen Wirtschaftspolitiker einer restriktiven Budgetpolitik eher skeptisch gegenüber, weil Budgetkonsolidierungen nach herkömmlicher keynesianischer Lehrmeinung dämpfend auf den privaten Konsum, das BIP-Wachstum und die Beschäftigungsentwicklung wirken. Vom wissenschaftlichen Standpunkt ist dazu allerdings zu sagen, dass das Ausmaß und auch das Vorzeichen der Wirkung der Budgetpolitik auf die Wirtschaftsentwicklung umstritten sind; manchen Studien zufolge kann eine Budgetkonsolidierung kurzfristig sogar konjunkturbelebend wirken, d. h. „nicht-keynesianische Effekte“ haben.

Die Idee, dass die Fiskalpolitik nicht-keynesianische Effekte haben kann, wurde in Europa erstmals von

*Wissenschaftliche
Begutachtung:
Martin Zagler,
Wirtschaftsuniversität
Wien (Juli 2004).*

¹ Übersetzung aus dem Englischen. Die Autorin dankt Sylvia Kaufmann, Markus Knell, Walpurga Köhler-Töglhofer, Geert Langenus und Sandro Momigliano für Anregungen und Hinweise.

deutschen Politikern und Ökonomen in den Achtzigerjahren lanciert. Die wissenschaftliche Diskussion darüber kam erst Jahre später mit einer viel beachteten Studie von Giavazzi und Pagano (1990) über die Auswirkungen der Budgetpolitik in Dänemark und Irland in den Achtzigerjahren in Gang. Diese Studie zeigt, dass in Dänemark und Irland auf drastische Budgetkürzungen (in konjunkturbereinigter Betrachtungsweise) überdurchschnittlich starke Wachstumsphasen folgten. Seither sind zahlreiche Untersuchungen angestellt worden, um zu ergründen, ob und unter welchen Bedingungen Wachstumsimpulse von Budgetkonsolidierungen ausgehen können.

Die vorliegende Studie bietet einen Literaturüberblick über die Theorie und Empirie der Fiskalpolitik. Das Hauptaugenmerk liegt dabei auf der Widersprüchlichkeit der empirischen Erkenntnisse darüber, wie sich Budgetkonsolidierungen auf den privaten Konsum, die Unternehmensinvestitionen, das nationale Sparvolumen und das BIP-Wachstum auswirken.

Die Studie ist wie folgt strukturiert: Kapitel 2 zeigt die Bandbreite der theoretischen Ansätze zwischen keynesianischer und nicht-keynesianischer Sicht auf. In Kapitel 3 werden empirische Erkenntnisse aus Fallstudien und deskriptiven Statistiken diskutiert und in Kapitel 4 die Ergebnisse empirischer Regressionsanalysen erörtert. Eine Fallstudie für Österreich in Kapitel 5 auf Basis der gesichteten Literatur rundet das Bild ab. Kapitel 6 enthält Schlussbemerkungen.

2 Wirken Budgetkonsolidierungen expansiv oder restriktiv? Einige theoretische Erkenntnisse

2.1 Keynesianische Effekte

Gemäß traditionell keynesianischer Lehrmeinung wirken Budgetkonsolidierungen kurzfristig restriktiv auf die inländische Nachfrage, das BIP-Wachstum und die Beschäftigungsentwicklung, wobei die Gesamtnachfrage über staatliche Ausgabenkürzungen direkt und der private Konsum über die Schmälerung des verfügbaren Einkommens – aufgrund von Steuererhöhungen – indirekt gedämpft werden. Aus keynesianischer Sicht wird der eigentliche Effekt einer Änderung der Budgetparameter durch den Fiskalmultiplikator verstärkt, welcher wiederum mit der marginalen Konsumneigung steigt. Theoretisch ist der Fiskalmultiplikator nach Keynes größer als 1, womit das BIP schon auf geringe Änderungen im Budgetkurs reagiert und die Chancen einer Konjunkturstabilisierung über die Budgetpolitik steigen (wobei sich ausgabenseitige Maßnahmen stärker auf das BIP-Wachstum niederschlagen als einnahmenseitige Maßnahmen).

Die genaue Größe dieses Multiplikators – also wie stark die private Nachfrage durch das Zinsniveau und die Offenheit der Volkswirtschaft gestärkt (Crowding-in-Effekte) bzw. verdrängt wird (Crowding-out-Effekte) – hängt von den Bedingungen auf dem Geldmarkt und dem Wechselkursregime ab. Wenn die Geldnachfrage sehr sensibel auf Zinsänderungen reagiert, haben Änderungen in der Fiskalpolitik relativ starke Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum.

2.2 Ricardianische Effekte

Der laut keynesianischer Lehrmeinung bestehende Einfluss der Fiskalpolitik auf das BIP-Wachstum und seine Komponenten wird von der ricardianischen Äquivalenztheorie infrage gestellt.

Die Äquivalenztheorie geht auf David Ricardo (1820, Nachdruck 1951) zurück und besagt, dass Schuldenfinanzierung heute (unter Berücksichtigung der intertemporalen Budgetbeschränkung) als äquivalent zur Steuerfinanzierung gesehen wird und keinen Einfluss auf die Gesamtnachfrage hat. Robert Barro (1974) griff die Äquivalenztheorie wieder auf, indem er Folgendes postulierte: Rationale Individuen sind sich bewusst, dass eine Regierung, die zusätzliche Ausgaben über eine höhere Neuverschuldung statt über Steuererhöhungen finanziert, zur Aufbringung der Mittel für die Schuldentilgung letztlich nicht auf Steuererhöhungen verzichten kann. Damit bleibt den Steuerzahlern zwar heute vergleichsweise mehr Geld, aber im Hinblick auf diese spätere Belastung werden sie trotzdem nicht mehr konsumieren, sondern mehr sparen. Nach der Äquivalenztheorie von Barro/Ricardo werden Defizite also weder den Konsum steigern noch den gesamtstaatlichen Investitionsrahmen erhöhen, womit bei diesem Modell der Steuermultiplikator gleich null ist.

Die Äquivalenztheorie von Barro/Ricardo ist an sehr strenge Annahmen geknüpft. Ein Abweichen von diesen notwendigen Annahmen – wenn etwa unvollkommene Informationen, Liquiditätsbeschränkungen, verzerrende Steuern sowie nichtaltruistisches Verhalten im Vererbungsfall berücksichtigt werden – reduziert die Wirkungs-

weise der ricardianischen Äquivalenz jedoch maßgeblich. Hervorzuheben ist schließlich, dass sich die ricardianische Äquivalenz empirisch alles andere als eindeutig erweist, was Ricardos Zweifel über die Praxistauglichkeit seiner Äquivalenztheorie bestätigen dürfte.

2.3 Neoklassische Effekte

Die dritte „traditionelle“ Lehrmeinung im Hinblick auf die Erklärung der ökonomischen Effekte der Fiskalpolitik ist das neoklassische Paradigma. Die neoklassische Wirtschaftstheorie geht davon aus, dass die Wirtschaftssubjekte (wie im ricardianischen Modell) vorausschauend und rational handeln und ihr Konsumverhalten über ihren Lebenshorizont (der anders als im ricardianischen Modell aber beschränkt ist) hinweg optimieren. Bei dieser Konstellation kann die defizitbedingte Steuerlast auf die nächsten Generationen übertragen werden, wodurch die Konsumenten von heute im Lauf ihres Lebens mehr konsumieren können. Wird mehr konsumiert, so wird – bei Markträumung – aber zugleich weniger gespart, was wiederum zu Zinsanpassungen führt, damit das Gleichgewicht auf dem Kapitalmarkt wieder hergestellt wird. Damit wirkt sich insbesondere ein permanentes Defizit negativ auf die private Geldvermögensbildung aus, was nach Bernheim (1989) als ökonomisch äußerst bedenklich anzusehen ist. Für Österreich wird der maximale Niveaueffekt der Veränderung des Kapitalstocks auf das BIP – gleichzusetzen einer Einschränkung der Produktionsmöglichkeiten – von Zagler (2002; nach Elmendorf und Mankiw, 1999) mit 2,5% des BIP beziffert.

2.4 Nicht-keynesianische Effekte: Der Einfluss der Erwartungs- bildung

Geht man davon aus, dass eine Änderung der Budgetpolitik eine nachhaltige Kursänderung impliziert, kann sich die Gesamtnachfrage anders entwickeln als nach keynesianischer Meinung zu erwarten. So nähren zum Beispiel Maßnahmen zur Budgetkonsolidierung, die die Staatsquote permanent reduzieren dürften, die Erwartung, dass in weiterer Folge die Steuern gesenkt werden könnten. Bei einer niedrigeren Besteuerung steigt das permanente Einkommen der privaten Haushalte, wodurch wiederum schon heute der Konsum und die Investitionstätigkeit und damit die Gesamtnachfrage steigen dürften, was zu einem höheren BIP-Wachstum und zu Beschäftigungszuwächsen führt. Nachdem derartige Effekte der keynesianischen Lehrmeinung widersprechen, bezeichnet man sie als nicht-keynesianische Effekte.

Diese Vorstellung wurde auch in neoklassische Modelle eingebaut, die von einem unbeschränkten Lebenshorizont der Individuen ausgehen und unterstellen, dass der öffentliche Konsum reine Verschwendung ist. Budgetmaßnahmen zur Reduzierung dieses verschwenderischen öffentlichen Konsums erlauben natürlich Steuerensenkungen, die wiederum den privaten Konsum beleben dürften.

Die neuere Literatur über nicht-keynesianische Effekte beschränkt sich aber nicht darauf, diese Effekte darzustellen, sondern modelliert außerdem nichtlineare Effekte der Fiskalpolitik. Diese Modelle bilden nach, wie fiskalpolitische Effekte je nach Konjunkturlage von keynesianisch auf nicht-keynesianisch drehen bzw. umgekehrt.

2.4.1 Nichtlineare Effekte in keynesianisch konzipierten Modellen

Blanchard (1990) sowie später Sutherland (1997) und Perotti (1999) führten keynesianisch konzipierte Modelle ein, bei denen die Wirkung der Budgetpolitik auf ökonomische Parameter, vor allem auf den privaten Konsum, vom Ausmaß der Staatsverschuldung abhängt: Während die Fiskalpolitik bei moderaten Verschuldungs- und Neuverschuldungsniveaus die üblichen keynesianischen Effekte auf den Konsum zeigt, entwickelt sie nicht-keynesianische Effekte, wenn der Schuldenstand extreme Ausmaße erreicht. In solchen Modellen lässt sich also ein nichtlineares Konsumverhalten erfassen.

Dahinter steckt folgende Idee: Bei einer sehr hohen Schuldenquote wird das Steueraufkommen, das zur Stabilisierung der Staatsschuld erzielt werden muss, derart groß, dass ein signifikanter Wohlfahrtsverlust entsteht. Je höher die zur Konsolidierung erforderliche Steuerquote, desto stärker ist die Belastung für die Gesamtwirtschaft. Kann man annehmen, dass eine Konsolidierung zum richtigen Zeitpunkt verhindert, dass eine starke Steuererhöhung zur Finanzierung des Schuldendienstes notwendig wird, werden die Wohlfahrtsverluste daher geringer ausfallen. Damit steigt das erwartete permanente Einkommen, was sich wiederum positiv auf den Konsum auswirkt – mit anderen Worten, unter diesen Bedingungen kann eine Budgetkonsolidierung wachstumsfördernd wirken. Hingegen ist damit zu rechnen, dass ein expansiver Budgetkurs in Zeiten, in denen die Schuldenlast ohnehin schon sehr hoch ist, zur nachhaltigen Schuldenfinanzierung starke Steuererhöhungen und damit baldige Einkommenseinbußen auslösen wird. In diesem Fall wird

der kleine positive Effekt der Fiskaltransfers auf das Lebenseinkommen durch die Effekte der Steuererhöhung mehr als ausgeglichen – was bedeutet, dass eine expansive Budgetpolitik unter solchen Umständen wachstumsdämpfend sein kann.

Bei dem beschränkten Lebenshorizont der Konsumenten, von dem Blanchard (1990) und Sutherland (1997) ausgehen, rechnen die Konsumenten nicht mit zusätzlichen Belastungen durch ein Konsolidierungspaket, solange die Schuldenquote niedrig bleibt. Da die Last sehr stark verzerrender Steuern kaum auf sie fallen wird, zinsen sie die auf sie zukommenden Steuern stark ab. Damit wiegen die positiven Effekte aus der besseren Tragbarkeit der Staatsfinanzen weniger stark als die negativen Effekte einer Steuererhöhung, sollte es doch dazu kommen. Solange die Schuldenquote niedrig ist, zeigt auch eine expansive Fiskalpolitik die üblichen keynesianischen Effekte auf den Konsum, weil eine Verlagerung der Steuerlast auf die nächste Generation noch immer plausibel erscheint.

Bei Perotti (1999) ergibt sich der nichtlineare Effekt der Fiskalpolitik aus der Koexistenz von Individuen mit und ohne Liquiditätsbeschränkungen. Die Konsumfunktion liquiditätsbeschränkter Konsumenten ist typisch keynesianisch, weil das verfügbare Einkommen in ihrem Fall in jeder Periode zur Gänze aufgebraucht wird. Im Fall rational vorausplanender Konsumenten mit Zugang zu den Kapitalmärkten kann eine geänderte Steuerpolitik aber auch positive Effekte über Wohlfahrtsgewinne haben, die sich mit der Aussicht auf sinkende verzerrende Steuern ergeben. Wenn hingegen die von Ausgabenerhöhungen ausgehenden Wachstumsimpulse die negativen Wohlfahrtseffekte steigen-

der verzerrender Steuern nicht wettmachen können, wird der Konsum sinken, womit die nicht-keynesianischen Effekte aller Wahrscheinlichkeit nach überwiegen. Diese nicht-keynesianischen Effekte sind umso stärker, je höher die Schuldenquote ist, da mit dem Finanzierungsbedarf auch die verzerrenden Steuern steigen.

Bei diesem Modell sind also unter normalen Umständen (bei niedrigen Schuldenquoten) wegen der Reaktionsfunktion liquiditätsbeschränkter Konsumenten ausgabenseitige und einnahmenseitige Schocks typisch keynesianisch mit dem privaten Konsum korreliert. Unter besonderen Umständen kann aber die starke nicht-keynesianische Funktion von Konsumenten ohne Liquiditätsbeschränkungen die keynesianische Reaktionsfunktion überlagern, vorausgesetzt Letztere machen einen genügend großen Teil der Bevölkerung aus. Somit ist die Wirkung eines ausgabenseitigen Schocks auf den Konsum gleich dem gewichteten Effekt auf Konsumenten mit und ohne Liquiditätsbeschränkungen und hängt zusätzlich vom Ausmaß der staatlichen Verschuldung ab.

2.4.2 Nichtlineare Effekte in neoklassisch konzipierten Modellen

Im Gegensatz zu den zuvor beschriebenen Modellen untersuchen Bertola und Drazen (1993) mit einem neoklassischen Modell, inwiefern budgetpolitische Maßnahmen, insbesondere ausgabenseitige Maßnahmen, nichtlineare Effekte haben können. In einem neoklassischen Modell, in dem unterstellt wird, dass die Konsumenten einen unbeschränkten Lebenshorizont haben und der öffentliche Konsum reine Verschwendung ist, erhöht jede staatliche Ausgabenkürzung den privaten Konsum. Weniger Staatsausgaben

bedeuten in diesem Modell die Aussicht auf eine geringere Steuerbelastung in der Zukunft, womit wiederum das verfügbare Lebenseinkommen und der private Konsum steigen. Deswegen ist unter normalen Umständen das Verhältnis zwischen dem Staatskonsum und dem privaten Konsum invers.

Da die Staatsausgaben allerdings tendenziell steigen, müssen bei bestimmten Schwellenwerten Stabilisierungsprogramme durchgezogen werden, damit die Staatsfinanzen tragbar bleiben. Bei einer sehr hohen Staatsquote muss man damit rechnen, dass früher oder später ein Stabilisierungspaket kommt und der Staat seine Ausgaben stark einschränken wird. Gibt der Staat im Zuge der Konsolidierung weniger aus, wird man für die Zukunft auch von niedrigeren Staatsausgaben und geringeren Steuerzahlungen ausgehen. Daher wächst das Vermögen – und in der Folge auch die Konsumtätigkeit – der privaten Haushalte in Erwartung einer Konsolidierung, noch bevor diese umgesetzt wird, d. h. noch während die Staatsquote steigt.

Trotz der neoklassischen Struktur des Modells hat die gerade präsentierte Dynamik bei sehr hohen Staatsausgaben eine keynesianische Implikation – nämlich die Implikation, dass höhere Staatsausgaben belebend auf den privaten Konsum wirken. Somit verflacht in diesem Modell der neoklassische inverse Zusammenhang zwischen privatem und staatlichem Konsum bei steigender Staatsquote und dreht sich kurz vor Konsolidierungsphasen sogar um.

2.5 Nichtlineare Effekte:

Weitere Glaubwürdigkeitseffekte

Durch Zinsänderungen ausgelöste Wohlfahrtseffekte auf die Nachfrage werden unter anderem² von McDermott und Westcott (1996) thematisiert. Ein Land mit einer hohen oder rapide steigenden Schuldenquote könnte in Anbetracht damit zusammenhängender Inflations- oder Ausfallsrisiken einen Zinsaufschlag für seine Schuld zahlen müssen. Wenn ein Konsolidierungspaket die Schuldenquote permanent reduzieren dürfte, dann gewinnt die Tragfähigkeit der Staatsfinanzen an Glaubhaftigkeit. Damit sollten die Inflationserwartungen und die Ausfallprämie sinken, was sich wiederum positiv auf das Zinsniveau auswirken sollte. Das sollte letztlich den Effekt haben, dass der Portfoliowert – das Vermögen – der Konsumenten und daher die Gesamtnachfrage steigen, insbesondere die Nachfrage nach zinssensitiven Komponenten.

Obwohl über diesen Kanal nichtlineare Effekte ausgelöst werden können – bei einer sehr hohen Staatsquote könnte eine expansive Fiskalpolitik zu einem Zinsanstieg (und damit zu Vermögenseinbußen und zu rückläufiger Nachfrage) führen – ist die Wirkungsweise dieses Kanals in besonderer Weise von der Glaubwürdigkeit der Fiskalpolitik abhängig. Bestehen nämlich Zweifel an der Fähigkeit der Regierung, die Staatsschuld signifikant zurückzuführen, wird sich das Zinsniveau aller Wahrscheinlichkeit nach nicht ändern. Auerbach (2002) gibt ferner zu bedenken, dass die theoretische Absicherung für die weit verbreitete Ansicht, die Gesamtnachfrage müsse bei sinkenden Realzinsen

² Alesina und Perotti (1997a), Giavazzi und Pagano (1990, 1996), Perotti (1999), Höppner und Assenmacher-Wesche (2001).

steigen, schwer zu erbringen ist. Mit einem einfachen IS-LM-Modell zeigt er, dass ein Anstieg in der Gesamtnachfrage in der Regel mit Zinserhöhungen einhergeht – sogar, wenn Erwartungseffekte berücksichtigt werden. Allerdings relativiert Auerbach (2002) seine Analyse insofern, als er die einfache IS-LM-Analyse erweitert bzw. angebotsseitige Effekte einbaut, die einen Anstieg der Gesamtnachfrage bei sinkenden Zinsen ergeben können.

2.6 Nichtlineare Effekte:

Die Angebotsseite

Alesina et al. (2002) führen ein angebotsseitiges Modell ein, in dem der Arbeitsmarkt der Haupttransmissionskanal für die Fiskalpolitik ist.³ Bei diesem Modell treiben höhere Staatsausgaben, insbesondere Realloohnerhöhungen für öffentlich Bedienstete, auch die Löhne in der Privatwirtschaft nach oben. Wenn die Gewerkschaften stark genug sind, um ihre Forderungen durchzusetzen, führen Lohnerhöhungen für öffentlich Bedienstete bzw. höhere Steuern auf den Faktor Arbeit zu einem Anstieg der Lohnstückkosten. Die Standardannahmen zum Konnex zwischen dem Grenzerlös des Kapitals und den Reallöhnen zeigen, dass bei Realloohnerhöhungen der Schattenpreis des Kapitals und der Erlös sinken und damit die Investitionstätigkeit abnimmt. Umgekehrt wird mit diesem Modell ebenfalls nachvollziehbar, wieso die privatwirtschaftlichen Investitionen in Zeiten einer restriktiven Budgetpolitik steigen.

Im Gegensatz zu den zuvor dargestellten Nachfragemodellen hängt bei diesem Angebotsmodell die Reaktion auf die Budgetpolitik nicht vom Aus-

gangsniveau der Schuldenquote oder der Staatsquote ab. Die Reaktion hängt vielmehr von der Struktur des Konsolidierungspakets ab, also davon, ob die Konsolidierung durch eine höhere Besteuerung des Faktors Arbeit oder durch Einsparungen bei den Staatsausgaben, vor allem bei den staatlichen Lohnkosten, finanziert wird. Jedenfalls sind die nichtlinearen Effekte im Angebotsmodell von Alesina et al. (2002) nicht auf die Dynamik der Fiskalparameter, sondern ausschließlich auf Veränderungen in der Budgetstruktur zurückzuführen.

2.7 Einige kritische Kommentare zur praktischen Relevanz der Theorie

Wie bereits erwähnt ist die nicht-keynesianische Wirkung von Budgetkonsolidierungen in erster Linie auf folgende Komponenten zurückzuführen:

- a) die Annahme, dass die Wirtschaftssubjekte vollkommen rational agieren,
- b) die Glaubwürdigkeit der Konsolidierungsbemühungen und
- c) die Struktur des Konsolidierungspakets.

In allen vier Modellen, in denen Erwartungshaltungen berücksichtigt werden, wird das private Konsumverhalten durch die Wirkung bestimmt, die die Politik heute auf die Erwartungen darüber hat, wie der Budgetkurs morgen aussehen dürfte. Künftige Änderungen im Kurs sind als Reaktionen auf besondere Umstände zu verstehen (wie etwa eine sehr hohe Staatsverschuldung), und die Auswirkungen einer glaubwürdig geänderten Fiskalpolitik müssen korrekt abschätzbar sein.

Glaubwürdigkeit aufzubauen ist allerdings gerade in der Politik kein

³ Diesem Ansatz gehen auch Alesina und Perotti (1997b) sowie Lane und Perotti (2003) nach.

leichtes Unterfangen, da die politischen Verantwortungsträger oft ein Zeitinkonsistenz-Problem haben. Das heißt, dass eine aus heutiger Sicht optimale Strategie später vielleicht nicht mehr optimal ist und dementsprechend anzupassen ist. So kann es sein, dass ein Konsolidierungsschritt zurückgenommen werden muss, wenn sich die Umfeldbedingungen ändern. Außerdem fühlen sich bei einem Regierungswechsel neu ins Amt kommende Regierungen oft nicht an die Politik des Vorgängers gebunden und machen häufig Entscheidungen zumindest teilweise rückgängig, was natürlich der Glaubwürdigkeit von Konsolidierungen auch nicht gerade zuträglich ist. Wirtschaftssubjekte, die aus Fehlern in der Vergangenheit lernen – eine der wichtigsten Komponenten rationaler Erwartungen – halten Konsolidierungsmaßnahmen vielleicht nicht für glaubwürdig, weil sie die Erfahrung gemacht haben, dass solche Maßnahmen oft zurückgenommen wurden.

3 Empirische Erkenntnisse

Die empirische Literatur zu nicht-keynesianischen Effekten der Fiskalpolitik ist sehr inhomogen, nicht nur im Hinblick auf die Ergebnisse, sondern auch im Hinblick auf die verwendeten Ansätze. Die in der Literatur zu findenden Ansätze lassen sich wie folgt kategorisieren: Fallstudien für einzelne Länder (siehe Abschnitt 3.1) sowie beschreibende Studien über „erfolgreiche Budgetkonsolidierungen“ (siehe Abschnitt 3.2.1) und – darauf aufbauend – Länderquerschnittsanalysen über die Charakteristika expansiv wirkender Budgetkonsolidierungen mit dem Ziel, die Umstände zu identifizieren und zu beschreiben,

die nicht-keynesianische Effekte begünstigen (siehe Abschnitt 3.2.2). Schließlich findet man noch Regressionsanalysen zur ökonometrischen Bestimmung der nichtlinearen Effekte der Fiskalpolitik auf das BIP-Wachstum und die Konsum-, Investitions- und Sparquoten (siehe Kapitel 4).

3.1 Empirische Literatur: Fallstudien

Den Grundstein für die akademische Diskussion über nichtlineare Effekte legten Giavazzi und Pagano mit ihrer Fallstudie über große Budgetkonsolidierungen in Irland und Dänemark in den Achtzigerjahren – laut Giavazzi und Pagano „the two most striking cases of ‘expansionary stabilization’ in Europe“ (1990, non-technical summary). Diese zwei Fälle werden in der Literatur immer wieder zitiert und sind mittlerweile klassische Lehrbuchbeispiele.

3.1.1 Dänemark und Irland

Giavazzi und Pagano (1990)⁴ untersuchen im Detail die Budgetkonsolidierungsphasen 1983–1986 in Dänemark und 1982–1984 sowie 1986–1989 in Irland, in denen das Defizit um jeweils 7% des BIP (zyklisch bereinigt) zurückging. Auf die Konsolidierungsphase folgte in Dänemark eine starke Wachstumsphase, während dies in Irland nur nach dem zweiten Konsolidierungspaket der Fall war. Wie sich zeigt, waren die zwei expansiv wirkenden Konsolidierungspakete jeweils von geld- und wechsellkurspolitischen Maßnahmen flankiert: Der Wechselkurs wurde zunächst drastisch abgewertet und später dann an die D-Mark gebunden, was zu einem starken Rückgang bei den Nominalzinsen und zu einem Inflationsabbau führte. Außerdem wurde der Kapitalverkehr

⁴ Ähnliche Untersuchungen gibt es von Alesina und Perotti (1997a).

stark liberalisiert, und eine zurückhaltende Lohnpolitik wirkte sich günstig auf die Wettbewerbsfähigkeit der beiden Länder aus.

Im Hinblick auf die Struktur der Konsolidierungspakete gibt es jedoch auch Unterschiede zwischen Dänemark und Irland: Während die dänische Regierung in erster Linie auf einseitige Maßnahmen setzte und dabei vor allem die direkten Steuern erhöhte, lag der Schwerpunkt des irischen Konsolidierungspakets auf ausgabenseitigen Maßnahmen, nämlich auf einer Senkung der staatlichen Transfer- und Lohnzahlungen sowie der Investitionen; zugleich verbreiterte Irland die Steuerbasis, während die Grenzsteuersätze für die Einkommensteuer und die Körperschaftsteuer erheblich reduziert wurden.

Da die Ergebnisse der Fallstudie die Existenz nicht-keynesianscher Effekte nur zum Teil belegen, führen die Autoren relativierend an: „part of the expansionary effects of the fiscal contractions analysed here must be attributed to the concomitant monetary disinflation, [...] and the liberalisation of capital flows.“ Sie ziehen aber trotzdem den Schluss, dass „there are cases in which the ‘German view’⁵ has a serious claim to empirical relevance“ (Giavazzi und Pagano, 1990, S. 32).

Die Schlussfolgerungen von Giavazzi und Pagano sind allerdings sehr umstritten, weil die Fiskalpolitik offensichtlich nicht hauptausschlaggebend für den beobachteten BIP-Zuwachs war. Die Hauptkritikpunkte⁶ zusammenfassend schreibt Eichengreen (1998, S. 256): „For Denmark and Ireland in the 1980s, for example, analysts argue that fiscal consolidation

occurred during the period of the soaring US dollar; the favourable competitiveness effects of these countries’ depreciating real exchange rates therefore swamped the negative output effects of the contractionary fiscal impulse. Für Irland fügt Blanchard (2000, S. 337) hinzu: „Productivity was increasing much faster than real wages, reducing the cost of labour for firms. Attracted by tax breaks, low labour costs and an educated labour force, many foreign firms were coming to Ireland to create new plants.“

3.1.2 Sonstige Länder

Alesina und Ardagna (1998) berücksichtigten in ihrer – vorsichtiger konzipierten – Studie über Konsolidierungspakete in zehn Ländern in den Achtziger- und Neunzigerjahren teilweise diese Kritik. Von den zehn untersuchten Fällen wurden nur zwei Budgetkonsolidierungen, nämlich Irland 1987–1989 und Australien 1987, als uneingeschränkt expansiv eingestuft. Gemeinsam sind diesen Konsolidierungsphasen kräftige Abwertungen sowie eine zurückhaltende Lohnpolitik, die sich positiv auf die Wettbewerbsfähigkeit auswirkten.

Interessant ist, dass der viel zitierte Fall Dänemark nicht als uneingeschränkt expansiv eingestuft wurde, weil das BIP zwar in der Konsolidierungsphase zweifelsohne expandierte, die Konjunktur aber gleich danach einbrach.

3.1.3 Interpretation der Ergebnisse

Resümierend kann zu den angeführten Fallstudien gesagt werden, dass fiskalpolitische Effekte offensichtlich kaum isoliert betrachtet werden kön-

⁵ Der so genannte „German view“ steht für die Ansicht, dass außergewöhnliche Budgetkonsolidierungen die Gesamtnachfrage positiv beeinflussen.

⁶ Siehe auch Barry (1991), Barry und Devereux (1995) sowie Andersen und Risager (1988).

nen. Da so viele außergewöhnliche Faktoren zugleich die Konjunktur beeinflussen, ist es schwierig, die fiskalpolitischen Effekte bei einer Ceteris-paribus-Annahme herauszufiltern, denn meistens war eine Änderung des Budgetkurses nur ein Teil des gesamten „Pakets“. Um Giavazzi und Pagano (1990, S. 33) zu zitieren: „This expansionary effect, however, crucially hinged upon the credibility of the fixed parity chosen by the monetary authorities: it is remarkable that in both our cases of ‘expansionary contractions’ the shift in fiscal and exchange rate policy was preceded by a sizeable devaluation.“ Was aus den Fallstudien nicht hervorgeht, ist, ob begleitende Strukturreformen wie Änderungen der Lohn- oder Geldpolitik bewusst vorgenommen wurden, um negative Effekte der Fiskalpolitik abzufedern. Insgesamt sollte man mit generalisierenden Schlussfolgerungen aus den Fallstudien vorsichtig sein, weil sich diese Studien auf bestimmte Länder in ganz bestimmten Situationen beziehen.

3.2 Empirische Literatur: Deskriptive Ergebnisse

Die Erkenntnisse aus den Fallstudien wurden von anderen Autoren aufgegriffen, um systematisch zu ergründen, welche Faktoren für außergewöhnliche Budgetphasen typisch sind und wie sie sich auf die Wirtschaft auswirken.

Die Literatur, die sich mit den Charakteristika „erfolgreicher Fiskal-

politik“ beschäftigt, und die eng damit verwandte Literatur über die „nicht-keynesianischen Effekte“ verbindet die Suche nach fiskalpolitischen Perioden, in denen mit dem Auftreten nicht-keynesianischer Effekte zu rechnen ist. Diese Literatur ist eindeutig von der Theorie inspiriert, dass nicht-keynesianische Effekte nur in „außergewöhnlichen“ Perioden zu beobachten sind, welche in der Regel als Perioden mit starken Veränderungen im konjunkturbereinigten Primärsaldo bzw. Perioden mit hohen und stark steigenden Staatsschulden definiert werden.⁷

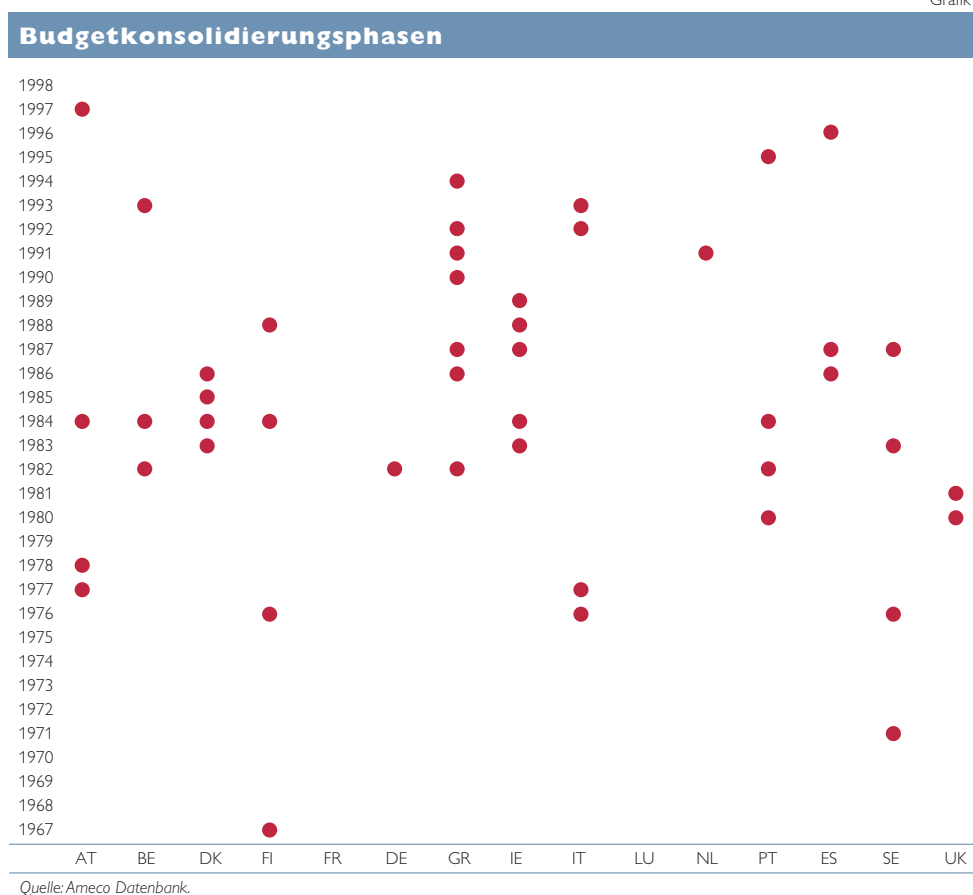
Natürlich variieren die als außergewöhnlich eingestuften Budgetperioden von Studie zu Studie je nach (arbiträr) gewählter Definition beträchtlich. Grafik 1 zeigt all jene Jahre, die in mindestens der Hälfte⁸ aller sieben untersuchten Studien als Budgetkonsolidierungsperioden ausgewiesen wurden, und somit als „robuste Budgetphasen“ anzusehen sind.⁹

Bei näherer Betrachtung der – anscheinend sehr robusten – verbleibenden „außergewöhnlichen“ Episoden zeigen sich weitere Probleme mit den verwendeten Methoden und Daten. Nach Alesina und Ardagna (1998) wäre die in Spanien identifizierte Konsolidierungsperiode 1986–1987 auszuschließen, da in diesem Fall die Verbesserung im Budgetsaldo auf die hohen Wachstumsraten und nicht so sehr auf diskretionäre fiskalpolitische Maßnahmen zurückzuführen ist. Aufgrund methodolo-

⁷ Die Europäische Kommission (2003) definiert Budgetkonsolidierungsperioden als Zeiten, in denen sich der konjunkturbereinigte Primärsaldo um mindestens 2 Prozentpunkte des BIP zum Zeitpunkt t oder um mindestens 1,5 Prozentpunkte in zwei aufeinander folgenden Jahren verbessert.

⁸ Aus diesem Grund sind nicht alle im Text erwähnten Episoden auch in der Grafik zu finden (trifft z. B. auf Österreich und Irland zu).

⁹ Im Rahmen dieser Studie wurden Budgetkonsolidierungsphasen aus folgenden Studien untersucht: Afonso (2001), Alesina und Ardagna (1998), Alesina und Perotti (1995), Alesina und Perotti (1996), Giavazzi et al. (2000), McDermott und Westcott (1996), Zaghini (1999).



gischer Grenzen, die Konjunkturberichtigungen gesetzt sind, waren die Änderungen im Budgetsaldo zum Teil fälschlicherweise diskretionären fiskalpolitischen Maßnahmen zugeschrieben worden.

Allerdings sind die Phasen, die als Phasen mit drastischen Konsolidierungen eingestuft wurden, nicht nur im Licht der verwendeten Definition und der Methoden zur Konjunkturberichtigung zu sehen, sondern auch im Licht besonderer Einflüsse auf die zugrunde liegenden Daten (Stichwort temporäre Maßnahmen). Im Vorfeld der Gründung der Währungsunion machten einige EU-Länder besonders stark von Einmalmaßnahmen Gebrauch, um ihre Budgetsalden zu verbessern. Es ist daher davon auszugehen, dass die in den einzelnen Stu-

dien aufgezeigten Konsolidierungsphasen nicht sehr robust sind, weder im Hinblick auf die verwendeten Definitionen, noch im Hinblick auf die Berücksichtigung externer bzw. exogener Faktoren wie kurzfristiger Maßnahmen.

3.2.1 Fälle erfolgreicher Budgetkonsolidierung

Eine Sparte der Literatur setzt sich eingehender mit dem Begriff der Konsolidierung auseinander und geht der Frage nach, was eine „erfolgreiche Budgetfinanzierung“ ausmacht. Dabei wird als Erfolgskriterium die Verringerung der Schuldenquote um ein bestimmtes Ausmaß während bzw. nach der Umsetzung der Konsolidierungsmaßnahmen angesetzt.

Obwohl eine derartige Fragestellung nicht explizit auf nicht-keynesianische Effekte der Fiskalpolitik abstellt, werden diesbezügliche Studien hier berücksichtigt, weil sie gewissermaßen die Weichen für die deskriptive Literatur über die nicht-keynesianischen Effekte der Fiskalpolitik gestellt haben und weil auf ihrer Basis immer wieder (eigentlich nicht direkt ableitbare) politische Empfehlungen gegeben worden sind.

Alesina und Perotti (1995, 1996, 1997a), McDermott und Westcott (1996), Alesina und Ardagna (1998), Alesina et al. (1998), Giavazzi und Pagano (1990)¹⁰ und Zaghini (1999) unterteilen die Budgetkonsolidierungsphasen in Phasen mit expansiver und restriktiver Wirkung und untersuchen die Asymmetrien zwischen erfolgreichen und erfolglosen Konsolidierungen. Köhler-Töglhofer und Zagler (2004) weisen nach, dass das Konzept, das hinter einem Abbau der Schuldenquote mit Konsolidierungsmaßnahmen steht, gleichzeitig sicherstellt, dass die öffentlichen Finanzen bei einem expansiven Budgetkurs tragbar bleiben.

Das wichtigste Fazit der Studien – und ein Punkt, in dem nahezu völlige Übereinstimmung besteht – ist, dass die Weichen für eine erfolgreiche Budgetkonsolidierung viel eher mit Ausgabenkürzungen als mit Steuererhöhungen gestellt werden. Dabei sind Ausgabenkürzungen vor allem dann sehr effizient, wenn bei den staatlichen Transferzahlungen und den staatlichen Ausgaben für Löhne und Gehälter gespart wird. Hingegen sind überwiegend einnahmenseitige Konsolidierungsmaßnahmen mit einem Schwerpunkt auf Steuererhöhungen – insbesondere bei den direkten

Steuern auf Haushaltseinkommen und bei indirekten Steuern – tendenziell weniger erfolgreich. Es gibt allerdings keinen Konsens darüber, ob der Umfang des Konsolidierungspakets eine Rolle dabei spielt, ob diese Maßnahmen letztlich als erfolgreich einzustufen sind oder nicht.

Im Hinblick auf die Unterschiede bei den makroökonomischen Parametern zwischen erfolgreichen und erfolglosen Konsolidierungsphasen lässt sich von diesen Studien ableiten, dass das BIP in Phasen erfolgreicher Konsolidierung stärker wächst als in Phasen erfolgloser Konsolidierungen. Während und nach erfolgreichen Konsolidierungsphasen boomt die Investitionstätigkeit, steigt der private Konsum und nehmen die Lohnstückkosten ab; außerdem ist eine Verbesserung in der Gewinnlage und in der Handelsbilanz zu beobachten.

Aufgrund der Konjunkturreakibilität der Einnahmen- und Ausgabenpositionen könnten Asymmetrien, die in der Zusammensetzung des Budgetpakets zwischen erfolgreichen und erfolglosen Konsolidierungen beobachtet werden – etwa geringere Transferzahlungen während oder unmittelbar nach erfolgreichen Konsolidierungen – auch auf den jeweiligen Stand im Konjunkturzyklus zurückzuführen sein. Nach Eichengreen (1998, S. 256) gilt: „An alternative interpretation, therefore, is that when there is sustained acceleration in growth for reasons having little to do with fiscal policy much of the induced reduction in the deficit takes the form of a fall in government transfers.“

Alles in allem ist die Literatur über erfolgreiche Konsolidierungen hauptsächlich beschreibender Natur;

¹⁰ Die Ergebnisse beruhen nicht auf vergleichenden Statistiken, sondern auf Regressionen.

im Wesentlichen werden Mittelwerte verglichen, weshalb es – wie McDermott und Westcott (1996, S. 741) aufzeigen – nicht möglich ist, alle möglichen Korrelationen und Kausalitäten zu berücksichtigen: „Given the interactions between economic growth and changes in public debt ratios, it is difficult to distinguish between the contribution of good growth to successful consolidations and the effect of successful consolidations in boosting demand and growth.“

3.2.2 Nicht-keynesianische fiskalpolitische Konsolidierungen

Alesina und Ardagna (1998), Alesina et al. (2002) und die Europäische Kommission (2003) setzen bei den Erkenntnissen der Literatur zu erfolgreichen Konsolidierungen an und untersuchen die Charakteristika expansiv wirkender Budgetkonsolidierungen. Diese Autoren definieren Phasen expansiv wirkender Fiskalpolitik als Phasen, in denen ein BIP-Indikator (entweder das tatsächliche BIP-Wachstum, das Trendwachstum oder das Wachstumsdifferenzial zum durchschnittlichen BIP-Wachstum in den G-7-Staaten) während und nach der Konsolidierung im Durchschnitt höher ist als davor.

Im Gegensatz zur Literatur über erfolgreiche Budgetkonsolidierungen liegt der Schwerpunkt hier auf der Entwicklung des BIP-Wachstums und nicht auf der Dynamik der Schuldenquote. Allerdings zeigt sich, dass die Parameter, von denen abhängt, ob eine Budgetkonsolidierung expansiv wirkt, genau die Parameter sind, die über Erfolg und Misserfolg einer Budgetkonsolidierung entscheiden.

Während Alesina und Ardagna (1998) argumentieren, dass expansiv wirkende Konsolidierungspakete viel größer sind als restriktiv wirkende,

entdeckt die Europäische Kommission (2003) keine derartigen Unterschiede. Hingegen stimmen die Autoren völlig darin überein, dass die Zusammensetzung des Budgetpakets eine Schlüsselrolle dabei spielt, ob die Konsolidierung expansive oder restriktive Effekte haben wird. Ausgabenseitige Konsolidierungen werden eher expansiv wirken als einnahmenseitige Konsolidierungen. Alesina und Ardagna (1998) und Alesina et al. (2002) stellen fest, dass Kürzungen bei den staatlichen Transfer- und Lohnzahlungen charakteristisch für expansiv wirkende Budgetkonsolidierungen sind; eine Ansicht, die von der Europäischen Kommission nicht geteilt wird, welche in der Entwicklung der staatlichen Lohnzahlungen keine signifikanten Veränderungen findet.

Was das makroökonomische Umfeld betrifft, so ist das Resultat, dass das BIP-Wachstum bei einem expansiv wirkenden Konsolidierungskurs stärker wächst als bei einem restriktiven, wenig überraschend, weil das BIP definitionsgemäß stärker wachsen muß.

Um dem Argument zuvorzukommen, dass die makroökonomische Entwicklung in erster Linie die Folge geldpolitischer Begleitmaßnahmen ist, isoliert die Europäische Kommission „rein expansiv wirkende Konsolidierungen,“ in die etwa die Hälfte der von ihr als „expansiv wirkend“ eingestufteten Konsolidierungen fallen. Als „rein expansiv“ gelten Phasen, in denen die durchschnittliche Veränderung bei den realen kurzfristigen Zinsen zwischen $t-1$ und $t+1$ nicht negativ ist. Für ihre Vergleichsstudien berücksichtigt die Europäische Kommission diese Unterscheidung jedoch nicht; stattdessen werden alle Phasen expansiv wirkender Budgetpolitik herangezogen.

In der vorliegenden Studie werden die Daten der Europäischen Kommission zu rein expansiv wirkenden Konsolidierungen verwendet, um die Zusammensetzung der Maßnahmen und ihre makroökonomischen Effekte zu beurteilen, die übrig bleiben, wenn um die geldpolitischen Begleitmaßnahmen bereinigt wird. Überraschenderweise zeigt sich, dass die Unterschiede in der Zusammensetzung zwischen rein expansiv und nicht expansiv wirkenden Konsolidierungen sich bei dieser Betrachtung nicht mehr als signifikant erweisen. Demnach könnte also nicht die Struktur des Budgetpakets, sondern vielmehr die Geldpolitik der treibende Faktor hinter expansiv wirkenden Konsolidierungen sein. Das makroökonomische Umfeld hingegen entspricht dem von expansiv wirkenden Konsolidierungen und unterscheidet sich signifikant vom Umfeld restriktiv wirkender Budgetkonsolidierungen.

4 Empirische Schätzungen

Empirische Überprüfungen der Hypothesen zu den nicht-keynesianischen Effekten beruhen auf einer Reihe unterschiedlicher Methoden und setzen bei verschiedenen Wachstumskomponenten an. Im Sinne der jeweiligen Theorien werden Regressionsberechnungen angestellt, um den Wohlfandeffekt zu messen, der entsteht, wenn sich das zu erwartende permanente Einkommen aufgrund geänderter Erwartungen über den Steuerpfad ändert.

In diesem Zusammenhang werden folgende Parameter untersucht: fiskalpolitische Effekte auf den Konsum (siehe Abschnitt 4.1), auf das nationale Sparvolumen (siehe Abschnitt 4.2.1), auf die Investitionstätigkeit (siehe Abschnitt 4.2.2) sowie auf das BIP-Wachstum (siehe Abschnitt 4.3.4).

4.1 Auswirkungen der Budgetpolitik auf den Konsum

Van Aarle und Garretsen (2003), Afonso (2001), Hjelm (2002), Höppner und Assenmacher-Wesche (2001), Miller und Russek (2003), Perotti (1999) sowie Giavazzi und Pagano (1996) konzentrieren sich auf nicht-keynesianische Effekte auf die Konsumfunktion, meistens im Rahmen von Panelschätzungen für (ausgewählte) OECD-Länder. Allen Schätzungsverfahren gemeinsam ist, dass sie davon ausgehen, dass unter „normalen“ Umständen keynesianische Reaktionsmuster die Regel sind, unter „besonderen“ Umständen hingegen nicht-keynesianische Muster. Besondere Umstände werden dabei im Sinne der Ad-hoc-Definitionen in der deskriptiven Literatur entweder als starke Veränderungen des konjunkturbereinigten Primärsaldos, als Einschlagen eines entweder stark restriktiven bzw. expansiven fiskalpolitischen Kurses, oder als Zeiten mit einer hohen Schuldenquote verstanden. Je nach Regime, also je nachdem, ob eine hohe Schuldenquote vorherrscht oder der Primärsaldo stark geändert wird oder nicht, werden auch die Erwartungen über die künftige Entwicklung des Steuerpfades unterschiedlich sein. Damit werden Änderungen in der Erwartungshaltung empirisch mit einem Vorzeichenwechsel bei den fiskalpolitischen Effekten auf die makroökonomischen Parameter erfasst, was mit der weiter oben dargelegten Theorie übereinstimmt. Bei der ökonometrischen Umsetzung fügen die Autoren Dummy-Variablen ein, um die Effekte der zwei Regime (d. h. keynesianisch und nicht-keynesianisch) zu erfassen.

Im Zuge der Sichtung der empirischen Literatur und der verwendeten Regressionsmodelle werden in der

vorliegenden Studie die Ergebnisse von Giavazzi und Pagano (1996) und van Aarle und Garretsen (2003) gemeinsam evaluiert, da van Aarle und Garretsen die Modellkonstellation von Giavazzi und Pagano übernehmen. In beiden Studien werden verschiedene Spezifikationen des Modells geschätzt, wobei Giavazzi und Pagano die Robustheit der Gleichungen im Hinblick auf verschiedene Schätztechniken untersuchen, van Aarle und Garretsen hingegen im Hinblick auf die verschiedenen Definitionen für außergewöhnliche Budgetphasen.

Je nach Spezifikation finden Giavazzi und Pagano (1996) signifikante nicht-keynesianische Effekte im Hinblick auf ungefähr ein Viertel der untersuchten fiskalpolitischen Parameter.¹¹ Van Aarle und Garretsen (2003), die schwerpunktmäßig Budgetkonsolidierungen in EU-Ländern im Zeitraum 1990–1998 untersuchen, können die Existenz nicht-keynesianischer Effekte der Fiskalpolitik auf den privaten Konsum praktisch nicht belegen, weil sich bei den Schätzungen für die verschiedenen Regime keine signifikanten Unterschiede zeigen.

Die zweite Gruppe von Autoren – Afonso (2001), Miller und Russek (2003) und Perotti (1999) – interessiert sich nicht nur für die nicht-keynesianischen Effekte, sondern untersucht auch die Möglichkeit nichtlinearer Effekte der Fiskalpolitik auf den Konsum während der verschiedenen Regime. Diese nichtlinearen Effekte zeigen, ob sich der ursprüngliche Effekt der Fiskalpolitik unter außergewöhnlichen Umständen verändert, also schwächer wird. Erst in einem zweiten Schritt untersuchen die Auto-

ren, ob die zu beobachtenden nicht-linearen Effekte tatsächlich nicht-keynesianischer Natur sind.

In der vorliegenden Studie werden ihre Resultate im Hinblick auf verschiedene Ausprägungen außergewöhnlicher Budgetperioden verglichen; dabei handelt es sich einerseits um starke Veränderungen im konjunkturbereinigten Primärsaldo (Miller und Russek, 2003, Afonso, 2001) bzw. eine hohe Schuldenquote (Perotti, 1999), und andererseits um Fälle, in denen ein stark restriktiver bzw. ein stark expansiver Budgetkurs eingeschlagen wurde. Laut Tabelle 1 dürften nichtlineare Effekte auf den privaten Konsum eher von den Staatsausgaben ausgehen als von den staatlichen Einnahmen. Allerdings sind die diesbezüglichen empirischen Aussagen nicht eindeutig: Erstens sind die Schätzergebnisse zu den Effekten meistens nicht signifikant, und zweitens verstärkt ein Vergleich der teils widersprüchlichen Schlussfolgerungen der untersuchten Studien die Unklarheit noch. Während Miller und Russek (2003) nur keynesianische Effekte im Rahmen von Budgetkonsolidierungen finden, berichtet Afonso (2001) über nicht-keynesianische Effekte während Budgetkonsolidierungsphasen. Hingegen zeigen Miller und Russek (2003) nicht-keynesianische Effekte bei einem expansiven Budgetkurs auf, während Afonso (2001) nicht-keynesianischen Effekte aufgrund außergewöhnlicher expansiver Budgetpolitik nicht belegen kann.

Laut Perotti (1999) schließlich gibt es nicht nur nichtlineare Effekte beim Wechsel zwischen normalen und außergewöhnlichen Phasen, son-

¹¹ Folgende fiskalpolitische Parameter werden untersucht: Steueränderungen, Änderungen bei den Transferzahlungen und Änderungen im öffentlichen Konsum, jeweils zum Zeitpunkt t und zum Zeitpunkt $t-1$.

Tabelle 1

		Außergewöhnliche Episoden		Restriktiver Budgetkurs		Expansiver Budgetkurs	
		Ausgaben	Einnahmen	Ausgaben	Einnahmen	Ausgaben	Einnahmen
Afonso 2001	EU-15 Panelregression	nichtlinear (nicht sign.)	nicht- keynesianisch (nicht sign.)	nicht- keynesianisch (nicht sign.)	nicht- keynesianisch (nicht sign.)	nichtlinear (nicht sign.)	keynesianisch
Miller und Russek 2003	OECD 19 Panelregression	nicht geschätzt nicht geschätzt	nicht geschätzt nicht geschätzt	keynesianisch (sign.)	keynesianisch (sign.)	nichtlinear (nicht sign.)	nichtlinear (nicht sign.)
Perotti 1999	OECD 19 VAR	nicht- keynesianisch (sign.)	nicht- keynesianisch (? sign.)	nicht geschätzt	nicht geschätzt	nicht geschätzt	nicht geschätzt

Quelle: Eigene Zusammenstellung.

dern gehen auch nicht-keynesianische Effekte von den Staatsausgaben aus. Bei seiner VAR-Analyse zur Feststellung unerwarteter fiskalpolitischer Schocks geht es Perotti (1999) an sich nur um die Einschätzung der Auswirkung dieser Schocks auf den privaten Konsum, aber „the results presented here have nothing to say about the effects of systematic fiscal policy as a stabilizing tool“ (Perotti, 2002, S. 2).

Im Gegensatz zu den bisher genannten Autoren verwenden Höppner und Assenmacher-Wesche (2001) einen Markov-Switching-Ansatz, der eine endogene Bestimmung der zwei Regime – keynesianisch und nicht-keynesianisch – zulässt. Interessanterweise stimmen die Daten über die Regimewechsel nicht mit den in der Literatur aufgezeigten Konsolidierungs- und Expansionsphasen überein, sondern fallen zur Gänze in Konjunkturabschwungphasen.

Zusammenfassend kann man sagen, dass sich nicht-keynesianische Effekte auf den privaten Konsum empirisch nicht eindeutig nachweisen lassen. Aus der großen Zahl empirischer Schätzungen belegen nämlich nur wenige Ergebnisse nicht-keynesianische Effekte auf den privaten Konsum – wobei das Endogenitätsproblem oder geldpolitische Begleitmaßnahmen noch nicht einmal berücksichtigt wurden.

4.2 Effekte der Fiskalpolitik auf das nationale Sparvolumen, die Investitionstätigkeit und das BIP-Wachstum

4.2.1 ... auf das nationale Sparvolumen

Nach Giavazzi et al. (2000) stehen etwaige budgetpolitisch bedingte Änderungen im nationalen Sparvolumen im Widerspruch zur ricardianischen Äquivalenztheorie. Obwohl Nichtlinearitäten im nationalen Sparverhalten unter außergewöhnlichen Umständen zu beobachten sind, werden die ursprünglichen Effekte unter normalen Umständen nie zur Gänze überlagert, sondern folgen immer der traditionellen Theorie.

4.2.2 ... auf die Investitionstätigkeit

Alesina et al. (2002) zeigen auf, dass höhere Staatsausgaben bei einem expansiven Budgetkurs zu einem Rückgang der Unternehmensinvestitionen führen, was mit dem Angebotsmodell des Arbeitsmarktkanals konsistent ist. Höhere Steuern hingegen reduzieren die Investitionsdynamik, aber in einem weit geringeren Ausmaß, als dies bei Änderungen der Staatsausgaben der Fall ist.

Wenn andererseits bei Einsparungen im Bereich der Staatsausgaben – über welche Budgetkonsolidierungen in der Regel ja zum Teil finanziert werden – die private Investitionstätigkeit

steigt, liegt das nach dem Modell von Alesina et al. (2002) an den Effekten, die vom Arbeitsmarkt ausgehen. Die Tatsache, dass trotz sinkender Staatsausgaben mehr investiert wird, geht auch aus der deskriptiven Analyse expansiv wirkender Budgetkonsolidierungen hervor. Mit anderen Worten, da keine Strukturbrüche zutage traten, investieren die Betriebe offensichtlich unter besonderen Umständen nicht weniger als unter normalen Umständen. Entscheidend für die Dynamik der Investitionstätigkeit der Unternehmen ist nicht, ob Konsolidierungsmaßnahmen getroffen werden oder nicht, sondern vielmehr die Zusammensetzung der Fiskalpolitik im Allgemeinen. Das könnte Grund dafür sein, wieso die Autoren „the need for ‘special’ theories for large versus small changes in fiscal policy“ (Alesina et al., 2002, S. 586) infrage stellen.

4.2.3 ... auf das BIP-Wachstum

Die größten Parallelen zu den Studien über die budgetbedingten Auswirkungen auf den Konsum dürfte es bei Miller und Russek (2003) geben, weil sie in ihren Regressionsrechnungen zur Bestimmung der fiskalpolitischen Effekte auf das BIP explizit zwischen verschiedenen Regimen unterscheiden. Da aber ihre Ergebnisse über die nicht-keynesianischen Effekte nicht wirklich eindeutig sind, merken die Autoren an: „The findings cast some doubt on the possibility that unusual fiscal outcomes reflect some systematic relationships in the macro economy. Rather, special circumstances and conditions may dictate when and where unusual fiscal outcome

emerge“ (Miller und Russek, 2003, S. 57).

Mit einem anderen Ansatz, der weder unterschiedliche Regime noch besondere Umstände berücksichtigt, zeigen von Hagen et al. (2001), Blanchard und Perotti (2002) sowie Perotti (2002), dass der Einfluss der Fiskalpolitik generell eher klein ist und tendenziell abnimmt. Eine explizite Unterscheidung zwischen Effekten vor und nach 1980 in Perotti (2002) zeigt, dass in den meisten untersuchten Ländern in der Periode nach 1980 überraschende Kürzungen bei den Staatsausgaben in ersten drei Jahren nach Auftreten des Schocks signifikant negative Auswirkungen auf das BIP-Wachstum haben, womit die Auswirkungen der Fiskalpolitik auf das BIP zunächst jeweils den üblichen keynesianischen Effekten entsprechen. Kurzfristig bleiben also die Effekte der Fiskalpolitik sogar nach 1980 keynesianisch, was sich allerdings im Zeitverlauf ändern kann. Da diese Studien aber nur auf die Wirkung von Schocks eingehen, lassen sich daraus wenig Aussagen zum Vorliegen nicht-keynesianischer Effekte der Fiskalpolitik – nicht nur fiskalpolitischer Innovationen – ableiten.

5 Fallstudie für Österreich

Zweck dieser Fallstudie ist es, das Bewusstsein für methodologische Probleme, vor allem im Zusammenhang mit temporären Maßnahmen, zu schärfen. Als Untersuchungszeitraum wurden die Jahre 1995–1997 gewählt, weil das in dieser Phase umgesetzte Konsolidierungspaket von der Europäischen Union als wachstumsfördernd eingestuft wurde.¹²

¹² Die Europäische Kommission stufte die Periode 1995–1997 auf Basis des so genannten Persistenzkriteriums als expansiv ein. Dieses Kriterium ist dann erfüllt, wenn sich der konjunkturbereinigte Primärsaldo im Lauf von drei aufeinander folgenden Jahren um mindestens 3 Prozentpunkte des BIP verbessert, wobei die Verbesserung in keinem Jahr unter 0,5 Prozentpunkten des BIP liegen darf. Die zur Einschätzung der Wachstumseffekte gewählten Perioden folgen der Methodologie der Europäischen Kommission.

Tabelle 2

Das österreichische Sparpaket									
Konsolidierungs- jahr	Konjunkturbereinigter Primärsaldo				Durchschnittliches BIP-Wachstum		Konjunkturphase		
	t-1	t	t+1	t+2	(t-2)-(t-1)	t-(t+2)	Höhepunkt	Tiefpunkt	
1996	-0,7	0,70	2,50	1,40	2,00	2,80	1996	1998	
1997	0,7	2,50	1,40	1,10	1,60	3,40	1996	1998	

Quelle: Statistik Austria, Economic Cycle Institute.

Da sich im Jahr 1995 der konjunkturbereinigte Saldo nur um 0,2 Prozentpunkte verbesserte und das Konsolidierungspaket erst im April 1996 inkraft trat, konzentriert sich diese Analyse auf die wichtigeren Jahre 1996 und 1997.¹³

Dieses Sparpaket beruhte im Wesentlichen auf einnahmenseitigen Maßnahmen wie der Abschaffung von Steuerbegünstigungen bei der Lohn- und Einkommensteuer und der Einführung der Energiesteuer auf Strom und Gas. Parallel dazu wurden ausgabenseitige Maßnahmen ergriffen; u. a. wurden die Nominallöhne de facto eingefroren, 11.000 Planstellen im öffentlichen Dienst gestrichen und Transferleistungen gekürzt. Mit anderen Worten, das Sparpaket beruhte auf einem Mix aus einnahmen- und ausgabenseitigen Maßnahmen.

Im Jahr 1997 trugen darüber hinaus Einmalmaßnahmen sehr stark zur Verbesserung des Primärbudgets bei. Durch die Ausgliederung der Autobahn-Errichtungs- und Finanzierungsgesellschaft ASFINAG und der Gebührenhaushalte verringerten sich die staatlichen Investitionsausgaben nominell von 2,8% des BIP im Jahr 1996 auf 2% des BIP im Jahr 1997. Die Ausschüttung der Pensionsrückstellungen der P.S.K. an den Bund und Erlöse aus dem Verkauf von Telekom-Lizenzen brachten zusätzliche Einnahmen in Höhe von rund 0,5% des BIP. Mit anderen Worten, die

wesentlich restriktivere Ausrichtung der Budgetpolitik im untersuchten Zeitraum war eigentlich vor allem auf Einmalmaßnahmen zurückzuführen. Ohne die zusätzlichen Einnahmen und Einsparungen infolge der Einmalmaßnahmen würde der Zeitraum 1995–1997 gar nicht als Konsolidierungsperiode im Sinne der Definition der Europäischen Kommission gelten. Außerdem wurde bisher noch nicht geklärt, ob es allein durch Ausgliederungen tatsächlich zu Wachstumsimpulsen kommen kann.

Hinzu kommt, dass die stark restriktive Ausrichtung der Budgetpolitik bereits im Jahr 1998 wieder erheblich gelockert wurde; die Defizitquote verschlechterte sich gegenüber 1997 um 1,1 Prozentpunkte auf 1,4% des BIP.

In der vorliegenden Studie wird weiters untersucht, welcher Zusammenhang zwischen dem österreichischen Sparpaket 1996–1997 und der Entwicklung des Konjunkturzyklus in diesem Zeitraum besteht. Interessanterweise zeigte sich dabei, dass das Konsolidierungspaket in einer Konjunkturaufschwungphase, also unter günstigen Bedingungen, in Kraft trat. Die Konsolidierungsmaßnahmen waren aber offensichtlich nicht in der Lage, die gute Konjunkturlage zu verlängern; die Konjunktur verschlechterte sich erheblich, wobei die Talsohle im Jahr 1998 erreicht wurde.

¹³ Details zum Sparpaket finden sich in Brandner und Diebalek (2000).

6 Schlussbemerkungen

Während nicht-keynesianische Effekte der Fiskalpolitik theoretisch durchaus fundiert sind, steht und fällt ihre empirische Relevanz mit dem Grad an Glaubwürdigkeit der Konsolidierungsbemühungen. Aber gerade der Aufbau von Glaubwürdigkeit ist ein langer, schwieriger Prozess.

Das könnte mit ein Grund dafür sein, wieso die expansive Wirkung von Budgetkonsolidierungen empirisch so schwach abgesichert ist. Einigen Autoren gelingt ein eindeutiger Nachweis nicht-keynesianischer Effekte fiskalpolitischer Innovationen, aber die Mehrzahl der Studien bleibt in ihrer Aussage vage. Ein Vergleich der teils widersprüchlichen Schlussfolgerungen der hier untersuchten Studien verstärkt die Unklarheit noch.

Mit den hier gesichteten empirischen Untersuchungen lässt sich eine expansive Wirkung von Budgetkonso-

lidierungen nicht eindeutig belegen. Wenn man einen Schluss ziehen kann, dann am ehesten, dass die Budgetpolitik als Instrument der Konjunkturstabilisierung in den Neunzigerjahren an Effektivität verloren hat. Es könnte sein, dass die abnehmende Stabilisatorwirkung der Budgetpolitik mit der volkswirtschaftlichen Öffnung, der relativ raschen Integration der Gütermärkte in Europa und der Kapitalverkehrsliberalisierung zusammenhängt. Außerdem dürften auch der Maastricht-Vertrag und der Stabilitäts- und Wachstumspakt, die die Weichen für die Budgetpolitik in den Neunzigerjahren neu stellten, sowie die Diskussion über die Finanzierbarkeit der Pensionssysteme angesichts der Bevölkerungsalterung das Potenzial der Fiskalpolitik zur kurzfristigen Stabilisierung des BIP-Wachstums und der Beschäftigung geschwächt haben.

Literaturverzeichnis

- van Aarle, B. und H. Garretsen. 2003.** Keynesian, Non-Keynesian or no Effects of Fiscal Policy Changes? The EMU Case. In: *Journal of Macroeconomics* 25. 213–240.
- Afonso, A. 2001.** Non-Keynesian Effects of Fiscal Policy in the EU-15. Lissabon: Institut für Volkswirtschaftslehre, Technische Universität. Mimeo.
- Alesina, A. und R. Perotti. 1995.** Fiscal Expansions and Adjustments in OECD Countries. In: *Economic Policy*. Oktober. 205–248.
- Alesina, A. und R. Perotti. 1996.** Reducing Budget Deficits. In: *Swedish Economic Policy Review* 3. 113–134.
- Alesina, A. und R. Perotti. 1997a.** Fiscal Adjustments in OECD Countries: Composition and Macroeconomic Effects. In: *IWF Staff Papers* 44 (2). 210–248.
- Alesina, A. und R. Perotti. 1997b.** The Welfare State and Competitiveness. In: *The American Economic Review* 87 (5). 921–939.
- Alesina, A. und S. Ardagna. 1998.** Tales of Fiscal Adjustment. In: *Economic Policy* 27. 489–545.
- Alesina, A., R. Perotti und J. Tavares. 1998.** The Political Economy of Fiscal Adjustments. In: *Brookings Papers on Economic Activity* 1. 197–266.
- Alesina, A., S. Ardagna, R. Perotti und F. Schiantarelli. 2002.** Fiscal Policy, Profits, and Investment. In: *The American Economic Review* 92 (3). 571–589.
- Andersen, T. und O. Risager 1988.** Stabilization Policies, Credibility and Interest Rate Determination in a Small Open Economy. In: *European Economic Review* 1988. 669–679.
- Auerbach, A. 2002.** Is there a Role for Discretionary Fiscal Policy? In: *Rethinking Stabilization Policy: Konferenzband zu einem Symposium der Federal Reserve Bank of Kansas City*. Kansas City, Missouri: Federal Reserve Bank of Kansas City.

- Auerbach, A. 2003.** Fiscal Policy, Past and Present. In: Brookings Papers on Economic Activity 1. 75–138.
- Barro, R. 1974.** Are Government Bonds Net Wealth? In: Journal of Political Economy 87. Oktober: 940–971.
- Barro, R. 1989.** The Ricardian Approach to Budget Deficits. In: Journal of Economic Perspectives 3 (2). 37–54.
- Barro, R. 1998.** Reflections on Ricardian Equivalence. In: Maloney, J. (Hrsg.). Debt and Deficits: A Historical Perspective. Cheltenham: Edward Elgar: 47–59.
- Barry, F. 1991.** The Irish Recovery 1987–1990: An Economic Miracle? In: Irish Banking Review. Winter: 23–40.
- Barry, F. und M. Devereux. 1995.** The Expansionary Fiscal Contraction Hypothesis: A Neo-Keynesian Analysis. In: Oxford Economic Papers 47. 249–264.
- Bernheim, B. 1989.** A Neoclassical Perspective on Budget Deficits. Journal of Economic Perspectives. Band 3 (2). 54–72.
- Bertola, G. und A. Drazen. 1993.** Trigger Points and Budget Cuts: Explaining the Effects of Fiscal Austerity. In: The American Economic Review 83. 1170–1188.
- Bhattacharya, R. 1999.** Private Sector Consumption Behaviour and Non-Keynesian Effects of Fiscal Policy. IWF Working Paper 99/112.
- Blanchard, O. 1985.** Debt, Deficits, and Finite Horizons. In: Journal of Political Economy 93 (2). 223–47.
- Blanchard, O. 1990.** Comment on Giavazzi and Pagano. In: Blanchard, O. und S. Fischer (Hrsg.). NBER Macroeconomics Annual 5. Cambridge Mass: The MIT Press. 111–122.
- Blanchard, O. 1993.** Suggestions for a New Set of Fiscal Indicators. In: Verbon, A. und F. Winden (Hrsg.). The Political Economy of Government Debt. Amsterdam: North-Holland. 367–385.
- Blanchard, O. 2000.** Macroeconomics 2nd Edition. Prentice-Hall International.
- Blanchard, O. und R. Perotti. 2002.** An Empirical Investigation of the Dynamic Effects of Shocks to Government Spending and Taxes on Output. In: The Quarterly Journal of Economics. November: 1329–1368.
- Brandner, D. und L. Diebalek. 2000.** Zerlegung von Budgetsalden in strukturelle, konjunkturelle und diskretionäre Komponenten. Projektbericht WIFO August 2000.
- Bujak, P. und J. Siwinska. 2003.** Short Run Macroeconomic Effects of Discretionary Fiscal Policy Changes. Warsaw: Center for Social and Economic Research.
- Eichengreen, B. 1998.** Comment on: Alesina, A., R. Perotti und J. Tavares. The Political Economy of Fiscal Adjustments. In: Brookings Papers on Economic Activity 1. 255–263.
- Elmdorf, D. und N. Mankiw (1999)** Government Debt. In: Taylor, J. und M. Woodford (Hrsg.) Handbook of Macroeconomics, Band 1. Amsterdam: Elsevier Science. 1615–1699.
- Europäische Kommission. 2003.** Public Finances in EMU – 2002, European Economy – Reports and Studies 3.
- Favero, A. 2002.** How do European Monetary and Fiscal Authorities Behave? In: CEPR Discussion Paper Series 3426.
- Giavazzi, F. und M. Pagano. 1990.** Can Severe Fiscal Contractions be Expansionary? Tales of Two Small European Countries. In: Blanchard, O. und S. Fischer (Hrsg.). NBER Macroeconomics Annual 5. Cambridge Mass: The MIT Press. 75–111. Anmerkung: Die hier zitierten Passagen beziehen sich auf Giavazzi, F. und M. Pagano. 1990. Can Severe Fiscal Contractions be Expansionary? Tales of Two Small European Countries. In: CEPR Discussion Papers Nr: 417.
- Giavazzi, F. und M. Pagano. 1996.** Non-Keynesian Effects of Fiscal Policy Changes: International Evidence and the Swedish Experience. In: Swedish Economic Policy Review 3 (3). 67–103.
- Giavazzi, F., T. Jappelli und M. Pagano. 2000.** Searching for Non-linear Effects of Fiscal Policy: Evidence for Industrial and Developing Countries. In: European Economic Review 44. 1259–1289.

- Giudice, G., A. Turrini und J. in't Veld. 2003.** Can Fiscal Consolidations be Expansionary in the EU? Ex-post Evidence and Ex-ante Analysis. In: European Commission. Economic Papers 195.
- von Hagen, J., A. Hughes Hallet und R. Strauch. 2001.** Budgetary Consolidation in EMU. In: European Commission. Economic Papers 148.
- Hemming, R., M. Kell und S. Mahfouz. 2002.** The Effectiveness of Fiscal Policy in Stimulating Economic Activity – A Review of the Literature. IWF Working Paper 208.
- Heylen, F. und G. Everaert. 2000.** Success and Failure of Fiscal Consolidation in the OECD: A Multivariate Analysis. In: *Public Choice* 105. 103–124.
- Hjelm, G. 2002.** Is Private Consumption Growth Higher (Lower) during Periods of Fiscal Contractions (Expansions)? In: *Journal of Macroeconomics* 24. 17–39.
- Höppner, F. und K. Assenmacher-Wesche. 2001.** Non-linear Effects of Fiscal Policy in Germany: A Markov-Switching Approach. Bonn: Universität Bonn. Mimeo.
- Hughes Hallett, A. und P. McAdam. 1998.** Fiscal Deficit Reductions in Line with the Maastricht Criteria for Monetary Union: An Empirical Analysis. In: Frieden, J., D. Gros und E. Jones (Hrsg.). *The New Political Economy of EMU*. Boston: Rowman and Littlefield Publishers, Inc.
- IMF. 1996.** *World Economic Outlook*. Washington: IMF.
- Köhler-Töglhofer, W. und M. Zagler. 2004.** The Impact of Different Fiscal Policy Regimes on Public Debt Dynamics. Banca d'Italia Public Finance Workshop Series. Public Debt. Forthcoming.
- Lane, P. und R. Perotti. 2003.** The Importance of Composition of Fiscal Policy: Evidence from Different Exchange Rate Regimes. In: *Journal of Public Economics* 87. 2253–2279.
- McDermott, C. J. und R. F. Westcott. 1996.** An Empirical Analysis of Fiscal Adjustment. IWF Staff Papers 43. 725–53.
- Miller, S. und F. Russek. 2003.** The Relationship between Large Fiscal Adjustments and Short-term Output Growth under Alternative Fiscal Policy Regimes. In: *Contemporary Economic Policy* 21(1). 41–58.
- OECD. 1996.** *Economic Outlook* 59. Paris: OECD.
- OECD. 2004.** Saving Behaviour and the Effectiveness of Fiscal Policy. Beitrag zur Working Party No. 1 on Macroeconomic and Structural Policy Analysis. Mimeo.
- Perotti, R. 1999.** Fiscal Policy in Good Times and Bad. In: *Quarterly Journal of Economics* 114. 1399–1436.
- Perotti, R. 2000.** What Do We Know about the Effects of Fiscal Policy? Paper Prepared for the XII Conference of the Italian Society of Public Economics. Mimeo.
- Perotti, R. 2002.** Estimating the Effects of Fiscal Policy in OECD countries. Frankfurt: Paper presented at the ISOM conference. Mimeo.
- Persson, T. 1996.** Kommentar zu: Alberto Alesina und Roberto Perotti: Reducing Budget Deficits. In: *Swedish Economic Policy Review* 3. 135–138.
- Ricardo, D. 1951.** Funding System. Reprinted in P. Sraffa (Hrsg.). *The Works and Correspondence of David Ricardo*. Band IV. Cambridge: Cambridge University Press.
- Rossmann, B. 1999.** Zur Zusammensetzung und Dauerhaftigkeit der Budgetkonsolidierung der EU-Staaten im Übergang zur Währungsunion. In: *Wirtschaft und Gesellschaft* 1. 9–40.
- Sutherland, A. 1997.** Fiscal Crises and Aggregate Demand: Can High Public Debt Reverse the Effects of Fiscal Policy? In: *Journal of Public Economics* 65. 147–62.
- Zaghini, A. 1999.** The Economic Policy of Fiscal Consolidations: The European Experience. In: Banca d'Italia, *Temi di Discussione del Servizio Studi* 355.
- Zagler, M. 2002.** Öffentliche Verschuldung, Budgetdefizite und Budgetkonsolidierung. In: Theurl, E., R. Sausgruber, H. Winner (Hrsg.). *Kompodium der Österreichischen Finanzpolitik*. Springer: 479–506.

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

Isabella Lindner,
Paul Schmidt

Am 18. Juni 2004 einigten sich die EU-Staats- und Regierungschefs im Rahmen einer Regierungskonferenz auf einen Verfassungsvertrag, mit dem eine neue einheitliche Vertragsarchitektur für die EU geschaffen wurde. Die rechtlichen und institutionellen Grundlagen für das Europäische System der Zentralbanken (ESZB) und die Europäische Zentralbank (EZB) sowie für die einheitliche Geldpolitik finden sich sowohl in den konstitutionellen Bestimmungen des Teil I als auch in den Politikbereichen des Teil III des Verfassungsvertrags wieder. Das ESZB/EZB-Statut ist als Protokoll dem Vertrag beigelegt.

Im konstitutionellen Teil (Teil I) werden sowohl das Ziel der „Preisstabilität“ als allgemeine Zielbestimmung der Union definiert als auch die im Vertrag von Maastricht verankerte Sonderstellung der EZB als Institution „sui generis“ bestätigt. Das Konzept des Eurosystems wird integriert und der Euro als Währungseinheit und Symbol der EU primärrechtlich definiert.

Im Bereich der Währungsunion (Teil III) wurde eine Reihe von neuen Bestimmungen definiert, die nur für die Mitgliedstaaten des Euroraums gelten. Vertragsbestimmungen zur Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) können – im Gegensatz zu den konstitutionellen Bestimmungen – mit einem vereinfachten Vertragsänderungsverfahren abgeändert werden. Für bestimmte währungspolitische Fragestellungen und unter bestimmten Voraussetzungen werden Entscheidungen auch „mit superqualifizierter“ Mehrheit, d. h. mit erhöhten Quoren, getroffen.

Grundsätzlich führt der Verfassungsvertrag aber zu keinen substanziellen inhaltlichen Änderungen im Bereich der Währungsunion und Anpassungen waren weitgehend technischer Natur. Damit wurden die im Maastricht-Vertrag für die Währungsunion festgelegten Rahmenbedingungen erneut politisch bekräftigt.

1 Einleitung

Die EU-Regierungskonferenz nahm am 4. Oktober 2003 ihre Tätigkeit auf und einigte sich schließlich am 18. Juni 2004 beim Treffen des Europäischen Rats in Brüssel auf einen Vertrag über eine Verfassung für Europa.¹ Das Verhandlungsergebnis wird in den einzelnen EU-Mitgliedstaaten zur Ratifizierung vorgelegt; der Verfassungsvertrag soll, aus heutiger Sicht, mit 1. November 2006 in Kraft treten.

Gemäß Art. 48 EU-Vertrag (EU-V) war auch die EZB im Rahmen der Regierungskonferenz bei institutionellen Änderungen im Währungsbe-
reich anzuhören. Der EZB-Rat setzte eine „Task Force on the EU Constitutional Treaty“ ein, die sich mit den möglichen Auswirkungen der institutionellen Veränderungen auf das ESZB/Eurosystem und die EZB auseinandersetzte und die Positionierung des EZB-Rats vorbereitete. Der EZB-

Rat verabschiedete am 19. September 2003, noch vor Beginn der Regierungskonferenz, eine offizielle Stellungnahme zu den relevanten Aspekten des Entwurfs für einen Verfassungsvertrag. In der Folge kommunizierte EZB-Präsident Trichet weitere währungspolitische Standpunkte des EZB-Rats (EZB, 2003c; EZB, 2004a) an die jeweilige EU-Ratspräsidentschaft.

Der vorliegende Artikel beschreibt die für das ESZB/Eurosystem und die EZB relevanten Aspekte des neuen Verfassungsvertrags und versucht die Implikationen der geänderten Vertragsbestimmungen zu analysieren. Dabei werden die Ergebnisse der Arbeit der Rechtsarbeitsgruppe der Regierungskonferenz, die den Verfassungsvertrag auf technischer Ebene überarbeitete, und der Diskussionen in der EZB-Task Force, soweit als möglich berücksichtigt.²

¹ Folglich zitiert: Verfassungsvertrag.

² Zu Redaktionsschluss lag den Autoren ein konsolidierter Vertragstext (CIG 87/04; CIG 87/04 add 1, add 2) vor, der bereits eine durchgehende Artikelnummerierung enthält.

Wissenschaftliche
Begutachtung:
Thomas Wagner,
Rechtsabteilung.

2 Allgemeine Anmerkungen

2.1 Architektur des EU-Verfassungsvertrags

Mit dem EU-Verfassungsvertrag wurde eine einheitliche Verfassungsarchitektur geschaffen, die die Überwindung der Drei-Säulen-Struktur der bisherigen Verträge darstellt. Neben der Präambel besteht der Verfassungsvertrag aus vier Teilen und einer Reihe von Protokollen, darunter auch das Protokoll über die Satzung des ESZB und der EZB (ESZB/EZB-Statut):

- Teil I
„Konstitutionelle Bestimmungen“;
- Teil II
„Die Charta der Grundrechte“;
- Teil III
„Die Politikbereiche und die Arbeitsweise der Union“;
- Teil IV
„Allgemeine und Schlussbestimmungen“.

Die rechtlichen und institutionellen Grundlagen für das ESZB/Eurosystem, die EZB sowie für die einheitliche Geldpolitik finden sich in Teil I und III sowie in den relevanten Protokollen wieder.

Verschiedentlich wurde die Frage aufgeworfen, ob die Aufteilung des Verfassungsvertrags in einen konstitutionellen Teil I und die Teile II bis IV eine Höherrangigkeit der konstitutionellen Bestimmungen impliziere. Der Europäische Gerichtshof hat bisher alle Teile des EU-Vertrags als gleichrangig interpretiert. Teil I, der die institutionelle Kernsubstanz des neuen Verfassungsvertrags erfasst,

kommt aber nun schon deshalb eine erhöhte Bestandsgarantie zu, da eine Änderung dieser Bestimmungen nur durch Vertragsänderungen im Wege des dafür vorgesehenen Standardverfahrens nach einer Regierungskonferenz in Betracht kommt. Demgegenüber unterliegen „Interne Politikbereiche und Maßnahmen“ (Teil III, Titel III) und somit auch die Bestimmungen zur Währungsunion, dem vereinfachten Vertragsänderungsverfahren. Dennoch geht das ESZB/Eurosystem davon aus, dass die verschiedenen Teile und Titel sowie die Protokolle des Verfassungsvertrags prinzipiell in keinem Über- bzw. Unterordnungsverhältnis zueinander stehen.

Schlussendlich kennt der Verfassungsvertrag für die Bestimmungen über die Währungsunion zwei Änderungsverfahren:

- Normales Vertragsänderungsverfahren: Bei umfangreichen Änderungen beruft der Präsident des Europäischen Rats einen Konvent ein,³ der die Änderungsentwürfe prüft und im Konsensverfahren eine Empfehlung für die Regierungskonferenz abgibt. Das Inkraft-Treten dieser Änderung bedingt die Zustimmung der Mitgliedstaaten im Einklang mit ihren jeweiligen Verfassungsbestimmungen (Art. IV-443).⁴
- Vereinfachtes Vertragsänderungsverfahren: „Interne Politikbereiche und Maßnahmen“ (Teil III, Titel III) und somit auch die Bestimmungen zur Währungsunion, können nach dem verein-

³ Der Europäische Rat kann mit einfacher Mehrheit und nach Zustimmung des Europäischen Parlaments beschließen, keinen Konvent einzuberufen, wenn seine Einberufung aufgrund des Umfangs der geplanten Änderung nicht gerechtfertigt ist (Art. IV-443 (2)).

⁴ Haben nach zwei Jahren nach der Vertragsunterzeichnung zur Änderung dieses Vertrags vier Fünftel der Mitgliedstaaten den genannten Vertrag nicht ratifiziert, so befasst sich der Europäische Rat mit der Frage (Art. IV-443 (4)).

fachten Vertragsänderungsverfahren novelliert werden. Der Europäische Rat beschließt einstimmig nach Anhörung des Europäischen Parlaments und der Europäischen Kommission sowie, im Falle von institutionellen Änderungen im Währungsbereich, der EZB. Dieser Europäische Beschluss tritt erst nach Zustimmung der Mitgliedstaaten im Einklang mit ihren jeweiligen Verfassungsbestimmungen in Kraft. Die Anwendung des vereinfachten Vertragsänderungsverfahrens bedeutet, dass Vertragsbestimmungen ohne Einberufung eines Konvents und einer Regierungskonferenz geändert werden können (Art. IV-445).

2.2 Beschlussfassung mit qualifizierter und „superqualifizierter“ Mehrheit in der Währungsunion

Im Währungsbereich war bisher schon ein großer Teil der Beschlüsse mit qualifizierter Mehrheit zu fassen. Qualifizierte Mehrheitsentscheidungen werden durch den Verfassungsvertrag kaum ausgeweitet. Allerdings besteht nunmehr die Möglichkeit, dass der Europäische Rat den Rat (z. B. den ECOFIN-Rat) autorisiert mit qualifizierter Mehrheit⁵ zu beschließen, auch wenn der Verfassungsvertrag Einstimmigkeit vorsieht (Art. IV-444). In der Währungsunion können Entscheidungen unter bestimmten Bedingungen auch mit „superqualifizierter“ Mehrheit, d. h. mit erhöhten Quoren, getroffen werden.

In folgenden für die Währungsunion relevanten Bereichen werden nunmehr Entscheidungen mit qualifizierter bzw. superqualifizierter Mehrheit getroffen:

- Bisher konnte der Rat lediglich nach Empfehlung der EZB eine Novellierung des ESZB/EZB-Statuts mit qualifizierter Mehrheit beschließen. Wäre eine Novellierung auf Vorschlag der Europäischen Kommission zustande gekommen, so wäre Einstimmigkeit auf Ratsebene erforderlich gewesen. Auf Basis des Verfassungsvertrags entscheidet der Rat nunmehr auf Vorschlag der Europäischen Kommission mit qualifizierter, jedoch nach Empfehlung der EZB mit superqualifizierter Mehrheit⁶ (Art. III-187 (3)). Damit wird bei Änderungen des ESZB/EZB-Statuts die Stellung der Europäischen Kommission im Verhältnis zur EZB gestärkt.
- Der Rat kann auf Vorschlag der Europäischen Kommission und nach Anhörung der EZB geeignete Maßnahmen mit dem Ziel annehmen, eine einheitliche Vertretung bei den internationalen Einrichtungen und Konferenzen im Finanzbereich sicherzustellen (Art. III-196(2)). Stimmberechtigt sind die Mitgliedstaaten des Euro-raums; Entscheidungen werden mit qualifizierter Mehrheit getroffen.
- Die Ernennung der Mitglieder des Direktoriums der EZB erfolgt

⁵ Wird der Rat auf Vorschlag der Europäischen Kommission oder des EU-Außenministers tätig, so ist ab 1. November 2009 eine qualifizierte Mehrheit erforderlich, die mindestens 55% der Mitgliedstaaten, jedoch mindestens 15 Mitgliedstaaten, und mindestens 65% der Bevölkerung der Union repräsentiert. Die Sperrminorität umfasst mindestens 4 Mitgliedstaaten, die mehr als 35% der Bevölkerung der Union vertreten müssen.

⁶ Wird der Rat auf Empfehlung der EZB im Bereich der WWU tätig, so ist ab 1. November 2009 bei Mehrheitsentscheidungen eine „superqualifizierte“ Mehrheit notwendig, wonach mindestens 72% der Mitgliedstaaten, die mindestens 65% der Bevölkerung repräsentieren, zustimmen müssen (Art. I-25 (2)), (Conference, 2004b).

nummehr ebenfalls mit qualifizierter Mehrheit (Art. III-382 (2)).

Durch das Anheben der Sperrminorität gegenüber dem Vertrag von Nizza dürfte es schwieriger werden, Mehrheitsentscheidungen zu blockieren, aber die erhöhten Quoren sowohl der superqualifizierten Mehrheit als auch der qualifizierten Mehrheit dürften den Entscheidungsfindungsprozess des Rats kaum erleichtern.

2.3 Rechtsakte der Union

Die Union übt die ihr im Verfassungsvertrag übertragenen Zuständigkeiten mittels Europäischer Gesetze, Europäischer Rahmengesetze, Europäischer Verordnungen, Europäischer Beschlüsse, Empfehlungen und Stellungnahmen aus (Art. I-33). Sofern sie durch den Verfassungsvertrag dazu ermächtigt ist (Art. I-35) und zur Erfüllung ihrer Aufgaben erlässt die EZB Europäische Verordnungen und Europäische Beschlüsse bzw. gibt Empfehlungen und Stellungnahmen ab (Art. III-190).

Die EZB erlässt Europäische Verordnungen (früher: Verordnungen), beispielsweise bei der Festlegung und Ausführung der Geldpolitik der Union, bei Verrechnungs- und Zahlungssystemen, bei besonderen Aufgaben im Zusammenhang mit der Aufsicht über Kreditinstitute, bei der Festsetzung des Kapitals, beim Schlüssel für die Kapitalzeichnung der EZB oder bei der Übertragung von Währungsreserven (vgl. Art. III-190 1(a)).

Europäische Gesetze bzw. Rahmengesetze genießen als legislative Akte Vorrang vor Europäischen Verordnungen der EZB. Dies ist v. a. in Bereichen, die nicht in ausschließlicher EZB-Zuständigkeit liegen, wie z. B. Zahlungsverkehrssysteme, von Relevanz.

3 Teil I des Verfassungsvertrags: Konstitutionelle Bestimmungen

3.1 Preisstabilität als allgemeine Zielbestimmung

Der EU-V hatte als Zielbestimmungen der Union „nichtinflationäres Wachstum“ und „stabile Preise“ vorgegeben. Der Verfassungsvertrag der Union spricht nunmehr von „ausgewogenem Wirtschaftswachstum“ und „Preisstabilität“ (Art. I-3). Daneben findet sich in Teil I des Verfassungsvertrags ein konkreter Verweis auf die Preisstabilität als Ziel des ESZB/Eurosystems (Art. I-30). Ein weiterer Verweis auf das Ziel der Preisstabilität, das von der einheitlichen Geld- und Wechselkurspolitik vorrangig einzuhalten ist, findet sich in Art. III-177.

Die Verankerung der Preisstabilität im Zielkatalog des Verfassungsvertrags hat durch die Anwendung des vereinfachten Vertragsänderungsverfahrens für Teil III zusätzlich an Bedeutung gewonnen. Die Integration des Ziels der Preisstabilität in die allgemeinen Zielbestimmungen der Union zeigt, dass Preisstabilität nicht lediglich ein operationelles Ziel des ESZB/Eurosystems darstellt, sondern eine Zielvorgabe, die für die Union wie auch für ihre Mitgliedstaaten Gültigkeit besitzt.

3.2 Währungspolitik als ausschließliche Zuständigkeit der Union

Art. I-12 legt die Aufteilung der Zuständigkeiten zwischen der Union und den Mitgliedstaaten fest. Die Währungspolitik der Mitgliedstaaten, deren Währung der Euro ist, fällt in die ausschließliche Zuständigkeit der Union (Art. I-13(c)). Die Union kann folglich legislativ tätig werden und rechtlich bindende Rechtsakte erlassen. Die Mitgliedstaaten dürfen in diesem Bereich nur dann tätig werden,

wenn sie von der Union dazu ermächtigt worden sind oder Rechtsakte der Union durchführen (Art. I-12 (1)).

Der Begriff „Währungspolitik“ wird im Verfassungsvertrag nicht näher definiert. Das ESZB/Eurosystem interpretiert in diesem Zusammenhang den Begriff der „Währungspolitik“ sehr umfassend und verweist auf Art. III-185, der die Ziele und grundlegenden Aufgaben des ESZB umfasst.

Der Euro wird nunmehr als Währung der Union im Primärrecht definiert und unter den Symbolen der Union aufgelistet (Art. I-8).

3.3 Die EZB als Institution

„sui generis“

Neben dem Rechnungshof und den beratenden Einrichtungen⁷ der Union stuft der Verfassungsvertrag auch die EZB als „sonstiges Organ und Einrichtung“ der Union ein (Art. I-30). Im Vertrag von Maastricht wurde allerdings bei der Festlegung der institutionellen Struktur des ESZB bewusst auf die Einordnung der EZB als Organ der Gemeinschaft verzichtet. Da der Verfassungsvertrag die EZB allerdings nicht unter die „politischen“ Institutionen, wie z. B. Rat, Europäische Kommission oder Europäisches Parlament, einreicht, geht das ESZB/Eurosystem davon aus, dass die EZB als Institution „sui generis“ definiert ist und diese neue institutionelle Einordnung der EZB grundsätzlich keine substantielle Veränderung impliziert.

Art. I-30 definiert den Begriff „ESZB“ und erstmals auch den Begriff „Eurosystem“. Letzterer wird vom EZB-Rat in seiner Kommunikation mit der Öffentlichkeit bereits seit 1998 verwendet. Der Begriff „Euro-

system“ umfasst die EZB und alle nationalen Zentralbanken (NZBen) der EU-Mitgliedstaaten, die den Euro eingeführt haben.

Das „ESZB“ wird von den Beschlussorganen der EZB (Rat und Direktorium) geleitet und verfolgt in seiner Tätigkeit das vorrangige Ziel der Preisstabilität. Unbeschadet dieses Ziels unterstützt es die allgemeine Wirtschaftspolitik der Union, um zur Verwirklichung der Ziele der Union beizutragen. Hinsichtlich aller weiteren Aufgaben des ESZB wird auf Teil III des Verfassungsvertrags und auf das ESZB/EZB-Statut verwiesen. Weiters wird festgelegt, dass die EZB eine Einrichtung mit Rechtspersönlichkeit ist. Sie allein ist befugt, die Ausgabe des Euro zu genehmigen.

Der Vertrag von Maastricht unterstreicht sowohl die Unabhängigkeit der NZBen als auch der EZB.⁸ Art. I-30 des Verfassungsvertrags verweist hingegen nur auf die Unabhängigkeit der EZB. Sie ist in der Ausübung ihrer Befugnisse und der Verwaltung ihrer Mittel unabhängig. Die Organe, Einrichtungen und sonstige Stellen der Union sowie die Regierungen der Mitgliedstaaten achten diese Unabhängigkeit. Die Unabhängigkeit der NZBen wird jedoch nur in Teil III (Art. III-188) festgelegt, der nunmehr durch das einfache Vertragsänderungsverfahren abgeändert werden kann.⁹

3.4 Transparenz

Der Verfassungsvertrag weitet das Recht der Öffentlichkeit auf freien Zugang zu Dokumenten aus. Während der EU-V den öffentlichen Zugang zu den Dokumenten des

⁷ Ausschuss der Regionen und Wirtschafts- und Sozialausschuss.

⁸ Art. 108 EU-V.

⁹ Siehe dazu Abschnitt 2.2.

Europäischen Parlaments, des Rats und der Europäischen Kommission regelte¹⁰ und die EZB ihre eigenen Regeln über die Transparenz ihrer Arbeit festlegte, erfasst der Grundsatz der Offenheit des Verfassungsvertrags (Art. I-50 (3)) nun auch die EZB, wenn diese Verwaltungsaufgaben wahrnimmt (Art. III-399 (1)). Die Eingrenzung auf Verwaltungsaufgaben soll die EZB vor öffentlichem Zugriff, der sie in der Ausübung ihrer Kernaufgaben beeinträchtigt, schützen.¹¹

4 Teil III des Verfassungsvertrags: Politikbereiche und die Arbeitsweise der Union – Währungs- politik

Die konkreten Bestimmungen über die Währungsunion befinden sich nunmehr in Teil III, Titel III, Kapitel II des Verfassungsvertrags und gliedern sich in die Abschnitte „Die Währungspolitik“, „Institutionelle Bestimmungen“, „Besondere Bestimmungen für die Mitgliedstaaten, deren Währung der Euro ist“ und „Übergangsbestimmungen“. Die Abschnitte betreffend die Geldpolitik und das ESZB/Eurosystem wurden insofern neu gestaltet, als die Übergangsbestimmungen im Wesentlichen um jene Bestimmungen bereinigt wurden, die sich auf das Europäische Währungsinstitut (EWI), die zweite Stufe der WWU und den Beginn der dritten Stufe der WWU bezogen. Die spezifischen Bestimmungen für Mitgliedstaaten des Euroraums wurden in einem eigenen Abschnitt zusammengefasst.

Bei den übrigen Bestimmungen folgt der Text weitgehend jenem des Maastricht-Vertrags. Grundsätzlich wurden keine substantiellen inhaltlichen Änderungen im Bereich der Währungsunion vorgenommen und Anpassungen waren weitgehend technischer Natur.

4.1 Währungspolitik

Der Abschnitt über „die Währungspolitik“ beschreibt die Ziele und Aufgaben des ESZB und hält als vorrangige Zielsetzung des ESZB die Gewährleistung der Preisstabilität¹² fest (Art. III-185). Die Definition des ESZB und der Verweis auf die Rechtspersönlichkeit der EZB werden an dieser Stelle, anders als im EG-V, nicht mehr angeführt, da diese nunmehr explizit in Art. I-30 festgelegt sind. Bei der Wahrnehmung der ihnen durch den Verfassungsvertrag übertragenen Befugnisse, Aufgaben und Pflichten unterliegen EZB und NZBen dem Grundsatz der Weisungsfreiheit („Unabhängigkeit“, Art. III-188).

4.2 Institutionelle Bestimmungen

Der Abschnitt „Institutionelle Bestimmungen“ erläutert die Koordinierungsaufgaben und die Zusammensetzung des Wirtschafts- und Finanzausschusses. Die Bestimmungen im Zusammenhang mit dem Beratenden Währungsausschuss der Union, der im Jahr 1999 mit Beginn der dritten Stufe der WWU durch den Wirtschafts- und Finanzausschuss abgelöst wurde, wurden gestrichen.

¹⁰ Art. 255 EU-V.

¹¹ Siehe dazu EZB, 2004.

¹² Der Verfassungsvertrag führt die Artikel an, die für Mitgliedstaaten, für die eine Ausnahmeregelung gilt, keine Anwendung finden (Art. III-197(2)(c)). In dieser Liste befinden sich die Ziele und Aufgaben des ESZB und somit auch das Ziel der Preisstabilität (Art. III-185 (1-3, 5)). Gemäß ESZB/EZB-Statut (Art. 43.1 des Statuts) finden allerdings die Ziele und Aufgaben des ESZB (Art. 2 des Statuts) sehr wohl auch Anwendung für die Mitgliedstaaten, für die eine Ausnahmeregelung gilt.

Die allgemeinen institutionellen Bestimmungen betreffend EZB-Rat und EZB-Direktorium sowie die Bestimmungen über die Teilnahme des Präsidenten des Rats am EZB-Rat, die Teilnahme des EZB-Präsidenten am ECOFIN-Rat und die Beziehungen zwischen der EZB und dem Europäischen Parlament befinden sich nunmehr in Titel VI „Arbeitsweise der Union“ (Art. III-382 und 383).

4.3 Besondere Bestimmungen für die Mitgliedstaaten, deren Währung der Euro ist

Die „Besonderen Bestimmungen für die Mitgliedstaaten, deren Währung der Euro ist“ wurden in einem neuen Abschnitt übersichtlich zusammengefasst. Zu diesen Bestimmungen zählen Maßnahmen im Zusammenhang mit der Koordinierung und Überwachung der Haushaltsdisziplin, den Grundzügen der Wirtschaftspolitik sowie der Außenvertretung des Euro. In diesen Bereichen sind ausschließlich die Mitgliedstaaten des Euroraums stimmberechtigt (Art. III-194), die im Rahmen der Euro-Gruppe regelmäßige Treffen abhalten.

Betreffend die Modalitäten für die Tagungen der Minister des Euroraums wird auf ein Protokoll über die Euro-Gruppe verwiesen (Art. III-195). Die Euro-Gruppe trifft sich weiterhin informell; um die Arbeitsweise zu verbessern, wählt diese einen Vorsitzenden für eine Periode von jeweils zweieinhalb Jahren.

Für die Währungsunion von Relevanz sind Entscheidungen der Euro-Gruppe zur Außenvertretung des Euro (Art. III-196), die diese mit qua-

lifizierter Mehrheit,¹³ auf Vorschlag der Europäischen Kommission und nach Anhörung der EZB, trifft. Diese Beschlüsse umfassen sowohl die Festlegung von gemeinsamen Standpunkten als auch die Sicherstellung einer einheitlichen Vertretung des Euro innerhalb der zuständigen Einrichtungen und Konferenzen im Finanzbereich.

Vereinbarungen über ein Wechselkurssystem für den Euro oder allgemeine Orientierungen für die Wechselkurspolitik gegenüber Währungen von Drittländern sowie Entscheidungen zu Euro-Leitkursen im Wechselkursmechanismus (WKM II) und Vereinbarungen zu Währungsfragen mit Staaten oder internationalen Organisationen werden ebenfalls nur von der Euro-Gruppe getroffen (Art. III-326 in Verbindung mit Art. III-197).

4.4 Übergangsbestimmungen

Der Abschnitt „Übergangsbestimmungen“ enthält auch wie bisher schon Vorschriften für Mitgliedstaaten, für die eine Ausnahmeregelung gilt, d. h. Mitgliedstaaten, die nicht dem Euroraum angehören. Unter jenen Bestimmungen zur WWU, die auf Mitgliedstaaten mit einer Ausnahmeregelung nicht anzuwenden sind, befinden sich z. B. die Ziele und Aufgaben des ESZB/Eurosystems, die Rechtsakte der EZB oder die Ernennung von Mitgliedern des EZB-Direktoriums (Art. III-197).

Die „Übergangsbestimmungen“ erfassen auch institutionelle Regeln betreffend den Erweiterten EZB-Rat als drittes Entscheidungsorgan der EZB, die Definition der Konvergenz-

¹³ In Fällen, in denen nur ein Teil der Mitglieder des Rats stimmberechtigt ist (z. B. verstärkte Zusammenarbeit oder Euro-Währungsgebiet), werden die vorgesehenen Prozentsätze in der Weise (geändert) eingefügt werden, dass sie nur für stimmberechtigte Mitglieder des Rats und nur für die Bevölkerung der Mitgliedstaaten, die sie vertreten, gelten.

kriterien¹⁴ sowie die Bestimmungen über die Aufhebung von Ausnahmeregelungen nach einer entsprechenden Konvergenzprüfung. Im Rahmen letzterer Bestimmung entscheidet der Rat mit qualifizierter Mehrheit nach Anhörung des Europäischen Parlaments, nach Aussprache im Europäischen Rat und auf Vorschlag der Europäischen Kommission. Neu ist, dass diese Entscheidung auf eine Empfehlung der Mitgliedstaaten des Euroraums zu gründen ist, die diese mit qualifizierter Mehrheit beschließen.

Die Mitgliedstaaten des Euroraums und der beitretende Mitgliedstaat beschließen einstimmig und nach Anhörung der EZB die unwiderrufliche Festsetzung des Kurses, zu dem die Währung des betreffenden Mitgliedstaats durch den Euro ersetzt wird sowie die sonstigen für die Einführung des Euro in diesem Staat erforderlichen Maßnahmen (Art. III-198).

Im Fall von Zahlungsbilanzkrisen kann den Mitgliedstaaten mit einer Ausnahmeregelung makrofinanzielle Unterstützung gewährt werden oder können diese Schutzmaßnahmen ergreifen, wie z. B. die Einführung vorübergehender Kapitalverkehrskontrollen (Art. III-201; Art. III-202).

5 ESZB/EZB-Statut

Das ESZB/EZB-Statut ist als Protokoll dem Verfassungsvertrag beigelegt und wurde von der Rechtsarbeitsgruppe der Regierungskonferenz technisch angepasst (Conference, 2003a):¹⁵

- Das Konzept des Eurosystems wird, analog zu Art. I-30, in Art. 1 des Statuts aufgenommen.
- Verordnungen wurden in Europäische Verordnungen, Entscheidungen in Europäische Beschlüsse (Art. 35), Gemeinschaft in Union, ECU in Euro und EG- bzw. EU-Vertrag in Verfassung umbenannt. Die Nummerierung der Artikel wurde an den Verfassungsvertrag angepasst.
- Einzelne Bestimmungen über die Errichtung der EZB und des ESZB (Art. 1.1, Art. 14.1) sowie über den Übergang in die dritte Stufe der Währungsunion (Art. 32.3, Art. 50, Art. 51) entfallen. Das Protokoll des EWU und der Verweis auf den Sitz der EZB (Art. 37) wurden nicht mehr übernommen.

6 Schlussbemerkungen

Mit dem Verfassungsvertrag wurde eine neue einheitliche Vertragsarchitektur geschaffen, die die Handlungsfähigkeit der EU-25 sowohl auf europäischer als auch auf internationaler Ebene verbessern soll.

Der Entscheidungsfindungsprozess des Rats, und somit des ECOFIN-Rats, dürfte durch den Verfassungsvertrag jedoch nur in geringem Ausmaß an Effizienz gewonnen haben. Durch das Anheben der Sperrminorität gegenüber dem Vertrag von Nizza dürfte es schwieriger werden, Mehrheitsentscheidungen zu blockieren; die

¹⁴ Der Verweis des Wechselkurskriteriums auf das nicht mehr existente Europäische Währungssystem ermöglicht die Kontinuität der Überprüfung des Kriteriums.

¹⁵ Vom Verfassungsvertrag unabhängig wurde der EZB-Rat auf zukünftige Erweiterungen des Euroraums vorbereitet und die Abstimmungsmodalitäten gemäß einem Beschluss des Rats (Europäischer Rat, 2003) angepasst (Art. 10.2 des Statuts). Wenn die Anzahl der nationalen Notenbankgouverneure 15 übersteigt, werden die Stimmrechte der Mitglieder des EZB-Rats mit 21 limitiert – d. h. 6 permanente Stimmrechte für die Mitglieder des EZB-Direktoriums und 15 rotierende Stimmrechte für die Gouverneure der NZBen. Die vorübergehend nicht stimmberechtigten Gouverneure nehmen an allen Sitzungen des EZB-Rats teil und können sich aktiv an den Diskussionen beteiligen.

erhöhten Quoren sowohl der qualifizierten Mehrheit als auch der „superqualifizierten Mehrheit“ dürften die Entscheidungsfindung im Rat kaum erleichtern. Inwieweit der Europäische Rat von der neu geschaffenen Möglichkeit Gebrauch machen wird, Mehrheitsentscheidungen im Rat auszuweiten, auch wenn der Verfassungsvertrag Einstimmigkeit vorsieht, bleibt abzuwarten.

Im Währungsbereich war bisher schon ein großer Teil der Beschlüsse mit qualifizierter Mehrheit zu fassen. Die Möglichkeit der Einflussnahme der Europäischen Kommission im Bereich der Währungspolitik wurde geringfügig erweitert: Bei von ihr vorgeschlagenen Änderungen des ESZB/EZB-Statuts wird durch ein Abgehen vom Einstimmigkeitsprinzip im Rat die Rolle der Europäischen Kommission gegenüber der EZB aufgewertet.

Grundlegender dürfte sich jene Bestimmung auswirken, der zufolge die Vorschriften zur Währungsunion im Teil III des Vertrags einem vereinfachten Vertragsänderungsverfahren unterliegen. Für die konstitutionellen Bestimmungen (Teil I), die nur einen geringen Teil der Währungsunion erfassen, gilt hingegen weiterhin das Standardverfahren, wonach eine Regierungskonferenz einzuberufen ist und damit auch eine erhöhte Bestandsgarantie innerhalb des Vertrags.

Im Bereich der Währungspolitik trägt der Vertrag zunächst den realen, institutionellen Entwicklungen in der EU seit Einführung des Euro Rech-

nung. So integriert er das Konzept des Eurosystems und definiert primärrechtlich den Euro als Währungseinheit und Symbol der EU. Die Euro-Gruppe trifft sich wohl weiterhin informell, wird aber durch Nennung in einem Protokoll de facto ebenfalls in den Vertrag integriert. Weiters definiert der Vertrag eine Reihe von neuen Bestimmungen, die nur für die Mitgliedstaaten des Euroraums gelten, bzw. Aufgabenbereiche, in denen nur die Mitgliedstaaten des Euroraums stimmberechtigt sind. Insgesamt unterstützt der Verfassungsvertrag mit diesen Neuerungen ein besseres Verständnis des institutionellen Aufbaus und der Arbeitsweise der Währungsunion.

Grundsätzlich führt der Verfassungsvertrag aber zu keinen substantiellen inhaltlichen Änderungen im Bereich der Währungsunion und Anpassungen waren weitgehend technischer Natur. Der Vertrag definiert das Ziel der „Preisstabilität“ als allgemeine Zielbestimmung der Union und bestätigt die im Vertrag von Maastricht verankerte Sonderstellung der EZB als Institution „sui generis“. Aufgaben, Auftrag, rechtlicher und institutioneller Rahmen des ESZB/Eurosystems und der EZB bleiben im Wesentlichen unverändert. Damit wurden die im Maastricht-Vertrag für die Währungsunion festgelegten Rahmenbedingungen erneut politisch bekräftigt. Die EU-25 ist somit im Bereich der Währungspolitik auf die Erweiterung des Euroraums gut vorbereitet.

Literaturverzeichnis

- Conference of the Representatives of the Governments of the Member States. 2004.** Treaty establishing a Constitution for Europe. CIG 87/04. 6. August. <http://ue.eu.int/igcpdf/en/04/cg00/cg00086-ad01.en04.pdf>.
- Conference of the Representatives of the Governments of the Member States (Conference). 2004a.** Protocols and Annexes I and II annexed to the Treaty establishing a Constitution for Europe. CIG 87/04 ADD 1. 6. August. <http://ue.eu.int/igcpdf/en/04/cg00/cg00086.en04.pdf>.
- Conference of the Representatives of the Governments of the Member States (Conference) 2004b.** Declaration to be annexed to the Final Act of the IGC and the Final Act. CIG 87/04 ADD 2. 6. August.
- Conference of the Representatives of the Governments of the Member States. 2004c.** Meeting of Heads of State or Government. Brüssel. 17./18. Juni 2004. CIG 85/04. 18. Juni. <http://ue.eu.int/igcpdf/en/04/cg00/cg00085.en04.pdf>.
- Conference of the Representatives of the Governments of the Member States. 2004d.** Meeting of Heads of State or Government. Brüssel. 17./18. Juni 2004. CIG 81/04. 16. Juni. <http://ue.eu.int/igcpdf/en/04/cg00/cg00081.en04.pdf>.
- Deutsche Bundesbank. 2003.** Zur Währungsverfassung nach dem Entwurf einer Verfassung für die Europäische Union. Monatsbericht November: 67–71. <http://www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/monatsberichte/2003/200311mb.pdf>.
- Dvorsky, S. und I. Lindner. 2003.** Anpassung der Stimmrechtsmodalitäten im EZB-Rat. In: Berichte und Studien 2. 144–153.
- EZB. 2003.** Letter from the ECB President to the President of the Convention regarding the draft Constitutional Treaty. 5. Juni. http://www.ecb.int/pub/pdf/pr030605_ecblettervge_en.pdf.
- EZB. 2003a.** The institutional setting for Economic and Monetary Union – Treaty foundations and practical conduct of policy. In: Monatsbericht Februar: 44–50. <http://www.ecb.int/pub/pdf/mb200302en.pdf>.
- EZB. 2003b.** Letter from the ECB President to the President of the Council of the European Union regarding the Opinion of the ECB of 19 September 2003 at the request of the Council of the European Union on the draft Treaty establishing a Constitution for Europe. 19. September. <http://www.ecb.int/pub/pdf/pr030922enletteren.pdf>.
- EZB. 2003c.** Introduction of a new article into the Constitution to allow for the amendment of the European System of Central Bank's basic constitutional rules by a simplified procedure. CIG 58/03. 1. September. http://www.ueitalia2003.it/NR/rdonlyres/0E235B7A-1C92-469A-A4D4-A737FB6D834D/0/1124DocCIG5803_en.pdf.
- EZB. 2004.** Beschluss der Europäischen Zentralbank über den Zugang der Öffentlichkeit zu Dokumenten der Europäischen Zentralbank. ECB/2004/3. 4. März. http://www.ecb.int/pub/legal/l_08020040318de00420044.pdf.
- EZB. 2004a.** Letter from the ECB President to the President of the Council of the European Union regarding negotiations on the draft Treaty establishing a Constitution for Europe. 16. April. <http://www.ecb.int/pub/pdf/letter040427.en.pdf>.
- EZB. 2004b.** The European Constitution and the ECB. Monthly Bulletin. August.
- Europäischer Konvent. 2003.** Entwurf des Vertrags über eine Verfassung für Europa. CONV 850/03. 18. Juli. <http://european-convention.eu.int/docs/Treaty/cv00850.de03.pdf>.
- Khan, D.-E. (Hrsg.). 2001.** Vertrag über die Europäische Union mit sämtlichen Protokollen und Erklärungen. Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft (EG-Vertrag) in den Fassungen von Amsterdam und Nizza. Grundrechte-Charta der Europäischen Union. München. Deutscher Taschenbuch Verlag.

- Kiekens, W. 2003.** What kind of External Representation for the Euro? OeNB-Seminar: The European Convention on the Future of Europe-Implications for Economic and Monetary Union. 2. Juni.
http://www2.oenb.at/tagung/eu_konvent/index_p.htm.
- Läufer, T. (Hrsg.). 1994.** Europäische Union, Europäische Gemeinschaft. Die Vertragstexte von Maastricht. Bonn. Europa Union Verlag.
- Lindner, I. und K. Olechowski-Hrdlicka. 2002.** Institutionelle Auswirkungen der EU-Erweiterung im Bereich der Wirtschafts- und Währungspolitik. In: Berichte und Studien 2. 177–193.
- Rat der Europäischen Union (Rat). 2003.** Beschluss des Rates in der Zusammensetzung der Staats- und Regierungschefs über eine Änderung des Artikels 10.2 der Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank. 7205/03. 21. März.
http://europa.eu.int/eur-lex/pri/de/oj/dat/2003/l_083/l_08320030401de00660068.pdf.

Zentral- und Osteuropa – der Wachstumsmarkt für österreichische Banken

Peter Breyer

Der zentral- und osteuropäische Bankenmarkt (ohne Russland) ist mit einer Bilanzsumme von rund 350 Mrd EUR ein relativ kleiner Markt (zum Vergleich: die Bilanzsumme der in Österreich tätigen Banken betrug Ende 2003 rund 605 Mrd EUR), er ist jedoch ein Wachstumsmarkt. Der niedrige Grad der Bankenintermediation (rund ein Drittel des westeuropäischen Vergleichswertes) zusammen mit höherem Wirtschaftswachstum lässt für die Banken in den zentral- und osteuropäischen Ländern (CEE) in den kommenden Jahren ein starkes Wachstumspotenzial erwarten.

Überdurchschnittliche Wachstumschancen, höhere Zinsmargen als in Westeuropa wie auch Restrukturierungspotenziale veranlassten westeuropäische Banken zu massiven Investitionen in den CEE-Bankensektor. Derzeit werden schätzungsweise rund 70% des CEE-Bankenmarktes von westlichen Bankkonzernen kontrolliert. Österreichische Banken engagierten sich frühzeitig in den CEE-Ländern und gehören heute zu den bekanntesten westeuropäischen Banken in der Region (Marktanteil in der Region rund 22%). Die fortschreitende CEE-Expansion hatte bereits in den Jahren 2002 und 2003 positive Auswirkungen auf die Ertragskraft des konsolidierten österreichischen Bankensektors.

Die positiven Meldungen über den CEE-Bankenmarkt lassen jedoch oft die Risikopotenziale außer Betracht. Als bedeutendste Risikoquellen im zentral- und osteuropäischen Bankenmarkt gelten makroökonomische Ungleichgewichte, die Gefahr steigender Wechselkursvolatilität, Kreditrisiko, die Intensivierung des Wettbewerbs sowie politische Risiken.

1 Überblick

Mit einer Bilanzsumme von rund 350 Mrd EUR ist der zentral- und osteuropäische Bankenmarkt¹ nach wie vor ein relativ kleiner Markt (zum Vergleich: die Bilanzsumme der in Österreich tätigen Banken betrug Ende 2003 rund 605 Mrd EUR). Der Markt wird von westeuropäischen Banken dominiert, der Marktanteil der ausländisch kontrollierten Banken in der CEE-Region liegt bei rund 70%. Im Zuge des Aufholprozesses der CEE-Staaten war und ist die Hoffnung auf rasches Wachstum und

höhere Erträge einer der wesentlichen Beweggründe für den Einstieg ausländischer Investoren in den zentral- und osteuropäischen Bankenmarkt.

Tabelle 1 zeigt den derzeitigen Profitabilitätsvorteil des CEE-Bankensektors gegenüber dem westeuropäischen Bankensektor. Mit Ausnahme von Polen (die schwierige konjunkturelle Situation hatte höhere Kreditausfälle zur Folge) lag die Rentabilität in den meisten zentral- und osteuropäischen Ländern deutlich höher als in den EU-Ländern.

Tabelle 1

Ausgewählte Kennzahlen von zentral- und osteuropäischen Bankenmärkten Ende 2003

	Eigenkapitalrendite nach Steuern in %	Aufwand/Ertrag- Relation	Solvabilitäts- koeffizient	Wachstum Kundenforderungen
Tschechische Republik	23,7	52,7	14,5	11,8
Ungarn	17,6	61,2	12,0	34,7
Polen	6,2	68,6	13,7	9,3
Slowakische Republik	13,0	67,1	22,4	14,3
Slowenien	12,8	62,5	11,6	13,8
Kroatien ¹	16,3	54,5	16,0	13,5
EU-Banken ²	10,7	65,7	12,4	4,0

Quelle: Nationale Zentralbanken, BA-CA (2004).

¹ Daten für Kroatien: Jänner bis September 2003.

² EU-Banken: Gewichteter Durchschnitt von 27 Großbanken (BA-CA EU-Großbankenanalyse 2003).

Wissenschaftliche
Begutachtung:

Zoltan Walko,

Abteilung für die Analyse
wirtschaftlicher Ent-
wicklungen im Ausland.

¹ Zum zentral- und osteuropäischen Bankenmarkt (CEE-Bankenmarkt) zählen hier die Länder Bosnien-Herzegowina, Bulgarien, Kroatien, die Tschechische Republik, Ungarn, Mazedonien, Polen, Rumänien, Serbien-Montenegro, die Slowakische Republik und Slowenien.

1.1 Gute Marktstellung der österreichischen Großbanken

Die schwache Ertragslage im Inland (Preiswettbewerb, Volumendenken), die räumliche Nähe und historische Verbindungen sowie überdurchschnittliche Wachstums- und Ertragspotenziale waren die wesentlichen Gründe für das frühzeitige Engagement österreichischer Banken in Zentral- und Osteuropa. OeNB-Schätzungen zufolge werden derzeit rund 22% des zentral- und osteuropäischen Bankvermögens (ohne Russland) von österreichischen Bankkonzernen (inklusive Bank Austria Creditanstalt – BA-CA) kontrolliert. Österreichische Banken sind damit – deutlich vor Italien und Belgien – der größte Investor

im zentral- und osteuropäischen Bankensektor. Erste Bank, BA-CA und Raiffeisen Zentralbank (RZB) zählen zu den aktivsten westeuropäischen Banken in den CEE-Ländern.²

Die Erste Bank gehört über ihre Tochterbanken zu den größten Akteuren in der Tschechischen Republik (Česká spořitelna), in der Slowakischen Republik (Slovenská sporiteľňa), in Kroatien (Riječka Banka) und – durch die Übernahme der Postabank – auch in Ungarn.

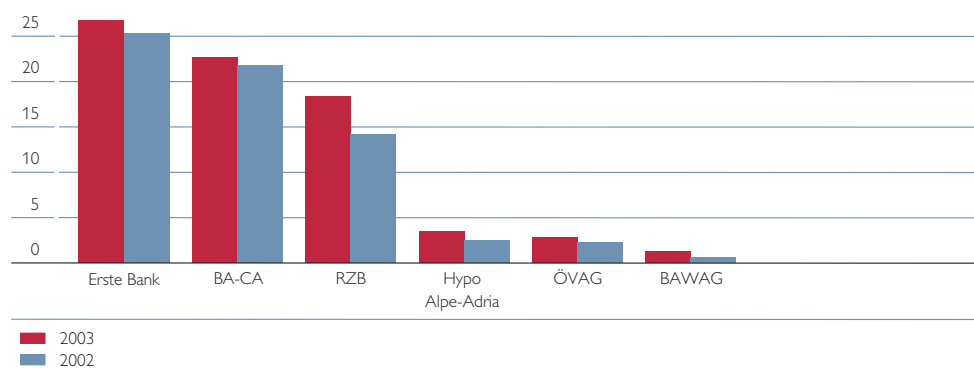
Die BA-CA hält über ihre Töchter wesentliche Marktanteile in Polen (Bank BPH), Kroatien (Splitska banka) und Bulgarien (Biochim) und ist darüber hinaus in sieben weiteren CEE-Ländern mit Tochterbanken vertreten.

Grafik 1

CEE-Bilanzsumme österreichischer Bankkonzerne

in den Jahren 2002 und 2003

in Mrd EUR



Quelle: Geschäftsberichte der jeweiligen Kreditinstitute, OeNB.

Die RZB besitzt einen sehr bekannten Markennamen in den CEE-Ländern und hält wesentliche Marktanteile in der Slowakischen Republik (Tatra banka), in Kroatien, Serbien, Rumänien, Bosnien-Herzegowina und in Albanien. Mit Tochterbanken in 15 Ländern hat die RZB das umfangreichste Vertriebsnetzwerk aller

westeuropäischen Banken in Osteuropa.

Umfangreichere CEE-Aktivitäten werden auch von der ÖVAG (Tochterbanken in acht CEE-Ländern), der Hypo Alpe-Adria Bank (HAAB, vor allem in Kroatien) und der BAWAG (Slowakische Republik, Tschechische Republik, Ungarn) betrieben.

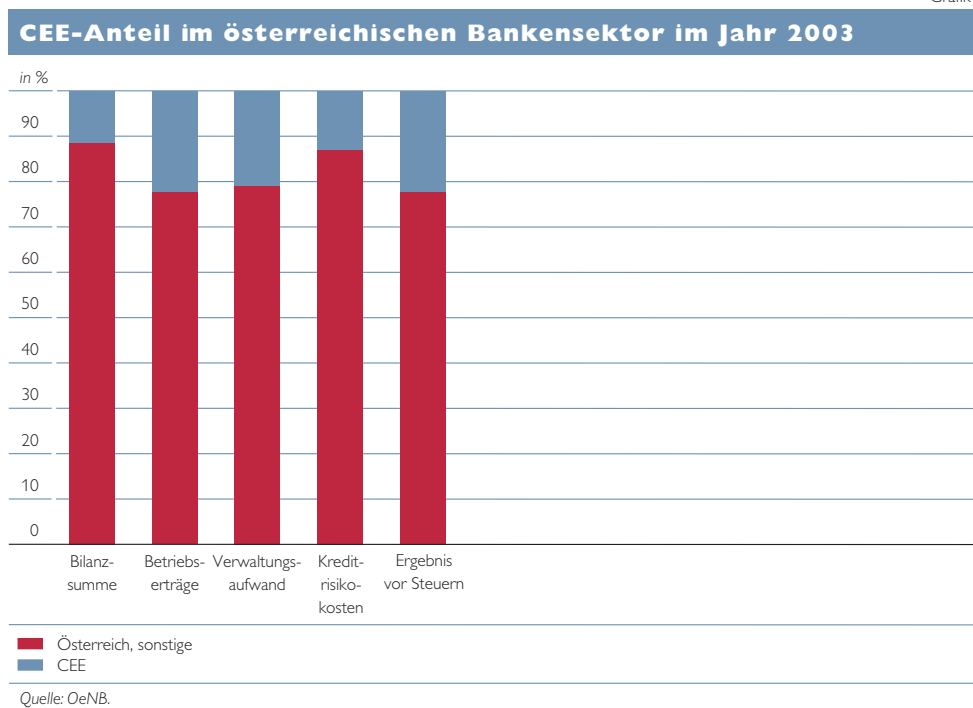
² Die mit Abstand wichtigsten CEE-Märkte für die österreichischen Banken sind derzeit die Tschechische Republik, die Slowakische Republik, Ungarn, Polen, Slowenien und Kroatien. Die Bilanzsumme dieser Bankenmärkte lag Ende 2003 bei rund 310 Mrd EUR.

1.2 Wesentlicher Ergebnisbeitrag aus den CEE-Ländern

Die fortschreitende CEE-Expansion hatte bereits in den Jahren 2002 und 2003 positive Auswirkungen auf die Ertragskraft des konsolidierten öster-

reichischen Bankensektors. Obwohl Ende 2003 nur rund 12% der konsolidierten Bilanzsumme auf CEE-Segmente entfielen, wurden bereits 23% des Vorsteuerergebnisses in der Region erwirtschaftet.

Grafik 2



Unterteilt man die Geschäftsaktivitäten der österreichischen Banken nach Regionen, so liegt derzeit die Rentabilität der CEE-Aktivitäten im Vergleich zum reinen Österreichgeschäft deutlich höher. Der Return on Assets (ROA – Gesamtkapitalrentabilität – Vorsteuerergebnis/Bilanzsumme) im CEE-Segment lag im Jahr 2003 mit 1,1% deutlich über jenem des Österreichgeschäfts (0,5%). Höhere Margen, geringere Kreditrisikokosten sowie Kosteneinsparungen nach umfangreichen Restrukturierungsmaßnahmen waren die wesentlichen Gründe für die höhere Profitabilität. Das signifikante CEE-Exposure dürfte wesentlich dazu beigetragen haben, dass österreichische Banken die konjunkturell schwierigen Jahre zwischen

2001 und 2003 besser überstanden haben als deutsche Banken.

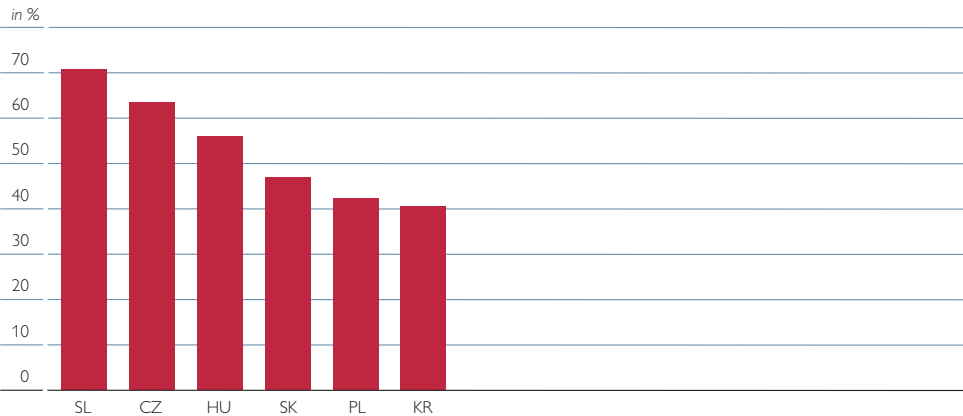
Wird der Ertragsvorteil des zentral- und osteuropäischen Bankensektors mittelfristig weiter bestehen?

Die Osteuropaexperten der österreichischen Banken sind überzeugt, dass in den kommenden Jahren weiterhin hohe Erträge in den CEE-Ländern erzielt werden können und begründen ihre positiven Wachstums- und Ertragsaussichten mit drei Argumenten:

- *Wirtschaftswachstum*: Niedrige Ausgangsniveaus sowie der EU-Beitritt sollten in den nächsten Jahren in den CEE-Ländern ein höheres Wirtschaftswachstum als in Westeuropa ermöglichen.

Grafik 3

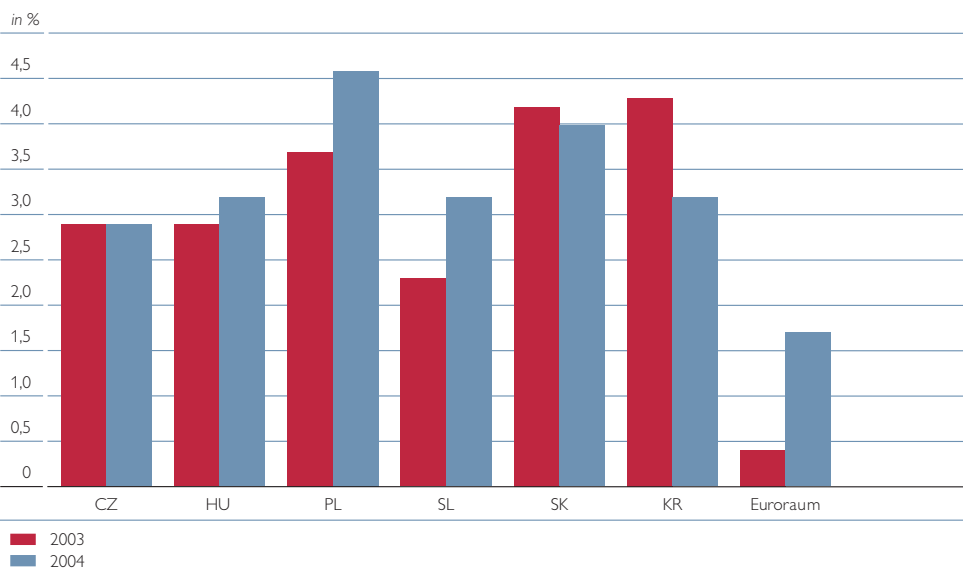
BIP pro Kopf in zentral- und osteuropäischen Ländern im Verhältnis zur EU-15 (in Kaufkraftparitäten)



Quelle: Eurostat, Europäische Kommission.

Grafik 4

Erwartetes reales BIP-Wachstum in den Jahren 2003 und 2004¹



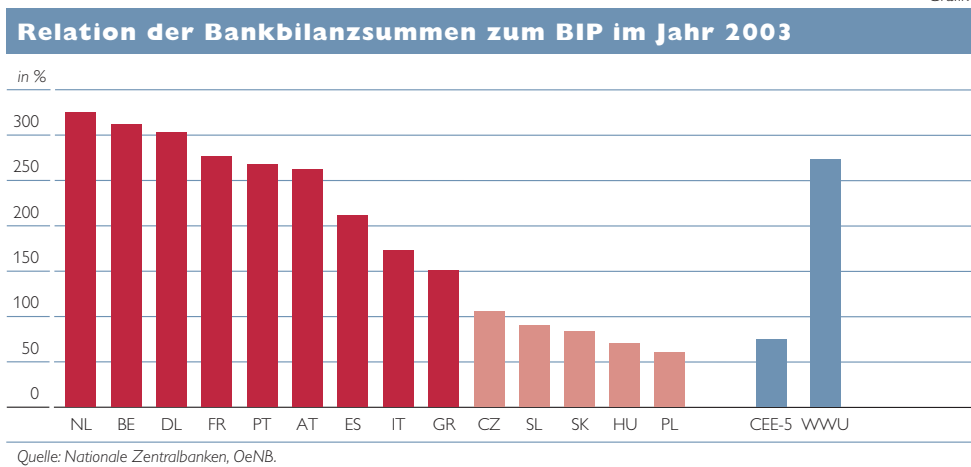
Quelle: Eurostat, Europäische Kommission.

¹ 2004: Prognosedaten.

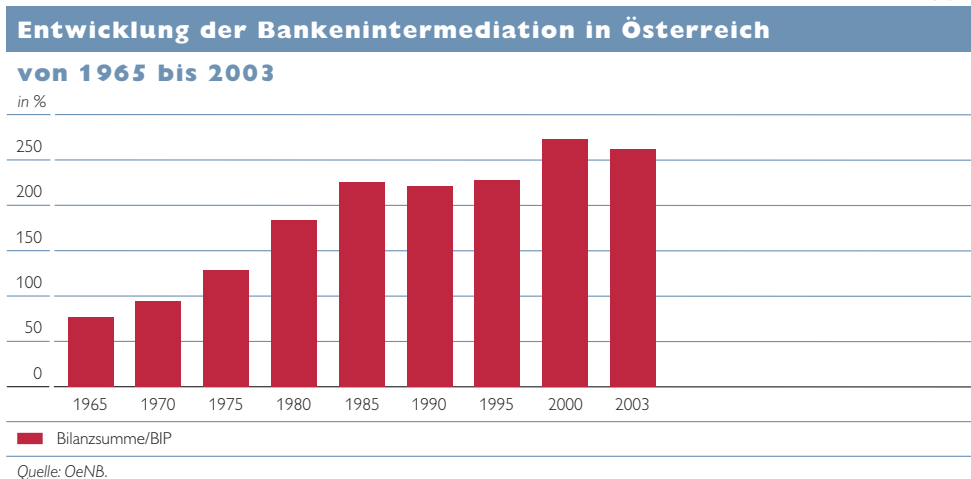
– *Niedriger Grad der Bankenintermediation:* Die Intermediation des Bankwesens (gemessen in Bankbilanzsumme/BIP) in den CEE-Ländern beträgt im Durchschnitt etwa 74%; das ist weniger als ein Drittel des im Euroraum gemessenen Wertes und entspricht dem Stand Österreichs Mitte der Sechzigerjahre. Dieser Umstand, ge-

paart mit höherem Wirtschaftswachstum, wie auch die Liquiditätsreserven in den Bilanzen (die Kundeneinlagen sind deutlich höher als die vergebenen Kredite) sollten den Banken in den CEE-Ländern auch in den kommenden Jahren starkes Wachstumspotenzial bieten.

Grafik 5



Grafik 6



- *Höhere Zinsmargen:* Neben erfolgreichen Restrukturierungsmaßnahmen, die meistens nach dem Kauf durch eine westeuropäische Bank durchgeführt wurden, waren die deutlich höheren Zinsmargen ein wesentlicher Grund für die Ertragsvorteile der CEE-Banken. Zwar wird allgemein erwartet, dass sich die Zinsmargen in den CEE-Ländern aufgrund zunehmender Konkurrenz sowie geringerer Länderrisikoaufschläge dem EU-Durchschnitt annähern werden, umstritten bleibt aber, wie rasch die Angleichung vor sich gehen wird. Einige Experten vertreten zurzeit sogar die Meinung,

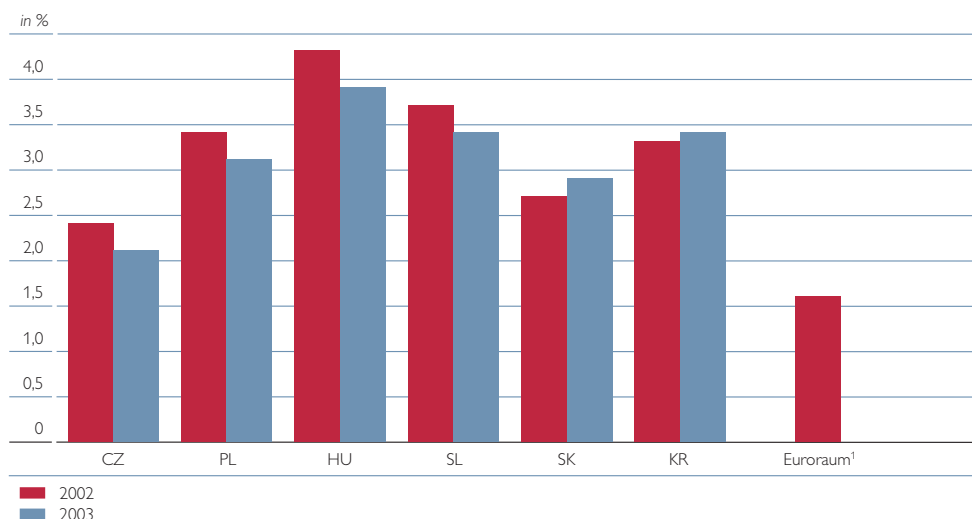
dass der Margenvorteil in den CEE-Ländern mittelfristig aufrechterhalten werden kann, wobei argumentiert wird, dass die Margen aufgrund mangelnder Erfahrungswerte bei Kreditausfällen und eines dadurch höheren Kreditrisikos theoretisch höher sein müssten. Die Marktbereinigung sei in den meisten CEE-Ländern relativ weit fortgeschritten und der Bankkonzentrationsgrad im Durchschnitt höher als in der EU; die Zinsmargen hätten sich bereits in den vergangenen Jahren rascher an den EU-Durchschnitt annähern müssen. Die Theorie, dass ein Margenvor-

teil im gesamten CEE-Raum mittelfristig bewahrt werden kann, scheint jedoch zweifelhaft. Die Nettozinsmargen waren bereits in den Jahren 2002 und 2003 in den meisten CEE-Ländern rückläufig. Dass der Margenrückgang weniger stark als erwartet ausfiel, war vor allem auf Umschichtungen im Kreditportfolio zurückzuführen (der Anteil von Privatkundenkrediten mit höheren Margen

stieg, der Anteil von Interbankforderungen und Krediten an große Unternehmen war rückläufig). Zusätzlichen Druck auf die Zinsmargen könnte auch ein verstärkter Wettbewerb ausüben. Zumindest in den neuen EU-Mitgliedstaaten dürften die Eintrittsbarrieren aufgrund des „European single passport regime“ für neue Wettbewerber künftig deutlich niedriger sein.³

Grafik 7

Entwicklung der Nettozinsmargen im Verhältnis zur Bilanzsumme



■ 2002
■ 2003

Quelle: Nationale Zentralbanken, EZB (2003a).

¹ Aggregierte Daten für das Jahr 2003 sind für den Euroraum noch nicht verfügbar.

Wo liegen die Risiken?

Die positiven Meldungen über den CEE-Bankenmarkt lassen häufig jene Risikopotenziale außer Betracht, die dem starken Wachstum und den hohen Erträgen gegenübergestellt werden müssen.

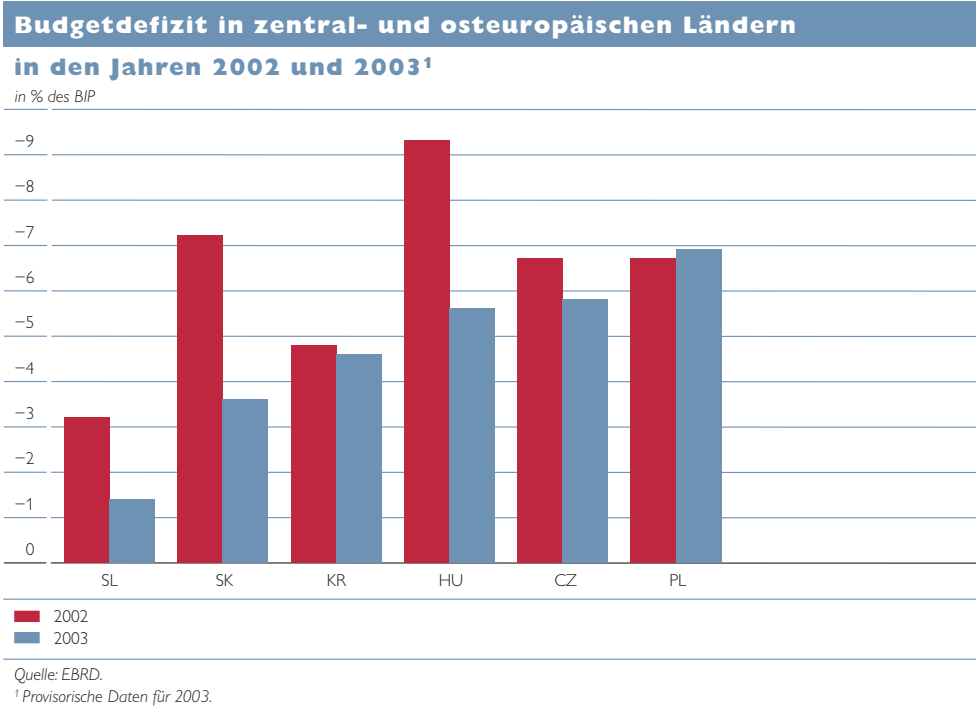
– *Makroökonomische Ungleichgewichte:* Die meisten Länder in der CEE-Region sind mit hohen Budget- und teilweise auch hohen Leistungsbilanzdefiziten (Zwillingsdefizit) konfrontiert und so

mit sehr stark von der Bereitschaft ausländischer Investoren, diese Defizite zu finanzieren, abhängig.

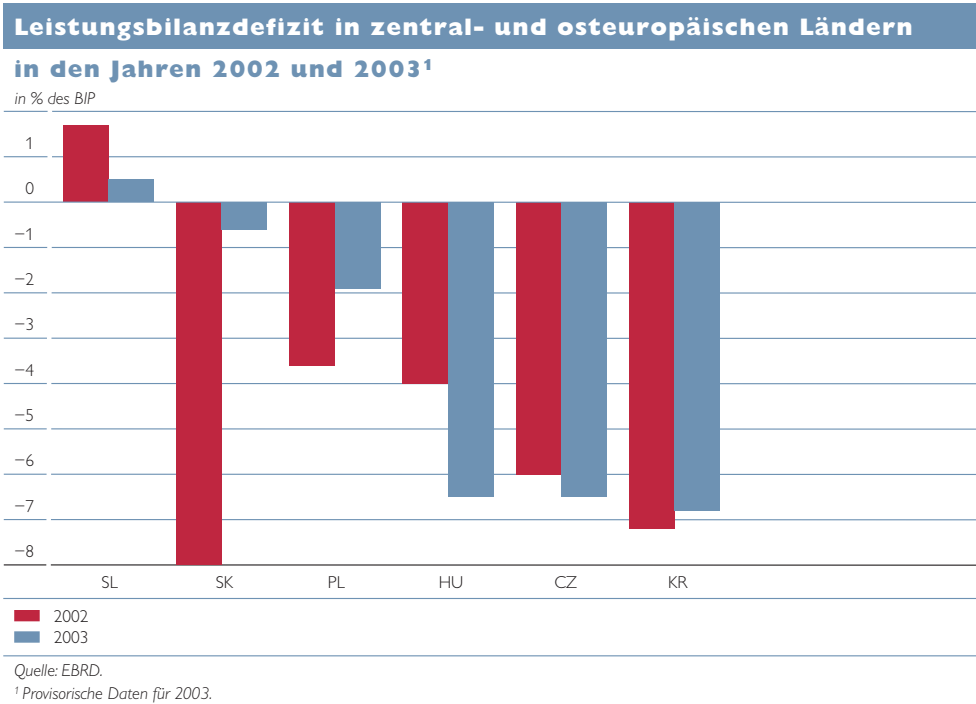
– *Wechselkursvolatilität:* Zwillingsdefizite sowie das Einschwenken in ein restriktives Währungsband im Vorfeld der Euro-Anbindung könnten zentral- und osteuropäische Währungen zum Gegenstand von Spekulationen werden lassen. Zwar ergeben sich aus der künftigen Teilnahme der Beitrittsländer am WKM II und den mit der

³ Unter dem „European single passport regime“ kann jede in einem EU-Mitgliedstaat registrierte Bank in einem anderen EU-Land ohne besonderen formalen Aufwand Filialen eröffnen.

Grafik 8



Grafik 9



EU-Mitgliedschaft verbundenen wirtschaftspolitischen Richtlinien gewisse Stabilisierungseffekte, die Angriffe gegen die westeuropäischen Währungen Anfang der

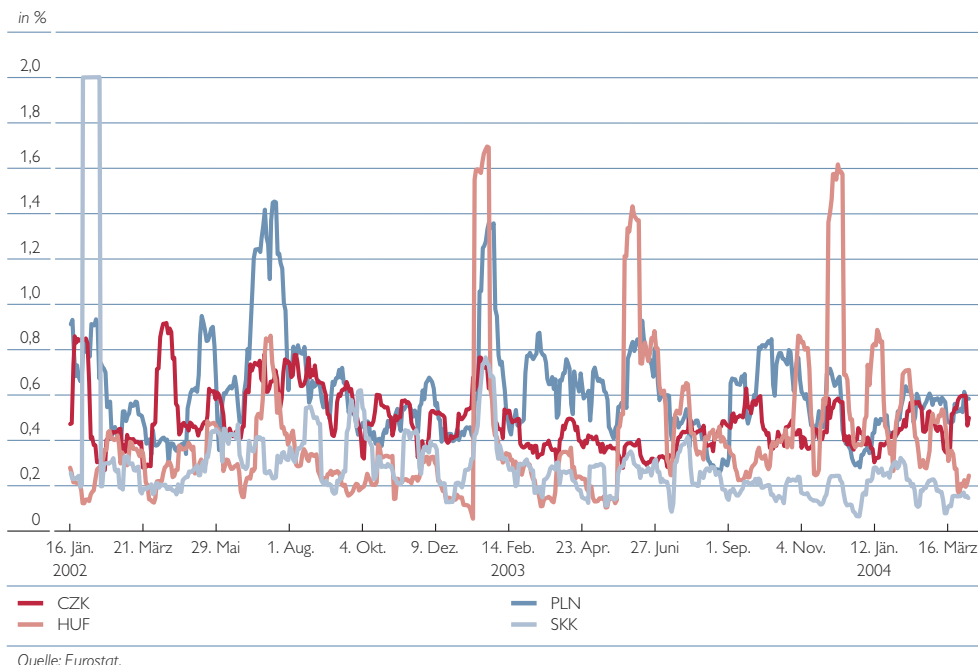
Neunzigerjahre müssen in diesem Zusammenhang aber in Erinnerung bleiben. So verursachten im Jahr 2003 schwache Wirtschaftsdaten, aber auch falsche wirt-

schaftspolitische Maßnahmen, eine deutliche Zunahme der Volatilität beim ungarischen Forint und polnischen Zloty (der ungarische Forint wurde im Jahr 2003 gegenüber dem Euro um 11%, der polnische Zloty um 17% abgewertet). In diesem Zusammenhang sind

auch die Währungsrisiken zu erwähnen, die sich aus der steigenden Nachfrage nach Fremdwährungskrediten – vor allem in den Ländern, in denen das Zinsniveau deutlich über dem EU-Durchschnitt liegt wie in Ungarn oder Polen – ergeben.⁴

Grafik 10

Volatilität von Wechselkursen zentral- und osteuropäischer Währungen (10-Tages-Standardabweichungen der täglichen Kursveränderungen)



– *Kreditrisiko:* Der Anteil der notleidenden Kredite (non-performing loans, NPLs) am Kreditvolumen ist in den CEE-Ländern im Durchschnitt deutlich höher als in Westeuropa.⁵ Allerdings stammen die hohen NPL-Ratios meist noch aus der Zeit der wirtschaftlichen Anpassungsprozesse in den Neunzigerjahren. Tatsächlich lag die Neubildung der Nettorisikovor-

sorgen in vielen CEE-Ländern in den Jahren 2000 bis 2003 deutlich unter dem EU-Durchschnitt. So musste insbesondere in Ungarn, in der Tschechischen Republik (in den Jahren 2002 und 2003) sowie in der Slowakischen Republik (die Wertberichtigungsaufösungen waren hier größer als die Neubildungen) ein deutlich geringerer Anteil des Betriebsergebnis-

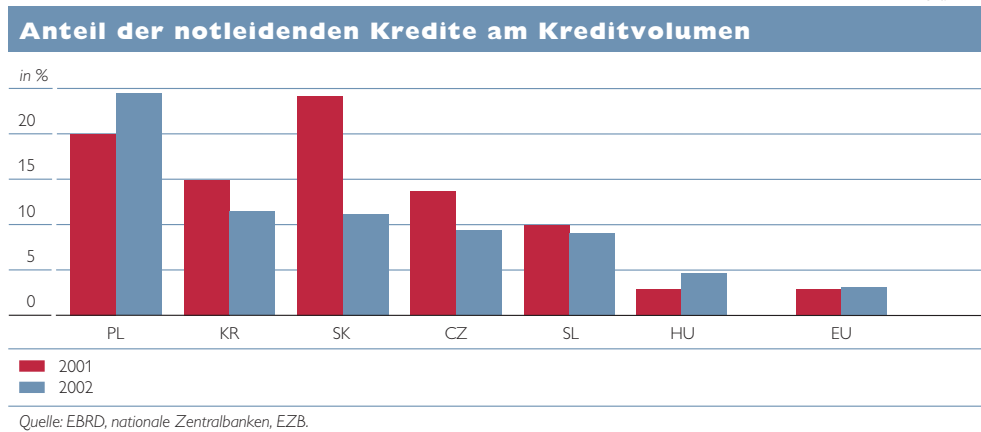
⁴ Über die CEE-Tochterbanken wirkt das Wechselkursrisiko auch stark auf die österreichischen Mutterbanken. Die österreichischen Konzerne fokussieren ihre Fremdwährungs-Hedgingstrategien auf die erwarteten Gewinne in den CEE-Einheiten. Das bevorzugte Instrument zur Absicherung der Gewinne der CEE-Tochterbanken gegen Währungsschwankungen sind Fremdwährungsswaps.

⁵ Die NPL-Ratios sind aufgrund unterschiedlicher nationaler Definitionen nur eingeschränkt vergleichbar.

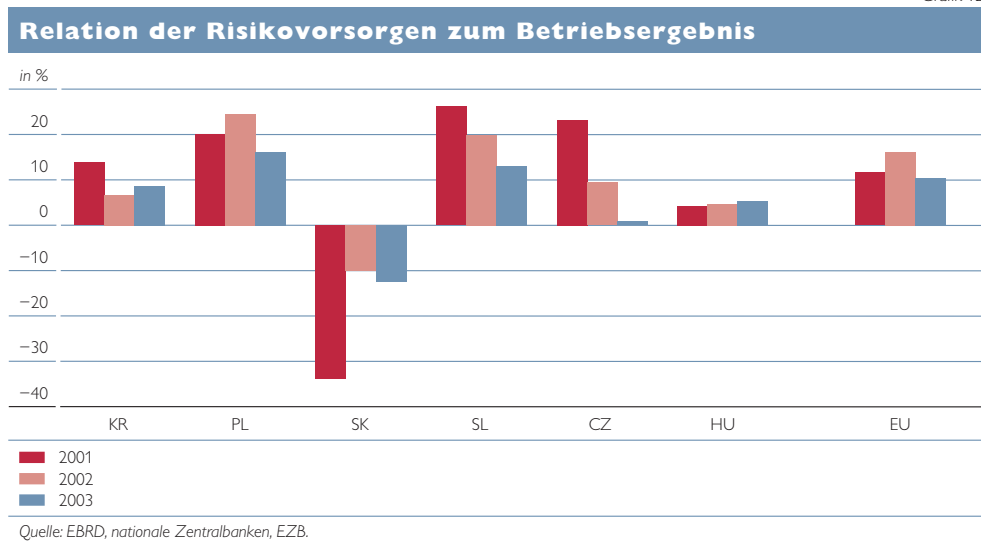
ses für Kreditrisikovorsorgen aufgewendet werden. Trotz der relativ geringen Kreditrisikokosten der letzten Jahre muss kritisch hinterfragt werden, ob die relativ neuen und ungeprüften Kreditrisi-

kosysteme der CEE-Banken einen allfälligen Kreditboom bewältigen können oder ob hohe Kreditausfälle die unvermeidbare Folge starker Kreditvolumenausweitung sein werden.

Grafik 11



Grafik 12



- *Zunehmende Konkurrenz:* Es erhebt sich die Frage, ob weitere westliche Banken – von Wachstums- und Ertragspotenzialen angezogen – in die Region expandieren und den Wettbewerb intensivieren (derzeit sind z. B. keine Banken des Vereinigten Königreichs in den CEE-Ländern präsent). Werden die Margen dadurch schneller als prognostiziert fallen? Die Ein-

trittsbarrieren sind zumindest in den neuen EU-Mitgliedstaaten seit Anfang Mai 2004 deutlich gesunken. Nunmehr kann jede in einem EU-Mitgliedstaat lizenzierte Bank in den neuen Mitgliedstaaten ohne örtliche Banklizenz Filialen eröffnen (*European single passport regime*).

- *Häufige Regierungswechsel, politische Instabilität:* Generell waren

in vielen zentral- und osteuropäischen Ländern Regierungen deutlich kürzer im Amt als in der EU, was einerseits auf relativ fragmentierte Parteienlandschaften mit vielen populistischen Parteien (und folglich wenig stabilen Koalitionen), andererseits auf die Tendenz seitens der Wähler, die Regierungsparteien nach nur

einer Amtszeit abzuwählen, zurückzuführen war. Es bleibt abzuwarten, ob durch den EU-Beitritt dieser Trend noch verstärkt wird und Parteien mit nur geringer Budgetdisziplin zu Regierungseteiligungen kommen. So konnten z. B. in Polen in den letzten Monaten radikale Oppositionsparteien starken Wählerzulauf verzeichnen.

Tabelle 2

Anzahl der Regierungen seit dem Jahr 1993

Lettland	12	Slowenien	7
Litauen	12	Slowakische Republik	6
Estland	9	Tschechische Republik	5
Polen	8	Ungarn	5

Quelle: The Economist vom 11. März 2004

2 Die Bankenmärkte in ausgewählten CEE-Ländern

2.1 Ungarn

Die Bilanzsumme der in Ungarn tätigen Banken beträgt rund 51 Mrd EUR; Ende 2003 waren 218 Banken registriert. Ein Großteil der Banken (rund 180) sind kleine Genossenschaftsbanken, die insgesamt gesehen nur sehr geringe Bedeutung haben (Marktanteil rund 7%).⁶

Der Intermediationsgrad in Ungarn liegt mit rund 69% etwas unter dem CEE-Durchschnitt (74%), der Konzentrationsgrad (Marktanteil der fünf größten Banken) liegt bei rund 57%. Auch in Ungarn spielen ausländische Banken eine wichtige Rolle. Nach der Privatisierung der Postabank und der Konzumbank werden rund 82% des ungarischen Bankvermögens von ausländischen Banken

kontrolliert. Allerdings ist die mit Abstand größte ungarische Bank (OTP) nach wie vor unabhängig und fast vollständig in Privatbesitz.⁷

Der ungarische Bankenmarkt konnte in den vergangenen Jahren ein massives Kreditwachstum verzeichnen (laut Mitteilung des PSZAF betrug das Kreditwachstum im Jahr 2003 im privaten Sektor 66%). Getrieben wurde das Wachstum von der Einführung der staatlich geförderten Wohnbaufinanzierung im Jahr 2001. Schätzungen von Vertretern der Bankenindustrie zufolge entfallen rund 70% der Kreditnachfrage von privaten Haushalten auf staatlich geförderte Wohnbaufinanzierungen. Ungarn ist damit das einzige CEE-Land, in dem die Erträge aus Wohnbaukrediten einen wesentlichen Beitrag zum Gesamtergebnis des Bankensektors beisteuern.⁸ Aufgrund von

⁶ Die Zahlen über den ungarischen Bankensektor für das Jahr 2003 basieren überwiegend auf Mitteilungen der ungarischen Finanzmarktaufsicht (PSZAF).

⁷ Die OTP ist börsennotiert und steht im Eigentum des Managements und ausländischer Finanzinvestoren. Zu erwähnen ist, dass der ungarische Staat nach wie vor einen „golden share“ hält, mit dem Mehrheitsbeschlüsse der Hauptversammlung blockiert werden können (d. h. ein Verkauf der OTP ist an die Zustimmung des ungarischen Staats gebunden).

⁸ Siehe „The Economist“ vom 21. August 2003 (House party).

budgetären Problemen (die laufenden Kosten des Programms beliefen sich auf rund 1% des BIP) wurden die staatlichen Förderungen für Wohnbaukredite stark gekürzt. Da bereits Monate vorher mit dieser Maßnahme gerechnet wurde, kam es zu Vorzieheffekten. Die Nachfrage nach geförderten Wohnbaukrediten stieg dadurch im Jahr 2003 nochmals an. Das Kreditgeschäft mit Großkunden und ausländischen Konzernen ist stark umkämpft und von sinkenden Margen gekennzeichnet. Für ungarische Klein- und Mittelbetriebe ist es nach wie vor schwierig, Bankkredite zu bekommen.

Für das Jahr 2004 wird aufgrund der Änderung der Förderungsbedingungen bei den Wohnbaukrediten

und des gestiegenen inländischen Zinsniveaus mit einer deutlichen Abschwächung des Wachstums bei Privatkrediten gerechnet. Die ungarischen Banken versuchen, durch Einführung neuer Produkte, unter anderem auch von Fremdwährungskrediten, die Nachfrage bei Konsumentenkrediten anzukurbeln. Aus der verstärkten Nachfrage nach Fremdwährungskrediten – insbesondere von privaten Haushalten – könnten nicht unerhebliche Risiken für den ungarischen Bankensektor entstehen.

Der ungarische Bankensektor ist ausreichend kapitalisiert (die durchschnittliche Solvabilität liegt bei 12,0%) und war in den letzten Jahren sehr profitabel (ROA vor Steuern lag im Jahr 2003 bei rund 1,8%).

Tabelle 3

Ausgewählte Kennzahlen des ungarischen Bankensektors

	1999	2000	2001	2002
Anzahl der Banken ¹	43	42	41	38
davon Auslandsbanken	29	33	31	27
Bilanzsummenanteil privater Banken in %	92,2	92,3	90,9	89,2
Anteil der notleidenden Kredite in %	4,4	3,1	2,9	4,6
Inlandskredite an Private in % des BIP	25,8	30,2	31,5	34
Börsenkapitalisierung in % des BIP	36,4	25,8	19,2	17,4
EBRD-Index zur Bankenreform (von 1 bis 4+)	4,0	4,0	4,0	4,0

Quelle: EBRD.

¹ Ohne Berücksichtigung der Genossenschaftsbanken.

Wie bereits erwähnt, ist die OTP (Bilanzsumme rund 11 Mrd EUR) die mit Abstand wichtigste Bank in Ungarn. Sie zählt zu einer der größten und profitabelsten Banken in der CEE-Region und akquirierte in den letzten Jahren auch Banken in der Slowakischen Republik und in Bulgarien (die OTP gewann das Bieterrennen um die bulgarische DSK gegen die Erste Bank). Die zweitgrößte Bank in Ungarn ist die K&H Bank (wird von der belgischen KBC und der nie-

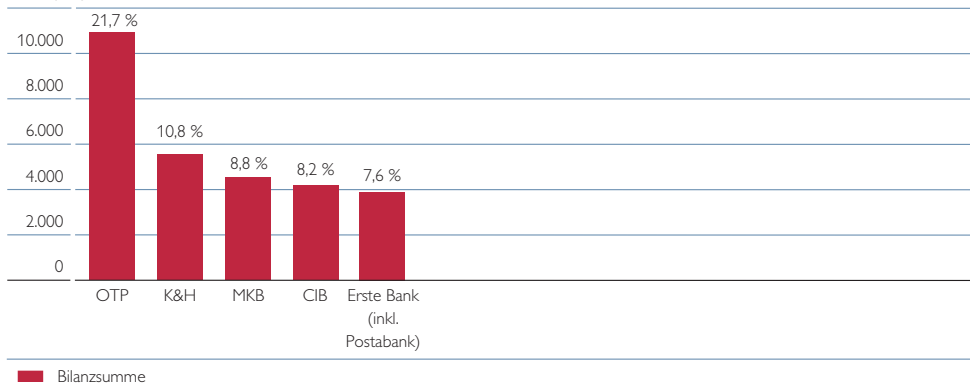
derländischen ABN-Amro kontrolliert). Die MKB wird von der Bayerischen Landesbank (die BAWAG hält einen Minderheitsanteil), die CIB von der italienischen Intesa dominiert. Durch den Kauf der Postabank im Oktober 2003 (Kaufpreis: 400 Mio EUR) konnte die Erste Bank ihren Marktanteil deutlich ausbauen, unter Zurechnung der Postabank hält die Erste Bank einen Marktanteil von rund 8%.

Grafik 13

Bilanzsumme und Marktanteil der fünf größten

ungarischen Banken im Jahr 2003

in Mio EUR



Quelle: Ungarische Finanzmarktaufsicht (PSZAF), OeNB-Schätzungen.
 Anmerkung: Prozentangaben beziehen sich auf Marktanteile.

Österreichische Banken kontrollieren rund 20% des ungarischen Bankenmarktes

Zurzeit sind sieben österreichische Banken in Ungarn aktiv. Der Marktanteil der österreichischen Kreditinstitute liegt insgesamt bei rund 20% (inklusive Postabank). Nach dem Kauf der Postabank ist die Erste Bank nunmehr die größte österreichische Bank in Ungarn (fünftgrößte Bank des Landes, Marktanteil rund 8%). Die Raiffeisen Bank Ungarn konnte im laufenden Jahr die HVB Bank Ungarn überholen und ist nun knapp vor dieser die sechstgrößte Bank des Landes (Marktanteil rund 6%). Umfangreiche Bankaktivitäten werden auch von der Volksbank und der Porschebank in Ungarn betrieben. Die Bank Burgenland, die erst kürzlich eine Tochterbank in Sopron gründete, und das Bankhaus Samesch & Cie AG sind mit sehr kleinen Einheiten auf dem ungarischen Markt vertreten (die

Bilanzsummen bei beiden Banken liegen unter 12 Mio EUR). Mit Ausnahme der Volksbank erzielen alle großen österreichischen Banken in Ungarn deutlich höhere Renditen als auf dem inländischen Markt.

Im Mai 2004 wurde von einem Konsortium, bestehend aus der Wiener Börse und österreichischen Großbanken, die Aktienmehrheit an der Budapester Börse erworben.

Die RZB-Tochter war im Jahr 2003 die erfolgreichste österreichische Bank in Ungarn. Die Raiffeisen Bank Ungarn konnte nicht nur ein starkes Kreditwachstum, sondern auch eine überdurchschnittlich hohe Eigenkapitalrentabilität (Return on Equity – ROE 27,5%) erzielen. Die Rentabilität der Tochterbanken von BA-CA und Erste Bank lag ungefähr im ungarischen Marktdurchschnitt, die Profitabilität der Volksbankentochter war hingegen eher schwach.

Tabelle 4

Kennzahlen ausgewählter österreichischer Tochterbanken

in Ungarn Ende 2003

	HVB Bank Ungarn	Raiffeisen Bank Ungarn	Erste Bank Ungarn	Volksbank Ungarn
<i>in Mio EUR</i>				
Bilanzsumme	2.799	3.189	2.072	583
Veränderung zum Vorjahr in %	+14,3	+37,9	+14,0	+20,7
Gewinn nach Steuern	42	54	14	1
Veränderung zum Vorjahr in %	+18,7	+49,4	+102,2	+139,6
<i>in %</i>				
Eigenkapitalrendite ¹	15,1	27,5	18,3	3,3
Aufwand/Ertrag-Relation	50,7	49,6	68,5	84,4

Quelle: BA-CA, Erste Bank, RZB, ÖVAG.

¹ Angaben zur Eigenkapitalrendite bei HVB Bank Ungarn und Erste Bank Ungarn nach Steuern, bei Raiffeisen Bank Ungarn und Volksbank Ungarn vor Steuern.

2.2 Tschechische Republik

Mit einer Bilanzsumme von rund 80 Mrd EUR ist der tschechische Bankenmarkt der zweitgrößte in den CEE-Ländern. Nimmt man die Bilanzsumme in Relation zum BIP als Maßstab, so hat die tschechische Wirtschaft mit 105% einen deutlich höheren Bankenintermediationsgrad als die anderen CEE-Länder (Ausnahme Kroatien). Der Konzentrationsgrad (Marktanteil der fünf größten Banken) liegt mit 66% ebenfalls über dem CEE-Durchschnitt.⁹ Die größten Banken des Landes befinden sich ausnahmslos im Eigentum westeuropäischer Bankkonzerne, der Vermögensanteil der ausländischen Banken am gesamten tschechischen Bankvermögen liegt geschätzt bei ungefähr 90%.

Nach der Bankenkrise von 1999/2000 und der darauf folgenden Gründung der staatlichen Konsolidierungsagentur CCA wurden die großen staatlichen Banken im Jahr 2000 erfolgreich an ausländische Bankengruppen verkauft. Entscheidend für die erfolgreiche Privatisierung waren umfangreiche Garantien der CCA. So wurde den ausländischen Bankengruppen das Recht eingeräumt, inner-

halb einer zweijährigen Frist jene Kredite, die sich zum Übernahmzeitpunkt in schlechten Rating-Kategorien befanden, in die CCA auszulagern (*ringfence agreement*).

Bereits im Jahr 2002, wie auch im Folgejahr, konnte der tschechische Bankensektor wieder hohe Gewinne erzielen (einer Mitteilung der tschechischen Notenbank zufolge lag der ROA nach Steuern im Jahr 2003 bei 1,2%) und wies mit 14,4% (vorläufiger Wert für das Jahr 2003) eine sehr gute Eigenmittelausstattung auf.

Die Auslagerung der Problemkredite in die CCA bewirkte vor allem im Jahr 2002 einen starken Rückgang des Kreditvolumens, der auch zu einer Verbesserung der Qualität des Kreditportfolios führte (die NPL-Ratio verminderte sich dadurch von 19,4% auf 9,4%). Im Jahr 2003 kam es zu Zusammenbrüchen von zwei kleinen Banken, die aber keine Auswirkungen auf die Finanzmarktstabilität hatten (Union banka, Plzeňská banka).

Tschechische Banken sind nach wie vor sehr restriktiv bei der Vergabe von Privatkrediten. Die Bilanzen der tschechischen Großbanken sind tendenziell überliquid (die Einlagen sind

⁹ Angaben über die Performance des tschechischen Bankensektors im Jahr 2003 basieren überwiegend auf Informationen der Česká národní banka (ČNB – Tschechische Nationalbank).

Tabelle 5

Ausgewählte Kennzahlen des tschechischen Bankensektors

	1999	2000	2001	2002
Anzahl der Banken	42	40	38	37
davon Auslandsbanken	27	26	26	26
Bilanzsummenanteil privater Banken in %	76,9	71,8	96,2	95,4
Anteil der notleidenden Kredite in %	21,5	19,3	13,7	9,4
Inlandskredite an Private in % des BIP	42,3	36,6	24,3	20,0
Börsenkapitalisierung in % des BIP	22,3	20,9	15,3	21,0
EBRD-Index zur Bankenreform (von 1 bis 4+)	3,0	3,0	3,0	3,0

Quelle: EBRD.

deutlich höher als das Kreditvolumen), der Anteil der inländischen Privatkredite am BIP ist einer der niedrigsten in der gesamten Region.¹⁰ Nach wie vor ist ein großer Anteil der Einlagen in niedrig verzinste Staatsanleihen investiert, Ziel der nächsten Jahre wird es sein, die Gelder von den Staatsanleihen in Kredite an Private umzuleiten. Um das Vertrauen der Banken in den privaten Sektor zu stützen, wurde im November 2002 von der ČNB eine Großkreditevidenz gegründet. Zusätzlich wurde ein staatlich gefördertes Wohn-

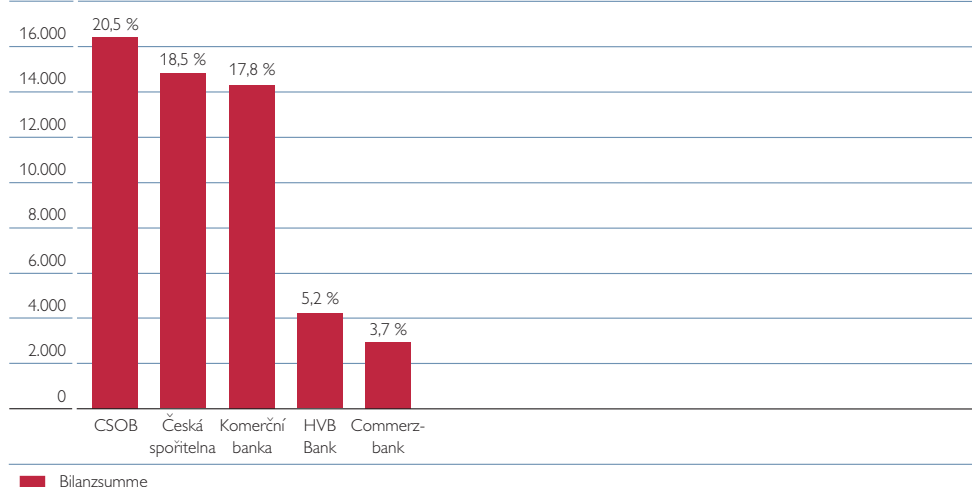
baufinanzierungsprogramm ins Leben gerufen.

Vorläufige Zahlen der ČNB für das Jahr 2003 deuten, insbesondere bei privaten Haushalten, auf eine Belebung der Kreditnachfrage hin. Während die Kreditforderungen gegenüber Unternehmen auf dem Niveau von 2002 stagnierten, kam es bei den Krediten an private Haushalte – von niedrigem Niveau ausgehend – zu deutlichen Steigerungen (+35%). Insgesamt konnten die Kreditforderungen an Nichtbanken im Jahr 2003 um rund 11% ausgeweitet werden.

Grafik 14

Bilanzsumme und Marktanteil der fünf größten tschechischen Banken im Jahr 2003

in Mio. EUR



■ Bilanzsumme

Quelle: Česká národní banka, OeNB-Schätzungen.

Anmerkung: Prozentangaben beziehen sich auf Marktanteile.

¹⁰ Standard & Poor's schätzt den Anteil privater Hypothekarkredite am BIP in der Tschechischen Republik Ende 2003 auf 7% bis 8%, im Euroraum lag der Anteil Ende 2003 bei ungefähr 34%.

Der tschechische Bankensektor wird von drei Banken dominiert. Mit der Übernahme der im Juni 2000 vor dem Zusammenbruch stehenden Großbank IPB wurde die CSOB zum Marktführer (Marktanteil 21%). Die CSOB steht zu 82% im Eigentum der belgischen KBC. Zweitgrößte Bank des Landes ist die ehemalige staatliche Sparkasse Česká spořitelna (Marktanteil 19%), Hauptaktionär (98%) ist die Erste Bank. Fast gleichauf mit der Česká spořitelna liegt die Komerční banka, sie wird von der französischen Société Générale (Anteil 60%) kontrolliert. Mit deutlichem Abstand folgen die tschechische BA-CA-Tochter, die HVB-Bank sowie die tschechische Tochter der Commerzbank.

Marktanteil der österreichischen Banken bei rund 30%

Derzeit sind fünf österreichische Banken mit eigenen Töchtern auf dem tschechischen Bankenmarkt präsent, ihr Anteil am Gesamtmarkt (auf Basis der Bilanzsumme) beträgt schätzungsweise rund 30%.

Die mit Abstand größte und profitabelste Bank ist die Erste Bank-Tochter Česká spořitelna. Mit einem ROE von 23,7% (2003) hat die tschechische Tochterbank auch große Bedeu-

tung für die Ertragskraft des gesamten Erste Bank-Konzerns. Im Jahr 2003 wurden rund 35% des Konzernergebnisses von der Česká spořitelna erwirtschaftet.

Die HVB ist die viertgrößte Bank des Landes und spezialisiert sich vor allem auf das Firmenkundengeschäft und Leasingfinanzierungen. Die Profitabilität der Tochter ist mit einem ROE von 11,6% relativ gering.

Die RZB konnte im Jahr 2003 bei ihrer Tochter Raiffeisenbank a.s. die Ergebnisse zwar deutlich steigern, die Rentabilität lag aber mit einem ROE von 12,1% unter dem Marktdurchschnitt. Zusätzlich wird vom Raiffeisenkonzern in der Tschechischen Republik mit der Raiffeisen Stavebni sporitelna eine Wohnbank betrieben.

Eine kleine, aber in den letzten Jahren stark expandierende Einheit, wird von der Volksbank betrieben. Die Volksbank Prag wurde bereits im Jahr 1993 gegründet und konzentriert sich vor allem auf Klein- und Mittelbetriebe und Infrastrukturfinanzierungen. Seit der Übernahme der Interbanka im September 2003 (die Anteile wurden von der Bayerischen Landesbank gekauft) ist auch die BAWAG auf dem tschechischen Bankenmarkt tätig.

Tabelle 6

Kennzahlen ausgewählter österreichischer Tochterbanken

in der Tschechischen Republik Ende 2003

	Česká spořitelna	HVB Prag S.A.	Raiffeisenbank a.s.	Volksbank Prag
<i>in Mio EUR</i>				
Bilanzsumme	17.095	4.072	1.847	587
Veränderung zum Vorjahr in %	+3,6	+3,2	+5,3	+14,5
Gewinn nach Steuern	241	41	6	4
Veränderung zum Vorjahr in %	+26,3	+16,6	+187,5	+220,9
<i>in %</i>				
Eigenkapitalrendite ¹	23,7	11,6	12,1	19,5
Aufwand/Ertrag-Relation	60,9	54,2	79,0	84,7

Quelle: BA-CA, Erste Bank, RZB, ÖVAG.

¹ Angaben zur Eigenkapitalrendite bei Česká spořitelna und HVB Prag S. A. nach Steuern, bei Raiffeisen a.s. und Volksbank Prag vor Steuern.

2.3 Slowakische Republik

Mit 18 Banken und einer kumulierten Bilanzsumme von rund 24 Mrd EUR¹¹ ist der slowakische Bankensektor in seiner Größe vergleichbar mit jenen Kroatiens und Sloweniens. Der Intermediationsgrad lag Ende 2003 bei 83%. Nach der Bankenkrise von 1999/2001 ist der Bankensektor fast vollständig privatisiert, rund 96% des slowakischen Bankvermögens befinden sich im Eigentum ausländischer Bankengruppen. Nach der Marktberreinigung der letzten Jahre ist der Bankenmarkt in der Slowakischen Republik stark konzentriert, ungefähr 68% des Marktes werden von den fünf größten Kreditinstituten kontrolliert.¹²

Durch die Ausgliederung notleidender Kredite in eine staatliche Konsolidierungsagentur (zwischen 1999 und 2001 wurden ungefähr 112 Mrd Slowakische Kronen, das entspricht rund 13% des BIP, transferiert) sowie den anschließenden Verkauf der Banken an ausländische Bankkonzerne, aber auch durch massive Kosteneinsparungen, konnte der slowakische Bankensektor im Jahr 2002 die Krise überwinden (die erfolgreiche Restrukturierung des Bankensektors wurde auch vom IWF lobend erwähnt).

Die konsolidierten Zahlen zeigten bereits im Jahr 2002 eine starke Verbesserung der Kreditqualität (der Anteil der notleidenden Kredite konnte im Jahr 2002 von 24% auf 11% reduziert werden), im Jahr 2003 wurde die NPL-Ratio weiter auf 9,1% gesenkt.

Auffallend ist die hohe Eigenmitelausstattung, mit einem Solvabili-

täts-Koeffizienten von 22% ist der slowakische Bankensektor mehr als ausreichend kapitalisiert. Die im Jahr 2002 wieder verbesserte Profitabilität wurde im Jahr 2003 nochmals gesteigert, die Gesamtkapitalrentabilität (ROA nach Steuern) erhöhte sich von 1,1% auf 1,2%. Anzumerken ist, dass die Profitabilitätszahlen des slowakischen Bankensektors in den Jahren 2002 und 2003 auch durch Auflösungen von Kreditrisikovorsorgen positiv beeinflusst wurden.

Ähnlich wie der tschechische Bankensektor sind auch die slowakischen Banken zurzeit mit sehr viel Liquidität ausgestattet. Bei den slowakischen Großbanken sind die Kundeneinlagen im Durchschnitt etwa mehr als doppelt so hoch wie die vergebenen Kredite. Die größten Kreditinstitute bemühen sich, durch verstärkte Marketingaktivitäten und das Anbieten neuer Produkte die private Kreditnachfrage anzukurbeln.

Laut vorläufigen Statistiken der slowakischen Notenbank konnten die Kredite an Nichtbanken im Jahr 2003 um rund 14% ausgeweitet werden. Während die Unternehmenskredite im Wesentlichen auf dem Niveau des Jahres 2002 blieben, konnte man im Jahr 2003 bei den Krediten an private Haushalte starke Steigerungen erzielen (+39%). Die Kreditnachfrage der privaten Haushalte konzentrierte sich – wie auch im Jahr 2002 – auf geförderte Wohnbaukredite. Allerdings waren im Jahr 2003 aufgrund gesunkener Kreditzinsen auch bei Konsumentenkrediten und bei Kreditkartenkrediten starke Steigerungen zu verzeichnen.

¹¹ Diese Zahl berücksichtigt auch die Auslandsfilialen der tschechischen CSOB in der Slowakischen Republik. Unter Ausklammerung der CSOB-Filialen würde die Bilanzsumme des slowakischen Bankensektors rund 21 Mrd EUR betragen.

¹² Die verwendeten Zahlen stammen überwiegend aus Informationen der Národná banka Slovenska (NBS – Slowakische Nationalbank).

Tabelle 7

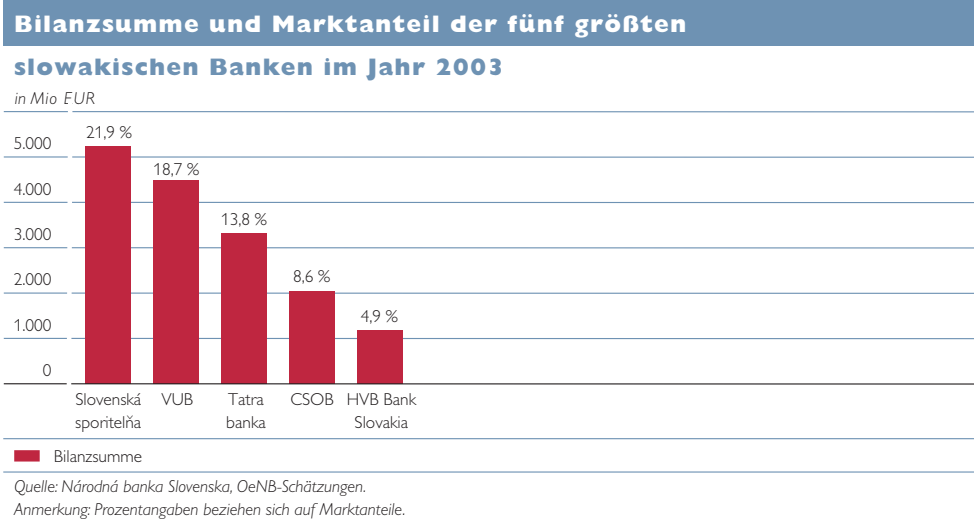
Ausgewählte Kennzahlen des slowakischen Bankensektors				
	1999	2000	2001	2002
Anzahl der Banken	25	23	19	18
davon Auslandsbanken	11	14	13	15
Bilanzsummenanteil privater Banken in %	49,3	50,9	95,1	97,1
Anteil der notleidenden Kredite in %	32,9	26,2	24,3	11,2
Inlandskredite an Private in % des BIP	40,5	37,6	27,6	25,2
Börsenkapitalisierung in % des BIP	3,8	3,9	3,3	7
EBRD-Index zur Bankenreform (von 1 bis 4+)	2,7	3,0	3,3	3,3

Quelle: EBRD.

Im Jänner 2001 kaufte die Erste Bank um 411 Mio EUR 87,2% der slowakischen Großsparkasse Slovenská sporiteľňa (die Beteiligung wurde kurz darauf durch Verkauf von 20% an die EBRD auf 67% reduziert).¹³ Mit einem Marktanteil von rund 22% ist die Slovenská sporiteľňa die größte Bank in der Slowakischen Republik. Der zweite große Akteur

auf dem Markt ist die VUB, sie wird zu 95% von der italienischen Intesa kontrolliert. Die RZB hält über ihre Tochter, die Tatra banka, rund 14% des slowakischen Bankenmarktes. Die CSOB (gehört zur tschechischen CSOB) ist im Eigentum der belgischen KBC, die ING ist die slowakische Tochterbank des gleichnamigen niederländischen Finanzkonzerns.

Grafik 15



Österreichische Banken kontrollieren über 40% des Bankenmarktes

Zurzeit sind fünf österreichische Banken in der Slowakischen Republik tätig. Die österreichischen Banken sind die mit Abstand größten Investoren im slowakischen Bankensektor,

rund 40% der Bilanzsumme werden von ihnen kontrolliert.

Bei der Erste Bank-Tochter Slovenská sporiteľňa wurden im Jahr 2002 die Restrukturierung und die vollständige Eingliederung in den Konzern abgeschlossen. Operativ konnten auch im Jahr 2003 deutliche Fort-

¹³ Im Mai 2004 wurden die restlichen Staatsanteile von der Erste Bank um 72 Mio EUR erworben, die Beteiligung wurde dadurch auf 80% aufgestockt.

schritte erzielt werden, die Aufwand/Ertrag-Relation verbesserte sich von 66,8% auf 51,9%. Der Jahresüberschuss konnte um 121% auf 66 Mio EUR gesteigert werden, der ROE erreichte mit 19,2% einen hervorragenden Wert. Die Bank konnte im Jahr 2003 ein starkes Kreditwachstum verzeichnen, das Kreditvolumen konnte im Vergleich zum Vorjahr um 50% ausgeweitet werden. Dass die Bilanzsumme nur um 2,9% anstieg, war auf die Reduzierung im Interbankgeschäft zurückzuführen.

Die Tatra banka konnte ebenfalls im Jahr 2003 ihr Kreditvolumen deutlich ausweiten. Sowohl das operative Ergebnis als auch der Gewinn nach Steuern waren aber, von hohem

Niveau ausgehend, leicht rückläufig. Die Profitabilität der slowakischen RZB-Tochter war mit einem ROE von 19,4% nach wie vor sehr gut.

Die BA-CA-Tochter HVB Bank Slovakia (sechstgrößte Bank des Landes) konnte sowohl das Kreditportfolio als auch die Bilanzsumme im Jahr 2003 deutlich steigern. Allerdings waren die Gewinne (operativ und Periodenüberschuss) rückläufig. Der ROE lag mit nur 10% unter den auf dem slowakischen Bankenmarkt durchschnittlich erzielten Größen.

Relativ kleine Tochterbanken werden von der ÖVAG (Ľudová Banka) und der BAWAG (Istrobanka) betrieben.

Tabelle 8

Kennzahlen ausgewählter österreichischer Tochterbanken

in der Slowakischen Republik Ende 2003

	Slovenská sporiteľňa	HVB Bank Slovakia	Tatra banka	Ľudová Banka
in Mio EUR				
Bilanzsumme	5.060	1.185	3.316	661
Veränderung zum Vorjahr in %	+2,9	+20,0	+13,6	-4,6
Gewinn nach Steuern	66	15	48	7
Veränderung zum Vorjahr in %	+124,9	-17,7	-13,1	+30,2
in %				
Eigenkapitalrendite ¹	19,2	10,0	19,4	9,1
Aufwand/Ertrag-Relation	51,9	53,2	64,0	79,0

Quelle: BA-CA, Erste Bank, RZB, ÖVAG.

¹ Angaben zur Eigenkapitalrendite bei Slovenská sporiteľňa und HVB Bank Slovakia nach Steuern, bei Tatra banka und Ľudová Banka vor Steuern.

2.4 Polen

Polen ist der mit Abstand größte, aber auch der am härtesten umkämpfte und aufgrund der schwierigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen zurzeit unprofitabelste Bankenmarkt in den CEE-Ländern. Die konsolidierte Bilanzsumme der polnischen Banken lag Ende 2003 bei umgerechnet 111 Mrd EUR (das sind rund 32% der gesamten CEE-Bilanzsumme), der Intermediationsgrad (Bilanzsum-

me/BIP) erreichte nur 60% und war damit niedriger als der CEE-Durchschnittswert (74%). Die Anzahl der Banken war aufgrund von Übernahmen und Fusionen in den letzten Jahren rückläufig, der Marktanteil der fünf größten Banken lag Ende 2003 bei rund 52%.¹⁴

Die Privatisierung ist in Polen noch nicht so weit fortgeschritten wie in anderen CEE-Ländern, die größte polnische Bank (PKO Bank

¹⁴ Zu den Angaben im Text über den polnischen Bankensektor vergleiche auch „Summary evaluation of the financial situation of Polish banks“, Narodowy Bank Polski (NBP), Juni 2004.

PolSKI, Marktanteil 17%) ist nach wie vor im Staatsbesitz. Die übrigen polnischen Großbanken sind aber ausnahmslos unter der Kontrolle westeuropäischer und amerikanischer Bankkonzerne. Der Auslandsanteil am polnischen Bankvermögen beträgt rund 68%.

Die Verlangsamung des Wirtschaftswachstums (das reale BIP-Wachstum betrug im Jahr 2002 nur 1,2%, erst in der zweiten Jahreshälfte 2003 gab es Anzeichen einer wirtschaftlichen Erholung), die steigende Anzahl von Insolvenzen sowie die rückläufige Kreditnachfrage bei Firmenkunden führten insbesondere im Jahr 2002 zu deutlichen Ergebniseinbußen im polnischen Bankensektor. Die Gewinne der polnischen Banken reduzierten sich im Jahr 2002 um rund ein Drittel (der ROE von 5,8% war einer der niedrigsten in der Region). Trotz leichter Verbesserungen in der zweiten Jahreshälfte blieb die Rentabilität auch im Jahr 2003 auf sehr niedrigem Niveau. Der ROE verbesserte sich im Jahr 2003 nur geringfügig auf 6,2% und lag damit nach wie vor deutlich unter den Vergleichswerten anderer CEE-Länder. Die wirtschaftliche Erholung in Polen hat sich in der ersten Jahreshälfte 2004 fortgesetzt, allgemein wird für 2004 mit deutlichen Ergebniszuwächsen im polnischen Bankensektor gerechnet.

Insolvenzen und Gewinnrückgänge bei Firmenkunden führten im Jahr 2002 zu einer weiteren Verschlechterung der Qualität des Kreditportfolios. Der Anteil der notleidenden Kredite am Kreditvolumen

erhöhte sich Ende 2002 von 17,9% auf 21,1%.¹⁵ Zwar lag Ende 2003 der Anteil der notleidenden Kredite unverändert auf hohem Niveau (20,9%), allerdings weist der niedrigere Netto-Wertberichtigungsaufwand (der Anteil des Netto-Wertberichtigungsaufwands in Prozent des Betriebsergebnisses reduzierte sich im Jahr 2003 von 24,2% auf 15,9%) auf eine Entspannung beim Kreditrisiko hin.

Nach der Stagnation im Jahr 2002 konnte das Kreditwachstum im Jahr 2003 wieder etwas beschleunigt werden (+9%). Angesichts der nach wie vor geringen Kreditdurchdringung (der Anteil der Inlandskredite an Private in Prozent des BIP ist mit 15% nach wie vor einer der niedrigsten in der CEE-Region; der Anteil privater Hypothekarkredite am BIP lag Ende 2003 nur bei rund 4%) waren die Zuwachsraten aber relativ schwach.

Betrachtet man die Entwicklung der Kreditnachfrage nach unterschiedlichen Segmenten, kann eine ähnliche Entwicklung wie in den anderen neuen Mitgliedstaaten beobachtet werden. Während die Kreditnachfrage von Unternehmen nach wie vor sehr verhalten war, kam es bei klassischen Retail-Produkten (wie Hypothekarkrediten, Konsumentenkrediten) zu einer deutlichen Belebung. Die starke Zunahme bei den hypothekarisch besicherten Krediten war auch auf die zunehmende Popularität von Fremdwährungskrediten zurückzuführen.

Mit einer Bilanzsumme von 19,3 Mrd EUR ist die staatliche PKO PB nicht nur die größte Bank Polens, sondern auch der gesamten CEE-Region.

¹⁵ In der Vergangenheit war der NPL-Klassifizierungsstandard der NBP deutlich strenger als jener in anderen Ländern. Aufgrund der umfassenden Kritik von Banken und Investoren wurde Anfang 2004 die NPL-Regel geändert, nunmehr werden Kredite bei einem Zahlungsrückstand von 90 Tagen als NPL klassifiziert. Marktteilnehmer schätzen, dass sich dadurch der NPL-Anteil am Kreditvolumen ungefähr halbieren wird.

Tabelle 9

Ausgewählte Kennzahlen des polnischen Bankensektors

	1999	2000	2001	2002
Anzahl der Banken	77	74	71	62
davon Auslandsbanken	39	47	48	47
Bilanzsummenanteil privater Banken in %	75,1	76,1	75,6	73,4
Anteil der notleidenden Kredite in %	13,3	15	17,9	21,1
Inlandskredite an Private in % des BIP	18,7	18,1	18	15,2
Börsenkapitalisierung in % des BIP	19,9	18,1	13,7	14,3
EBRD-Index zur Bankenreform (von 1 bis 4+)	3,3	3,7	3,7	3,7

Quelle: EBRD, Narodowy Bank Polski.

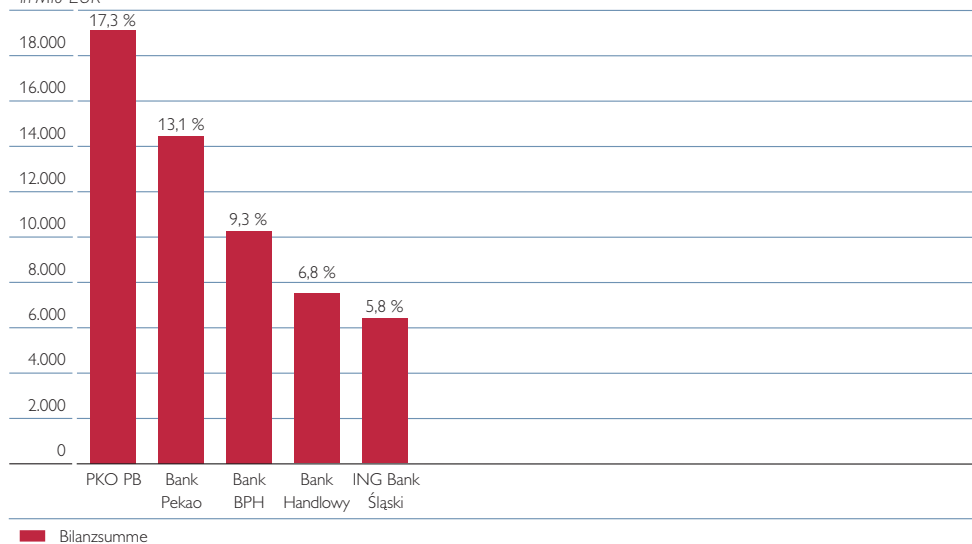
Laut Pressemeldungen sollen rund 30% der PKO PB bis Ende November 2004 privatisiert werden. Allerdings ist es angesichts der politischen Situation mehr als fraglich, ob die Privatisierung wie geplant durchgeführt werden kann. Die börsennotierte Bank Pekao ist die zweitgrößte Bank des Landes und steht zu 53% im Eigen-

tum der italienischen UniCredito. Die BA-CA hält 71% an der drittgrößten polnischen Bank BPH-PBK. Bank Handlowy steht zu 93% im Eigentum der amerikanischen Citibank und ING Bank Śląski wird von der niederländischen Banken- und Versicherungsgruppe ING dominiert (ING hält 88% des Kapitals).

Grafik 16

Bilanzsumme und Marktanteil der fünf größten polnischen Banken im Jahr 2003

in Mio EUR



Quelle: Narodowy Bank Polski, OeNB-Schätzungen.

Anmerkung: Prozentangaben beziehen sich auf Marktanteile.

Relativ geringe Präsenz österreichischer Banken in Polen

Derzeit sind mit BA-CA und RZB nur zwei österreichische Banken in Polen mit eigenen Tochterunternehmen vertreten.

Die BA-CA-Tochter, Bank BPH, hat 3 Millionen Kunden und ein nationales Filialnetzwerk mit besonders starker Marktstellung in Warschau und Krakau. Die Bank BPH notiert an der Warschauer Börse und hatte

zuletzt eine Marktkapitalisierung von 2,6 Mrd EUR. Die Profitabilität der Bank war in den Jahren 2001 und 2002 aufgrund von Merger-Aktivitäten (die HVB-Tochter BPH wurde mit der BA-Tochter PBK fusioniert), der schwachen polnischen Wirtschaft sowie hoher Kreditausfälle stark beeinträchtigt. Im Jahr 2003 konnten infolge von Sanierungsmaßnahmen (u. a. wurde der Mitarbeiterstab in den letzten Jahren um 28% reduziert) und niedrigen Risikokosten, aber auch durch den Verkauf von Finanzanlagen Ergebnisverbesserungen erzielt werden. Der Gewinn nach Steuern konnte im Jahr 2003 um 35% gesteigert werden, allerdings war der ROE mit 7,4% nach wie vor mäßig. Zusätzlich zur Bank BPH hält die

BA-CA noch Anteile der HypoVer-einsbank Polen, die aber nur eine untergeordnete Rolle spielt. Die Anteile an der Gornoslaski Bank wurden von der BA-CA im Jänner 2004 um 50 Mio EUR an die Getin Holding (polnische Finanzholding) verkauft.

Trotz ihrer vergleichsweise geringen Größe besitzt die Raiffeisen Bank Polen (RZB-Tochter) vor allem im Raum Warschau einen bekannten Markennamen und konnte dadurch in einem schwierigen Marktumfeld das Kreditvolumen im Jahr 2003 um 16% ausweiten. Die Gewinnsituation ist ebenfalls gut, das Nachsteuerergebnis konnte deutlich gesteigert werden (von 2,7 Mio auf 17,6 Mio EUR), der ROE lag bei 15,9%.

Tabelle 10

**Kennzahlen ausgewählter österreichischer Tochterbanken
 in Polen Ende 2003**

	Bank BPH	Raiffeisen Bank Polen
	in Mio EUR	
Bilanzsumme	9.345	1.859
Veränderung zum Vorjahr in %	-9,1	+19,3
Gewinn nach Steuern	81	18
Veränderung zum Vorjahr in %	+35,4	+537,2
	in %	
Eigenkapitalrendite ¹	7,4	15,9
Aufwand/Ertrag-Relation	66,6	77,8

Quelle: BA-CA, RZB.

¹ Angaben zur Eigenkapitalrendite bei Bank BPH nach Steuern, bei Raiffeisen Bank Polen vor Steuern.

2.5 Slowenien

Die Summe des slowenischen Bankvermögens lag Ende 2003 bei rund 21 Mrd EUR. Setzt man die Bilanzsumme der Banken in Relation zum BIP, ergibt sich ein relativ hoher Intermediationsgrad von rund 90%. Aufgrund der Dominanz der Nova Ljubljanska banka (NLB) – Marktanteil 34%, der mit Abstand größten Bank Sloweniens – ergibt sich ein sehr hoher Konzentrationsgrad, auf die fünf größten Banken des Landes ent-

fallen 66% der Bankaktiva. Im Vergleich zu den anderen CEE-Ländern fallen der sehr hohe Staatsanteil (fast 50% des Bankensektors befinden sich nach wie vor im Staatseigentum) und der geringe Einfluss ausländischer Banken auf. Nur 19% des slowenischen Bankvermögens befinden sich im Mehrheitseigentum ausländischer Banken. Ein etwas höherer Auslandsanteil ergibt sich, wenn man die Anteilsrechte betrachtet, insgesamt halten ausländische Bankengruppen

Tabelle 11

Ausgewählte Kennzahlen des slowenischen Bankensektors				
	1999	2000	2001	2002
Anzahl der Banken	31	28	24	22
davon Auslandsbanken	5	6	5	6
Bilanzsummenanteil privater Banken in %	57,8	57,5	51,1	51,4
Anteil der notleidenden Kredite in %	x	6,5	6,9	6,9
Inlandskredite an Private in % des BIP	38	38,7	40,4	41
Börsenkapitalisierung in % des BIP	11,8	13,7	14,7	19,1
EBRD-Index zur Bankenreform (von 1 bis 4+)	3,3	3,3	3,3	3,3

Quelle: EBRD, Banka Slovenije.

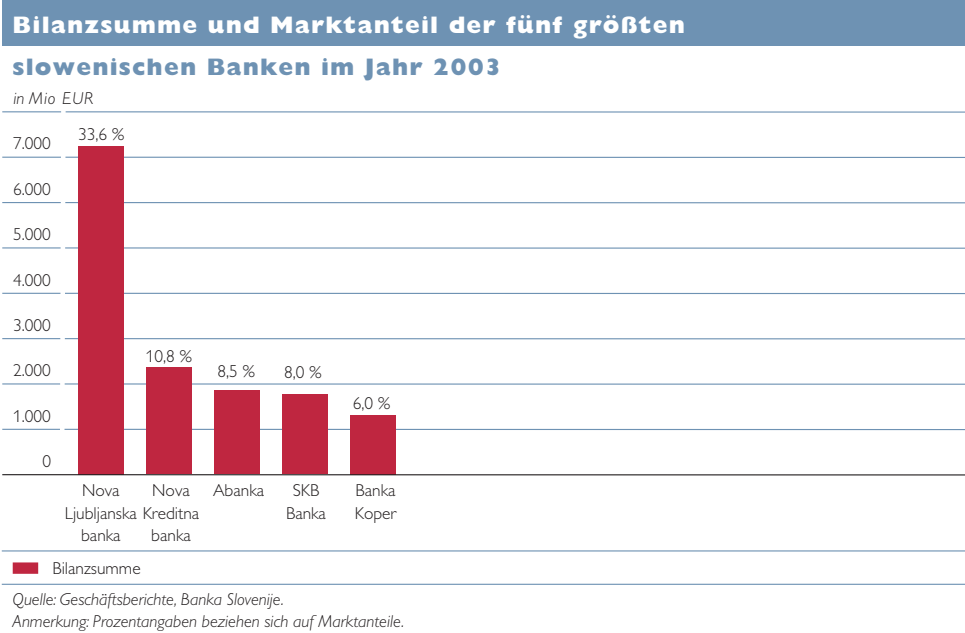
rund 34% des Eigenkapitals des slowenischen Bankenmarktes.¹⁶

Wichtig für das Verständnis des slowenischen Bankensystems ist die Tatsache, dass Slowenien bis heute von einer Bankenkrise verschont blieb (was auch der wesentliche Grund für den hohen Staatsanteil sein dürfte). Anders als in anderen Ländern der Region wies die Nachfrage privater Firmen und Haushalte nach Krediten und Leasing dadurch eine langfristig kontinuierliche Aufwärtsentwicklung auf. Der Anteil inländischer Privat-

kredite am BIP war Ende 2002 mit 41% einer der höchsten in der CEE-Region.

Die Kreditqualität ist im Vergleich zu anderen CEE-Ländern ebenfalls sehr gut, der Anteil der notleidenden Kredite am gesamten Kreditvolumen war mit 6,5% einer der niedrigsten Werte in Osteuropa (nur Ungarn und Kroatien lagen besser). Im Jahr 2003 mussten nur 13% des Betriebsergebnisses für zusätzliche Risikokosten aufgewendet werden.

Grafik 17



¹⁶ Daten zum slowenischen Bankensektor basieren auf Mitteilungen der slowenischen Notenbank (Banka Slovenije) sowie auf dem IWF-Staff Report zum Financial System Stability Assessment, Update vom April 2004.

Kreditwachstum (+10% in den ersten drei Quartalen 2003), moderate Risikokosten, aber auch sehr hohe Margen (trotz Rückgangs hat Slowenien mit 3,4% nach wie vor eine der höchsten Nettozinsmargen in der Region) waren die wesentlichen Gründe für die relativ gute Profitabilität des slowenischen Bankensektors (ROA 1,0%). Die Eigenmittelausstattung liegt deutlich unter den Vergleichswerten der anderen CEE-Länder, der Solvabilitäts-Koeffizient liegt mit 11,6% nahe am Durchschnitt westeuropäischer Banken (11,2%).

Wie bereits erwähnt ist die Nova Ljubljanska banka mit einem Marktanteil von 33,6% die marktbeherrschende Bank in Slowenien. Eigentümer der NLB sind die KBC (hält 34%) sowie der slowenische Staat (eine weitere Privatisierung ist Pressemeldungen zufolge derzeit nicht in Aussicht). Die zweitgrößte Bank des Landes – die Nova Kreditna banka (Marktanteil 10,8%) – befindet sich im Staatsbesitz. Die Abanka ist ebenfalls mehrheitlich im Staatseigentum. An der SKB Banka (Marktanteil 8,0%) hält die französische Société Générale 99% der Anteile. Die Banka Koper wird von der italienischen San Paulo IMI kontrolliert.

Anteil österreichischer Banken am slowenischen Bankenmarkt bei rund 11%

Derzeit sind die BA-CA, die RZB, die Hypo Alpe-Adria Bank sowie die ÖVAG mit eigenen Tochterbanken in Slowenien vertreten. Die Kärntner Sparkasse ist mit einer Filiale in Slowenien präsent. Die größte österreichische Bank in Slowenien ist die BA-CA d.d. mit einem Marktanteil von 4,3%. Auf die Raiffeisen Krekova banka entfielen per Oktober 2003 2,5%, auf die Hypo Alpe-Adria Bank 1,6%, auf die Volksbank-Ljudska banka 1,3% des Marktes.

Die österreichischen Banken verfolgen in Slowenien eine verstärkte Expansionspolitik (*retail and corporate business*) und betreiben massive Werbung. Die Kreditausweitung der österreichischen Banken lag im Jahr 2003 deutlich über dem Marktdurchschnitt. Allerdings war die Profitabilität der österreichischen Tochterunternehmen in Slowenien relativ gering. Alle österreichischen Banken in Slowenien hatten Ende 2003 einen ROE, der unter dem slowenischen Durchschnittswert lag.

Tabelle 12

Kennzahlen ausgewählter österreichischer Tochterbanken in Slowenien Ende 2003

	BA-CA d.d.	Raiffeisen Krekova banka	Volksbank-Ljudska banka
<i>in Mio EUR</i>			
Bilanzsumme	970	541	303
Veränderung zum Vorjahr in %	+26,7	+32,4	+49,0
Gewinn nach Steuern	7	1	0
Veränderung zum Vorjahr in %	-33,2	-71,9	-10,1
<i>in %</i>			
Eigenkapitalrendite ¹	9,8	1,9	1,7
Aufwand/Ertrag-Relation	59,4	90,8	90,8

Quelle: BA-CA, RZB, ÖVAG.

¹ Angaben zur Eigenkapitalrendite bei BA-CA d.d. nach Steuern, bei Raiffeisen Krekova banka und Volksbank-Ljudska banka vor Steuern.

2.6 Kroatien

Agenturmeldungen¹⁷ zufolge verringerte sich die Anzahl der Banken im Jahr 2003 von 46 auf 40, trotzdem konnte die Bilanzsumme des kroatischen Bankenmarktes um 16% auf 203,8 Mrd Kuna (umgerechnet rund 27 Mrd EUR) gesteigert werden. Der Intermediationsgrad war Ende 2003 mit 107% der höchste in der CEE-Region.

In Kroatien nimmt der private Sektor stärker als in anderen zentral- und osteuropäischen Ländern den Bankensektor für Finanzierungen in Anspruch. Der Anteil von Krediten an private Firmen und Haushalte beträgt in Kroatien 41% des BIP. Nach der Bankenkrise 1998/99 und der folgenden Privatisierung großer staatlicher Banken wird der Bankensektor in Kroatien fast vollständig von westeuropäischen Banken kontrolliert. Insgesamt entfallen rund 91% der Bankaktiva in Kroatien auf Tochterunternehmen ausländischer Banken. Der Konzentrationsgrad (Marktanteil der fünf größten Banken) erreicht mit rund 70% einen sehr hohen Wert.¹⁸

Das kroatische Bankensystem zeichnete sich in den Jahren 2002 und 2003 durch gute Profitabilität (der ROA lag nach drei Quartalen im Jahr 2003 bei 1,6%) und solide Eigenmittelausstattung (Solvabilität 16,0%) aus. Als die größten Gefahren im kroatischen Bankwesen werden das enorme Kreditwachstum, das zu einem beachtlichen Teil durch den Aufbau von Nettoauslandsschulden finanziert wurde, sowie der hohe Fremdwährungsanteil an den Kundeneinlagen (68% per Juli 2003) gesehen.

Die starke Kreditausweitung (2001: +28,5%, 2002: +40,0%) war auf die dynamische Wirtschaftsentwicklung (+5,2% Wirtschaftswachstum im Jahr 2002) und die umfangreichen Liquiditätszuflüsse in das Bankensystem zurückzuführen. Erhebliche, bis Ende 2001 außerhalb des Bankensystems gehaltene Bargeldmengen (vor allem Deutsche Mark), mussten zum Zweck des Euro-Bargeldumtausches auf ein Bankkonto eingezahlt werden. Da die Bevölkerung den größten Teil des eingezahlten Geldes auf den Konten beließ, verfügte der Geschäftsbankensektor plötzlich über mindestens 2 Mrd EUR zusätzlicher Liquidität.

Um die Gefahr einer zu expansiven Kreditausweitung einzudämmen, führte die Hrvatska narodna banka (HNB – Kroatische Nationalbank) Anfang 2003 liquiditätsabschöpfende Maßnahmen ein. Demnach waren die Geschäftsbanken verpflichtet, Wertpapiere der HNB zu kaufen, sobald ihr Kreditwachstum höher als 16% pro Jahr (oder 4% pro Quartal) ist. Durch diese Maßnahme verringerte sich das Kreditwachstum im Jahr 2003 auf rund 16% (2002: 40%). Trotz des Auslaufens der Kreditwachstumsgrenzen per Ende 2003 erwartet die HNB keine wesentliche Beschleunigung des Kreditwachstums im Jahr 2004.

Marktführer in Kroatien ist die Zagrebačka banka (ZABA) mit einem Marktanteil von 24,8%, vor der Privredna banka Zagreb mit 18,0%. Die Zagrebačka banka steht zu 82% (die restlichen Anteile hält die Allianz) im Eigentum der italienischen Unicredito, die Privredna banka Zagreb

¹⁷ Laut Meldung der Austria Presse Agentur vom 24. Juni 2004.

¹⁸ Für die im Text verwendeten Zahlen zum kroatischen Bankensektor siehe insbesondere auch <http://www.hnb.hr/publikac/prezent/ebanking-sector.pdf>.

Tabelle 13

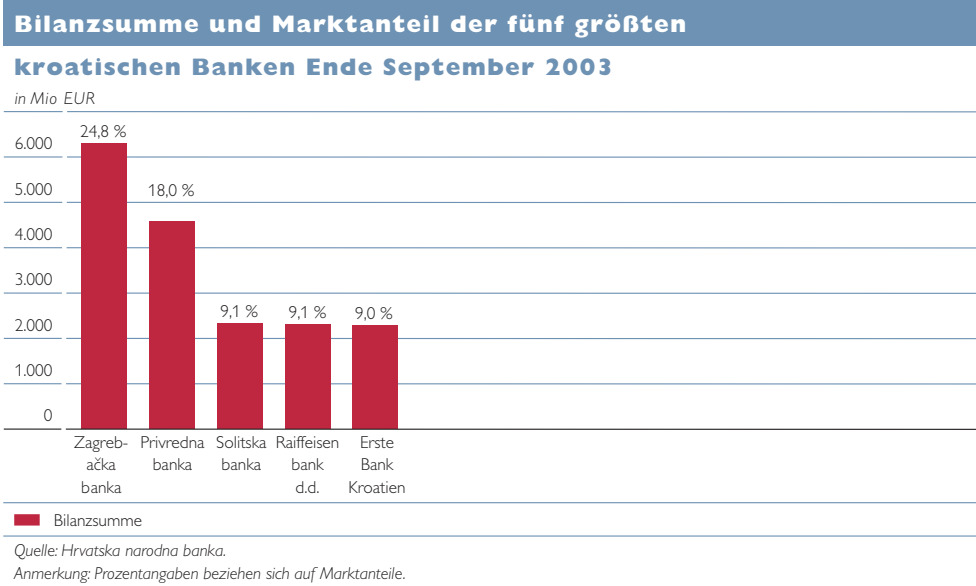
Ausgewählte Kennzahlen des kroatischen Bankensektors				
	1999	2000	2001	2002
Anzahl der Banken	53	43	43	46
davon Auslandsbanken	13	21	24	23
Bilanzsummenanteil privater Banken in %	60,2	94,3	95	96
Anteil der notleidenden Kredite in %	20,6	19,8	15	11,5
Inlandskredite an Private in % des BIP	22,1	27,8	34,2	45
Börsenkapitalisierung in % des BIP	14	14,5	16,8	16,1
EBRD-Index zur Bankenreform (von 1 bis 4+)	3,0	3,3	3,3	3,7

Quelle: EBRD.

gehört der italienischen Intesa (76%). Hinter der Privredna banka Zagreb folgen fast gleichauf vier österreichische Tochterbanken. Auf die BA-CA-Tochter Splitska banka (wurde im dritten Quartal 2003 mit der HVB Croatia verschmolzen) sowie auf die Raiffeisenbank Austria d.d. entfallen je 9,1% des Marktes. Die Erste & Steiermärkische Bank (wurde

im dritten Quartal 2003 mit der Erste Bank-Tochter Rijeka banka fusioniert) hat einen Marktanteil von 9,0%. Die HAAB ist mit der Hypo Alpe-Adria Bank d.d. (Anteil der österreichischen Mutter: 95%) und der Slavonska banka (die HAAB hält 72%) in Kroatien vertreten und beherrscht damit rund 8,9% des kroatischen Bankenmarktes.

Grafik 18



Marktanteil der österreichischen Banken rund 38%

Mit Erste Bank, BA-CA, RZB, HAAB und ÖVAG sind fünf österreichische Bankkonzerne in Kroatien aktiv; ihre Tochterunternehmen kontrollieren schätzungsweise 38% der kroatischen Bankaktiva.

Auch im Jahr 2003 konnten die österreichischen Tochterbanken ihre Bilanzsumme ausweiten. Die außerordentlich hohen Wachstumsraten bei der Erste & Steiermärkische Bank d.d. (Erste Bank Kroatien) und bei der BA-CA Tochter Splitska banka waren auch fusionsbedingt (die Erste Bank fusionierte im dritten Quartal 2003

die Rijeka banka mit der Erste & Steiermärkische Bank, die BA-CA führte ihre beiden Einheiten – HVB Croatia und Splitska banka – zusammen).

Die Ergebnisse des Jahres 2003 zeigen für die Raiffeisenbank Austria d.d. (ROE 22,2%) eine überdurchschnittlich hohe Rentabilität. Mit einem ROE von rund 15% erreichte die Erste Bank-Tochter einen ROE,

der annähernd dem des kroatischen Bankensektors entsprach. Die BA-CA-Tochterbank war im Jahr 2003 weiter auf Expansionskurs (das Vertriebsnetzwerk wurde um 32 Filialen erweitert), der ROE lag mit 12,8% leicht unter dem Marktdurchschnitt. Trotz deutlicher Ergebnisverbesserungen war der ROE bei der Volksbank d.d. unter dem Marktdurchschnitt.

Tabelle 14

Kennzahlen ausgewählter österreichischer Tochterbanken

in Kroatien Ende 2003

	Splitska banka	Erste Bank Kroatien	Raiffeisenbank Austria d.d.	Volksbank d.d.
<i>in Mio EUR</i>				
Bilanzsumme	2.509	2.551	2.446	355
Veränderung zum Vorjahr in %	+66,2	+126,5	+29	+52,1
Gewinn nach Steuern	23	30	22	2
Veränderung zum Vorjahr in %	+71,0	+194,9	+12,9	+46,1
<i>in %</i>				
Eigenkapitalrendite ¹	12,8	14,7	22,2	10,7
Aufwand/Ertrag-Relation	57,3	62,5	64,8	86,7

Quelle: BA-CA, Erste Bank, RZB, ÖVAG.

¹ Angaben zur Eigenkapitalrendite bei Splitska banka und Erste Bank Kroatien nach Steuern, bei Raiffeisenbank Austria d.d. und Volksbank d.d. vor Steuern.

3 Schlussfolgerungen

Der zentral- und osteuropäische Bankenmarkt (ohne Russland) ist mit einer Bilanzsumme von rund 350 Mrd EUR nach wie vor ein relativ kleiner Markt (zum Vergleich: die Bilanzsumme der in Österreich tätigen Banken betrug Ende 2003 rund 605 Mrd EUR).

Der osteuropäische Bankensektor ist ein Wachstumsmarkt. Der niedrige Grad der Bankenintermediation (liegt bei rund einem Drittel des westeuropäischen Vergleichswertes), gepaart mit höherem Wirtschaftswachstum (EU-Beitritt könnte den Aufholprozess beschleunigen), sollte den Banken in Zentral- und Osteuropa in den kommenden Jahren ein starkes Wachstumspotenzial bieten.

Überdurchschnittliche Wachstumspotenziale, aber auch hohe Ertrags-

chancen (höhere Zinsmargen als in Westeuropa und Restrukturierungspotenziale) veranlassten westeuropäische Banken zu massiven Investitionen in den CEE-Bankensektor. Schätzungen zufolge werden derzeit rund 70% des CEE-Bankenmarktes von westlichen Bankkonzernen kontrolliert.

Österreichische Banken engagierten sich frühzeitig in Zentral- und Osteuropa und gehören heute zu den bekanntesten westeuropäischen Banken in der Region (Marktanteil in der Region rund 22%). BA-CA, Erste Bank und RZB zählen zu den aktivsten westeuropäischen Banken in CEE. Die fortschreitende Expansion in Zentral- und Osteuropa hatte bereits in den Jahren 2002 und 2003 positive Auswirkungen auf die Ertragskraft des konsolidierten österreichischen Bankensektors und war ein wesentlicher

Grund für die Outperformance österreichischer Banken gegenüber deutschen Banken in den letzten Jahren.

Die positiven Meldungen über den CEE-Bankenmarkt vergessen oft die Risikopotenziale zu erwähnen, denen starkes Wachstum und hohe Erträge gegenübergestellt werden müssen. Als Hauptrisikquellen im osteuropäischen Bankenmarkt sehen wir makroökonomische Ungleichgewichte, die Gefahr steigender Wechselkursvolatilitäten, Kreditrisiko (die Frage, ob relativ neue und ungetestete Kreditrisikosysteme einen eventuellen Kreditboom bewältigen können), die Intensivierung des Wettbewerbs (hohe Profitabilität könnte zusätzliche Konkurrenten anziehen und die Margen schneller als erwartet schmälern) sowie politische Risiken.

Die wesentlichen Merkmale der CEE-Bankenmärkte sind: relativ hohe Konzentrationsgrade (hoher Marktanteil der fünf größten Banken); die Mehrheit der Bankaktiva befindet sich im Auslandsbesitz (rund 70%); die Kundeneinlagen sind meistens deutlich höher als die vergebenen Kredite (liquide Bilanzen); niedrige Intermediationsgrade (insbesondere Private sowie Klein- und Mittelbetriebe finanzieren sich noch überwiegend außerhalb des Bankensektors); höhere Anteile notleidender Kredite am Kreditvolumen; sehr gute Profitabilität (die Rentabilitätskennzahlen sind im Durchschnitt höher als bei westeuropäischen Banken) sowie gute Eigenmittelausstattung (sollte hohe Kreditausweitungen in den nächsten Jahren erlauben).

Literaturverzeichnis

- Bank Austria Creditanstalt. 2003.** Comparison of Banks in Central and Eastern Europe for 2002. Wien. September.
- Bank Austria Creditanstalt. 2004.** EU-Großbanken – Bilanzanalyse 2003. Wien. Mai.
- Česká národní banka – ČNB. 2003.** Banking Supervision 2002.
http://www.cnb.cz/en/bd/publikace_rz.php.
- Economist. 2003.** House party – Lavish subsidies lure hungry homebuyers. 21. August.
- Economist. 2004.** Happiness begins abroad – Unhappy voters make for unstable politics. 11. März.
- Europäische Zentralbank. 2003a.** EU Banking Sector Stability: Herbst 2003. EZB. November.
- Europäische Zentralbank. 2003b.** Structural Analysis of the EU Banking Sector, Year 2002. EZB. November.
- Europäische Zentralbank. 2004.** Monatsbericht Juni 2004. EZB. Juni.
- European Bank for Reconstruction and Development. 2003.** Transition Report 2003. EBRD. Oktober.
- European Bank for Reconstruction and Development. 2004.** Transition Report Update. EBRD. März.
- Hrvatska narodna banka – HNB. 2003.** Banks Bulletin No. 7. Kroatische Nationalbank. Oktober.
- Hrvatska narodna banka – HNB. 2004.** Standard Presentation Format Q1/2004 (Banking sector: Rate of Growth, Profitability, NPL).
<http://www.hnb.hr/publikac/prezent/ebanking-sector.pdf>. Zagreb.
- Internationaler Währungsfonds – IWF. 2004.** Republic of Slovenia: Financial System Stability Assessment Update. Mai. <http://www.imf.org>.
- Magyar Nemzeti Bank – MNB. 2003.** Report on Financial Stability. Budapest. Dezember.
- Narodowy Bank Polski – NBP. 2004.** Summary Evaluation of the Financial Situation of Polish Banks 2003. NPB, Warsaw. Juni.
http://www.nbp.pl/en/publikacje/o_nadzorze_bankowym/synteza2003_en.pdf.
- Oesterreichische Nationalbank – OeNB. 2004.** Finanzmarktstabilitätsbericht 7. OeNB. Wien. Juni.

VERANSTALTUNGEN DER OENB

60 Jahre Bretton Woods – Zusammenfassung der Konferenz

Christian Just,
Franz Nauschnigg

Aus Anlass des 60-jährigen Bestehens der Bretton Woods-Institutionen – Internationaler Währungsfonds (IWF) und Weltbank – organisierte die Oesterreichische Nationalbank (OeNB) in Zusammenarbeit mit dem Reinventing Bretton Woods Committee (New York) vom 20. bis 22. Juni 2004 eine internationale Konferenz in Wien.

Bei der Konferenz wurde ein Überblick über die Entwicklung des internationalen Finanzsystems gegeben, weiters wurden die Herausforderungen der Zukunft skizziert und Lösungsvorschläge entworfen. Schwerpunktthemen waren Fragen der Governance des internationalen Finanzsystems, die Entwicklung und die Zukunft von Wechselkursregimen und die Möglichkeiten der Prävention von Finanzkrisen und deren Bewältigung.

Gouverneur *Klaus Liebscher* hob in seinem Einleitungsstatement die fundamentale Bedeutung der Bretton Woods-Institutionen – IWF und Weltbank – für die Stabilität des internationalen Finanzsystems und für die Wohlfahrt und Stabilität der Weltwirtschaft hervor. Die Bretton Woods-Institutionen spielen als Foren der internationalen Zusammenarbeit, insbesondere für kleinere Staaten wie Österreich, eine wichtige Rolle, indem sie die Möglichkeit erhalten, internationale Regeln aktiv mitzugestalten bzw. auch ihren Beitrag zur Bewältigung internationaler Krisen zu leisten. Zur Kritik, die insbesondere an den IWF nach der Asien-Krise gerichtet wurde, bemerkte er, dass diese in berechtigten Fällen zu Veränderungen der Arbeit der internationalen Finanzinstitutionen geführt habe, wie z. B. bei der Kapitalverkehrsliberalisierung. Dies zeige, dass diese Institutionen auf fundierte Verbesserungsvorschläge reagieren.

Weiters hob er eine Reihe wichtiger Funktionen des IWF und der Weltbank hervor:

- Die Überwachung der wirtschaftlichen Entwicklung der Mitgliedsländer diene insbesondere der Anhebung und Sicherung des Lebensstandards in den Mitgliedsländern und der Prävention von internationalen Finanzkrisen.
- Dazu wurden z. B. wirtschaftliche Standards und Kodizes erarbeitet,

die die Integration von Mitgliedstaaten in die Weltwirtschaft erleichtern sollen.

- Ebenso werden *Financial Sector Assessment Programs (FSAP)* durchgeführt, die die Stärken und Schwächen nationaler Finanzsysteme analysieren. Österreich hat erst kürzlich ein derartiges Programm erfolgreich abgeschlossen.

Diese und ähnliche Maßnahmen dienen der Stärkung der Volkswirtschaften der Mitgliedsländer, mindern somit deren Krisenanfälligkeit und reduzieren dadurch die Notwendigkeit internationaler Finanzhilfen bei Krisen.

Bei Finanzkrisen hat auch der Privatsektor die Pflicht, entsprechend Verantwortung für seine Investitionsentscheidungen zu übernehmen. Als wichtige Herausforderung der Zukunft hob Gouverneur Liebscher die Schaffung eines Regelwerks zur Lösung von Problemen überschuldeter Staaten hervor.

Eine ebenso bedeutende Aufgabe der Bretton Woods-Institutionen, insbesondere der Weltbank, sieht er in der Bekämpfung der Armut. Er stellte fest, dass der IWF keine Entwicklungshilfeorganisation im eigentlichen Sinn sei, aber eine wichtige Rolle bei den Anstrengungen der internationalen Gemeinschaft einnimmt, die Armut zu bekämpfen.

Als erfolgreiches Beispiel der Arbeit der Bretton Woods-Institutio-

nen ist unter anderem die Rolle dieser Institutionen bei der Transformation ehemaliger sozialistischer Volkswirtschaften, besonders in Zentral- und Osteuropa, zu erwähnen. Auch Österreich hat hier einen sehr bedeutenden Beitrag geleistet und unterstützt die Bretton Woods-Institutionen mittels technischer Hilfe und durch das *Joint Vienna Institute*.

Die derzeitige Diskussion, die internationalen Finanzinstitutionen zu reformieren, ist positiv zu sehen. Gouverneur Liebscher sprach sich aber dafür aus, dass diese Reform nicht zu einer Ausweitung ihrer Funktionen führen solle, sondern zu einer Rückbesinnung auf ihre Kernaufgaben.

Marc Uzan, Direktor des Reinventing Bretton Woods Committee (New York), wies auf die großen Änderungen im internationalen Finanzsystem seit 1944 hin; gab es damals fixe Wechselkurse zwischen den wichtigsten Währungen, besitzen wir jetzt flexible Wechselkurse; gab es damals umfassende Kapitalverkehrskontrollen, besitzen wir heute globale Finanzmärkte. Von einer kleinen Gruppe von 35 Ländern hat sich die Mitgliedschaft des IWF stark erweitert und umfasst nunmehr fast alle Länder der Erde. Insbesondere die Finanzkrisen der Neunzigerjahre haben die Diskussion über die Verbesserung der internationalen Finanzarchitektur und eine Stärkung des internationalen Finanzsystems intensiviert.

Die Integration der Schwellenländer in die Weltwirtschaft bringe größere Herausforderungen mit sich als ursprünglich erwartet. Eine zentrale Rolle für die Zukunft des internationalen Finanzsystems wird das Wechselkursregime spielen. In jüngster Zeit war diesbezüglich eine Bewegung in Richtung flexiblerer

Wechselkurse zu verzeichnen, wichtige Schwellenländer wie z. B. China verfolgen jedoch noch Wechselkursbindungen an andere Währungen. Eine weitere Thematik werde die zukünftige Rolle des IWF sein. Entscheidend für die Bewältigung dieser zukünftigen Herausforderungen werde die Wiederherstellung einer starken internationalen Kooperation, wie sie dem ursprünglichen Bretton Woods-System zugrunde lag, sein.

Podium I: Governance des internationalen Finanzsystems

Die Gouverneurin der malaysischen Notenbank, *Zeti Akthar Aziz*, betonte ebenfalls die Bedeutung der internationalen Zusammenarbeit. Ihrer Ansicht nach seien unter anderem die nicht nachhaltig tragfähigen Leistungsbilanzungleichgewichte sowie die instabilen Kapitalflüsse kurzfristige Herausforderungen. Sie plädierte daher für Anpassungen des internationalen Finanzsystems. Man solle nicht auf die nächste Krise warten, sondern schon jetzt mit Vorkehrungen zu deren Vermeidung beginnen.

Im Hauptreferat dieses Podiums ging *Jeffrey Shafer*, Citigroup, auf die weit reichenden Änderungen des Bretton Woods-Systems im Verlauf der letzten 60 Jahre ein – von fixen zu flexiblen Wechselkursen, von Kapitalverkehrskontrollen zu freien Kapitalflüssen wie auch die Einführung des Euro. Zwar haben sich die Anforderungen an die Governance des internationalen Finanzsystems gewandelt, der IWF und die Weltbank bleiben aber weiterhin die zentralen Institutionen dieses Systems. Die Nationalstaaten sind nach wie vor die wichtigsten Akteure, müssen jedoch aufgrund von Interdependenzen immer enger zusammenarbeiten. Eine

wesentliche Herausforderung sei die Anpassung der Leistungsbilanzungleichgewichte, die Verbesserung der Aufsicht des Finanzsektors sowie die Anpassung der Rolle der Weltbank bei liquiden Finanzmärkten; hier plädierte er für den Übergang von Krediten zu Subventionen; als letzte Herausforderung erwähnte er, wie man mit Ländern umgehen solle, deren Schulden nicht mehr tragbar seien. Zur IWF-Governance stellte er fest, dass das Exekutivdirektorium des IWF nicht mehr repräsentativ, insbesondere die EU überrepräsentiert und Asien unterrepräsentiert sei. Obwohl die EU eine fast doppelt so hohe Quote wie die USA besitze, sei ihr Einfluss im IWF geringer. Zudem forderte er die Schaffung einer G-4 bestehend aus den USA, dem Euroraum, Japan und China.

Der österreichische Exekutivdirektor der Weltbank, *Kurt Bayer*, gab einen Überblick über die Aufgaben der Weltbank, deren ursprüngliche Aufgabe die Senkung der Armut und die Förderung der Entwicklung war. Dazu könne die Weltbank gemeinsam mit den regionalen Entwicklungsbanken und ihren spezialisierten Institutionen weiterhin einen wichtigen Beitrag leisten. In letzter Zeit hat die Stärkung des Finanzsystems in Entwicklungs- und Schwellenländern an Bedeutung gewonnen, da die Finanzkrisen in diesen Ländern in den letzten Jahrzehnten einen Schaden in Höhe der offiziellen Entwicklungshilfe verursacht haben.

Der ehemalige türkische Wirtschafts- und Finanzminister, *Kemal Dervis*, ging auf die Problematik ein, der zufolge das 20. Jahrhundert von zwei Fundamentalismen – der zentralen Planung und dem Marktfundamentalismus – geprägt worden sei, wobei die zentrale Planung mit dem

Untergang des Kommunismus diskreditiert sei. Der Markt allein könne, wenn sich selbst überlassen, nicht alle Ressourcen effizient zuteilen, sondern ist dabei auf die Unterstützung durch den Staat angewiesen. Staat und Markt seien daher komplementär. Die Märkte müssten in Rahmenbedingungen eingebettet werden. Diese Einbettung sei auf Ebene der Nationalstaaten gelöst, auf internationaler Ebene jedoch noch nicht. Die Hauptaufgabe des IWF sei es, zur Lösung von Marktunvollkommenheiten auf internationaler Ebene beizutragen sowie öffentliche Güter wie Finanzmarktstabilität bereitzustellen. Seine wichtigsten Funktionen seien die Überwachung der wirtschaftlichen Entwicklungen in Mitgliedsländern und die Krisenbewältigung. Die teilweise hohen Staatsschulden der Schwellenländer seien nicht dauerhaft tragbar, vor allem weil die Kapitalmärkte sehr volatil sind. Er plädierte, finanzielle Hilfen des IWF auch langfristig einzusetzen, da die Weltbank allein dafür unzureichende Ressourcen besitze. Bei der Konditionalität des IWF bestehe das Problem, dass deren Umsetzung in den betroffenen Ländern zu politischen Problemen führen könne.

Professor *Harold James*, Princeton University, stellte fest, dass das Bretton Woods-System sehr erfolgreich sei und ursprünglich auf den drei Säulen IWF, Weltbank und Internationaler Handelsorganisation, die erst mit der Schaffung der WTO im Jahr 1995 errichtet wurde, basierte. Es zeige sich eine gegenläufige Entwicklung im Währungsbereich, von einem System fixer zu flexiblen Wechselkursen, im Sinne eines Abgehens von Regeln, während andererseits im Handelsbereich mit der WTO mehr Regeln und Reglementierungen ge-

schaffen wurden. In der Vergangenheit habe man handelspolitische Probleme durch Wechselkursänderungen gelöst, wie in den USA in den Jahren 1971 und 1985. Eine derartige Lösung werde schwieriger werden, da gegenwärtig die Hälfte der Welt, die USA und Asien, ein informelles Bretton Woods-System mit dem US-Dollar als Ankerwährung praktiziere. Die Volatilität der Kapitalflüsse schaffe Probleme. Man müsse jedoch nicht nur die Kosten, sondern auch den Nutzen sehen; historisch zeige sich, dass rasch wachsende Volkswirtschaften oft instabil seien. IWF-Konditionalität sei politisch sehr oft wenig akzeptabel. Er führte am Beispiel Österreichs in den Zwanzigerjahren aus, dass die Konditionalität des Völkerbundes zu strikt war und daher in weiterer Folge andere Länder keine Mittel vom Völkerbund in Anspruch nehmen wollten.

In der Diskussion wurde die Frage des moralischen Risikos erörtert. Die Frage der Wechselkursmanipulation – Exportvorteile durch künstlich niedrig gehaltene Wechselkurse – wurde bisher erst bei Korea und Schweden in den Achtzigerjahren aufgeworfen, könnte jetzt aber auf China zutreffen. Es wurde auch dafür plädiert, in der Governance-Frage den Board des IWF und der Weltbank zu stärken, statt informelle Gruppierungen damit zu befassen (es gäbe bereits zu viele „Gs“). Finanzkrisen sind insbesondere deshalb problematisch, da sie meist die Ärmsten in den Entwicklungs- und Schwellenländern besonders hart treffen.

Podium II: Wechselkursregime

Der Gouverneur der mexikanischen Zentralbank, *Guillermo Ortiz*, referierte in seinem Einleitungsstatement über die Erfahrungen Mexikos mit

Wechselkursregimen seit Mitte der Neunzigerjahre. Mexiko begann als erstes Schwellenland im Jahr 1994 frei zu floaten, da nach den Interventionen während der mexikanischen Krise die Währungsreserven des Landes stark zurückgegangen waren. Er bezeichnete die bisherigen Erfahrungen mit einem freien Wechselkurs als positiv.

Professor *Michael Bordo*, Rutgers University, ordnete die Entwicklung von Wechselkursregimen in ihren historischen Kontext ein. In Wechselkursfragen war es Anfang des 20. Jahrhunderts klar, dass man, wenn es möglich war, dem Goldstandard beitrug. Zu Beginn des 21. Jahrhunderts bewege sich der Konsens hingegen in Richtung freies Floaten. Mit diesem Wechselkursregime haben Länder in der Zwischenkriegszeit allerdings aufgrund von Abwertungswettläufen und Spekulationen schlechte Erfahrungen gemacht. Erst mit den Beiträgen von Milton Friedman war freies Floaten als Option für die Wirtschaftspolitik wieder salonfähig gemacht worden. Zentral sei die Glaubwürdigkeit der Wirtschaftspolitik; während früher traditionell eine Wechselkursanbindung an eine andere Währung als nomineller Anker verwendet wurde, bewegt sich der neue Konsens verstärkt zu einem nationalen geldpolitischen Anker, meist in Form eines Inflationsziels. Ein Problem bestehe dabei insbesondere für die Schwellenländer, die bei einem fixen Wechselkurs keinen Lender of Last Resort und keine gut entwickelten Kapitalmärkte besäßen, sodass durch die Auslandsschulden in Fremdwährung ein Finanzierungsproblem aufgrund einer Währungs-Mismatch entstehe. Eine Abwertung habe daher oft keine Effekte auf die reale Volkswirtschaft. Bei den Wechselkursregimen müsse man zwischen dem De-jure-Regime

des IWF, bei dem sich eine Auslöschung der intermediären Regime zugunsten entweder eines Festkursystems oder eines Systems freier Wechselkurse zeige, und den de facto viel zahlreicheren intermediären Regimen unterscheiden. Die historische Performance zeige, dass ein Peg gut für Entwicklungsländer, aber schlecht für Industrieländer sei. Je entwickelter ein Land sei, desto eher könne es zum Floaten übergehen.

Josef Christl, Mitglied des Direktorioms der OeNB, analysierte anhand der europäischen Erfahrungen, ob Währungsunionen eine Möglichkeit für andere Regionen wie Lateinamerika oder Asien sein könnten. In seinen Ausführungen zu den ökonomischen Voraussetzungen für eine Währungsunion wies er darauf hin, dass diese weiterhin wichtig seien und deren Endogenität nicht vorausgesetzt werden dürfte. Zu den Kosten und Nutzen der europäischen Währungsunion führte er an, dass neben dem starken politischen Willen ebenso fiskale Regeln unabdingbar für den Bestand einer Währungsunion seien. Asien sowie Lateinamerika haben zwar die ersten Schritte einer Balassa-Sequenzierung von Freihandelszone und Zollunion unternommen, er zeigte sich aber noch nicht überzeugt, dass diese Regionen aufgrund ihrer unterschiedlichen wirtschaftlichen Entwicklungsstadien sowie mangels politischen Willens zurzeit Vorteile aus einer Währungsunion ziehen könnten. Als mögliche Alternative, um makroökonomische Stabilität sowie wirtschaftliche Konvergenz zu erreichen, sieht er Geldpolitiken mit Inflationszielen. Diese geldpolitische Strategie habe bereits in Ländern wie Mexiko oder Chile relative Stabilität erreicht. Abschließend bemerkte er, dass die europäischen Erfahrungen

mit einer Wirtschafts- und Währungsunion nicht Modellcharakter für andere Regionen haben könne.

Professor *Masahiro Kawai*, Universität von Tokio, beschäftigte sich in seinem Referat mit dem Beitrag, den Ostasien für ein stabiles Währungssystem leisten könne. Die Asien-Krise habe gezeigt, dass eine regionale Finanzarchitektur die internationale ergänzen müsse. Diese stütze sich in Asien insbesondere auf die Chiang Mai-Initiative, den ASEAN+3-Dialog sowie auf die asiatische Bondmarkt-Initiative. Die verstärkte regionale Integration und makroökonomische Interdependenz in Asien erzwingen regionale Finanzmarktstabilität. Nur diese könne es Asien ermöglichen, eine seiner wirtschaftlichen Macht angemessene Rolle in den internationalen Wirtschaftsbeziehungen zu spielen. Angst vor einem Verlust nationaler Souveränität, die Heterogenität der asiatischen Volkswirtschaften sowie die Ankoppelung an den US-Dollar erschwere aber eine Vertiefung der Zusammenarbeit. Als wesentliche Voraussetzungen für eine verstärkte Kooperation auf Basis des IWF-Rahmens führte Kawai unter anderem eine intensivere regionale Wirtschaftsüberwachung an, wie auch eine verstärkte Wechselkurskoordinierung basierend auf einer G-3-Währungsschlange (US-Dollar, Euro und japanischer Yen), ähnlich der europäischen Währungsschlange in den Siebzigerjahren.

Podium III: Krisenprävention und Krisenlösung

Der ehemalige brasilianische Finanzminister, *Pedro Malan*, betonte die starke Veränderung des Umfelds seit der Schaffung des Bretton Woods-Systems. Er zitierte Hobsbawm, der fest-

gestellt habe, dass sich seit Ende des Zweiten Weltkriegs mehr geändert habe als in jeder anderen Periode der Weltgeschichte. Es sei wichtig, die Geschichte nicht zu vergessen und das Zusammenspiel von Vergangenheit, Gegenwart und Zukunft zu berücksichtigen. Man müsse davon ausgehen, dass es weiterhin Finanzkrisen geben werde, und sich darauf vorbereiten, wie man sie am besten bewältigen könne. Die Währungs- und Budgetregime seien an geänderte Rahmenbedingungen anzupassen und es gebe kein ideales Regime für alle Länder und für alle Zeiten. Besonders betonte er die Bedeutung von Wachstumsstrategien für die Entwicklungs- und Schwellenländer. Dabei hob er besonders die Rolle der Institutionen hervor – „it’s institutions, stupid!“.

Weitgehender Konsens herrsche, dass man nachhaltige Makropolitiken betreiben müsse, keine fragilen, sondern stabile Finanzsysteme anstreben sowie institutionelle Schwächen beseitigen sollte. Zentral sei die Lösung der wirtschaftlichen Probleme in den einzelnen Ländern, aber auch einige internationale Fragen müssten gelöst werden. So gebe es das Problem der asymmetrischen Risiken zwischen Schuldnern und Gläubigern. Die stark steigende Verschuldung nach dem ersten Erdölschock sowie von den USA ausgehende hohe Zinsen führten zur Schuldenkrise der Achtzigerjahre, die erst im Jahr 1989 mit dem Brady-Plan gelöst wurde. Für die Krisenlösung sah er im vom IWF vorgeschlagenen Sovereign Debt Restructuring Mechanism (SDRM) keinen Nutzen für Schwellenländer, insbesondere für sein Heimatland Brasilien. Er plädierte stattdessen für einen verstärkten Einsatz von Collective Action Clauses (CACs). Zentral sei allerdings eine gute Zusammenarbeit zwischen dem

öffentlichen und dem privaten Sektor sowie internationalen Organisationen. Als gutes Beispiel führte er die brasilianischen Erfahrungen an, die bei Bankkrediten einen Rollover erreicht haben, wobei Brasilien mit dem Privatsektor verhandelte, die Treffen allerdings in den jeweiligen Notenbanken stattfanden und auch ein Vertreter des IWF teilnahm. Diese Kooperation war wesentlich für den Erfolg dieser Initiative.

Professor *Richard Portes*, London Business School und Centre for Economic Policy Research (CEPR), resümierte den Status quo zur Lösung von Krisen. Bail-Outs sind nicht der richtige Weg, doch sind Staatsbankrotte ohne klare Regeln sehr kostspielig. Um die Zeitinkonsistenz des IWF zu beenden, benötigt man ein klares Regelwerk für Presumptive Limits. Der Markt kann selber kein klares institutionelles Regelwerk erstellen, um Staatsbankrotte geordnet zu lösen. Die Debatte um ein SDRM führte zwar nicht zu einem internationalen Regelwerk für die Lösung von Staatsbankrotten, belebte aber die Debatte und die Suche nach Alternativen. Diese umfassen CACs, die Revitalisierung von Bondholder-Komitees in einem New Yorker Club oder einer vom IWF unabhängigen Institution, die den Pariser, Londoner und New Yorker Club koordinieren sollte. Diese könnte auch andere Funktionen wahrnehmen, wie die Prüfung, ob ein Verhaltenskodex eingehalten wird. Als neuen Vorschlag stellte Professor Portes den IWF als Lender of First Resort vor. Diese Fazilität wäre ähnlich einem Überziehungsrahmen, den ein Land im Fall einer Liquiditätskrise benützen könnte, um seine internationalen Verpflichtungen einhalten zu können.

Die Direktorin der Europäischen Zentralbank, *Gertrude Tumpel-Gugerell*, analysierte die Werkzeuge, die für die Krisenprävention vorliegen. Sie hob insbesondere Transparenz hervor, die es Marktteilnehmern ermöglichen sollte, Risiken besser abschätzen zu können. Sie betonte die verstärkte Arbeit des IWF bei der Bereitstellung von Daten im Rahmen der Special Data Dissemination Standards und die vermehrten Anstrengungen der Bretton Woods-Institutionen, stabile Finanzmärkte zu erreichen. Dabei hob sie insbesondere die Schaffung des International Capital Markets Department hervor sowie das Financial Sector Assessment Program. Ebenso werden die Bilanzen von Ländern im Rahmen des Balance-Sheet-Ansatzes verstärkt analysiert, um auf Ungleichgewichte in der Finanzierung von Schulden besser reagieren zu können. Sie führte weiters aus, dass der Zielkonflikt zwischen Transparenz und Vertraulichkeit noch nicht gelöst worden ist. Ob all die Initiativen tatsächlich die Krisenanfälligkeit gelöst haben, ließ sie offen, stellte aber fest, dass Ansteckung, aber auch verstärkte Risikodifferenzierung innerhalb der Gruppe der Schwellenländer stattgefunden habe.

Im zweiten Hauptreferat dieser Podiumsdiskussion bemerkte *Anne O. Krueger*, Erste Stellvertretende Ge-

schäftsführerin des IWF, dass sich der Auftrag des IWF, Sicherung eines stabilen internationalen Finanzsystems zur Förderung des Welthandels und wirtschaftlichen Wachstums, seit seiner Gründung im Jahr 1944 nicht verändert habe, wohl aber die Methoden, um diese Ziele zu erreichen. Insbesondere seit den Finanzkrisen der Neunzigerjahre haben sich die Anforderungen an den IWF gewandelt. Krueger konzentrierte sich unter anderem auf die stark geänderte Überwachungsfunktion des IWF sowie die Instrumente, die dem IWF zur Lösung von Krisen zur Verfügung stehen. Einschneidende Veränderungen der Überwachungsfunktion sind unter anderem die erhöhte Transparenz im Dialog zwischen dem IWF, seinen Mitgliedsländern und der weiteren Öffentlichkeit, das Abrücken von festen Wechselkursen und eine erweiterte Definition der makroökonomischen Stabilität. Zur Krisenlösungsfunktion führte sie die Bedeutung von CACs an, wenngleich es ihrer Meinung noch nicht gesichert ist, ob CACs die Lösung von Staatsbankrotten geordneter verlaufen lassen könnten. Abschließend stellte sie fest, dass der IWF sich genauso wie die Weltwirtschaft weiter entwickle und, wenn möglich, deren Entwicklung im Vorfeld beeinflussen solle.

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	WIW	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-Umrechnungkurs: 1 EUR = 13,7603 ATS.

Studienübersicht zu Geldpolitik & Wirtschaft¹

www.oenb.at/de/presse_pub/period_pub/publikationen.jsp

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, Burkhard 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

Periodische Publikationen der Oesterreichischen Nationalbank

www.oenb.at/de/presse_pub/period_pub/publikationen.jsp

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 Konjunktorentwicklung, 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.

www.oenb.at/de/geldp_volksw/vowi_pub/newsletter/einleitung.jsp

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.

Adressen der Oesterreichischen Nationalbank

	Postanschrift	Telefon	Fernschreiber
Hauptanstalt			
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: www.oenb.at			

Zweiganstalten

Bregenz	Postfach 340	(+43-55 74) 49 61-0	
Anton-Schneider-Straße 12	6901 Bregenz	Telefax: (+43-55 74) 49 61 99	
Eisenstadt	Postfach 60	(+43-26 82) 627 18-0	
Esterhazyplatz 2	7001 Eisenstadt	Telefax: (+43-26 82) 627 18 99	
Graz	Postfach 8	(+43-316) 81 81 81-0	
Brockmanngasse 84	8018 Graz	Telefax: (+43-316) 81 81 81 99	
Innsbruck		(+43-512) 594 73-0	
Adamgasse 2	6020 Innsbruck	Telefax: (+43-512) 594 73 99	
Klagenfurt	Postfach 526	(+43-463) 576 88-0	
10.-Oktober-Straße 13	9010 Klagenfurt	Telefax: (+43-463) 576 88 99	
Linz	Postfach 346	(+43-732) 65 26 11-0	
Coulinstraße 28	4021 Linz	Telefax: (+43-732) 65 26 11 99	
Salzburg	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 th 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 Cortenbergh 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	
F 75116 Paris, Frankreich	Telefax: (+33-1) 45 24 42-49	