

Die Liberalisierung des österreichischen Finanzsektors – eine Analyse des Erfolgs

Benedikt Braumann¹⁾

I Einleitung

Aus einer Reihe von Finanzkrisen über die letzten Jahrzehnte konnten wertvolle Erkenntnisse über das Verhalten von Banken gewonnen werden. Es zeigte sich, dass die Liberalisierung von Finanzmärkten, wie sie in vielen Teilen der Welt umgesetzt wurde, mit großen Risiken verbunden ist. Die Krisen der Vergangenheit führten weltweit zu Reformen der Bankenaufsicht, die sich zunehmend der Risikovermeidung verschrieben hat. Aus nahe liegenden Gründen finden Krisen in der Fachliteratur besondere Beachtung. Dieser Beitrag möchte allerdings ein erfolgreiches Beispiel zur Finanzmarktliberalisierung vorstellen. Das ehrgeizige Reformprojekt, das Österreich zwischen 1977 und 2000 umsetzte, löste keine Finanzkrise aus, sondern stärkte den Finanzsektor und die gesamte Wirtschaft. Leider wurde das Beispiel Österreich in der Fachliteratur bisher kaum beachtet. Es könnte aber für die internationale Praxis wertvolle Anregungen liefern, da erfolgreiche Finanzliberalisierungen selten sind.

Die Studie lässt drei Schlüsse zu: Erstens hat sich in Österreich eine Strategie der kleinen Schritte bewährt. Dank der Aufgliederung der Reformen in überschaubare Stufen wurden eine Anhäufung von Risikofaktoren und das Auftreten spekulativer Blasen verhindert. Es war somit möglich, die auftretenden Probleme zu isolieren und sie der Reihe nach zu lösen. Zweitens sind die zyklischen Effekte von Finanzmarktreformen behutsam kontrolliert worden. Österreich hat der Reform des Finanzsektors ein antizyklisches Timing verpasst. In Zeiten rückläufiger Nachfrage wurden Liberalisierungsschritte gesetzt, während in Zeiten konjunktureller Erholung die Aufsicht verschärft wurde. Nicht zuletzt scheint das österreichische Bankensystem intern stabiler zu sein als andere. Die Eigentumsverhältnisse österreichischer Banken setzen Anreize, die dem Management eine langfristige Perspektive nahelegen. Solche Banken tendieren dazu, konjunkturbedingte Schwankungen zu glätten. Damit verringert sich die Notwendigkeit seitens der Behörden, korrigierend einzugreifen. Im Gegensatz dazu weisen Banken, die eine kurzfristige Maximierung der Gewinne anstreben, eher prozyklisches Verhalten auf. Sie neigen dazu, die Schwankungen der Konjunktur zu verstärken.

Ziel dieser Studie ist es, eine erste Beurteilung der Finanzmarktliberalisierung in Österreich vorzunehmen. Abschnitt 2 bietet einen kurzen Überblick über die wesentlichen Reformschritte. Abschnitt 3 untersucht, ob die Reformen in Österreich im Vergleich zu anderen Ländern tatsächlich ein Erfolg waren. Schließlich erörtert Abschnitt 4 vier mögliche Gründe für den Erfolg. Diese Studie stellt ähnlich wie andere Beiträge ein Fallbeispiel zu diesem Thema vor. Dieser Ansatz schien angesichts der Breite der Fragestellung und des Mangels an Literatur zu Österreich geboten. Es bleibt zu hoffen, dass zukünftige Arbeiten einzelne Aspekte daraus mit technischeren Methoden weiter untersuchen.

¹ An dieser Stelle möchte ich Eduard Hochreiter meinen Dank für die Anregung zu diesem Forschungsprojekt aussprechen und mich bei der OeNB für die Bereitstellung personeller und finanzieller Ressourcen bedanken. Weiters gebührt mein Dank Peter Brandner, Heinz Glück, Harald Grech, Sylvia Kaufmann, Markus Knell und Martin Summer für wertvolle Anmerkungen und Vorschläge.

2 Finanzmarktliberalisierung in Österreich im Überblick

Verglichen mit anderen Ländern wurde die Reform des Finanzsektors in Österreich relativ spät in Angriff genommen. Sie gestaltete sich recht langwierig, war aber dafür umfassend. Bis in die späten Siebzigerjahre zählten Österreichs Finanzmärkte zu den am stärksten regulierten in Europa. Art und Ausmaß der Regulierung waren mit Skandinavien und vielen Entwicklungsländern vergleichbar. Der Finanzsektor war gekennzeichnet durch Zutrittsschranken, Einschränkungen bei der Eröffnung von Zweigstellen, Kredit- und Zinskontrollen, bedeutendem Staatsbesitz und Kapitalverkehrskontrollen. Tabelle 1 fasst die wichtigsten Beschränkungen zusammen.

Tabelle 1

Die wichtigsten Finanzmarktbeschränkungen

- Die Eröffnung neuer Zweigstellen muss von der Regierung bewilligt werden.
- Sparkassen und Genossenschaftsbanken unterliegen regionalen Beschränkungen.
- Sparkassen dürfen bestimmte Wertpapiergeschäfte nicht durchführen.
- Ein Marktzutritt muss vom Bankenverband und von der Regierung genehmigt werden.
- Die Regierung setzt Mindestzinsen. Ein Bankenkartell legt die detaillierte Struktur von Soll- und Habenzinsen fest.
- Kreditplafonierung relativ zum Bestand von Einlagen und Krediten.
- Internationale Kapitalströme bedürfen einer Genehmigung durch die Nationalbank.
- Der Staat besitzt 60% der Aktiva im Bankensektor.
- Konsumentenkredite dürfen nicht beworben werden.

Die Liberalisierung des Finanzsektors begann in Österreich 1977 mit der Freigabe der Zweigstellen und wurde 2000 mit der Privatisierung der letzten großen Staatsbank abgeschlossen. Braumann (2002) gibt einen ausführlichen Überblick über die Ereignisse und regulatorischen Veränderungen; auf diese Studie wird hier mehrmals verwiesen. Der folgende Abschnitt fasst den Liberalisierungsprozess und seine Auswirkungen kurz zusammen. Tabelle 2 enthält einen Zeitplan der wichtigsten regulatorischen Reformen. Die Finanzmarktliberalisierung in Österreich lässt sich in neun Phasen gliedern:

Phase 1: 1977–1978. Die Freigabe der Zweigstellen ließ die Anzahl der Zweigstellen in die Höhe schnellen. Darauf folgte ein Kreditboom, der zu einer Überhitzung und einer drastischen Verschlechterung der Leistungsbilanz führte.

Phase 2: 1979–1981. Eine hohe Inflation ließ das starre Zinskartell zusammenbrechen und führte zu einer De-facto-Liberalisierung der Zinssätze.

Phase 3: 1980–1986. Die Kreditqualität verschlechterte sich gegen Ende des Kreditbooms zusehends. Staatliche Subventionen und Garantien hielten nicht wettbewerbsfähige verstaatlichte Industriebetriebe über Wasser. Politischer Druck auf Banken ermöglichte den verstaatlichten Betrieben aber weiterhin den Zugang zu Krediten. Die Regierung stand schließlich 1986 vor einem Scherbenhaufen: Sie übernahm den Schuldendienst der insolventen verstaatlichten Unternehmen. Dadurch wurde eine ernste Bankenkrise abgewendet.

Phase 4: 1985–1987. In diesen Jahren kam es zu einem Rückschlag im Prozess der Liberalisierung. Die Regierung setzte vorübergehend das Zinskartell wieder ein, damit sich die Finanzlage der Banken nach der schwierigen Zeit Anfang der Achtzigerjahre erholen konnte.

Phase 5: 1987–1993. Zur langfristigen Gesundung des Bankensystems wurde die Bankenaufsicht verschärft. Höhere Eigenmittelerfordernisse drosselten das Kreditangebot.

Meilensteine der Liberalisierung

1977	Aufhebung der Zweigstellenbeschränkung
1980	Liberalisierung der Zinssätze
1981	Abschaffung der Kreditkontrollen
1985	Erneuerung des Zinskartells
1987	Bankaufsichtliche Reformen; Erhöhung der Eigenmittelerfordernisse; umfassende Meldepflicht
1988–1991	Liberalisierung des Kapitalverkehrs
etwa 1993	Auflösung des Zinskartells
1994	Öffnung des Marktzutritts
1992–2000	Privatisierung verstaatlichter Banken

Quelle: Braumann (2002).

Phase 6: 1988–1991. In Erwartung des EU-Beitritts wurde der Kapitalverkehr liberalisiert. In der Folge zogen die Kapitalzuflüsse und Vermögenspreise kräftig an, während die Kreditvergabe verhalten blieb.

Phase 7: 1995–2000. Infolge des EU-Beitritts wurden die letzten Beschränkungen im Finanzsektor aufgehoben. Die Marktzutrittsschranken wurden beseitigt, und die Regierung privatisierte den Großteil der verstaatlichten Banken. Dies führte zu Fusionen und löste einen Konsolidierungsprozess aus.

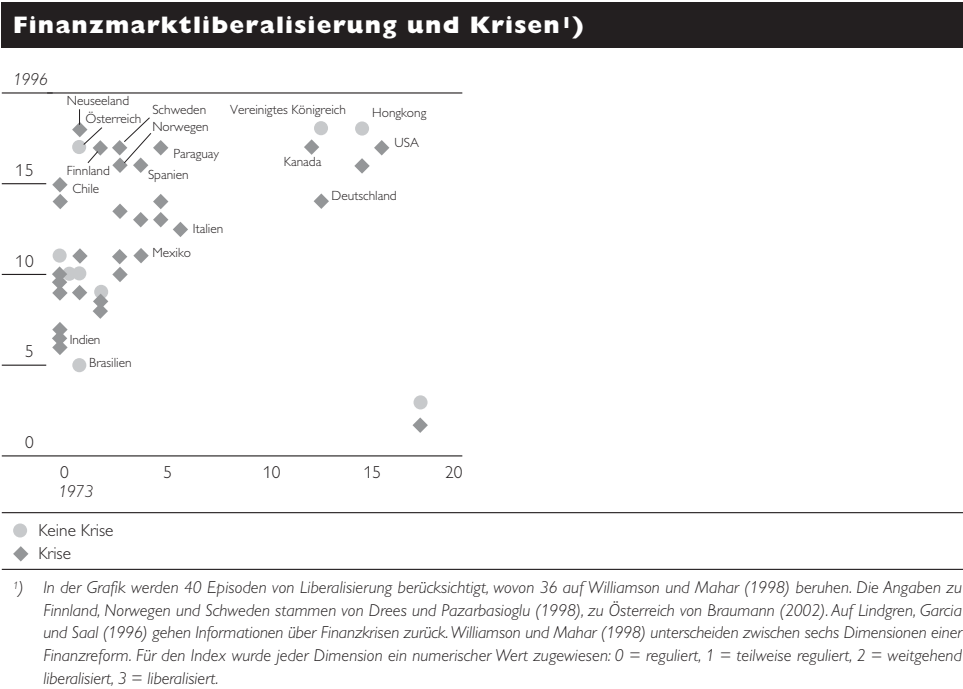
Phase 8: 1995–2001. Die Privatisierungen und Fusionen störten das Gleichgewicht auf dem Kreditmarkt. Der Wettbewerb verschärfte sich, weil die Banken ihre Positionen zu verteidigen suchten. Eine restriktive Fiskalpolitik ermöglichte eine rasche Ausweitung der Kredite an Private und ein „crowding in“ der privaten Nachfrage.

Phase 9: 1995–2001. Banken entdeckten Fremdwährungskredite als Wettbewerbsmittel. Der Marktanteil dieser Niedrigzinskredite stieg sprunghaft auf 20% an; Österreich verzeichnete dadurch in Westeuropa den höchsten Grad an Währungssubstitution. Der spekulative Charakter von Fremdwährungskrediten birgt beträchtliche aufsichtsrechtliche Risiken.

3 Wie erfolgreich war die Reform des Finanzsektors in Österreich?

In ihrem Überblick über Finanzliberalisierung und Finanzkrisen schattieren Lindgren, Garcia und Saal (1996) auf einer Weltkarte jene Länder grau, die in den letzten 20 Jahren Finanzkrisen ausgesetzt waren. Übrig bleiben nur wenige weiße Flecken, die zum Großteil auf Datenmangel zurückzuführen sind. Österreich stellt aber eine echte Ausnahme dar, eine regelrechte Insel der Stabilität, die dem globalen Trend trotzt. Dieser Abschnitt behandelt die erste von zwei zusammenhängenden Fragestellungen: 1. War die Liberalisierung des Finanzsektors in Österreich tatsächlich ein Erfolg? Und: 2. Wenn die Liberalisierung ein Erfolg war, welche Faktoren waren dafür ausschlaggebend? Kurz zusammengefasst wird Frage 1 bejaht, und die Antwort auf Frage 2 umfasst vier Thesen. Erstens hielt die Regierung eine vernünftige Reihenfolge bei der Umsetzung der einzelnen Reformschritte ein. Zweitens wurden die Maßnahmen graduell und – drittens – antizyklisch gesetzt. Viertens profitierte Österreich von einem wettbewerbsfähigen und dynamischen Privatbankensektor mit langfristigen Geschäftsstrategien. Dieser Finanzsektor baute interne Stoßdämpfer gegen Schocks auf, mit deren Hilfe Schwankungen ganz ohne staatliche Eingriffe geglättet werden konnten.

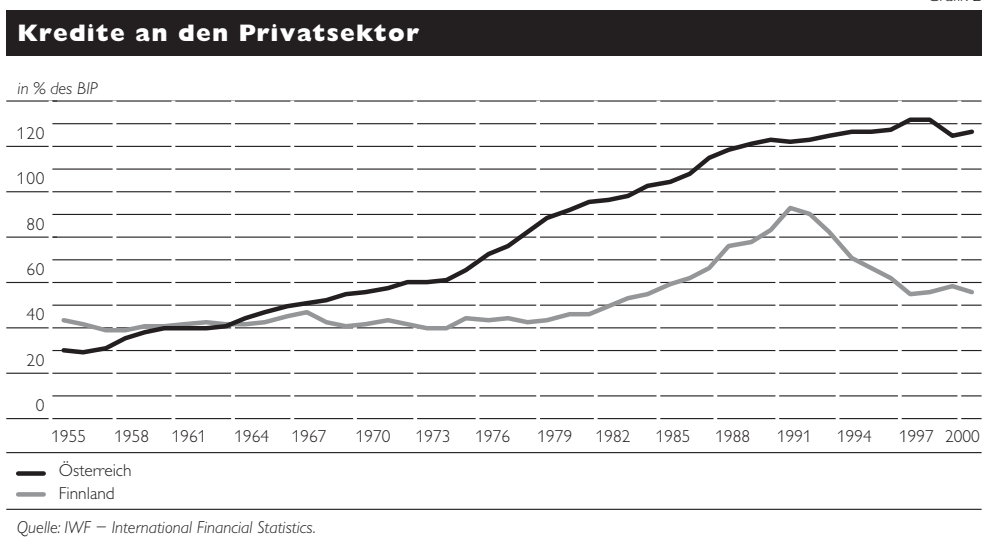
Grafik 1



These: Im Unterschied zu vielen anderen Ländern gelang es Österreich, den Finanzsektor mit geringem Kostenaufwand zu liberalisieren und dabei große Vorteile zu erzielen.

Der Begriff Finanzmarktliberalisierung löst des Öfteren negative Assoziationen aus. Allzu häufig werden damit Finanzkrisen in Verbindung gebracht, insbesondere wenn es sich um eine tief greifende Liberalisierung handelt. Grafik 1 veranschaulicht diese Beobachtung. Sie verbindet die Ergebnisse zweier großer länderübergreifender Studien, eines Überblicks über Finanzmarktliberalisierung von Williamson und Mahar (1998) und eines Überblicks über Finanzkrisen von Lindgren, Garcia und Saal (1996). Die Grafik zeigt die Veränderung in der Liberalisierung zwischen 1973 (horizontale Achse) und 1996 (vertikale Achse). Der Liberalisierungsindex reicht von 0 (am stärksten regulierter Finanzsektor) bis 18 (am stärksten liberalisierter Finanzsektor). Die Liberalisierung war in den Ländern am stärksten ausgeprägt, die im linken oberen Bereich des Diagramms liegen. Rauten symbolisieren Finanzkrisen, während Kreise für glatte Übergänge stehen. Es ist offensichtlich, dass Finanzmarktliberalisierung riskant ist. Von 40 Ländern, die liberalisierten, wurden rund drei Viertel (29) von Finanzkrisen heimgesucht. Das restliche Viertel der Länder unternahm geringe Reformschritte, entweder weil es bereits weitgehend liberale Märkte hatte (rechts oben) oder weil es bestehende Kontrollen aufrecht erhielt (links unten).

Österreich entspricht dem seltenen Fall eines Landes mit durchgreifenden Finanzreformen, aber keiner Finanzkrise. Alle anderen Länder, die umfassend liberalisierten (links oben in Grafik 1), machten im Zeitraum von 1973 bis 1996 eine Finanzkrise durch. Spanien wurde Anfang der Achtzigerjahre von einer Krise heimgesucht, als Banken mit 20% aller Einlagen aufgefangen werden mussten. In Neuseeland kam es Ende der Achtzigerjahre zu ernststen Schwierigkeiten, als ein Viertel aller Einlagen gefährdet war. Norwegen, Finnland und Schweden durchliefen um 1990 einen klassischen Boom-Bust-Zyklus, der seit-

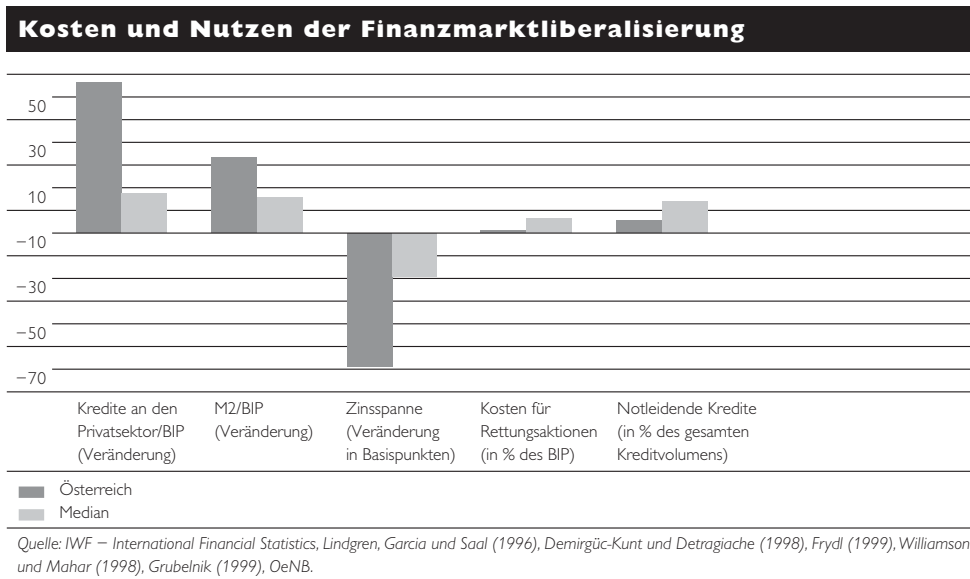


her als ein klassisches Beispiel für Finanzkrisen gilt. Viele weitere Krisen betrafen die aufstrebenden Volkswirtschaften. Die Bankenkrisen in Chile und Argentinien zu Beginn der Achtzigerjahre verursachten Kosten in der Höhe von über einem Drittel des BIP. In Paraguay und Mexiko kam es Mitte der Neunzigerjahre zu Systemkrisen. Gegen Ende der Neunzigerjahre traten Krisen in Russland, der Türkei und Ostasien auf; sie wurden noch nicht in Grafik 1 berücksichtigt.

Österreich hätte daher ein ganz anderes Schicksal erleiden können. Das Land blieb nicht nur von einer systemischen Finanzkrise verschont, sondern konnte spürbaren wirtschaftlichen Nutzen aus der Liberalisierung ziehen. Die Finanzmärkte gewannen an Tiefe und Dynamik. Grafik 2 zeigt einen Indikator der Tiefe von Finanzmärkten, das Verhältnis der Kredite an den Privatsektor zum BIP. Dieser Indikator hat sich zwischen 1973 (60%) und 2000 (126%) mehr als verdoppelt, was einem der größten Zuwächse weltweit gleichkommt. Nur Malaysia verzeichnete einen stärkeren Anstieg dieser Kennzahl. Auch in Finnland vertiefte sich der Finanzmarkt rasch nach der Deregulierung; dieser Fortschritt wurde aber durch die Krise Anfang der Neunzigerjahre wieder zunichte gemacht. Kredite an den Privatsektor nahmen dort von 1973 bis 1991 von 45% auf 94% zu, fielen jedoch bis 2000 wieder auf 56%.

Grafik 3 enthält einige wesentliche Kennzahlen zur Solidität des Finanzsektors. Hier werden die Medianwerte aller 40 Länder aus Grafik 1 Österreich gegenübergestellt. In Österreich nahmen von 1973 bis 2000 die Kredite an den Privatsektor in Prozent des BIP 3,7 Mal schneller als im Durchschnitt der angeführten Länder zu. Ein weiterer Indikator der Tiefe des Finanzsektors, M2 zum BIP, wuchs doppelt so rasch wie im Durchschnitt. Die Zinsmarge, die Aufschluss über die Kosten der Intermediation gibt, ist seit jeher relativ gering in Österreich und wurde durch die Liberalisierung noch weiter reduziert. Sie fiel in Österreich um 0,6 Prozentpunkte – und damit dreimal so stark wie im Durchschnitt. Daher verfügt Österreich heute über ein recht effizientes Bankensystem. Da Österreich keine Krise erlitt, wies es einen niedrigen Prozentsatz an notleidenden Krediten und geringe fiskale Kosten für Rettungs-

Grafik 3



aktionen auf. Während in den anderen Ländern durchschnittlich 13% der Kredite notleidend waren, beschränkte sich dieser Wert in Österreich auf 4,7%. Rettungsaktionen waren äußerst selten. Die Regierung schoss Banken Mittel in der Höhe von 0,8% des BIP zu, verglichen mit durchschnittlich 6,4% des BIP in den anderen Ländern. Das war eine deutliche Ersparnis für die Steuerzahler.

4 Vier Thesen zur Reform des österreichischen Finanzsektors

These 1: Österreich hielt sich weitgehend an die empfohlene Reihenfolge der Reformschritte, wobei der Fiskalsektor allerdings nachhinkte.

Es gibt eine umfangreiche Literatur zur richtigen Sequenzierung von Finanzreformen.¹⁾ Fehlern im Timing wird häufig die Schuld an Finanzkrisen gegeben, da sie zu übermäßiger Risikobereitschaft und Moral Hazard führen können. Nach dem Konsens der Literatur sollten makroökonomische Stabilisierung, Liberalisierung des Handels, Privatisierung und Verschärfung der Bankenaufsicht umgesetzt sein, bevor eine Finanzmarktreform in Angriff genommen wird. Danach sollten die Behörden zuerst die Zinssätze liberalisieren und Kreditkontrollen aufheben, freien Marktzutritt gewähren und anschließend den Kapitalverkehr öffnen (siehe Tabelle 3). Österreich folgte weitgehend diesem Muster für Reformen. Als schwächstes Glied stellte sich der Fiskalsektor heraus. Eine Sanierung des Budgets und Privatisierungen wurden lange Zeit hinausgezögert. Das Timing der Handelsreformen, der internen und externen Öffnung war aber richtig, was erheblich zum Erfolg des Liberalisierungsprojekts beitrug.

Die österreichische Regierung nahm ein beträchtliches Risiko auf sich, als sie in den Jahren vor der Reform das Haushaltsdefizit erhöhte. Die Sanierung wurde bis in die späten Neunzigerjahre hinausgezögert, und das Defizit über-

1 Ein aktueller Überblick findet sich bei Caprio et al. (2001).

Timing der Finanzmarktliberalisierung

Vorherrschende Lehrmeinung	Österreichische Praxis
1. Haushaltsanpassungen	1. Handelsreformen
2. Handelsreformen	2. Interne Liberalisierung
3. Bankenaufsicht	3. Bankenaufsicht
4. Privatisierung	4. Externe Liberalisierung
5. Interne Liberalisierung	5. Privatisierung
6. Externe Liberalisierung	6. Haushaltsanpassungen

stieg in 14 von 20 Jahren zwischen 1975 und 1995 die 5-Prozent-Marke. In der Folge wuchs die Staatsverschuldung rasant von 17% des BIP (1975) auf 68% (1995). Schließlich erfolgte eine Sanierung mittels massiver Steuererhöhungen, und im Jahr 2001 entstand ein leichter Budgetüberschuss. Große Haushaltsdefizite können eine Schuldenspirale oder hohe Inflation auslösen, was zu politischen Unruhen führen und den Abbruch der Reformen bewirken kann. Dies war in Chile, Argentinien und der Türkei der Fall, wo ein unhaltbarer Budgetkurs die Wirtschaft ins Chaos gestürzt hatte. Österreich war in der glücklichen Lage, dass hohe private Ersparnisse die öffentlichen Schulden aufsaugen und Inflation verhindern konnten.

Ebenfalls entgegen der Lehrmeinung setzte die Privatisierung spät ein und ist nach wie vor nicht abgeschlossen. Große Banken wurden gegen Ende der Neunzigerjahre privatisiert, und die Regierung hält nach wie vor beträchtliche Beteiligungen. Die Krise in Asien und viele weitere Erfahrungen weltweit waren vor politischem Einfluss im Bankensektor. Die Manager verstaatlichter Banken in Österreich waren in ähnlicher Weise politischem Druck ausgesetzt, vor allem während der späten Siebziger- und frühen Achtzigerjahre. Verstaatlichte Betriebe, die Verluste schrieben, wurden durch Kredite gestützt. Eine Systemkrise wurde nur abgewehrt, da die Regierung Mitte der Achtzigerjahre die Schulden der Industrie übernahm und sicherstellte, dass sie rechtzeitig bedient wurden.

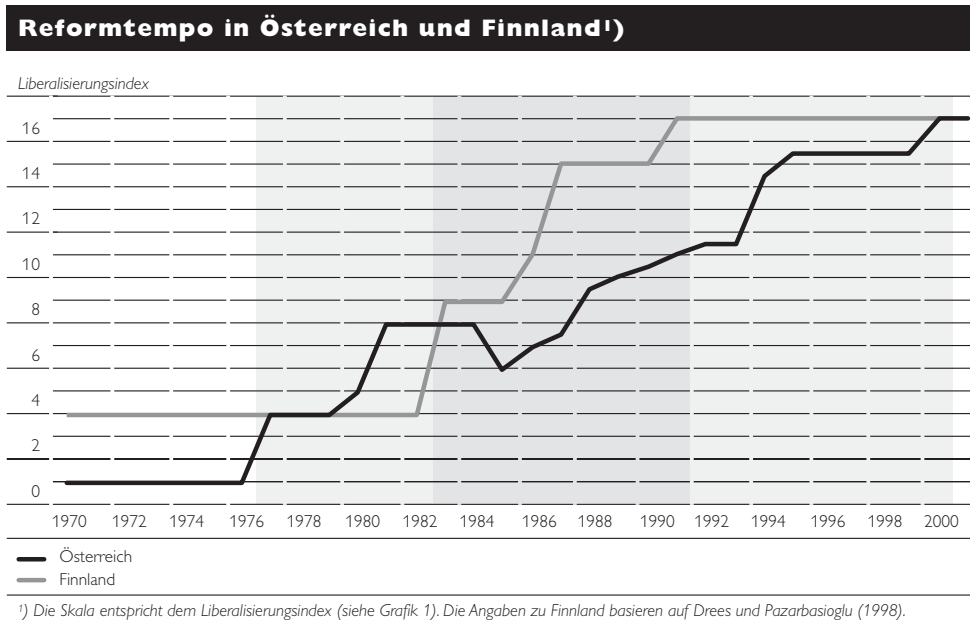
Österreich befolgte allerdings für einen wichtigen Teil der Reformen die Empfehlungen der Lehrmeinung zur Reihenfolge. Dies hat sicherlich dazu beigetragen, dass keine fehlsteuernden Anreize gesetzt wurden und sich die Akteure mit der Zeit auf eine stärker marktorientierte Umgebung einstellen konnten. Insbesondere die Großbanken waren dank ihres privilegierten Zugangs zu Devisenhandelskonzessionen gut auf die Liberalisierung des Kapitalverkehrs vorbereitet. Marode Staatsfinanzen und schleppende Privatisierung stellten die Schwachpunkte des Reformprozesses dar.

These 2: Das schrittweise Vorgehen verhinderte eine Kumulation negativer Symptome und wirkte der Bildung einer allgemeinen spekulativen Blase entgegen. Die Reformen waren dadurch aber auch anfällig für Rückschläge.

Aus Grafik 1 geht deutlich hervor, dass Österreich umfassende Reformen durchführte. Die Liberalisierung des österreichischen Finanzsektors ging allerdings äußerst langsam vor sich. In Grafik 4 wird das Reformtempo in Österreich mit jenem Finnlands¹⁾ verglichen. Die Steigung der Linien zeigt die Geschwindigkeit des Reformprozesses an, und der schattierte Bereich gibt seine

¹ Die Angaben zu Finnland stützen sich auf Drees und Pazarbasioglu (1998). Die numerische Interpretation entspricht der Klassifikation von Williamson und Mahar (siehe Grafik 1).

Grafik 4



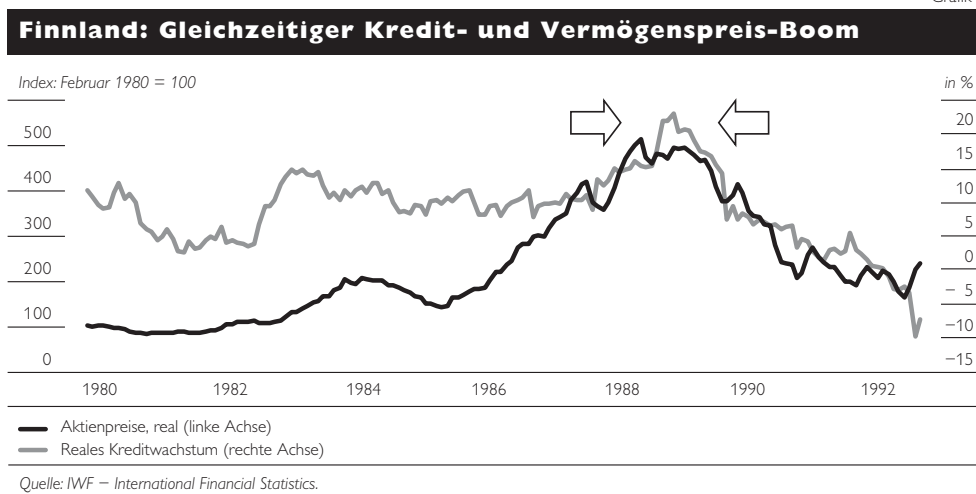
Dauer an: dunkel in Finnland bzw. hell in Österreich. Die finnischen Reformen wurden nach neun Jahren abgeschlossen. In Österreich zog sich der Liberalisierungsprozess hingegen über 23 Jahre (von 1977 bis 2000). Das ist selbst in einem breiteren internationalen Kontext langsam. So stellen Williamson und Mahar (1998) z. B. fest, dass eine Gruppe „langsamer Reformen“ zwischen 10 und 15 Jahren für eine vollständige Liberalisierung brauchte.¹⁾ Die „schnellen Reformen“, zu denen lateinamerikanische und skandinavische Länder, die Türkei und Südafrika zählen, benötigten zwischen 3 und 10 Jahren.

Eine schrittweise Umsetzung von Reformen kann das Risiko systemischer Finanzkrisen verringern. Braumann (2002) zeigt, dass alle Krisensymptome zum einen oder anderen Zeitpunkt in Österreich präsent waren: exzessive Kreditvergabe, übersteigerte Vermögenspreise, politische Einflussnahme, Erosion des Eigenkapitals, Fremdwährungsrisiken und extremer Wettbewerb. Keines dieser Symptome geriet allerdings außer Kontrolle. Durch die schrittweise und vorsichtige Umsetzung der Reformen gelang es, die einzelnen Störungen zeitlich auseinander zu halten und somit eine ausgewachsene Krise abzuwenden.

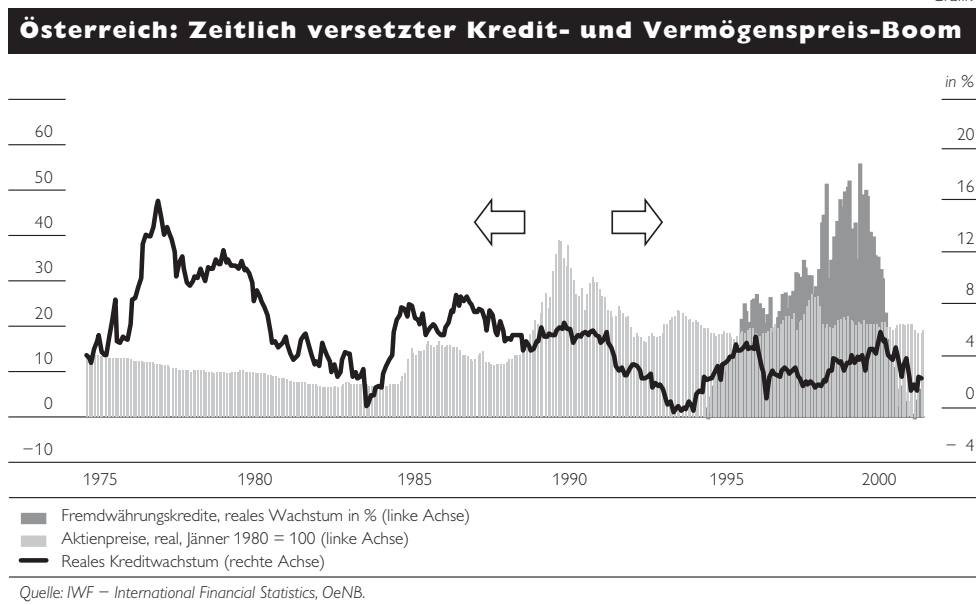
Grafik 5 veranschaulicht am Beispiel von Finnland die typischen Gefahren der Finanzmarktliberalisierung. Kurz nach der Deregulierung des heimischen Marktes zwischen 1982 und 1986 kam es zu einem Kreditboom. Der Kapitalverkehr wurde 1986 liberalisiert, und starke Kapitalzuflüsse blähten die Vermögenspreise auf. Besonders stark legten die Immobilienpreise zu. Für Gläubiger, die Immobilien als Sicherung verwenden konnten, wurden Kredite dadurch billiger. Der Kreditboom beschleunigte sich weiter. Schließlich platzte die Seifenblase zwischen 1990 und 1992 und löste eine scharfe Rezession aus.

¹⁾ Japan, Israel und Sri Lanka benötigten 15 Jahre, Frankreich, Thailand, Indonesien, Malaysia und die Philippinen rund zehn Jahre.

Grafik 5

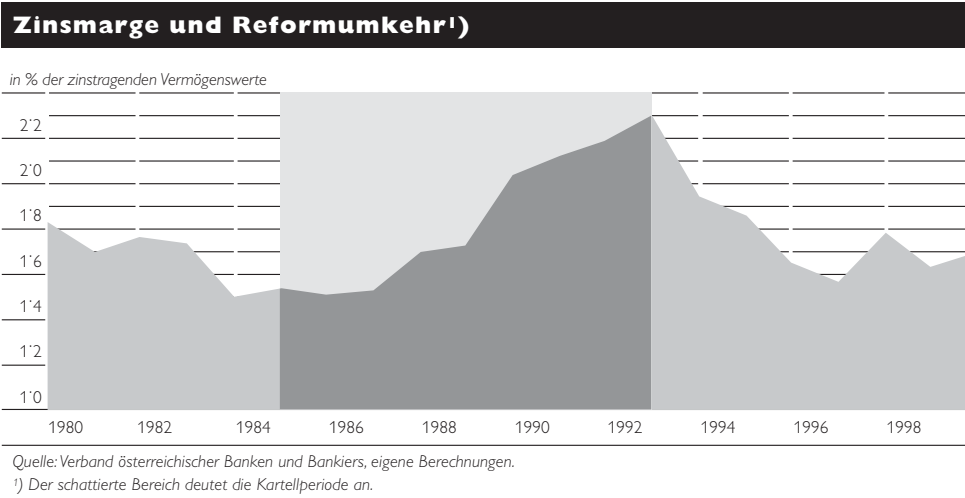


Grafik 6



Grafik 6 zeigt die Verhältnisse in Österreich. Zwar waren die gleichen Ungleichgewichte wie in Finnland vorhanden: ein Kreditboom, eine spekulative Blase und ein steiler Anstieg von Fremdwährungskrediten. Allerdings traten diese Phänomene zeitlich getrennt auf, wodurch eine allgemeine Finanzseifenblase vermieden wurde. Die Liberalisierung des heimischen Finanzmarktes in den späten Siebzigerjahren löste einen Kreditboom aus. Es kam aber zu keinen Kapitalzuflüssen, da Kapitalkontrollen in Kraft blieben. Der Kreditboom wurde durch hohe Realzinsen und Kreditplafonierung erstickt. Als Ende der Achtzigerjahre der Kapitalverkehr mit dem Ausland liberalisiert wurde, führten Kapitalzuflüsse zu einem sprunghaften Anstieg der Vermögenspreise. Das Kreditwachstum blieb aber moderat, weil erstens gleichzeitig die Aufsichtsstandards verschärft wurden, wodurch die Banken die Kreditvergabe einschränken mussten, und zweitens die Sicherheiten diversifiziert waren und einen geringen Anteil an Immobilien aufwiesen. Das unterbrach in Österreich die direkte Ver-

Grafik 7



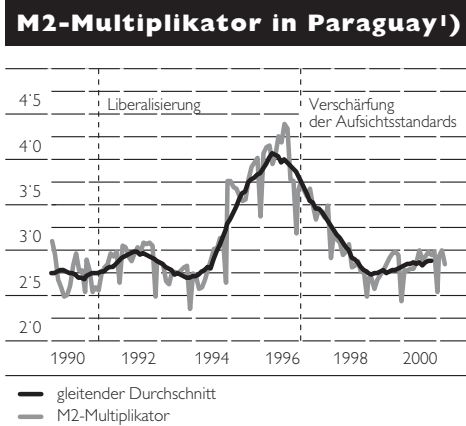
bindung von Vermögenspreisen zum Kreditangebot. Schließlich dämpften drittens hohe Realzinsen erneut die Kreditnachfrage. Dem Boom bei Fremdwährungskrediten in den späten Neunzigerjahren stand zuletzt eine restriktive Fiskalpolitik gegenüber. Die drei Episoden mit Krisensymptomen waren durch jeweils fast ein Jahrzehnt getrennt.

Der Nachteil des Gradualismus lag in seiner Anfälligkeit für Rückschläge. Dazu kam es Mitte der Achtzigerjahre. Die schlechte Finanzlage der Banken beunruhigte damals Regierung und Banken gleichermaßen. Die Regierung ermutigte in der Folge das Zinskartell wieder, um dem „übertriebenen und ruinösen“ Wettbewerb Einhalt zu gebieten und die Gewinnmargen wiederherzustellen. Die kartellistischen Zinsvereinbarungen (ordnungspolitischen Vereinbarungen, OVP) führten zu einer sofortigen Verbreiterung der Zinsmargen, zu einer Steigerung der Gewinne und des Eigenkapitals. Wie Grafik 7 zeigt, erhöhten sich die Zinsmargen zwischen 1985 und 1993 von 1,5% auf 2,5%, was darauf hindeutet, dass der Wettbewerb tatsächlich behindert wurde. Die Eigenkapitalquote verbesserte sich rasch, um 8% im Jahr 1986 und 18% im darauf folgenden Jahr. Die Rekapitalisierung der Banken wurde damit in erster Linie von den Schuldnern finanziert, die höhere Zinsen zahlen mussten. Der Bankensektor erholte sich, aber der Prozess der Liberalisierung erlitt einen Rückschlag. Das war der Preis, den Österreich für seinen Gradualismus zahlen musste.

These 3: Die expansiven Effekte der Finanzmarktliberalisierung wurden durch eine restriktive Geld-, Fiskal- und Aufsichtspolitik ausgeglichen. Die Restriktionen kamen – manchmal durch Zufall – gerade zum richtigen Zeitpunkt.

Wie Geld- und Fiskalpolitik können auch Finanzreformen zyklisch wirken. In Österreich haben sich die zyklischen Effekte dieser Politikinstrumente häufig kompensiert. Als Resultat erscheint das Wachstum der vergangenen Jahrzehnte heute ungewöhnlich glatt. Die Liberalisierung des Finanzsektors hat ähnliche makroökonomische Effekte wie expansive Geldpolitik, während eine Verschärfung der Aufsichtsstandards wie restriktive Geldpolitik wirkt. Der wichtigste Unterschied besteht darin, dass Schwankungen im privaten Teil der Geldmenge auftreten (das heißt im Bereich des Geldes, das von Kommerzbanken geschöpft

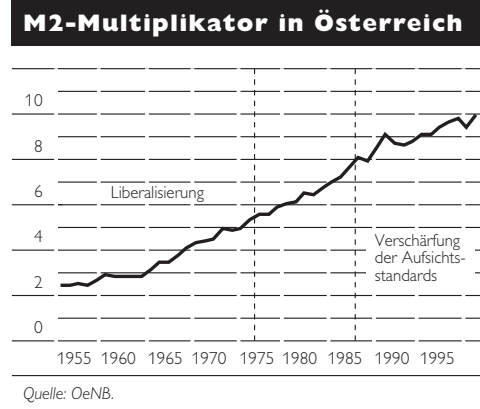
Grafik 8



Quelle: Zentralbank von Paraguay.

¹⁾ Der Multiplikator ist hier als das Verhältnis von M2 oder M3 zum Bargeldumlauf (M0) definiert. Die Bankenkrise bewirkte eine deutliche Verringerung des M2-Multiplikators in der Guarani-Geldmenge. Der M3-Multiplikator blieb auf Grund der zunehmenden Dollarisierung konstant. Zuletzt legte der M2-Multiplikator wieder leicht zu, während der M3-Multiplikator kräftig anstieg.

Grafik 9

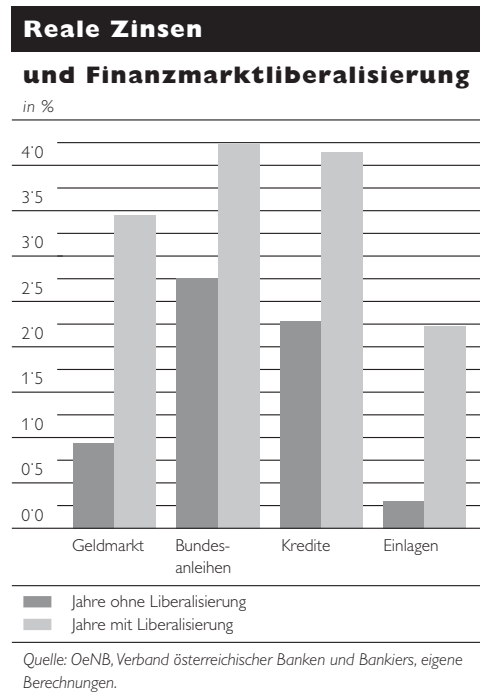


wird), und nicht im Zentralbankgeld. Finanzmarktliberalisierung und -regulierung bewirken Veränderungen des Geldmultiplikators. Dieser Zusammenhang ist besonders anschaulich in der Finanzmarktliberalisierung von Paraguay während der Neunzigerjahre zu sehen (Grafik 8). Im Unterschied dazu vergrößerte sich der M2-Multiplikator in Österreich kontinuierlich und ohne Unterbrechung. Das ist bemerkenswert, da der Finanzsektor während dieser Zeit einer ganzen Reihe von Schocks ausgesetzt war. Wirtschaftspolitische Maß-

Grafik 10



Grafik 11



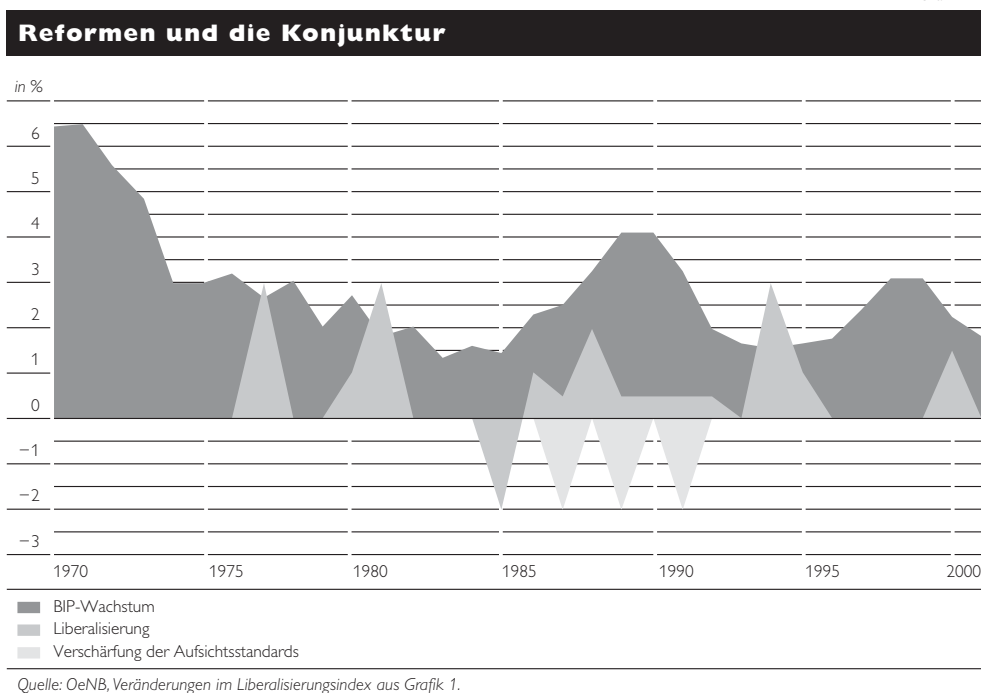
nahmen und interne Stabilisatoren des Bankensystems federten die Schocks ab. Zuerst sollen die Maßnahmen der Wirtschaftspolitik behandelt werden.

Die Geldpolitik steuerte den expansiven Impulsen der Finanzreform aktiv gegen. Die Grafiken 10 und 11 zeigen, dass die realen Zinsen während der Reformperioden (1977–1981, 1986–1992, 1994, 2000) deutlich höher waren als sonst. Die realen Geldmarktsätze, die direkt von der Zentralbank beeinflusst werden können, stiegen während Reformperioden um 250 Basispunkte. Dieser Trend griff auf andere Teile des Finanzsektors über, z. B. auf die Renditen von Staatsanleihen und auch auf die Soll- und Habenzinsen. Zu einem gewissen Grad wurde die Geldpolitik vom Ausland bestimmt. Österreich musste durch die Anbindung seiner Währung an die D-Mark die deutsche Politik nachvollziehen. Allerdings fielen die Zeitpunkte internationaler monetärer Restriktion recht günstig.

Die letzte expansive Phase der Finanzmarktliberalisierung trat in den späten Neunzigerjahren auf, als es zu einem Boom bei Fremdwährungskrediten kam. Während dieser Phase wurden die expansiven Impulse aus dem Bankensektor durch eine restriktive Fiskalpolitik neutralisiert. Die Regierung reduzierte das Budgetdefizit um 6½% des BIP zwischen 1995 und 2001, um die Kriterien des Stabilitäts- und Wachstumspakts zu erfüllen. Parallel dazu verringerte sie die ausstehenden Bankschulden real um beinahe 30%. Das ermöglichte eine Ausweitung der Privatkredite, ohne dass das Kreditwachstum insgesamt destabilisiert wurde.

Auch von der Reform des Aufsichtsrahmens gingen wichtige antizyklische Effekte aus. Die erste Welle der Reformen im Finanzsektor hatte zu einem scharfen Wettbewerb und einer bedrohlichen Verschlechterung der Ertragslage der Banken geführt. Die Eigenkapitaldeckung war äußerst dünn geworden. Die Regierung versuchte Mitte der Achtzigerjahre, diesen Trend umzukehren,

Grafik 12



indem sie zuerst das Zinskartell wieder einsetzte und später die Aufsichtsstandards verschärfte – insbesondere durch höhere Eigenkapitalerfordernisse. Beide Maßnahmen dämpften das Kreditwachstum. Die Sollzinsen stiegen, und die Zinsspannen verbreiterten sich. Dadurch wurde auch der expansive Impuls gedämpft, der von der Öffnung des Kapitalverkehrs mit dem Ausland ausging.

Die drei Instrumente der Wirtschaftspolitik – Geldpolitik, Fiskalpolitik und Finanzreformen – waren in passender Weise an das Wirtschaftswachstum angepasst – bewusst oder unbewusst. Grafik 12 zeigt, dass Liberalisierungsepisoden hauptsächlich in Zeiten wirtschaftlicher Schwäche erfolgten. Die Grafik kombiniert BIP-Wachstumsraten (gleitende Drei-Jahres-Durchschnitte) mit Veränderungen im oben beschriebenen Liberalisierungsindex. Der heimische Sektor wurde liberalisiert, als die Wirtschaft durch die Erdölpreisschocks und eine globale Rezession geschwächt wurde. Die Privatisierungen und der Boom der Fremdwährungskredite fielen mit einer Konsolidierung des Budgets und verhaltenem Wachstum Ende der Neunzigerjahre zusammen. Die Kapitalströme wurden während eines Wirtschaftsaufschwungs liberalisiert; allerdings kompensierte eine gleichzeitige Verschärfung der Aufsichtsstandards ihren expansiven Effekt. Insgesamt war das zyklische Timing der Reformen in Österreich außerordentlich glücklich.

These 4: Viele österreichische Banken verfolgen langfristige Geschäftsstrategien und federn vorübergehende Schocks ab. Ihr interner „Finanzdezyelerator“ glättet die Konjunktur. Dies ist im internationalen Vergleich eine Ausnahme.

Angesichts der großen Zahl von Finanzkrisen weltweit schenkt man den Transmissionskanälen der Geldpolitik erneut besondere Aufmerksamkeit. Es wurde festgestellt, dass der Finanzsektor in vielen Ländern monetäre Schocks verstärkt. Dieser Effekt ist als *Finanzakzelerator* bekannt. Die Dynamik folgt in erster Linie aus dem so genannten *Kreditvergabekanal*, nach dem Banken Zinsschocks durch Schocks im Kreditangebot verschärfen. Österreich sollte a priori ein typisches Beispiel für den Kreditvergabekanal abgeben, da Banken den Finanzsektor völlig dominieren. Allerdings konnten empirische Studien¹⁾ bisher noch keinen Kreditvergabekanal nachweisen, und es gibt sogar Hinweise auf einen *Finanzdezyelerator*.

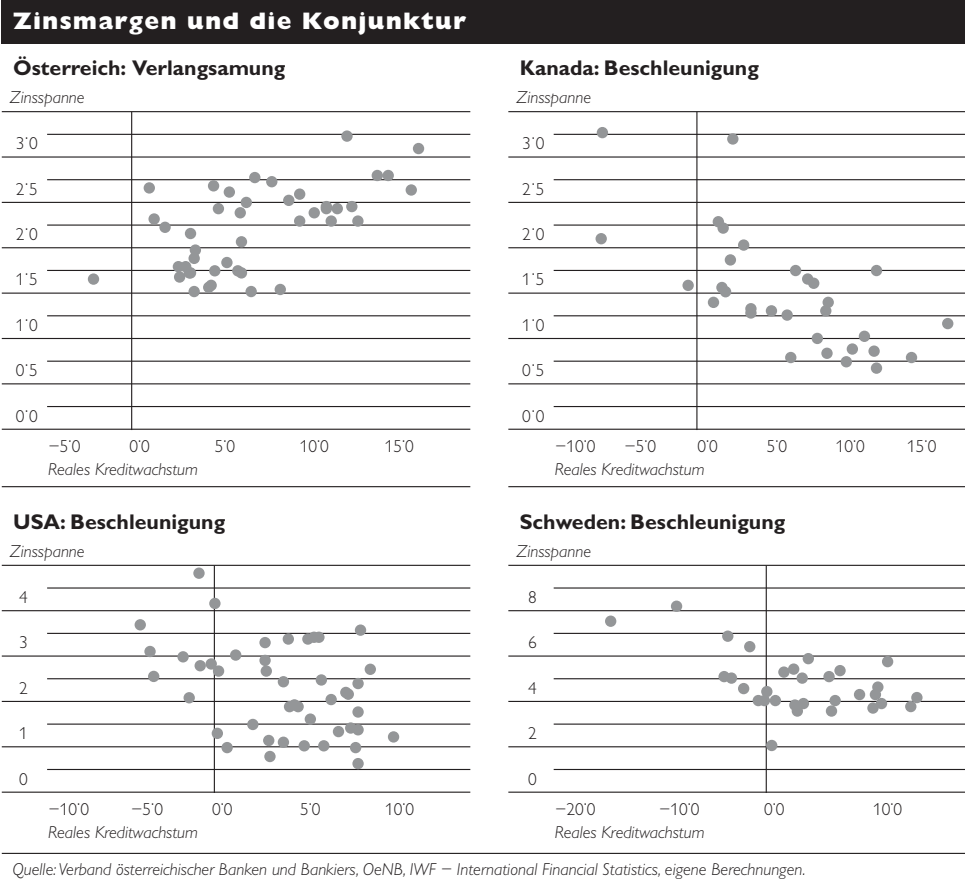
Der Finanzakzelerator bewirkt während eines Aufschwungs eine großzügige Ausweitung des Kreditangebots und in Zeiten eines Abschwungs eine Kreditverknappung (Credit Crunch). Ebenso zeigt er sich während eines Aufschwungs in engeren und während eines Abschwungs in weiteren Zinsmargen. Ein Finanzakzelerator würde daher eine negative Beziehung zwischen Kreditwachstum und Zinsmargen erzeugen.

Die Erklärung für dieses Muster liegt im Risikoverhalten der Banken und der kurzfristigen Maximierung der Gewinne.²⁾ Aufschwünge erzeugen optimistische Erwartungen, und Banken drängen darauf, ihre Kredite auszuweiten. Der Wettbewerb intensiviert sich, und die Zinsmargen werden enger, was die Kreditnachfrage ansteigen lässt. Prozyklische Preise bei Sicherheiten können den Kreditboom noch verstärken. Demgegenüber erleiden Banken im Abschwung Kreditausfälle, und die Zinserträge gehen zurück. Die Banken

1 Kaufmann (2001), Valderrama (2001).

2 Siehe Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2001), 139–160.

Grafik 13



müssen ihre Rückstellungen erhöhen, was Kosten verursacht und den Gewinn reduziert. Als Ausgleich erhöhen sie die Zinsmargen und rationieren Kredite, während sie das Portfolio in sichere Vermögenswerte umschichten. Insgesamt bedeutet dies, dass die Kreditnachfrage von Privaten und Unternehmen gerade dann nicht bedient wird, wenn es am nötigsten wäre. Kurzfristige Gewinnmaximierung verstärkt also die konjunkturellen Schwankungen.

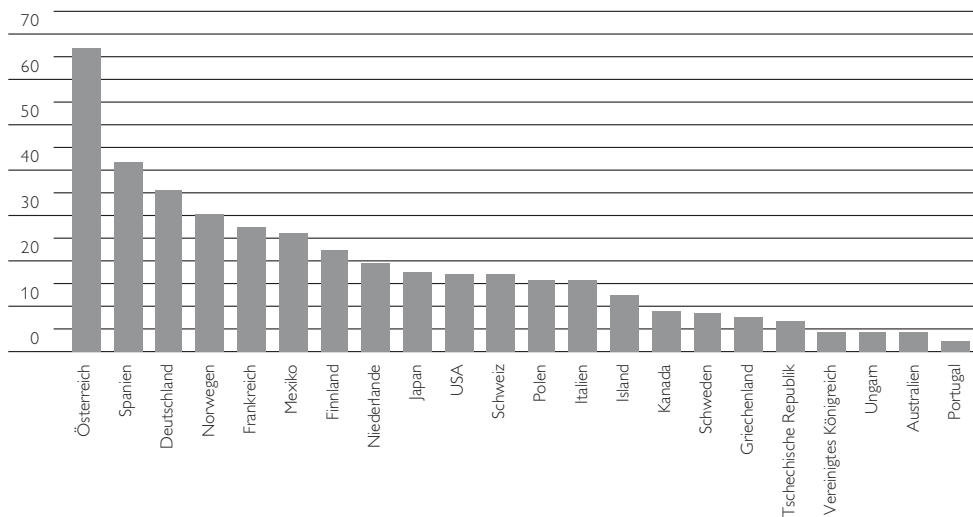
Die österreichischen Banken scheinen sich dagegen eher antizyklisch zu verhalten. Grafik 13 zeigt für mehrere Länder das Verhältnis zwischen realem Kreditwachstum und Zinsmarge. Die Zinsmargen errechnen sich als Differenz der Soll- und Habenzinsen aus jährlichen IFS-Daten für den Zeitraum von 1955 bis 2000. Kanada, die USA und Schweden repräsentieren den allgemeinen Fall eines Finanzakzelerators. Es erscheint eine negative Korrelation zwischen Kreditwachstum und Zinsmargen. In Österreich erscheint dagegen eine positive Korrelation: Die Zinsmarge vergrößert sich bei hohem Kreditwachstum. Das lässt auf einen Finanzdezelerator schließen, das heißt ein Verhalten der Banken, das sich dämpfend auf die Konjunktur auswirkt.

Die Eigentümerstruktur und ihre Anreize für Bankmanager scheint eine zentrale Erklärung für das zyklische Verhalten der österreichischen Banken zu sein. Österreich weist den höchsten Anteil an Genossenschaftsbanken und Sparkassen in der OECD auf: Diese beiden Banktypen machen zwei Drittel der österreichischen Bankaktiva aus. Ihr Hauptinteresse gilt nicht kurzfristiger

Marktanteil von Sparkassen und Genossenschaftsbanken

in der OECD (1999)

in % des Bilanzvolumens von Banken



Quelle: OECD, Bank Profitability (2000).

Gewinnmaximierung. Vielmehr versuchen diese Banken, den Wert ihrer Einlagen auf lange Sicht stabil zu halten und ihre Kunden beständig mit Kredit zu versorgen. Enge Beziehungen zur Hausbank können außerdem Informationsasymmetrien reduzieren. Das Management dieser Banken verfolgt deshalb eine Strategie der intertemporalen Glättung, wie von Allen und Gale (2000) beschrieben: In guten Zeiten werden Reserven angelegt, die in schlechten Zeiten liquidiert werden können. Bei starker Kreditnachfrage vergrößern sich die Zinsmargen. In einem konjunkturellen Abschwung lockern die Banken die Kreditbedingungen und helfen den Schuldern, finanzielle Schwierigkeiten zu überwinden. Die intertemporale Glättung der Banken bietet den Schuldern eine implizite Versicherung und hat einen dämpfenden Einfluss auf die Konjunktur.

Literaturverzeichnis

- Allen, F. und Gale, D. (2000).** Comparing Financial Systems. Cambridge, MIT Press.
- Berger, A., Hunter, W. und Timmé, S. (1993).** The Efficiency of Financial Institutions: A Review and Preview of Research Past, Present and Future. In: Journal of Banking and Finance 17 (23), 221–249.
- Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2001).** Jahresbericht, Kapitel VII: Zyklen und das Finanzsystem. Basel.
- Brandner, P. (1991).** Liberalisierung der österreichischen Devisenbestimmungen. In: WIFO Monatsberichte 11/91.
- Braumann, B. (2002).** Financial Liberalization in Austria. Mimeo, OeNB.
- Caprio, G., Honohan, P. und Stiglitz, J. (2001) (Hrsg.),** Financial Liberalization: How Far, How Fast? Cambridge University Press.
- Demirgüç-Kunt, A. und Detragiache, E. (1998).** Financial Liberalization and Financial Fragility. IMF Working Paper WP/98/83.
- Drees, B. und Pazarbasioglu, C. (1998).** The Nordic Banking Crisis. IMF Occasional Paper 161.

- Frydl, E. (1999).** The Length and Cost of Banking Crises. IMF Working Paper WP/99/30.
- Glauninger, V., Magerl, Ch. und Mooslechner, P. (2001).** Österreichs Bankensystem im Umbruch: Neue Fragen auf alte Antworten? In: Fuchs, W. and Horvath, O. (Hrsg.): Wirtschaftsstandort Österreich. Von der Theorie zur Praxis. Wien: Bundesministerium für Wirtschaft.
- Grubelnik, K. (1998).** Die Rote Krake. Wien, Molden.
- Hviding, K. (2000).** Challenges of European Financial Integration: The Case of Austria. IMF Staff Country Report 00/124.
- Kaufmann, S. (2001).** Asymmetries in Bank Lending Behavior: Austria During the 1990s. ECB Working Paper 97.
- Kernbauer, H. (1991).** Währungspolitik in der Zwischenkriegszeit. Wien.
- Lindgren, C.-J., Garcia, G. und Saal, M. (1996).** Bank Soundness and Macroeconomic Policy. Washington, DC, IWF.
- Mishkin, F. (2000).** The Economics of Money, Banking and Financial Markets. Boston, Adison, Wesley, Longman.
- Schulz, G. (1997).** Entwicklungen und Perspektiven des österreichischen Devisenrechts. Wien, Peter Lang Verlag.
- Shy, O. (1997).** Industrial Organization. Boston, MIT Press.
- Valderrama, M. (2001).** Credit Channel and Investment Behavior in Austria. A Micro-Econometric Approach. ECB Working Paper 108.
- Williamson, J. und Mahar, M. (1998).** A Survey of Financial Liberalization. Princeton, Princeton University Press.
- Wyplosz, C. (2001).** Financial Restraints in Postwar Europe. In: Caprio, G. et al. (Hrsg.) (2001): Financial Liberalization. Cambridge, UK, Cambridge University Press.