



OESTERREICHISCHE NATIONALBANK

BERICHTE UND STUDIEN

2 / 2003

Medieninhaber (Verleger), Herausgeber und Hersteller:

Oesterreichische Nationalbank
1090 Wien, Otto-Wagner-Platz 3

Für den Inhalt verantwortlich:

Wolfdietrich Grau, Sekretariat des Direktoriums/Öffentlichkeitsarbeit

Unter Mitarbeit von:

Michael Andreasch, Stephan Barisitz, Johann K. Brunner, E. Philip Davis, René Dell'mour,
Ralf Dobringer, Sandra Dvorsky, Daniel Eckert, Johann Elsinger, Gerhard Fenz, Matthias Fuchs,
Alois Guger, Ingrid Haar-Stöhr, Antje Hildebrandt, Andrea Hofer, Pawel Kowalewski,
Claudia Kwapil, Isabella Lindner, Wolfgang Maschek, Susanne Pech, Wolfgang Pointner,
Doris Prammer, Thomas Reiningger, Peter Rosner, Margarita Schandl-Greyer, Martin Schneider,
Helene Schuberth, Martin Spitzer, Thomas Steinberger, Thomas Url, Sigurt Vitols,
Patricia Walter, Isabel Winkler, Josef Zechner, Robert Zorzi

Redaktion:

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

Grafische Gestaltung:

Peter Buchegger, Sekretariat des Direktoriums/Öffentlichkeitsarbeit

Layout und Satz:

Hannes Jelinek, Hausdruckerei

Druck und Herstellung:

Oesterreichische Nationalbank, Hausdruckerei

Papier:

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

Verlags- und Herstellungsort:

1090 Wien, Otto-Wagner-Platz 3

Rückfragen:

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

Nachbestellungen:

Oesterreichische Nationalbank, Dokumentationsmanagement und Kommunikationsservice
1090 Wien, Otto-Wagner-Platz 3
Postanschrift: Postfach 61, 1011 Wien
Telefon: 01/404 20 DW 2345
Telefax: 01/404 20 DW 2398
e-mail: oenb.publikationen@oenb.at

Internet:

<http://www.oenb.at>

DVR 0031577

Wien 2003

Inhalt

Impressum	2
Editorial	7
<hr/> WIRTSCHAFTLICHE ENTWICKLUNG IN DER WÄHRUNGSUNION UND IN DER EU <hr/>	
Wirtschaftliche Entwicklung im Euroraum und in der EU	12
Gesamtwirtschaftliche Prognose für Österreich 2003 bis 2005 vom Frühjahr 2003	19
<hr/> MONETÄRE ENTWICKLUNG IN ÖSTERREICH <hr/>	
Geschäftstätigkeit und Ertragslage der in Österreich tätigen Kreditinstitute im ersten Quartal 2003	44
Zahlungsbilanz im Jahr 2002	57
Portfoliosition Österreichs zum Jahresende 2002	81
Geldvermögensbildung und Finanzierung der nichtfinanziellen Sektoren im Jahr 2002 – Ergebnisse der Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung	88
<hr/> INTERNATIONALE WIRTSCHAFT <hr/>	
Entwicklungen in ausgewählten Industrieländern außerhalb der EU	98
Internationale Verschuldung und Emerging Markets	109
Entwicklungen in ausgewählten Ländern Zentral- und Osteuropas	115
Zusammenarbeit im internationalen Währungs- und Finanzsystem	140
<hr/> INSTITUTIONELLE ENTWICKLUNGEN IM ESZB <hr/>	
Anpassung der Stimmrechtsmodalitäten im EZB-Rat	144
Zusammenarbeit im ESZB und europäische Integration	154
<hr/> STUDIEN „REFORM DER PENSIONSFINANZIERUNG: FROM PUBLIC TO FINANCIAL ECONOMICS“ <hr/>	
Wohlfahrtseffekte der Pensionsreform	162
<i>Anhand eines üblichen Overlapping-Generations-Modells lässt sich darstellen, wie sich die Finanzierungsform auf das staatliche Pensionssystem auswirkt: Selbst wenn man davon ausgeht, dass der Kapitalertrag die Zuwachsrate der Lohneinkommen (die den internen Zinsfuß des bestehenden Umlageverfahrens repräsentiert) übersteigt, wird durch den Umstieg auf ein Kapitaldeckungsverfahren zumindest eine Generation schlechter gestellt. Der Gewinn der Mitglieder der ersten Generation (die bei Einführung des Systems eine Pension zuerkannt bekamen, ohne je in das System eingezahlt zu haben) geht auf Grund der Dynamik des Umlageverfahrens auf Kosten späterer Generationen. Angesichts der Bevölkerungsalterung werden Änderungen bei den Hauptparametern (Beitragssatz, Pensionsniveau, Pensionsantrittsalter) notwendig werden, die jeweils unterschiedliche Auswirkungen auf die intergenerationelle Verteilung haben. Die Einführung einer kapitalgedeckten Vorsorgesäule kann die Menschen vielleicht dazu bewegen, verstärkt für die Pension vorzusorgen, reduziert die durch die Alterung entstehende Belastung als solche aber nicht. Ganz allgemein sind die Argumente für staatliche Eingriffe in die Eigenvorsorge zu diskutieren.</i>	
Kommentar	171

„Varieties of Capitalism“ und Pensionsreform:	
Wird die Riester-Rente Deutschlands koordinierte Marktwirtschaft transformieren?	174
<i>Die Studie untersucht die Rolle von Alterssicherungssystemen in koordinierten Marktwirtschaften (CME-Systemen) wie Deutschland vor dem Hintergrund der Theorie der „Varieties of Capitalism“. Der Autor beschreibt Komplementaritäten zwischen bankendominierten Finanzsystemen und umlagefinanzierten Alterssicherungssystemen sowie zwischen der für CME-Systeme typischen Form von Economic Governance und der Tatsache, dass die meisten Betriebsrenten „organisatorisch eingebettet“, also nicht an eigenständige Versorgungseinrichtungen ausgelagert sind. Diese Faktoren bedingen, dass die Auswirkungen der Riester-Reform auf die Finanzmärkte begrenzt bleiben.</i>	
Kommentar	182
Pensionsreformen, steuerliche Anreize für private Pensionsversicherungen und das Problem der adversen Selektion	184
<i>Diese Studie analysiert die Auswirkungen verschiedener Maßnahmen, die üblicherweise im Rahmen einer Pensionsreform gesetzt werden: Kürzung der staatlichen Pensionsleistungen, Anhebung der Pensionsbeiträge und steuerliche Anreize für den Abschluss von privaten Pensionsversicherungen. Anhand eines Zweiperiodenmodells unter Berücksichtigung von Unsicherheit über die individuelle Lebenserwartung wird gezeigt, dass die steuerliche Förderung von Privatpensionen die Altersvorsorge tatsächlich belebt und damit den Auswirkungen der beiden anderen Reforminstrumente auf das Konsumniveau in der Pensionsphase entgegenwirkt. Allerdings beruht diese Analyse auf einem konstanten Prämiensatz. Die zweite in dieser Studie behandelte – komplexere – Fragestellung betrifft das Problem der adversen Selektion auf dem privaten Pensionsversicherungsmarkt. In einem ersten Schritt wird erklärt, warum adverse Selektion im Marktgleichgewicht zu ineffizient hohen Prämiensätzen führt. Danach werden die Auswirkungen der Reforminstrumente auf die adverse Selektion untersucht. Dies ist deshalb von Bedeutung, weil steuerliche Anreize für den Abschluss von Pensionsversicherungen nur dann wirksam sein werden, wenn die Pensionsreform die adverse Selektion nicht verschärft und damit nicht zu einer Erhöhung des Prämiensatzes führt. Es wird dargelegt, dass eine steuerliche Förderung privater Pensionsversicherungen bzw. eine Kürzung der staatlichen Pensionsleistungen die adverse Selektion auf dem Pensionsversicherungsmarkt mildert, während eine Erhöhung der gesetzlichen Pensionsbeiträge die adverse Selektion verschärft.</i>	
Kommentar	196
Pensionsfonds und die europäischen Finanzmärkte	199
<i>Die vorliegende Studie dient einer Untersuchung der Zusammenhänge zwischen der Pensionsfinanzierung über Fonds (Kapitaldeckungsverfahren) und der Entwicklung der Finanzmärkte in Europa. So steht der Ausbau der kapitalgedeckten Altersvorsorge in unmittelbarem Zusammenhang mit der zunehmenden Verbreitung von Pensionsfonds; generell dürften aber auch Zuwächse bei den institutionellen Anlegern wie Investmentfonds und Lebensversicherungen direkt oder indirekt durch Pensionsvorsorgemaßnahmen bedingt sein. Wie diese Studie aufzeigt, handelt es sich bei den Marktanteilsgewinnen institutioneller Anleger in Europa um einen allgemein etablierten Trend, während sich das starke Wachstum der Pensionsfonds regional noch recht unterschiedlich verteilt. Unter dem Einfluss der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) und eines Institutionalisierungstrends sind die Finanzmärkte der Europäischen Union (EU) im Umbruch und nähern sich in punkto Marktstruktur und -verhalten immer mehr dem angelsächsischen Markt an. Hinsichtlich der Veranlagung in Pensionsfonds sind auf EU-Ebene noch eine Reihe aufsichtspolitischer Fragen ungelöst – außerdem wurden erst vereinzelt Reformen durchgeführt, obwohl sich abzeichnet, dass die umlagefinanzierten Pensionssysteme in Schwierigkeiten geraten. Schließlich zeigt die Studie, dass die Pensionssysteme der Länder der EU mit zunehmender Alterung der Bevölkerung erhebliche Risiken</i>	

<i>für die Finanzmarktstabilität darstellen. Diese Risiken unterstreichen die Notwendigkeit einer allmählichen Verlagerung von umlagefinanzierten zu kapitalgedeckten Altersversorgungssystemen, wobei allerdings auch die Risiken der Letzteren im Auge behalten werden müssen. Die Reformen sollten daher auf die Schaffung eines diversifizierten Systems ausgerichtet werden, in dessen Rahmen die politischen und demografischen Risiken des umlagefinanzierten Systems und die Marktrisiken des kapitalgedeckten Systems einander die Waage halten können.</i>	
Kommentar	218
Löst der Ausbau der Kapitaldeckung das Pensionsproblem?	
Risikoaspekte in der Pensionsreformdiskussion	221
<i>In der gegenwärtigen Pensionsdiskussion wird immer wieder ins Treffen geführt, mit dem Ausbau der Kapitaldeckung ließe sich das demografisch bedingte Finanzierungsproblem staatlicher Pensionsysteme lösen. Wie sich zeigt, wird dieser Reformansatz im Wesentlichen finanzökonomisch als Strategie zur Kapital- und Risikostreuung begründet. Bei Anstellung systematischer Risikoüberlegungen erscheint die Überlegenheit des Kapitaldeckungsverfahrens jedoch nicht hinreichend begründet.</i>	
Kommentar	234
Pensionsreform in Österreich: Ausbau der kapitalgedeckten Vorsorge oder Forcierung beschäftigungs- und wachstumsfördernder Maßnahmen?	238
<i>Diese Studie setzt sich mit der häufig geäußerten Ansicht auseinander, eine Pensionsreform in Österreich sollte auf eine Stärkung der kapitalgedeckten Säule in der Altersvorsorge abzielen. Den Hauptargumenten für eine Aufwertung der Kapitaldeckung ist der erste Teil dieser Studie gewidmet; sie schließt mit dem Fazit, dass ein starker Ausbau der kapitalgedeckten Vorsorge in Industrieländern mit hohen Sparquoten sich kurz- und mittelfristig dämpfend auf die effektive Nachfrage und das Wachstum auswirken würde.</i>	
<i>Im Mittelpunkt des zweiten Teils stehen die Bedeutung von Beschäftigung und Wachstum sowie die Wechselwirkung zwischen dem Arbeitsmarkt und der Tragfähigkeit des Pensionssystems. Es werden Simulationsergebnisse für Österreich präsentiert, die unterstreichen, dass das Beschäftigungswachstum nicht nur für die Altersvorsorge, sondern auch für die Arbeitsmarktentwicklung von großer Wichtigkeit ist. Um eine Beeinträchtigung des Wirtschaftswachstums durch eine schrumpfende Erwerbsbevölkerung zu verhindern, müssen beschäftigungspolitische Maßnahmen zur Förderung und Integration älterer Erwerbstätiger auf dem Arbeitsmarkt ergriffen werden. Setzt sich das im letzten Vierteljahrhundert verzeichnete Beschäftigungswachstum fort, so ist unter Berücksichtigung der letzten demografischen Prognosen eine Erhöhung der Erwerbsquote von gegenwärtig 67,6 auf 79,9% notwendig; damit würde Österreich eine Erwerbsbeteiligung erreichen, wie sie heute schon in den skandinavischen Ländern zu beobachten ist. Dementsprechend würde das Verhältnis Pensionisten zu Beitragszahler von heute 619 auf 716 Pensionen pro 1.000 Beschäftigungsverhältnissen im Jahr 2030 klettern. Durch die Steigerung der Erwerbsquote könnte mit einer Erhöhung der Versicherungsbeiträge um lediglich 2,5 Prozentpunkte auf 25,2% das Pensionssystem in seiner heutigen Form in den nächsten 30 Jahren beibehalten werden.</i>	
Kommentar	256

Steuerliche Anreize für die kapitalgedeckte Pensionsvorsorge
und die Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen

259

Die Finanzierbarkeit staatlicher Pensionssysteme unter dem demografischen Druck der Bevölkerungsalterung wird allgemein als eines der wichtigsten politischen Probleme gesehen. Es ist daher nicht erstaunlich, dass ein Ausbau der Kapitaldeckung heutzutage hauptsächlich auf Grund finanzpolitischer Aspekte befürwortet wird. In diesem Sinne zielt die Fiskalpolitik auf die Schaffung von Anreizen für eine Erhöhung des privat finanzierten Anteils am Alterseinkommen ab. So enthält fast jedes Reformprojekt zum Ausbau der Kapitaldeckung vor allem steuerliche Anreize für private Pensionsvorsorgepläne. Den Auswirkungen von steuerlichen Anreizen auf private Pensionsparpläne im Hinblick auf die Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen muss daher besonderes Augenmerk geschenkt werden.

Auf der Grundlage einer vor kurzem durch den Ausschuss für Wirtschaftspolitik (WPA, 2001) durchgeführten Analyse der Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen unter dem Druck der Bevölkerungsalterung zeigen die Autoren in einem einfachen Projektionsbeispiel, dass sich die Schaffung steuerlicher Anreize für die kapitalgedeckte Pensionsvorsorge negativ auf die Nachhaltigkeit auswirken kann.

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

HINWEISE

Abkürzungsverzeichnis	265
Zeichenerklärung	266
Kundmachungen der Oesterreichischen Nationalbank	267
Verordnungen der Europäischen Gemeinschaft	268
Übersicht über Berichte, Studien und Sonderdrucke	269
Übersicht der Studien zu Schwerpunktthemen	271
Publikationen der Oesterreichischen Nationalbank	274
Adressen der Oesterreichischen Nationalbank	278

Am 6. Dezember 2002 veranstaltete die Abteilung für Volkswirtschaftliche Analysen der Oesterreichischen Nationalbank (OeNB) einen Workshop zur Diskussion über die Reform der Pensionsfinanzierung unter dem Titel *From Public to Financial Economics*. Im vorliegenden Schwerpunktheft sind nun diese Beiträge publiziert. Eine Studie über die Effekte von Steuerbegünstigungen für die private Pensionsvorsorge auf die fiskalische Nachhaltigkeit ergänzt das Schwerpunktheft.

Die Pensionsreformdiskussion ist in der letzten Zeit nicht nur ins Zentrum der wirtschaftspolitischen Aufmerksamkeit gerückt; sie scheint dabei auch einen Paradigmenwechsel durchzumachen: Insbesondere die Belastung der öffentlichen Haushalte durch die Finanzierungsprobleme umlagefinanzierter öffentlicher Pensionssysteme unter dem Druck der Bevölkerungsalterung hat zu einer vermehrten Orientierung der Pensionsreformdiskussion in Richtung Kapitaldeckungsverfahren geführt. Dies läuft tendenziell auf eine Umformulierung des Problems der Altersversorgung von einem Sozialversicherungsproblem (einem typischen Gegenstand der „*public economics*“) in ein Investitionsproblem (also einem Gegenstand der „*financial economics*“) hinaus. Ein Aspekt der wirtschaftspolitischen Relevanz dieses Paradigmenwechsels liegt darin, dass diese Umformulierung des Problems bestimmte Lösungsansätze wie Privatisierung und Individualisierung der Altersvorsorge nahe legt. Solche Lösungsansätze bestimmen dementsprechend auch die neuesten Reformmaßnahmen (Rückbau des öffentlichen Pensionssystems und Ausbau der zweiten und dritten Säule, also der betrieblichen und individuellen Altersvorsorge). Umso wichtiger ist daher eine breite Diskussion über alle Aspekte der Pensionsfinanzierung, die es dann ermöglicht, auch ein entsprechend flexibles Instrumentarium von Reformmaßnahmen zu entwickeln.

Dies gilt umso mehr, als im Gegensatz zu den Argumenten mancher Vertreter kapitaldeckungsorientierter Pensionsreformen diese nicht für alle vorteilhaft sein können, wie *Professor Johann Brunner* (Universität Linz), hervorhebt: Verschiedene Varianten zur Reform des Pensionssystem, darunter auch ein (teilweiser) Ersatz des derzeitigen Umlageverfahrens durch kapitalgedeckte Elemente, betreffen unterschiedliche Generationen (und auch Personen innerhalb einer Generation) auf unterschiedliche Weise. Die Beurteilung dieser Verteilungswirkungen sollte die Grundlage für Entscheidungen über bestimmte Maßnahmen darstellen. Eine nahe liegende Forderung ist es, zu vermeiden, dass eine einzelne Generation zu stark belastet wird. Letztlich ist für die Finanzierung zukünftiger Pensionen nicht das zusätzliche Sparen, sondern das (dadurch induzierte) Wirtschaftswachstum ausschlaggebend.

Dass gerade im Hinblick auf eine weitere Erhöhung des privaten Anteils der Altersvorsorge der Staat nicht aus seiner Verantwortung entlassen werden kann, zeigt die Bedeutung von Steueranreizen für das effiziente Funktionieren des privaten Pensionsversicherungsmarktes (*Susanne Pech*, Universität Linz). Steueranreize für private Versicherungen können eines der größten Probleme auf dem privaten Versicherungsmarkt, nämlich das Problem der *adversen Selektion* (weil Individuen mit hoher Lebenserwartung eine stärkere Nachfrage nach privaten Renten haben, sind deren Preise höher als bei einer gleichmäßigen Nachfrage) zu entschärfen helfen. Steuerbegünstigungen ermutigen

auch Personen mit niedrigerer Lebenserwartung zum Erwerb von privaten Renten und tragen damit zur Reduktion von deren Preis bei.

Sigurt Vitols (Wissenschaftszentrum Berlin) wies auf die Notwendigkeit hin, den Zusammenhang zwischen Pensionssystemen und nationalen Finanz- und Wirtschaftssystemen näher zu untersuchen und bei Pensionsreformplänen zu berücksichtigen. Dies machte er am Beispiel der Riester-Rente in Deutschland deutlich. Diese sollte nicht nur die private Altersvorsorge im Allgemeinen stützen, sondern auch die Finanzierung der betrieblichen Altersvorsorge vom Rücklagensystem auf ein finanzmarktbasierendes System umstellen. Die Regulierung der Riester-Produkte ist aber nicht nur relativ komplex, was deren relativ geringe Akzeptanz erklären kann, sondern begünstigt auch die etablierten Versicherungen gegenüber Investmentfonds, wodurch der Beitrag der Riester-Rente zur Finanzmarktentwicklung beschränkt wird.

Professor Philip Davis (Brunel University, London) betont den engen Zusammenhang zwischen der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) und dem Wachstum von Pensionsfonds. Die WWU begünstigt diese Entwicklung in mehrfacher Hinsicht: So erleichtert der Wegfall des Wechselkursrisikos eine internationale Portfoliodiversifikation und verbessert damit die Risikoertragsrelation. Diese Perspektive wird auch den Deregulierungsdruck auf den Finanzmärkten weiter verstärken, insbesondere was die in Ländern wie Österreich bestehenden quantitativen Restriktionen bezüglich des Anteils von Aktien am Anlagevermögen von Pensionsfonds betrifft. Der Deregulierungsdruck erstreckt sich auch auf die Überwindung nationaler Schranken für das Angebot von Altersvorsorgeprodukten, worauf auch die jüngst verabschiedete Pensionsfonds-Richtlinie der EU abzielt.

Daniel Eckert (Universität Graz) beleuchtet den Risikoaspekt in der aktuellen Pensionsreformdiskussion. Obwohl die heute gängige Formulierung des Problems der Altersvorsorge als Investitionsproblem den Risikoaspekt eigentlich ins Zentrum der Überlegungen rücken sollte, besteht über die Bewertung der Risiken kapitalgedeckter Pensionsreformen kein Konsens, was deren wirtschaftspolitische Rechtfertigung erschwert.

Alois Guger (WIFO) gibt einen Überblick über Ausgangsbedingungen für eine Pensionsreform in Österreich. In Auseinandersetzung mit der Diskussion über den demografischen und damit fiskalischen Druck auf das öffentliche Pensionssystem zeigt er, dass der Schlüssel für dessen Finanzierung in der Erhöhung der Beschäftigung älterer Arbeitnehmerinnen sowie Arbeitnehmer und damit auf dem Arbeitsmarkt zu suchen ist.

In einem weiteren Beitrag untersuchen *Daniel Eckert* (Universität Graz) und *Doris Prammer* (OeNB) die Effekte von Steuerbegünstigungen für private Pensionsvorsorge auf die fiskalische Nachhaltigkeit, die in der Pensionsreformdiskussion oft ignoriert werden. Ausgehend von einer Studie des Wirtschaftspolitischen Ausschusses der Europäischen Kommission über die Auswirkungen der Bevölkerungsalterung auf die fiskalische Nachhaltigkeit wird gezeigt, dass zusätzliches steuerbegünstigtes Altersvorsorgesparen die negativen Effekte eines bevorstehenden demografischen Schocks auf die fiskalische Nachhaltigkeit nicht abfedern kann, sondern mittelfristig verstärkt.

Solche fiskalischen Folgeprobleme kapitaldeckungsorientierter Pensionsreformpläne führen vor Augen, dass der Paradigmenwechsel in der Pensions-

reformdiskussion von der „public economics“ zur „financial economics“ eine Reihe von Fragen aufwirft, die nur im Zusammenspiel dieser beiden Disziplinen bewältigt werden können.

Daniel Eckert
Helene Schuberth

WIRTSCHAFTLICHE ENTWICKLUNG
IN DER WÄHRUNGSUNION
UND IN DER EU

Wirtschaftliche Entwicklung im Euroraum und in der EU

Wolfgang Pointner

Redaktionsschluss:
18. Juni 2003

Wirtschaftswachstum stagniert im ersten Quartal 2003

Auch im ersten Quartal 2003 setzte sich die Phase schwachen Wachstums im Euroraum fort, im Vergleich zum Vorquartal stagnierte das reale BIP. Dabei unterstützten der private und der öffentliche Konsum mit einem Wachstum von 0,3 bzw. 0,2% das Wirtschaftswachstum, während die Investitionen deutlich um 1,4% zurückgingen. Letzteres dürfte insbesondere auf eine in diesem Quartal sehr schwache Baukonjunktur zurückzuführen sein. Einen positiven Wachstumsbeitrag leisteten die Lager, die deutliche Zuwächse verzeichnen konnten. Insgesamt legte die Binnennachfrage um 0,5% zu. Der Außenbeitrag zum Wirtschaftswachstum war auf Grund weiter anziehender Importe sowie weiter rückläufiger Exporte deutlich negativ und kompensierte damit das positive Wachstum der Binnennachfrage.

Komponenten des realen BIP im Euroraum

	Prozent- anteile	2001	2002	2001 4. Quartal	2002				2003 1. Quartal
					1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal	
		Veränderung zum Vorquartal in %							
Bruttoinlandsprodukt, real	100,0	+1,4	+0,8	-0,2	+0,4	+0,4	+0,3	+0,1	+0,0
Binnennachfrage	98,5	+0,9	+0,2	+0,0	+0,0	+0,2	+0,3	+0,4	+0,5
Konsumausgaben der privaten Haushalte und POoE ¹⁾	56,9	+1,8	+0,6	+0,0	-0,2	+0,3	+0,5	+0,4	+0,3
Konsumausgaben des Staats	20,3	+2,1	+2,5	+0,7	+1,0	+0,8	+0,5	+0,2	+0,2
Bruttoanlageinvestitionen	21,1	-0,6	-2,5	-0,8	-0,7	-1,3	+0,2	+0,1	-1,4
Exporte	31,1	+2,8	+1,2	-0,9	-0,2	+2,1	+2,0	-0,2	-0,6
Importe	29,5	+1,5	-0,3	-0,5	-1,4	+1,6	+2,0	+0,8	+0,6

Quelle: EUROSTAT.

¹⁾ POoE: Private Organisationen ohne Erwerbszweck.

Ein wesentlicher Faktor für das insgesamt stagnierende Wirtschaftswachstum im ersten Quartal 2003 dürfte die mit dem Irak-Krieg in Verbindung stehende geopolitische Unsicherheit gewesen sein, die über negative Vertrauenseffekte den Konsum und die Investitionen dämpfte. Diese negativen Vertrauenseffekte führten zu einem schwachen Wirtschaftswachstum in fast allen industrialisierten Ländern, womit auch gemeinsam mit dem höheren nominal-effektiven Wechselkurs des Euro die geringe Dynamik der Exporte des Euroraums erklärt werden kann.

Die makroökonomischen Projektionen des Eurosystems prognostizieren für das Jahr 2003 ein Wachstum des realen BIP zwischen 0,4 und 1%. Für das Jahr 2004 wird mit einer Verstärkung der konjunkturellen Dynamik mit Wachstumsraten zwischen 1,1 und 2,1% gerechnet. Hinter dieser Prognose stehen insbesondere die historisch niedrigen Zinsen, ein Anziehen des Wachstums der Exportmärkte des Euroraums sowie durch den Erdölpreis bedingte niedrigere Inflationsraten. Die Risiken für diese Prognose sind nach unten gerichtet und liegen in gesamtwirtschaftlichen Ungleichgewichten außerhalb des Euro-raums (vor allem in der US-Leistungsbilanz), die sich negativ auf die Exporte auswirken könnten, sowie einem möglichen stärkeren Anstieg der Arbeitslosigkeit im Euroraum mit negativen Auswirkungen auf den privaten Konsum.

Geschäftsklimaindikatoren deuten auf sehr schwaches Wachstum nach Ende des Irak-Kriegs hin

Die Industrieproduktion im Euroraum ist im April 2003 gegenüber dem Vormonat um 0,4% gestiegen, gegenüber dem Vorjahr ergab sich ein Wachstum von 0,8%. Im ersten Quartal 2003 wuchs die Industrieproduktion insgesamt weniger stark als im Vorquartal. Dies spiegelte sich in einer niedrigeren BIP-Wachstumsrate wider. Die entsprechenden Vorlaufindikatoren deuten auf eine weiterhin schwache Industrieproduktion hin: Das *Industrievertrauen* der Europäischen Kommission hat im Mai 2003 den niedrigsten Wert seit März 2002 erreicht, und der *Purchasing Managers' Index* (Einkaufsmanagerindex) fiel im Mai 2003 auf das Niveau zu Anfang des Jahres 2002 zurück.

Für die Zeit nach dem Ende des Irak-Kriegs liegt nunmehr eine Reihe von Umfragedaten zur konjunkturellen Lage vor. Der *ifo-Geschäftsklimaindex* ist im Mai 2003 nur leicht gestiegen. Der Anstieg ist hauptsächlich auf eine Verbesserung der Erwartungen der Unternehmer zurückzuführen, während sich die Einschätzung der aktuellen Lage nicht wesentlich veränderte. Damit ist auch nach Beendigung des Irak-Kriegs vorerst noch keine substantielle Verbesserung der Lage der Unternehmen in Deutschland eingetreten. Das *Konjunkturbarometer der belgischen Nationalbank* zeigte im Mai 2003 ebenfalls einen leichten Anstieg.

Der *Economic Sentiment Indicator* der Europäischen Kommission ist im Mai 2003 gegenüber April leicht gefallen. Das Konsumentenvertrauen ist nach dem deutlichen Anstieg im April wieder etwas gesunken. Das Industrievertrauen und das Vertrauen in die Bauwirtschaft sind ebenfalls gefallen. Nur das Vertrauen im Einzelhandel, das in der Vergangenheit gute Vorlaufeigenschaften für den privaten Konsum zeigte, hat sich verbessert. Ein ähnliches Bild zeichnet sich in der *Bandbreitenprognose* der Europäischen Kommission ab, der zufolge das BIP-Wachstum im zweiten und dritten Quartal 2003 nur in einer Bandbreite von jeweils 0 bis 0,4% (im Vorquartalsvergleich) liegen dürfte.

Keine Erholung auf dem Arbeitsmarkt

Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote blieb im April 2003 mit 8,8% auf dem Niveau des Vormonats. Damit setzte sich der seit dem vierten Quartal 2001 herrschende Trend einer langsam und stetig steigenden Arbeitslosenquote fort; diese liegt nunmehr deutlich über dem Tiefstwert der Monate April bis September 2001. Dieser Anstieg ist wesentlich auf die seit vier Quartalen stagnierende Zahl der Beschäftigten zurückzuführen.

Die Beschäftigungserwartungen in der Industrie, im Baugewerbe sowie im Einzelhandel haben sich zuletzt stabilisiert, allerdings ist es verfrüht, daraus eine Trendwende auf dem Arbeitsmarkt abzuleiten. Die Frühjahrsprognosen der wichtigsten internationalen Organisationen gehen übereinstimmend davon aus, dass die Arbeitslosenquote erst im Jahr 2004 im Jahresdurchschnitt wieder fallen wird.

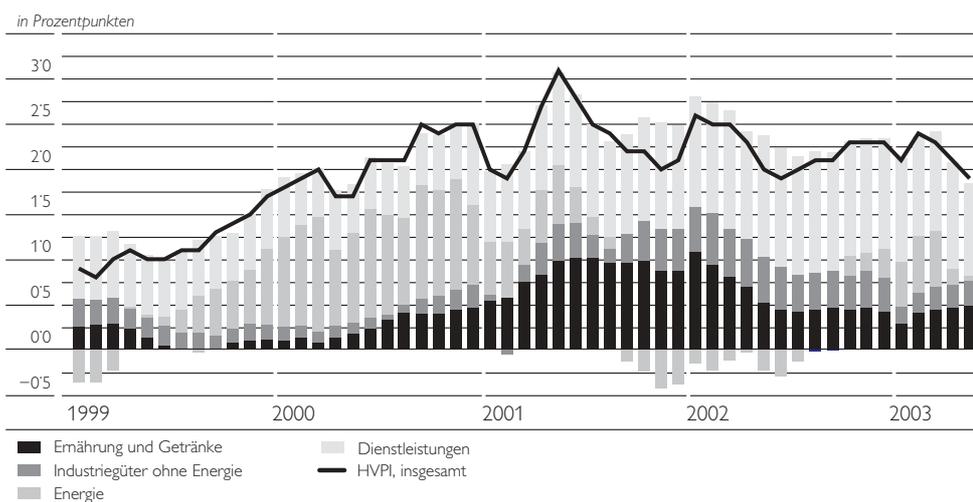
Inflationsrate sinkt im Mai 2003 auf 1,9%

Im Mai 2003 ging der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) weiter von 2,1% im Vormonat auf 1,9% zurück. Verantwortlich für diesen Rückgang war einerseits die Teuerungsrate in der Kategorie „Energie“, die von 2,2% im April auf 0,7% im Mai 2003 sank. Andererseits hat die Teuerungsrate bei den Dienst-

leistungspreisen nach temporärer Unterbrechung ihren Abwärtstrend wieder aufgenommen. Im April 2003 waren die Preise in den Dienstleistungsuntergruppen „Freizeit“ und „Verkehr“ auf Grund eines Kalendereffekts (gesamte Osterwoche im April) außergewöhnlich stark gestiegen. Der deutliche Inflationsrückgang in dieser Preiskategorie ist damit als Normalisierung zu werten.

In allen anderen Preiskategorien ist die Inflationsrate gleich geblieben (bearbeitete Nahrungsmittel) oder leicht angestiegen (unbearbeitete Nahrungsmittel, Industriegüter ohne Energie). Seit Mitte 2002 weist die Kerninflationsrate (Anstieg des HVPI ohne Energie und unbearbeitete Nahrungsmittel) einen abnehmenden Trend auf. Zwischen Juni 2002 und Jänner 2003 ist die Kernteuerung von 2,6 auf 2,0% gesunken, bis März 2003 stagnierte sie ungefähr auf diesem Niveau. Der temporäre Anstieg der Kerninflationsrate auf 2,2% im April ist ebenfalls auf die Entwicklung in der Dienstleistungspreis-inflation zurückzuführen.

Komponenten des HVPI: Beiträge zur Inflation



Quelle: EUROSTAT.

Die makroökonomischen Projektionen des Eurosystems gehen von einer Inflationsrate von 1,8 bis 2,2% im Jahr 2003 und von 0,7 bis 1,9% im Jahr 2004 aus. Hauptverantwortlich für diese Prognose sind die nominell-effektive Aufwertung des Euro, der niedrigere Erdölpreis sowie das schwache Wirtschaftswachstum. Diese Faktoren sollten den Preisaufrtrieb im Euroraum dämpfen.

Erdölpreis steigt wieder

Mitte Mai 2003 stieg der Rohölpreis binnen einer Woche um rund 3 USD je Barrel. Begründet wurde die Entwicklung mit dem Bombenanschlag in Saudi-Arabien, der die insgesamt sehr instabile Lage in den Förderländern des Mittleren Ostens wieder in den Vordergrund gerückt hatte. Seither tendierte der Erdölpreis weiterhin nach oben und näherte sich der oberen Grenze des von der OPEC festgelegten Preisbands. Zwar fördern die OPEC-Länder derzeit über den laufenden Bedarf hinaus, die Erdölvorräte in den wichtigsten Verbraucherländern sind aber sehr niedrig, sodass die aktuell bestehenden Angebotsüberschüsse zum Aufbau der Reserven benötigt werden.

Die Frühjahrsprognosen der internationalen Organisationen bauen auf Erdölpreisannahmen für 2003 von 24 bis 31 USD je Barrel auf. Der mittlere Rohölpreis im bisherigen Jahresverlauf beträgt 29 USD. Die Erdöl-Futures-Märkte gehen von einem Rückgang des Barrelpreises auf rund 26 USD bis Jahresende 2003 aus. Nach diesen Daten könnte der durchschnittliche Erdölpreis im Jahr 2003 bei rund 28 USD zu liegen kommen. Am 18. Juni lag der Preis für ein Barrel bei 27 USD.

Wachstum von M3 im Zeitraum Februar bis April 2003 bei 8'2%

Der Drei-Monats-Durchschnitt der Wachstumsraten der Geldmenge M3 für die Periode Februar bis April 2003 hat sich auf 8'2% erhöht. Die EZB hat zuletzt errechnet, dass das Wachstum von M3 im ersten Quartal 2003 durch die Unsicherheit auf den Finanzmärkten um 2'5 bis 3% erhöht wurde, betont allerdings auch die große Unsicherheit dieser Schätzung.

Beim Bargeldumlauf und bei den täglich fälligen Einlagen zeigt sich seit mehreren Monaten die Wirkung eines durch die Euro-Bargeldumstellung verursachten Basiseffekts. Die Wachstumsraten dieser beiden Komponenten von M3 sind deutlich negativ korreliert, was auf Umschichtungen zwischen diesen Komponenten hindeutet. Dahinter steht eine Normalisierung der Aufteilung der Transaktionskassen auf Bargeld und täglich fällige Einlagen. Die Summe dieser beiden M3-Komponenten, M1, wuchs im März und April 2003 mit einer hohen Veränderungsrate von 11'6 bzw. 11'1%. Dies kann unter anderem auf das niedrige allgemeine Zinsniveau und auf die hohe Unsicherheit auf den Aktienmärkten zurückgeführt werden. Die Bedeutung der Zinslandschaft für die Struktur des Geldmengenwachstums zeigt sich am starken Wachstum der kurzfristigen Einlagen (Kündigungsfrist bis drei Monate) bei gleichzeitig schwachem Wachstum der längerfristigen Einlagen (Laufzeit bis zwei Jahre). Diese unterschiedlichen Wachstumsraten können auf den geringen Zinsvorteil einer längerfristigen Bindung der Spareinlagen zurückgeführt werden. Das Wachstum der Summe dieser beiden Komponenten von M3 ist in den letzten Monaten relativ konstant geblieben. Die Geldmarktfondsanteile wachsen weiterhin kräftig, was auf fortgesetzte Umschichtungen aus riskanteren Veranlagungsformen (Aktien etc.) zurückgeführt werden kann.

Die seit Mitte des Jahres 2000 rückläufige Wachstumsrate der Kredite im Euroraum hat im November 2002 mit 3'9% einen Tiefststand erreicht und nimmt seither wieder leicht zu. Im April 2003 betrug das Kreditwachstum 4'7%. Dies zeigt sich vor allem bei der Entwicklung der Kreditvergabe (insbesondere Direktkredite) an den privaten Sektor, wobei das schwache Kreditwachstum eher nachfrageseitig zu erklären ist. Allerdings gibt es in einigen Staaten des Euroraums, z. B. in Deutschland, mittlerweile gewisse Anzeichen für eine stärkere Zurückhaltung der Banken bei der Kreditvergabe, die mit der geringeren Bonität der Unternehmen begründet wird.

Deutliche nominell-effektive Aufwertung des Euro

Der nominell-effektive Wechselkurs des Euro hat seit dem zweiten Quartal 2002 bis April 2003 um etwa 12% zugelegt. Allgemein wird davon ausgegangen, dass es sich bei dieser Wechselkursbewegung um die Korrektur einer vergangenen Unterbewertung handelt, wodurch sich auch die negativen Auswirkungen der Aufwertung auf die Wettbewerbsfähigkeit in Grenzen halten sollten. Der Wechselkurs des US-Dollar zum Euro hat im Juni 2003 mit 1,18 USD/EUR wieder ein Niveau wie zu Beginn der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) erreicht. Als Ursache für die erfolgte Aufwertung gegenüber dem US-Dollar in diesem Zeitraum gelten Sorgen über das US-Leistungsbilanzdefizit, die Unsicherheiten in Verbindung mit dem Irak-Krieg sowie das Zinsdifferenzial. Neben dem US-Dollar haben die Währungen des Vereinigten Königreichs und Japans das größte Gewicht im effektiven Wechselkursindex des Euro. Diese beiden Währungen werteten insbesondere in den letzten drei Quartalen gemeinsam mit dem US-Dollar ab, was im Fall Japans auf Interventionen der Bank of Japan zurückgeführt werden kann.

Handelsbilanzüberschuss im ersten Quartal 2003 geringer

Im ersten Quartal des Jahres 2003 hat sich der Handelsbilanzüberschuss des Euroraums gegenüber den Vorquartalen deutlich verringert. Dies ist vor allem auf eine nachlassende Exportdynamik zurückzuführen, wobei die Exporte insbesondere im März 2003 deutlich zurückgingen. Zudem zeigten die Importe einen leicht ansteigenden Trend. Die nachlassende Exportdynamik kann vor allem auf das nachlassende Wirtschaftswachstum bei den Haupthandelspartnern des Euroraums zurückgeführt werden. Zusätzlich kann auch die nominell-effektive Aufwertung des Euro die Profitabilität von Exportgeschäften in manchen Wirtschaftsbereichen soweit reduziert haben, dass dies mittlerweile ebenfalls dämpfend auf die Exporte wirkt. Die leicht ansteigenden Importe dürften auf die insgesamt leicht zunehmende Binnennachfrage der letzten Quartale, die auf Grund der Wechselkursentwicklung verbesserte Kaufkraft im Euroraum sowie den im vierten Quartal 2002 und ersten Quartal 2003 höheren Erdölpreis zurückzuführen sein.

EZB senkt Zinsen um 50 Basispunkte

Am 5. Juni 2003 beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität um je 50 Basispunkte auf nunmehr 2, 3 bzw. 1% zu senken.

Der EZB-Rat stellte fest, dass sich die Aussichten für die mittelfristige Preisstabilität seit dem letzten Zinsschritt weiter verbessert haben. Der neuerliche Zinsschritt ist konsistent mit dem Ziel, die Inflationsrate mittelfristig nahe unter 2% zu halten und berücksichtigt gleichzeitig die bestehenden Abwärtsrisiken für das Wirtschaftswachstum.

Die Informationen im Rahmen der ökonomischen Analyse, insbesondere jene der neuen makroökonomischen Projektionen, ergaben folgendes Bild: Das Wachstum ist in der ersten Jahreshälfte 2003 vor allem auf Grund des Irak-Kriegs sehr schwach geblieben. Die Wachstumserwartungen für den Rest des

Jahres 2003 sowie für 2004 mussten nach unten revidiert werden. Derzeit ist von einer graduellen Verstärkung der wirtschaftlichen Dynamik im Euroraum auszugehen, die im Jahr 2004 an Tempo gewinnen sollte. Seitens der Binnenwirtschaft dürften die niedrigen Zinsen sowie positive Impulse des höheren Wechselkurses und des niedrigeren Erdölpreises für die verfügbaren Einkommen das Wachstum stützen. Auf der außenwirtschaftlichen Seite dürften die dämpfenden Effekte des höheren Wechselkurses auf den Export zu einem gewissen Grad durch das Anziehen des Wachstums der Exportmärkte des Euroraums gemildert werden. Die Risiken für die Prognose sind nach unten gerichtet und liegen vor allem im abrupten Ausgleich von Ungleichgewichten außerhalb des Euroraums (US-Leistungsbilanz) sowie in einem stärker als erwarteten Anstieg der Arbeitslosigkeit.

Die Inflation sollte sich für den Rest des Jahres 2003 knapp unter 2% bewegen und danach signifikant fallen. Dahinter stehen vorteilhaftere Importpreise bedingt durch den höheren Wechselkurs und den niedrigeren Erdölpreis sowie die schwache Nachfrage. Insbesondere die Löhne sollten auf Grund des schwachen Wirtschaftswachstums keine inflationstreibende Entwicklung nehmen.

Im Rahmen der monetären Analyse stellte der EZB-Rat fest, dass das hohe Wachstum von M3 weiterhin auf das niedrige Zinsniveau und die hohe Unsicherheit auf den Aktienmärkten zurückzuführen sei und daher kein Risiko für die Preisstabilität darstelle.

Öffentliche Budgets von konjunktureller Abschwächung geprägt

Infolge der schwachen Konjunktur verschlechterte sich die Lage der öffentlichen Finanzen im Euroraum deutlich. Vor allem die Einnahmen blieben hinter den in den Stabilitätsprogrammen für 2002 anvisierten Zielen zurück. Während einige Länder trotz des wirtschaftlichen Einbruchs weiterhin ausgeglichene oder positive Budgetsalden auswiesen, konnten Deutschland, Frankreich und Portugal die im Stabilitäts- und Wachstumspakt vorgesehene 3-Prozent-Grenze für das Defizit nicht einhalten. Im Fall Portugals ergab eine Revision, dass die Defizitquote im Jahr 2001 4,2% des BIP erreicht hat. Auch wenn die 3-Prozent-Grenze im Jahr 2002 nicht überschritten wurde (2,8%), wird für das Jahr 2003 wieder mit einem Defizit von über 3% gerechnet (Frühjahrsprognose der Europäischen Kommission: 3,5%). In Deutschland ist das Defizit für das Jahr 2002 nach den letzten Schätzungen bei 3,6% des BIP zu liegen gekommen. Für das Jahr 2003 erwartet die Europäische Kommission laut ihrer letzten Prognose einen Fehlbetrag von 3,4%. Auch Frankreich hat nach jüngsten Zahlen mit einer Defizitquote von 3,1% den zulässigen Grenzwert im Jahr 2002 überschritten, für 2003 wurde ein Fehlbetrag von 3,7% des BIP angekündigt. Die Europäische Kommission hat gegen alle drei Länder gemäß Art. 104 des EG-Vertrags das bei einem übermäßigen Defizit vorgesehene Verfahren eingeleitet.

Monetäre Entwicklung in EU-Ländern außerhalb des Euroraums

In Dänemark lag die HVPI-Inflationsrate in den letzten Monaten über der Teuerungsrate des Euroraums, im März 2003 sank sie geringfügig auf 2,8%, gefolgt von 2,5% im April. Die Inflationsrate in Schweden sank im April auf 2,3%, nach 2,9% im März. Die Preise im Vereinigten Königreich stiegen im Mai 2003 nur um 1,2% (April: 1,5%) und damit langsamer als die Preise im Euroraum.

Die dänische Notenbank senkte zeitgleich mit dem Eurosystem am 6. Juni 2003 ihren Leitzinssatz um 50 Basispunkte. Damit liegt dieser weiterhin um 15 Basispunkte über dem Niveau im Euroraum. Die schwedische Zentralbank senkte am 5. Juni 2003 ihren Leitzinssatz um 50 Basispunkte auf 3%. Im Vereinigten Königreich blieb der Leitzinssatz seit Februar 2003 unverändert.

Der Wechselkurs der Schwedischen Krone, die nicht am WKM II teilnimmt, hat sich seit Mitte September 2002 bei einem Kurs von etwas über 9 SEK/EUR stabilisiert, nachdem dieser in den Monaten davor eine hohe Volatilität gezeigt hatte. Seit Beginn der WWU schwankte der Kurs der Schwedischen Krone zwischen 8,1 und 9,9 SEK/EUR, was einer Schwankungsbreite von über 20% entspricht.

Das Pfund Sterling hat zwischen Ende Oktober 2002 und Mitte Juni 2003 um knapp 10% gegenüber dem Euro nachgegeben und stand zuletzt (Anfang Mai 2003) bei rund 0,71 GBP/EUR. Keine dauerhafte Auswirkung auf den Wechselkurs hatte die Bekanntgabe des negativen Ergebnisses der „five economic tests“ über einen Beitritt des Vereinigten Königreichs zum Euroraum. Stabil hingegen ist weiterhin der Kurs der Dänischen Krone, der in den letzten Monaten bei 7,43 DKK/EUR lag.

Gesamtwirtschaftliche Prognose für Österreich 2003 bis 2005 vom Frühjahr 2003

I Zusammenfassung

Die Oesterreichische Nationalbank (OeNB) erwartet in der vorliegenden Frühjahrsprognose 2003, dass sich die bereits zwei Jahre andauernde Wachstumsschwäche der österreichischen Wirtschaft auch in diesem Jahr fortsetzen wird. Nachdem das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) in den Jahren 2001 und 2002 um nur 0,7 bzw. 1,0% gewachsen ist, rechnet die OeNB für das Jahr 2003 mit einem Wachstum von 0,7%. Für die Jahre 2004 und 2005 wird eine Steigerung der wirtschaftlichen Aktivität auf 1,6 bzw. 2,5% erwartet.

Vor dem Hintergrund eines ungünstigen internationalen Umfelds war die wirtschaftliche Entwicklung Österreichs im Vorjahr durch eine ausgeprägte Schwäche der inländischen Nachfrage gekennzeichnet. Das hohe Ausmaß an Unsicherheit trug dazu bei, dass die Unternehmen ihre Investitionstätigkeit stark zurücknahmen. Zudem wurde der private Konsum durch die schwache Entwicklung der realen Einkommen getrübt, sodass das BIP-Wachstum nur durch den positiven Beitrag der Nettoexporte erreicht werden konnte. Derzeit deuten die Wirtschaftsindikatoren noch nicht auf eine unmittelbar bevorstehende Erholung der Wirtschaft hin. In Übereinstimmung mit der erwarteten Erholung der internationalen Konjunktur wird zwar gegen Ende 2003 in Österreich von einem Aufschwung ausgegangen, allerdings wird sich das Wachstum nur moderat beschleunigen. Bedingt durch die schwache Wachstumsperformance in der zweiten Jahreshälfte 2002 und im ersten Halbjahr 2003 wird das Wirtschaftswachstum heuer unter dem Vorjahreswert liegen.¹⁾

Trotz der Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit als Folge der Aufwertung des Euro kommt den Exporten eine wichtige Rolle in der erwarteten konjunkturellen Erholungsphase zu. Bedingt durch die schwache Entwicklung in der zweiten Jahreshälfte 2002 wird für das Jahr 2003 zwar nur ein Exportwachstum von 1,0% erwartet, die unterjährige Dynamik zeigt jedoch eine Beschleunigung im Jahresverlauf. Für die Jahre 2004 und 2005 wird eine weitere Steigerung auf 4,5 und 6,6% prognostiziert.

Moderate Lohnerhöhungen und eine rückläufige Beschäftigung führten dazu, dass die realen Haushaltseinkommen im Vorjahr nur geringfügig gestiegen sind. Diese Entwicklung wird auch heuer noch anhalten. Die prognostizierte Steigerung des privaten Konsums von real 1,1% ist daher nur durch einen weiteren Rückgang der Sparquote möglich. Im Jahr 2004 wird der private Konsum infolge wieder zunehmender Beschäftigung und verbesserter Kaufkraft (auf Grund sinkender Inflationsraten) wieder an Schwung gewinnen und voraussichtlich um 1,7% zunehmen. Für 2005 wird eine Steigerung auf 2,4% erwartet.

In den Jahren 2001 (-2,2%) und 2002 (-4,8%) war ein ausgeprägter Rückgang der Bruttoanlageinvestitionen zu beobachten. Die im historischen Vergleich ungewöhnlich lange Dauer dieser Schwächephase bringt einen hohen Bedarf an Ersatzinvestitionen mit sich. Aus diesem Grund wird – im Gegensatz zur Herbstprognose 2002 – mit einem Anspringen der Investitionskonjunktur bereits in einer frühen Phase der Erholung gerechnet. Ab Mitte 2003 wird die erwartete Verbesserung der Exporte die Investitionstätigkeit weiter stimu-

Gerhard Fenz,
Martin Schneider,
Martin Spitzer

Redaktionsschluss:
20. Mai 2003

¹ Allerdings konnte die vorliegende Prognose die jüngst erfolgte Zinssenkung der EZB nicht mehr berücksichtigen, die sich gegen Jahresende positiv auf das Wachstum auswirken sollte.

lieren. Mit zusätzlichen Impulsen kann durch die Investitionszuwachsprämie und durch öffentliche Infrastrukturmaßnahmen gerechnet werden. Obwohl die Investitionen im Verlauf des heurigen Jahres kräftig wachsen werden, dämpft auch hier der negative statistische Überhang aus dem Vorjahr das Jahreswachstum 2003 (+0,7%). Für die Jahre 2004 und 2005 wird ein Wachstum der Investitionen von 4,0 und 4,9% erwartet.

Tabelle 1

Hauptergebnisse der OeNB-Frühjahrsprognose 2003

für Österreich

	2002	2003	2004	2005
<i>Veränderung zum Vorjahr in % (real)</i>				
Wirtschaftliche Aktivität				
Bruttoinlandsprodukt	+ 1,0	+ 0,7	+ 1,6	+ 2,5
Importe insgesamt	+ 0,0	+ 0,8	+ 5,7	+ 7,0
Exporte insgesamt	+ 2,6	+ 1,0	+ 4,5	+ 6,6
Privater Konsum	+ 0,9	+ 1,1	+ 1,7	+ 2,4
Öffentlicher Konsum	+ 1,3	+ 0,5	+ 0,5	+ 0,2
Bruttoanlageinvestitionen	- 4,8	+ 0,7	+ 4,0	+ 4,9
<i>in % des nominellen BIP</i>				
Leistungsbilanzsaldo	0,7	0,1	- 0,5	- 0,6
<i>in Prozentpunkten des BIP</i>				
Wachstumsbeiträge zum realen BIP				
Privater Konsum	+ 0,5	+ 0,6	+ 0,9	+ 1,4
Öffentlicher Konsum	+ 0,2	+ 0,1	+ 0,1	+ 0,0
Bruttoanlageinvestitionen	- 1,1	+ 0,2	+ 0,9	+ 1,1
Inlandsnachfrage (exkl. Lagerveränderung)	- 0,3	+ 0,9	+ 1,9	+ 2,5
Nettoexporte	+ 1,4	+ 0,1	- 0,5	+ 0,0
Lagerveränderungen (inkl. stat. Diskrepanz)	+ 0,0	- 0,3	+ 0,2	+ 0,1
<i>Veränderung zum Vorjahr in %</i>				
Preise				
Harmonisierter Verbraucherpreisindex	+ 1,7	+ 1,3	+ 1,3	+ 1,1
Deflator des privaten Konsums	+ 1,8	+ 1,5	+ 1,2	+ 1,2
Deflator des Bruttoinlandsprodukts	+ 1,3	+ 1,1	+ 1,2	+ 1,3
Lohnstückkosten in der Gesamtwirtschaft	+ 0,7	+ 1,2	+ 0,8	+ 0,4
Arbeitnehmerentgelte je Arbeitnehmer (zu laufenden Preisen)	+ 2,1	+ 2,0	+ 2,1	+ 2,2
Produktivität in der Gesamtwirtschaft	+ 1,4	+ 0,9	+ 1,3	+ 1,7
Arbeitnehmerentgelte je Arbeitnehmer (zu Preisen von 1995)	+ 0,3	+ 0,5	+ 0,9	+ 1,0
Importpreise	- 0,7	- 1,2	+ 0,3	+ 1,2
Exportpreise	- 0,9	- 1,4	+ 0,5	+ 1,3
Terms of Trade	- 0,2	- 0,2	+ 0,2	+ 0,1
<i>Veränderung zum Vorjahr in %</i>				
Einkommen und Sparen¹⁾				
Real verfügbares Haushaltseinkommen	+ 0,5	+ 0,8	+ 1,8	+ 2,6
<i>in % des nominellen verfügbaren Haushaltseinkommens</i>				
Sparquote	7,1	6,8	7,0	7,3
<i>in %</i>				
Arbeitsmarkt				
Arbeitslosenquote lt. EUROSTAT	4,3	4,4	4,4	4,2
<i>Veränderung zum Vorjahr in %</i>				
Unselbstständig Beschäftigte	- 0,3	- 0,1	+ 0,3	+ 1,0
<i>in % des nominellen BIP</i>				
Budget				
Staatsverschuldung	67,5	67,6	66,7	64,6
Budgetsaldo (Maastricht)	- 0,5	- 1,2	- 0,9	- 0,6

Quelle: 2002: Statistik Austria, 2003 bis 2005: OeNB-Prognose vom Frühjahr 2003.

¹⁾ 2002: Eigene Schätzung.

Die Entwicklung auf dem Arbeitsmarkt war im Jahr 2002 durch rückläufige Beschäftigtenzahlen lt. VGR (-0,3%) und durch eine stark steigende Arbeitslosenquote (4,3 nach 3,6% im Jahr 2001) gekennzeichnet. Der Großteil der Anpassungen auf dem Arbeitsmarkt dürfte damit bereits im Vorjahr erfolgt sein. Für heuer wird daher trotz der anhaltenden konjunkturellen Schwäche von einer Stagnation der Beschäftigung ausgegangen. Die auf dem Arbeitsmarkt üblicherweise verzögert eintretende Reaktion auf die Wirtschaftslage führt erst im Jahr 2004 wieder zu einer Zunahme der Beschäftigung (+0,3%). Die Arbeitslosenquote wird im Jahr 2004 durch den prozyklischen Anstieg des Arbeitskräfteangebots auf dem Niveau des Jahres 2003 bleiben (4,4%). Erst für das Jahr 2005 wird ein Rückgang auf 4,2% erwartet.

Im Vorjahr wurde zum ersten Mal seit dem Jahr 1990 wieder ein Leistungsbilanzüberschuss (+0,7% des nominellen BIP) erzielt. Dazu trug vor allem, bedingt durch die schwache Inlandsnachfrage, die Stagnation der Importe bei. Für das Jahr 2003 erwartet die OeNB eine annähernd ausgeglichene Leistungsbilanz (+0,1% des BIP). Da im Zuge des Aufschwungs auch die Importe wieder kräftiger wachsen werden, wird sich die Leistungsbilanz in der Folge wieder passivieren und bis 2005 -0,6% des BIP erreichen.

Der Preisauftrieb hat sich im Jahr 2002 deutlich verlangsamt. Der Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) betrug 1,7 nach 2,3% im Jahr 2001. Für den Prognosezeitraum führen die günstige Entwicklung der Importpreise auf Grund der Euroaufwertung und fehlender Preisdruck von der Nachfrage- und der Lohnseite zu einer weiter sinkenden Teuerungsrate (2003: 1,3%, 2004: 1,3%, 2005: 1,1%). Damit zählt Österreich im Euroraum zu den Ländern mit den günstigsten Inflationsaussichten.

Der Gesamtstaat konnte im Jahr 2001 einen Budgetüberschuss in Höhe von 0,3% (nach Maastricht-Definition) des nominellen BIP erreichen. Im Jahr 2002 führte die schlechte Konjunkturlage zu einem Defizit in Höhe von 0,6%. Die OeNB erwartet für die Jahre 2003 bis 2005 ein Defizit in Höhe von 1,2, 0,9 und 0,6% des BIP.

2 Rahmenbedingungen der Prognose

Die vorliegende Prognose ist der Beitrag der OeNB im Rahmen der Frühjahrsprognose 2003 des Eurosystems. Dabei erstellen alle Länder des Euroraums Länderprognosen unter Koordination der Europäischen Zentralbank (EZB), die schließlich zu einem Gesamtergebnis aggregiert werden. Alle Länderprognosen bauen auf einer gemeinsamen Einschätzung der internationalen Entwicklung und auf einheitlichen technischen Annahmen auf. Der Prognosehorizont reicht vom ersten Quartal 2003 bis zum vierten Quartal 2005. Die Annahmen zur Entwicklung der Weltwirtschaft sowie die technischen Annahmen bezüglich Zinssätzen, Rohstoffpreisen und Wechselkursen berücksichtigen Entwicklungen bis einschließlich 20. Mai 2003.

Die Prognose für Österreich wurde unter Verwendung des makroökonomischen Quartalsmodells der OeNB erstellt. Als wesentlichste Datengrundlage dienten saisonbereinigte Daten aus der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung von EUROSTAT.

2.1 Weltwirtschaft außerhalb des Euroraums

Die zu Beginn des Jahres 2002 einsetzende Erholung der Weltwirtschaft konnte in der zweiten Jahreshälfte nicht weiter an Dynamik gewinnen. Geopolitische Spannungen im Zusammenhang mit der Irak-Krise, sinkende Vertrauensindikatoren als Spiegelbild der großen Unsicherheiten auf Seiten der Konsumenten und Unternehmen über die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung, steigende Erdölpreise, geringe Kapazitätsauslastungen und der markante Einbruch der Aktienkurse führten in vielen Ländern zu einem deutlichen Einbruch der Inlandsnachfrage. Diese Entwicklung hat sich im ersten Halbjahr 2003 fortgesetzt.

Mit dem Ende des Irak-Konflikts verschwanden jedoch manche dieser Wachstumshemmnisse. So sank der Erdölpreis von über 33 USD/Barrel Brent Anfang März auf rund 25 USD/Barrel Brent. Die negativen Wirkungen anderer Faktoren, wie der Unsicherheit über die zukünftige politische und wirtschaftliche Entwicklung, klingen annahmegemäß im Verlauf des Jahres 2003 langsam aus. Andere Gründe für das verhaltene Wachstum der Weltwirtschaft in der jüngsten Vergangenheit werden hingegen noch länger wirksam bleiben und die Wachstumsaussichten dämpfen. Hier sei sowohl auf weiterhin bestehende Ungleichgewichte in den USA hingewiesen, die in der bis zum Jahr 2000 anhaltenden Phase starken Wachstums aufgebaut wurden, als auch auf die geringe Kapazitätsauslastung und die niedrigen Unternehmensgewinne sowie auf die noch immer spürbaren Folgen des Verfalls der Aktienkurse. Vor diesem Hintergrund wird das reale BIP-Wachstum der Welt heuer nur knapp über dem Niveau des Jahres 2002 liegen und sich erst 2004 und 2005 wieder deutlicher beschleunigen. Das Wachstum wird wesentlich von Asien ohne Japan getragen, jedoch werden auch die USA und die Transformationsländer überdurchschnittlich wachsen. Deutlich getrübt sind hingegen die Aussichten für unsere wichtigsten Handelspartner Deutschland, Italien und die Schweiz sowie weiterhin für Japan.

In den USA kam es im Jahr 2002 nicht zuletzt auf Grund der expansiven Geld- und Fiskalpolitik zu einer kräftigen Erholung des Wirtschaftswachstums. Das reale BIP wuchs um 2,4% und damit um 2 Prozentpunkte stärker als im Jahr zuvor. Gegen Ende des Jahres 2002 ließ die wirtschaftliche Dynamik jedoch merklich nach und konnte auch im ersten Halbjahr 2003 nicht wieder an Fahrt gewinnen. Die angespannte Lage auf dem Arbeitsmarkt und die Vermögensverluste auf den Aktienmärkten veranlassen die privaten Haushalte zu vermehrtem Vorsichtssparen. Der private Konsum kann daher nicht im gewohnten Ausmaß die Konjunktur stützen. Hingegen ist die Neuverschuldung der privaten Haushalte in den vergangenen Jahren in erster Linie auf fixverzinsten Hypothekendarlehen zurückzuführen und sollte – unter der Annahme stabiler Immobilienpreise – auf Grund des niedrigen Zinsniveaus keine negativen Folgen für das Konsumverhalten haben. Ein kräftiger Impuls für den privaten Konsum wird in der zweiten Jahreshälfte 2003 von den geplanten Steuersenkungen im Umfang von 70 Mrd USD ausgehen. Die Investitionstätigkeit wird aber angesichts der geringen Kapazitätsauslastung und der hohen Unternehmensverschuldung deutlich unter den Werten der Neunzigerjahre verharren. Die US-Exporte profitieren zwar von der Abwertung des US-Dollar, auf Grund der schwachen Exportnachfrage wird sich das Leistungsbilanzdefizit jedoch nur geringfügig verbessern. Die US-Wirtschaft ist nach wie vor durch erhebliche

Ungleichgewichte gekennzeichnet. Das Leistungsbilanzdefizit erreichte im Jahr 2002 neue Rekordwerte, das Budgetdefizit wurde kräftig ausgeweitet, die Sparquote der privaten Haushalte wurde in recht geringem Ausmaß erhöht und liegt weiterhin unter historischen Durchschnittswerten, und die Verschuldung privater Haushalte und Unternehmen ist trotz erster Konsolidierungsbemühungen noch immer hoch. Der Prognose für die USA liegt ein langsamer, schrittweiser Abbau dieser Ungleichgewichte zu Grunde. Eine abrupte Korrektur hätte starke Auswirkungen auf das Wachstum der USA und über die Importnachfrage und den Wechselkurs auf die Entwicklung der gesamten Weltwirtschaft.

Für die *japanische* Wirtschaft werden ein sehr schwaches erstes Halbjahr 2003 und anschließend eine nur zögerliche Erholung erwartet. Bei geringer Inlandsnachfrage wird der Aufschwung in erster Linie von den Exporten getragen. Die bestehenden Deflationstendenzen verringern sich leicht, bleiben aber in naher Zukunft weiterhin bestehen. Auf Grund des exportgetriebenen Aufschwungs stellt eine geringer als erwartete Nachfrage aus anderen asiatischen Ländern oder den USA das zentrale wirtschaftliche Risiko dar. Weitere Unsicherheiten bestehen im Zusammenhang mit der hohen Staatsverschuldung bzw. dem hohen Budgetdefizit und dem weiterhin ungelösten Strukturproblem im Bankensektor. Immer größer wird die Bedeutung des Wirtschaftsraums *Asien ohne Japan* als Konjunkturstütze für die Weltwirtschaft. Getragen vom starken Wachstum der Exporte innerhalb und außerhalb der Region und einer kräftigen Inlandsnachfrage bleibt Asien ohne Japan über den gesamten Prognosehorizont der am stärksten wachsende Wirtschaftsraum der Welt. Vor allem China, die größte Volkswirtschaft der Region, trägt mit Wachstumsraten des realen BIP zwischen 7 und 8% zu dieser dynamischen Entwicklung bei. Erste wirtschaftliche Auswirkungen der Lungenkrankheit SARS (Severe Acute Respiratory Syndrome) sind zwar spürbar, klingen aber annahmegemäß rasch aus und bleiben auf das erste Halbjahr 2003 beschränkt.

Die *Reformstaaten* haben sich weit gehend resistent gegenüber der weltwirtschaftlichen Wachstumsschwäche gezeigt und werden über den Prognosehorizont deutlich stärker als der Euroraum wachsen. Die Exportwirtschaft bleibt in fast allen Ländern der wichtigste Konjunkturmotor. Ein überdurchschnittliches Wachstum wird für Russland erwartet, das neben den wachsenden Einnahmen aus dem Erdölgeschäft auch von einer dynamischen Inlandsnachfrage profitiert. Im *EU-Beitrittsland* Polen wird sich nach einer längeren Wachstumsschwäche die Konjunktur heuer deutlich beleben. Die reale Abwertung im Jahr 2002 und positive Effekte der Disinflation unterstützen Exporte und privaten Konsum. In der Folge werden – nach dem Einbruch in den Jahren 2001 und 2002 – auch die Investitionen wieder anspringen. Der Konjunkturzyklus in Ungarn und in der Tschechischen Republik wird hingegen stärker jenem des Euroraums gleichen, erst in den Jahren 2004 und 2005 ist mit einer Beschleunigung des Wachstums zu rechnen. Ein erhebliches außenwirtschaftliches Risiko für die EU-Beitrittsländer stellt eine reale Aufwertung dar. Kurzfristige negative Wachstumseffekte könnten auch von stärkeren Konsolidierungsbemühungen der öffentlichen Haushalte in Vorbereitung auf einen Beitritt zur Währungsunion ausgehen.

Die Wirtschaftsleistung der *Schweiz* stagnierte im Jahr 2002. Der starke Schweizer Franken belastet die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Export-

industrie. Vom privaten Konsum gehen auf Grund der schlechten Arbeitsmarktlage nur schwache Wachstumsimpulse aus, und die Investitionen werden sich nicht vor dem zweiten Halbjahr 2003 erholen. Die Schweizer Wirtschaft wird erst im Jahr 2004 wieder auf einen dynamischeren Wachstumspfad einschwenken.

Tabelle 2

Internationale Rahmenbedingungen der Prognose				
	2002	2003	2004	2005
	<i>Veränderung zum Vorjahr in % (real)</i>			
Bruttoinlandsprodukt				
Welt ohne Euroraum	+ 3,5	+ 3,7	+ 4,5	+ 4,9
USA	+ 2,4	+ 2,3	+ 3,2	+ 3,3
Japan	+ 0,3	+ 1,1	+ 1,2	+ 1,6
Asien ohne Japan	+ 5,9	+ 5,6	+ 5,9	+ 6,2
Lateinamerika	+ 0,0	+ 2,1	+ 3,8	+ 5,0
EU-Erweiterungsländer	+ 2,7	+ 3,3	+ 4,0	+ 4,5
Schweiz	+ 0,1	+ 0,8	+ 2,2	+ 2,8
Euroraum				
Untergrenze ¹⁾	-	+ 0,4	+ 1,1	-
Obergrenze ¹⁾	-	+ 1,0	+ 2,1	-
Welthandel				
Importe i. w. S.				
Welt	+ 2,3	+ 4,4	+ 6,2	+ 7,3
Welt außerhalb des Euroraums	+ 3,5	+ 4,5	+ 6,6	+ 7,6
Wachstum der Exportmärkte des Euroraums (real)	+ 2,8	+ 4,6	+ 6,9	+ 7,9
Wachstum der österreichischen Exportmärkte (real)	+ 0,7	+ 4,1	+ 5,8	+ 7,3
Preise				
Erdölpreis in US-Dollar/Barrel	25,0	25,8	23,2	22,7
Drei-Monats-Zinssatz in %	3,3	2,5	2,4	2,4
Langfristiger Zinssatz in %	5,0	3,9	3,9	4,0
Euro-US-Dollar-Wechselkurs	0,945	1,134	1,164	1,164
Nominell-effektiver Wechselkurs (Euroraum-Index)	89,65	100,56	102,38	102,38

Quelle: EZB.
¹⁾ Ergebnis der Frühjahrsprojektion 2003 des Eurosystems. Die EZB veröffentlicht die Ergebnisse in Form von Bandbreiten, wobei die Bandbreiten auf dem durchschnittlichen Prognosefehler früherer Projektionen beruhen.

2.2 Wirtschaft im Euroraum

Die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum schwächte sich zu Jahresende 2002 erneut ab und wird im ersten Halbjahr 2003 nahezu stagnieren. Das Wachstum des privaten Konsums ist weiter rückläufig, wofür in erster Linie die schlechte Lage auf dem Arbeitsmarkt ausschlaggebend ist. Insgesamt wird die Beschäftigung im Euroraum im Jahr 2003 leicht sinken. Die im Jahr 2004 einsetzende schrittweise Verbesserung auf dem Arbeitsmarkt und sinkende Inflationsraten werden in den Folgejahren die realen Haushaltseinkommen und Konsumausgaben wieder stärker steigen lassen. Auch die Investitionstätigkeit bleibt in den ersten Monaten dieses Jahres schwach. Die schwache Nachfrage sowie die geringe Kapazitätsauslastung bremsen den Investitionsbedarf. Die Innenfinanzierung von Investitionsvorhaben wird außerdem durch die niedrigen Unternehmensgewinne in der jüngeren Vergangenheit erschwert. Vor diesem Hintergrund konnte auch die spürbare Lockerung der Geldpolitik seitens der EZB seit Anfang 2001 noch nicht ihre volle Wirkung entfalten. Weiters belasten die hohen Verluste auf den Aktienmärkten die Bilanzen vieler Unternehmen und die Vermögenssituation vieler Haushalte. Die prognostizierte Erholung im Euroraum ab der zweiten Jahreshälfte 2003 wird daher recht zögerlich einsetzen.

Die Investitionen werden über den gesamten Prognosehorizont den Aufschwung nicht im gewohnten Ausmaß über Akzeleratoreffekte mittragen. Ein wesentlicher Wachstumsimpuls wird von der Außenwirtschaft ausgehen. Mit der Erholung der externen Nachfrage ab dem dritten Quartal 2003 und dem Ausklingen der negativen Folgen der Aufwertung des Euro sollten die Exporte wieder kräftig wachsen. Die Bandbreitenprojektion des Eurosystems für den Euroraum wurde im Vergleich zur Herbstprojektion spürbar zurückgenommen. Das reale BIP-Wachstum für das Jahr 2003 wird voraussichtlich zwischen 0,4 und 1,0% liegen und im Jahr 2004 1,1 bis 2,1% betragen.

Besonders angespannt bleibt die Lage bei Österreichs wichtigstem Handelspartner *Deutschland*. Im Jahr 2002 fiel der Wachstumsbeitrag der Inlandsnachfrage mit –1,4 Prozentpunkten deutlich negativ aus. Während der private Konsum leicht zurückging, brachen die Investitionen regelrecht ein (–6,5%). Obwohl im Jahr 2003 mit einem weiteren Anstieg der Arbeitslosigkeit zu rechnen ist, wird es auf Grund der höheren Reallohnzuwächse zu einem schwachen Wachstum der privaten Konsumausgaben kommen. Auch die Investitionstätigkeit beginnt sich langsam zu stabilisieren. Mit der Verbesserung der Inlandsnachfrage steigen aber auch die Importe, und die stark positiven Wachstumsbeiträge der Nettoexporte aus dem Jahr 2002 verschwinden. Für das Gesamtjahr 2003 wird daher nur ein moderates Wachstum deutlich unter 1% erwartet, ein Wachstum nahe am Potenzialwachstum wird erst in der zweiten Jahreshälfte 2004 erreicht werden.

Nicht viel besser stellt sich die Situation bei Österreichs zweitwichtigstem Handelspartner *Italien* dar. Trotz fiskalischer Anreize für Autokäufe und Investitionen („Tremonti-Gesetz“) konnte die Wirtschaftsaktivität nur um 0,4% gesteigert werden. Mit dem Auslaufen dieser Maßnahmen und auf Grund des schwachen außenwirtschaftlichen Umfelds wird das Wachstum auch im Jahr 2003 sehr verhalten bleiben und nicht über 1% liegen. Erst in den Folgejahren wird das reale BIP-Wachstum wieder mehr als 2% erreichen.

2.3 Welthandel

Die Entwicklung im *Welthandel* entspricht im Wesentlichen der weltwirtschaftlichen Entwicklung. Die Importnachfrage der Länder außerhalb des Euroraums nach Euroraumexporten wird sich erst im Lauf des zweiten Halbjahres 2003 deutlich erholen und in den Folgejahren kontinuierlich beschleunigen. Die Nachfrage nach österreichischen Exporten wird durch die schwache Konjunktur in Deutschland, Italien und der Schweiz gedämpft. Dies wird jedoch durch das kräftige Wirtschaftswachstum der EU-Beitrittsländer und die hohe Nachfrageelastizität der Importe in diesen Ländern kompensiert, sodass die Nachfrage nach österreichischen Exporten sogar leicht stärker als im Euroraumdurchschnitt wachsen wird.

2.4 Technische Annahmen

Die Prognose basiert auf der Annahme unveränderter geldpolitischer Rahmenbedingungen. Daher werden sowohl die kurzfristigen nominellen Zinssätze als auch der nominell-effektive Wechselkurs des Euro (Euroraum-Index) über den gesamten Prognosehorizont konstant gehalten. Der für den Prognosehorizont unterstellte kurzfristige Zinssatz basiert auf dem Drei-Monats-EURIBOR

vom 20. Mai 2003. Die langfristigen Zinssätze orientieren sich an den Markterwartungen für Staatsanleihen mit einer Laufzeit von zehn Jahren und liegen für die Jahre 2003 bis 2005 bei 3,9, 3,9 und 4,0%.

Für die weitere Entwicklung des Wechselkurses zwischen dem Euro und dem US-Dollar wird von einem konstanten Kurs von 1,1644 USD/EUR ausgegangen. Berücksichtigt man die bisherige Wechselkursentwicklung, so ergibt sich für das Jahr 2003 ein durchschnittlicher Kurs von 1,134 USD/EUR. Der Euro hat demnach gegenüber dem US-Dollar im Jahr 2003 im Vergleich zum Vorjahr um 20% aufgewertet. Die Aufwertung gegenüber anderen Währungen ist im Durchschnitt schwächer, sodass der in der Projektion für den Euroraum verwendete nominell-effektive Wechselkurs 2003 nur um 12,2% über dem Vorjahreswert liegt.

Für die Jahre 2003 bis 2005 wird ein Erdölpreis von 25,8, 23,2 und 22,7 USD/Barrel Brent unterstellt. Die angenommene zukünftige Entwicklung der Rohölpreise orientiert sich an den Terminkursen. Im Vergleich zur Frühjahrsprognose liegen die Erdölpreise im Jahr 2003 um 10% über dem Vorjahresniveau.

3 Außenwirtschaft

Bedingt durch die Abschwächung der internationalen Konjunktur verlangsamte sich das Wachstum der österreichischen Exporte von seinem historischen Höhepunkt im Jahr 2000 von real 13,4 auf 2,6% im Jahr 2002. In den letzten drei Quartalen 2002 nahmen die Exporte im Vergleich zum jeweiligen Vorquartal sogar ab. Für das Jahr 2003 ergibt sich daher ein hoher negativer Überhang, der die Jahreswachstumsrate der Exporte verringern wird.¹⁾

Die schwache Konjunktur im Euroraum dämpft auch die Absatzchancen der österreichischen Exporteure. Gegenüber dem Jahr 2002, als die Nachfrage aus dem Euroraum real um rund 1% zurückging, wird sich die Exportsituation jedoch trotz anhaltender Wachstumsschwäche verbessern. Da das Wachstum im Euroraum im Jahr 2003 stärker von den Inlandskomponenten getragen wird, steigen die Importe der Länder im Euroraum deutlich stärker als im Vorjahr. So wird beispielsweise nach dem Einbruch der Investitionstätigkeit in Deutschland im Jahr 2002 (-6,5%) für heuer wieder ein leichtes Plus erwartet – einhergehend mit einer Belebung der Importe. Die Nachfrage der Länder des Euroraums nach österreichischen Exporten wird heuer real um 3,6% steigen, während die Exportnachfrage aus dem Extra-Euroraum um 4,9% wachsen sollte. Hauptverantwortlich dafür zeichnet insbesondere das deutlich über den Euroraumwerten liegende Wirtschaftswachstum der EU-Beitrittsländer. Insgesamt wird für das Jahr 2003 ein Anstieg der gesamten Exportnachfrage um 4,1% erwartet, der sich in den beiden folgenden Jahren auf 5,8 und 7,3% beschleunigen wird.

¹ Die vorläufigen Zahlen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung für das vierte Quartal 2002 zeigen einen starken Rückgang der Exporte und eine starke Zunahme der Importe. Da die aktuellsten Außenhandelsdaten laut der OeNB-Zahlungsbilanzstatistik und nach der Statistik Austria jedoch eine weitere Verbesserung der Handelsbilanz im vierten Quartal erwarten lassen, ist von einer entsprechenden Revision der VGR-Zahlen für Exporte und Importe auszugehen. Um den Effekt dieser erwarteten Revision auf das Jahreswachstum 2003 (geringerer negativer statistischer Überhang) in der Prognose zu berücksichtigen, wurde das Wachstum der Importe für das erste Quartal 2003 entsprechend niedriger, jenes der Exporte entsprechend höher angesetzt.

Tabelle 3

Wachstum und Preise

in der österreichischen Außenwirtschaft

	2001	2002	2003	2004	2005
	Veränderung zum Vorjahr in %				
Exporte					
Preise der Wettbewerber auf Österreichs Exportmärkten	+0,9	-2,7	-6,2	+0,1	+1,3
Exportdeflator	-0,4	-0,9	-1,4	+0,5	+1,3
Entwicklung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit	+1,1	-2,1	-5,0	-0,1	+0,1
Nachfrage auf Österreichs Exportmärkten (real)	+2,5	+0,7	+4,1	+5,8	+7,3
Österreichische Exporte i. w. S. (real)	+7,4	+2,6	+1,0	+4,5	+6,6
Marktanteile	+4,9	+1,9	-3,1	-1,3	-0,6
Importe					
Preise der internationalen Wettbewerber auf dem heimischen Markt	+1,4	-1,6	-4,0	+0,3	+1,2
Importdeflator	-0,2	-0,7	-1,2	+0,3	+1,2
Österreichische Importe i. w. S. (real)	+5,9	+0,0	+0,8	+5,7	+7,0
Terms of Trade	-0,2	-0,2	-0,2	+0,2	+0,1
Beiträge der Nettoexporte zum BIP-Wachstum¹⁾	+0,8	+1,4	+0,1	-0,5	+0,0

Quelle: OeNB-Prognose vom Frühjahr 2003, Eurosystem.

¹⁾ In % des realen BIP.

Die Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der österreichischen Exportwirtschaft im Vergleich zu den wichtigsten Handelspartnern hat in den vergangenen Jahren zu deutlichen Marktanteilsgewinnen geführt. Seit dem Jahr 1996 wuchsen die realen Exporte um durchschnittlich 2,5 Prozentpunkte stärker als die Nachfrage auf den österreichischen Exportmärkten, gleichzeitig stiegen die Preise der Wettbewerber auf den österreichischen Exportmärkten um knapp 2,5 Prozentpunkte stärker als die Preise für österreichische Exporte. Rund zwei Drittel der verbesserten preislichen Wettbewerbsfähigkeit resultierten aus den im internationalen Vergleich moderaten Lohnabschlüssen in Verbindung mit hohen Produktivitätszuwächsen in weiten Bereichen der Volkswirtschaft, ein Drittel war auf Wechselkursveränderungen zurückzuführen. Seit dem Jahr 2002 verschlechtert sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit wieder leicht. Dies ist vor allem durch die sehr gedämpfte Preisentwicklung in Deutschland und die Euroaufwertung bedingt. Die österreichischen Exporteure müssen über den Prognosehorizont daher leichte Marktanteilsverluste hinnehmen.

Für das Gesamtjahr 2003 wird eine Zunahme der realen Exporte um 1,0% prognostiziert. In Übereinstimmung mit der Entwicklung der Nachfrage auf Österreichs Exportmärkten wird das Exportwachstum im Lauf des Jahres 2004 an Dynamik gewinnen (+4,5%) und sich bis zum Ende des Prognosehorizonts 2005 weiter beschleunigen (+6,6%). Die Exportwirtschaft bleibt damit eine wesentliche Stütze der österreichischen Konjunktur.

Die rückläufige Inlandsnachfrage, insbesondere der Einbruch importintensiver Nachfragekomponenten wie der Ausrüstungsinvestitionen, ließ die realen Importe im Jahr 2002 stagnieren. Mit der prognostizierten Erholung dieser Komponenten wird sich das Wachstum der Importe jedoch stärker beschleunigen als das Wachstum der Exporte. Auf Grund eines negativen statistischen Überhangs aus dem Vorjahr wird für das Gesamtjahr 2003 eine Zunahme der

realen Importe um nur 0,8% erwartet. Mit der weiteren Beschleunigung der Inlandsnachfrage in den Jahren 2004 und 2005 gewinnen die Importe zusätzlich an Dynamik (2004: 5,7%; 2005: 7,0%). Der Wachstumsbeitrag der Nettoexporte sinkt von 1,4 Prozentpunkten im Jahr 2002 auf 0,1 Prozentpunkte im Jahr 2003. Für das Jahr 2004 wird ein negativer Wachstumsbeitrag in Höhe von -0,5 Prozentpunkten erwartet. Für das Jahr 2005 wird ein ausgeglichener Wachstumsbeitrag prognostiziert.

Trotz der Aufwertung des Euro werden keine nennenswerten Veränderungen der Terms of Trade über den Prognosezeitraum erwartet. Im Jahr 2003 kommt es zu einer geringfügigen Verschlechterung (-0,2%), da die Wettbewerberpreise auf den österreichischen Exportmärkten stärker zurückgehen als die Wettbewerberpreise auf der Importseite. Für den restlichen Prognosehorizont wird von einer leichten Verbesserung von 0,3% ausgegangen.

4 Leistungsbilanz

Die im internationalen Vergleich weiterhin günstige Entwicklung der Lohnstückkosten, in erster Linie aber der Rückgang importintensiver inländischer Nachfragekomponenten, führte zu einer deutlichen Verbesserung der Handelsbilanz (Güter und Dienstleistungen) von einem Aktivum in Höhe von 0,3% des nominellen BIP im Jahr 2001 auf 2,5% im Jahr 2002. Die Verbesserung der Güterbilanz war besonders markant, der Saldo drehte zum ersten Mal seit dem Jahr 1945 ins Plus (1,6%). Zwei Faktoren machen jedoch eine weitere Verbesserung der Handelsbilanz unwahrscheinlich. Erstens ist auf Grund der Erholung der Nachfrage nach importintensiven Inlandskomponenten mit einer deutlich stärkeren Wachstumsbeschleunigung der Importe im Vergleich zu den Exporten zu rechnen. Zweitens wird die seit Mitte des Jahres 2002 beobachtbare Aufwertung des Euro die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der österreichischen Exporteure belasten. Da diese negativen Effekte mit einer zeitlichen Verzögerung eintreten, ist – ungeachtet der Annahme konstanter nomineller Wechselkurse – auch in den Folgejahren mit Effekten auf die Handelsbilanz zu rechnen. Die Handelsbilanz wird zwar über den gesamten Prognosehorizont positiv bleiben, der Überschuss wird sich jedoch von Jahr zu Jahr verringern.

Im Jahr 2003 wird sich auf Grund der Euroaufwertung die Güterbilanz mit den Ländern außerhalb des Euroraums stärker als jene mit dem Euroraum verschlechtern. Für das Jahr 2004 wird auf Grund des hohen Anteils des Euroraums an Importen von Halbfertigwaren und Investitionsgütern und wegen

Tabelle 4

Österreichische Leistungsbilanz					
	2001	2002	2003	2004	2005
	in % des nominellen BIP				
Handelsbilanz	0,3	2,5	2,0	1,3	1,0
Güterbilanz	-0,7	1,6	0,8	0,1	0,0
Dienstleistungsbilanz	1,0	0,9	1,2	1,2	1,0
Euroraum	-4,6	-3,2	-3,3	-3,8	-3,9
Länder außerhalb des Euroraums	4,9	5,7	5,3	5,1	4,9
Einkommensbilanz	-1,6	-1,0	-1,1	-1,1	-1,0
Transferbilanz	-0,6	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7
Leistungsbilanz	-1,9	0,7	0,1	-0,5	-0,6

Quelle: OeNB-Prognose vom Frühjahr 2003.

der starken Nachfrage aus den EU-Beitrittsländern ein umgekehrtes Bild erwartet. Im Gegensatz zur Güterbilanz wird sich die Dienstleistungsbilanz im Jahr 2003 jedoch weiter verbessern. Österreich profitiert als sicheres Urlaubsland von den geopolitischen Spannungen und den Folgen von SARS. Mit dem Ausklingen dieser Effekte wird sich die Dienstleistungsbilanz in den Folgejahren geringfügig verschlechtern.

Die Einkommensbilanz hat sich im Jahr 2002 überraschend verbessert. Da diese Verbesserung zum Teil auf temporäre Effekte im Bereich sonstiger Investitionen zurückzuführen ist, wird sich die Einkommensbilanz im Jahr 2003 trotz der niedrigen Zinsen und des Leistungsbilanzüberschusses geringfügig verschlechtern. In den Jahren 2004 und 2005 werden unter anderem die Erträge aus den Direktinvestitionen in den EU-Beitrittsländern eine leichte Verbesserung bewirken. Die Transferbilanz, die im Wesentlichen von den EU-Zahlungen bestimmt wird, liegt über den Prognosezeitraum konstant bei $-0,7\%$ des BIP. Für die gesamte Leistungsbilanz ergibt sich damit eine schrittweise Passivierung von $0,7\%$ des BIP im Jahr 2002 auf $-0,6\%$ im Jahr 2005.

5 Preise, Löhne, Kosten

5.1 Konsumentenpreise und Volkswirtschaftliche Deflatoren

Der Anstieg der Verbraucherpreise hat sich im Verlauf des Jahres 2002 spürbar verlangsamt. Mit $1,7\%$ sank die Inflationsrate im Vergleich zum Jahr 2001 um $0,6$ Prozentpunkte. Für den Rückgang der Inflation zeichneten vor allem die rückläufigen Erdölpreise verantwortlich, während die Inflation im Dienstleistungsbereich unerwartet persistent blieb. Im ersten Quartal des Jahres 2003 lag die Inflation noch bei $1,7\%$. Ab dem zweiten Quartal wird sich der Preisauftrieb jedoch deutlich abschwächen. Für die Jahre 2003 und 2004 erwartet die OeNB einen Anstieg des HVPI um $1,3\%$. Im Jahr 2005 wird die Inflation weiter auf $1,1\%$ zurückgehen.

Die Dynamik der Inflation wird zu einem wesentlichen Teil von der Entwicklung der Erdölpreise bestimmt. Diese stiegen zwar im Vorfeld des Irak-Kriegs deutlich an, waren jedoch ab Kriegsbeginn wieder rückläufig. Für den Rest des Prognosezeitraums werden – auf Basis der Preisinformation von gehandelten Terminkontrakten – weiter rückläufige Erdölpreise angenommen. Die direkten Effekte des Anstiegs der Erdölpreise werden in der ersten Jahreshälfte 2004 ausklingen. Hingegen wird die erste Etappe der Steuerreform zu Beginn des Jahres 2004 durch die Erhöhung der Steuern auf fossile Brennstoffe zu einer erneuten Erhöhung der Energiepreise führen, während im Jahr 2005 dann wieder mit einem leichten Rückgang der Energiepreise zu rechnen sein wird.

In der Prognose wurde unterstellt, dass sich die Praxis der Lohnmoderation über den Prognosehorizont fortsetzen wird. Von der Nachfrageseite wird während des Aufschwungs kein nennenswerter Preisdruck ausgehen, da die vorhandenen Kapazitäten derzeit nur schwach ausgelastet sind und die Produktionslücke sich voraussichtlich erst gegen Ende 2005 schließen wird.

Die Aufwertung des Euro wird zusätzlich den Preisdruck mindern, sodass die Importpreise heuer zum dritten Mal in Folge sinken werden. Für die Jahre 2004 und 2005 wird eine nur moderate Beschleunigung des Wachstums des Importdeflatoren erwartet. Der Deflator des privaten Konsums weist einen ähnlichen Verlauf wie der HVPI auf. Die Zunahme des Investitionsdeflatoren wird

Ausgewählte preisliche Indikatoren für Österreich

	2002	2003	2004	2005
	Veränderung zum Vorjahr in %			
Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI)	+1,7	+1,3	+1,3	+1,1
HVPI Energie	-2,4	+3,0	+3,1	-1,0
HVPI exkl. Energie	+2,0	+1,2	+1,2	+1,3
Deflator des privaten Konsums	+1,8	+1,5	+1,2	+1,2
Investitionsdeflator	+0,7	+0,9	+0,9	+1,2
Importdeflator	-0,7	-1,2	+0,3	+1,2
Exportdeflator	-0,9	-1,4	+0,5	+1,3
Terms of Trade	-0,2	-0,2	+0,2	+0,1
BIP-Deflator	+1,3	+1,1	+1,2	+1,3
Lohnstückkosten	+0,7	+1,2	+0,8	+0,4
Arbeitnehmerentgelte je Arbeitnehmer	+2,1	+2,0	+2,1	+2,2
Arbeitsproduktivität	+1,4	+0,9	+1,3	+1,7
Tariflohnabschlüsse	+2,4	+2,3	+2,2	+2,3
Gewinnspannen	+0,5	-0,1	+0,4	+0,8

Quelle: 2002: Statistik Austria, 2003 bis 2005: OeNB-Prognose vom Frühjahr 2003.

durch den hohen Importgehalt der Investitionen im Vergleich dazu etwas schwächer sein. Die Euroaufwertung hat die Exporteure in allen Ländern des Euroraums bereits im Jahr 2002 unter verstärkten Preisdruck gesetzt. Als Folge sind die Exportpreise gesunken. Diese Entwicklung wird sich auch heuer noch fortsetzen, ehe die Exportpreise im Jahr 2004 wieder leicht steigen werden. Die Terms of Trade werden sich erst gegen Ende des Prognosezeitraums leicht verbessern.

5.2 Löhne, Produktivität und Unternehmensgewinne

Nachdem die unselbstständig Beschäftigten im Jahr 2001 einen Reallohnverlust in Höhe von 0,5% hinzunehmen hatten, lag der Zuwachs der Pro-Kopf-Reallöhne im Jahr 2002 deutlich unter dem Anstieg der Arbeitsproduktivität. Die sinkende Inflation, das gedämpfte erwartete Produktivitätswachstum und die gestiegene Arbeitslosenquote lassen auch weiterhin moderate Lohnabschlüsse erwarten.

Die Arbeitsproduktivität stagnierte im Jahr 2001, da die Unternehmen trotz der schwachen Konjunkturlage noch versuchten, das Beschäftigungsniveau zu halten. Im Jahr 2002 wuchs die Produktivität auf Grund des Beschäftigungsrückgangs bei schwachem Wirtschaftswachstum. Da ein Großteil der Anpassungen auf dem Arbeitsmarkt bereits im Jahr 2002 erfolgt ist, wird sich im Verlauf des Jahres 2003 die Produktivität im Vergleich zu vergangenen Aufschwüngen nur schwach beschleunigen. Die Gewinnspannen der Unternehmen werden heuer erstmalig seit 1993 wieder leicht sinken. Für die Jahre 2004 und 2005 wird auf Grund des steigenden Produktivitätswachstums eine leichte Verbesserung der Gewinnmargen trotz nur moderater Preissteigerungen prognostiziert.

6 Inlandskonjunktur

6.1 Konsum

Das Vertrauen der österreichischen Konsumenten hat sich in den vergangenen Monaten spürbar verschlechtert. Dies spiegelt sich sowohl im rückläufigen Indikator des Verbrauchervertrauens als auch im niedrigen Vertrauensindikator des Einzelhandels wider. Die allgemeine Unsicherheit über die zukünftige Einkommensentwicklung und die schlechte Lage auf dem Arbeitsmarkt dämpfen das Vertrauen. Darüber hinaus könnten die Diskussionen um die Reform des Pensionssystems die Konsumenten zum „Vorsichtssparen“ veranlassen.

Vor diesem Hintergrund wird sich – wie schon im Jahr 2002 – die moderate Einkommensentwicklung der Haushalte auch heuer in einem sehr verhaltenen Wachstum des privaten Konsums niederschlagen. Die nominell verfügbaren Haushaltseinkommen werden im Jahr 2003 nur unwesentlich über der Vorjahresrate wachsen. Die angespannte Lage auf dem Arbeitsmarkt dämpft die Arbeitnehmerentgelte sowohl durch rückläufige Beschäftigtenzahlen als auch durch geringe Lohnzuwächse. Die Selbstständigen- und Vermögenseinkommen folgen dem Konjunkturverlauf und wachsen ebenfalls unterdurchschnittlich. Auf Grund der Wirksamkeit der automatischen Stabilisatoren geht vom öffentlichen Sektor hingegen ein vergleichsweise positiver Impuls auf das verfügbare Haushaltseinkommen aus. Insgesamt trägt der öffentliche Sektor im Jahr 2003 überdurchschnittlich zum Wachstum der Haushaltseinkommen bei.

Die real verfügbaren Haushaltseinkommen werden im Jahr 2003 trotz der angespannten Konjunktur- und Arbeitsmarktlage um 0,3 Prozentpunkte stärker wachsen als im Vorjahr, da mit dem Auslaufen diverser Angebotsschocks ein deutlicher Rückgang der Inflationsrate erwartet wird. Der geringere Preisauftrieb wird somit zu einer wesentlichen Stütze für den privaten Konsum. Dämpfend wirken sich hingegen die bestehenden Unsicherheiten (Pensionsreform, Arbeitslosigkeit) aus, die die Haushalte davon abhalten, durch eine stärkere Rücknahme der Sparquote das Konsumniveau zu stabilisieren. Insgesamt wachsen die privaten Konsumausgaben im Jahr 2003 um 1,1%.

Im Lauf des Jahres 2004 sollte eine schrittweise Entspannung auf dem Arbeitsmarkt einsetzen und damit die Einkommenssituation der Haushalte wie-

Tabelle 6

Determinanten des nominellen Haushaltseinkommens in Österreich

	2002	2003	2004	2005
<i>Veränderung zum Vorjahr in %</i>				
Arbeitnehmerentgelte	+1,8	+1,9	+2,5	+3,2
Unselbstständig Beschäftigte	-0,3	-0,1	+0,3	+1,0
Löhne je Beschäftigten	+2,1	+2,0	+2,1	+2,2
Selbstständigeneinkommen (netto) und Vermögenseinkommen	+3,5	+2,3	+3,7	+4,8
Nettotransfers abzüglich direkter Steuern ¹⁾	-1,9	-0,1	-1,5	-2,2
<i>Wachstumsbeiträge zum verfügbaren Haushaltseinkommen in Prozentpunkten</i>				
Arbeitnehmerentgelte	+1,6	+1,6	+2,1	+2,6
Selbstständigeneinkommen (netto) und Vermögenseinkommen	+1,1	+0,7	+1,2	+1,5
Nettotransfers abzüglich direkter Steuern ¹⁾	-0,3	+0,0	-0,2	-0,3
Verfügbares Haushaltseinkommen (nominell)	+2,3	+2,3	+3,0	+3,8

Quelle: OeNB-Prognose vom Frühjahr 2003, Statistik Austria.

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

Tabelle 7

Privater Konsum in Österreich				
	2002	2003	2004	2005
	<i>Veränderung zum Vorjahr in %</i>			
Verfügbares Haushaltseinkommen (nominell)	+2'3	+2'3	+3'0	+3'8
Konsumdeflator	+1'8	+1'5	+1'2	+1'2
Verfügbares Haushaltseinkommen (real)	+0'5	+0'8	+1'8	+2'6
Privater Konsum (real)	+0'9	+1'1	+1'7	+2'4
	<i>in % des verfügbaren Haushaltseinkommens</i>			
Sparquote	71	68	70	73

Quelle: OeNB-Prognose vom Frühjahr 2003, Statistik Austria.

der verbessern. Anhaltend niedrige Inflationsraten stärken weiterhin die Kaufkraft, und auch das Vertrauen der Konsumenten sollte sich wieder erholen. Das Wachstum des privaten Konsums wird sich daher 2004 und 2005 – trotz eines leichten Anstiegs der privaten Sparquote – auf 1'7 bzw. 2'4% beschleunigen. Die Aussichten für das Wachstum des realen öffentlichen Konsums sind für den gesamten Prognosehorizont gedämpft. Für die Jahre 2003 bis 2005 rechnet die OeNB mit einem Wachstum von 0'5, 0'5 und 0'2%.

6.2 Investitionen

Die Investitionen – die am stärksten konjunkturreaktive Nachfragekomponente – entwickeln sich seit Beginn des Konjunkturreinbruchs im Jahr 2001 rückläufig. Nach einer Verringerung der Investitionstätigkeit im Jahr 2001 um 2'3% folgte im Jahr 2002 mit einem Minus von 4'8% ein dramatischer Rückgang. Die Investitionsquote sank von 23'9% des BIP im Jahr 2000 um mehr als 2 Prozentpunkte auf 21'8%. Der Wachstumsbeitrag der Bruttoanlageinvestitionen betrug im Jahr 2002 –1'1 Prozentpunkte. Besonders betroffen waren die Ausrüstungsinvestitionen, die in den Jahren 2001 und 2002 real um insgesamt rund 13% zurückgegangen sind. Es fehlte ein nachfrageseitiger Impuls; insbesondere das Exportwachstum hat sich seit dem Jahr 2001 deutlich verlangsamt. Zudem wird die Situation durch den ausgeprägten Konjunkturpessimismus der österreichischen Unternehmen verschärft. Die aktuellen Indikatoren für die Auftragslage und die Kapazitätsauslastung in der Industrie haben sich in den letzten Monaten zwar stabilisiert bzw. sogar leicht verbessert, ein eindeutiger Aufwärtstrend ist jedoch nach wie vor nicht abzulesen. Schließlich haben auch die Unternehmensgewinne unter der Konjunkturflaute der letzten Jahre gelitten. Impulse sind durch die bis Ende 2003 befristete Investitionszuwachsprämie in Höhe von 10% der über dem Durchschnitt der Jahre 2000 bis 2002 liegenden Investitionen und – wenn auch in einem geringeren Ausmaß als noch im Herbst 2002 angenommen – durch die Wiederaufbauinvestitionen infolge des Hochwassers zu erwarten. Auch die günstigen externen Finanzierungsbedingungen sollten mit dem Ausklingen der Unsicherheiten über die zukünftige Wirtschaftsentwicklung ihre investitionsstimulierende Wirkung voll entfalten können.

Die Investitionen werden als erste Inlandskomponente im Jahr 2003 deutlich an Dynamik gewinnen. Auf Grund der geringen Kapazitätsauslastungen und des Nachholbedarfs infolge der langen Kontraktion des Investitionsvolumens werden zunächst die Ersatzinvestitionen dominieren. Erst mit der fortschreitenden Erholung der Konjunktur werden die Unternehmen auch wieder

kapazitätserweiternde Investitionen tätigen. Die Belebung der Investitionen wird auch durch die erwartete Beschleunigung des Exportwachstums ermöglicht. Für das Jahr 2003 wird ungeachtet der hohen unterjährigen Dynamik auf Grund des negativen statistischen Überhangs nur ein Wachstum der Bruttoanlageinvestitionen von 0,7% prognostiziert. Mit dem Auslaufen der investitionsfördernden Maßnahmen im Rahmen der beiden Konjunkturpakete und der Hochwasserhilfe Ende 2003 wird zwar die Beschleunigung des Investitionstätigkeit in der ersten Jahreshälfte 2004 etwas gedämpft, für das Gesamtjahr wird jedoch ein Wachstum der Bruttoanlageinvestitionen von 4,0% erwartet, das sich im Jahr 2005 weiter auf 4,9% erhöhen wird. In der Folge wird die Investitionsquote 2005 wieder auf 22,6% des BIP steigen. Getragen wird das Wachstum der Gesamtinvestitionen vor allem von den Ausrüstungsinvestitionen, für die in den Jahren 2003 bis 2005 Wachstumsraten von 0,7, 5,5 und 7,0% erwartet werden. Aber auch die Bauinvestitionen schwenken wieder auf einen positiven, moderaten Wachstumspfad ein. Der Tiefbau profitiert vor allem von einer regeren öffentlichen Investitionstätigkeit (Sanierungsvorhaben und Bauprojekte im Bereich der öffentlichen Infrastruktur). Im Wohnbau dürfte der Abbau der Überkapazitäten zu einem Ende kommen und im Jahr 2003 erstmals seit sieben Jahren wieder zu einer Zunahme der Bautätigkeit führen. Erste Anzeichen für eine Erholung sind in den steigenden Immobilienpreisen zu sehen.

Die Lagerveränderungen weisen ein über den Prognosehorizont prozyklisches Muster auf. Die Unternehmen werden im Zuge des Aufschwungs in den Jahren 2003 und 2004 den Lageraufbau beschleunigen, im Jahr 2005 jedoch wieder etwas drosseln. In den Jahren 2003 bis 2005 werden die Wachstumsbeiträge der Lagerveränderungen (ohne statistische Diskrepanz) 0,1 bzw. 0,2 und 0,1 Prozentpunkte betragen.

7 Arbeitsmarkt

Die zu Beginn 2001 einsetzende Konjunkturschwäche hat mit der üblichen Verzögerung auf die Beschäftigung durchgeschlagen. Die Unternehmen versuchten im Jahr 2001 zunächst noch das Beschäftigungsniveau zu halten. Die schwache Ertragslage veranlasste sie jedoch dazu, im Verlauf des Jahres 2002 Arbeitskräfte freizusetzen. Die Beschäftigung laut VGR nahm im Jahr 2002 um 0,3% ab. Damit unterschied sich in Österreich das Bild vom gesamten Euroraum, wo die Beschäftigung trotz geringfügig niedrigerer Wachstumsrate im Jahr 2002 noch um 0,4% zunahm. Die Arbeitsmarktzahlen für das erste Quartal 2003 zeigen, dass der Zuwachs der Zahl der Arbeitslosen im Jahresabstand abnimmt. Die Anpassungen dürften damit abgeschlossen sein. Auf Grund der erwarteten schwachen Konjunktorentwicklung im ersten Halbjahr 2003 wird ein Anspringen des Beschäftigungswachstums jedoch erst für das Jahr 2004 (+0,3%) erwartet. Für das Jahr 2005 wird eine weitere Beschleunigung (+1,0%) erwartet.

Die Zahl der selbstständig Beschäftigten ist bedingt durch den Rückgang bei den Selbstständigen in der Landwirtschaft schon seit Jahrzehnten rückläufig. Dieser Trend verlangsamt sich zwar, hält aber über den Prognosezeitraum an. Die Zahl der sonstigen Selbstständigen steigt in den letzten Jahren kontinuierlich und verhält sich leicht prozyklisch. Insgesamt ergibt sich über den Prognosezeitraum eine leichte Abnahme der Zahl der Selbstständigen, die in eine

Tabelle 8

Überblick über die Arbeitsmarktentwicklung in Österreich				
	2002	2003	2004	2005
	Veränderung zum Vorjahr in %			
Gesamtbeschäftigung	- 0'3	-0'2	+0'3	+0'8
davon:				
Unselbstständig Beschäftigte	- 0'3	-0'1	+0'3	+1'0
Selbstständig Beschäftigte	- 0'5	-0'4	-0'2	+0'0
Öffentlich Beschäftigte	- 0'7	+0'0	-0'6	-0'6
Vorgemerkte Arbeitslose	+12'4	+3'3	-0'1	-3'5
Arbeitskräfteangebot	+ 0'3	+0'0	+0'2	+0'5
	in %			
Arbeitslosenrate laut EUROSTAT	4'3	4'4	4'4	4'2

Quelle: OeNB-Prognose vom Frühjahr 2003, EUROSTAT.

Stagnation im Jahr 2005 münden wird. Die Zahl der öffentlich Beschäftigten ist seit dem Jahr 1995 rückläufig. Der stärkste Rückgang war im Jahr 2001 mit -3'2% zu verzeichnen. Im Jahr 2002 schwächte sich der Rückgang wieder ab (-0'7%). Für das Jahr 2003 wird mit einer Stagnation gerechnet, während für die Jahre 2004 und 2005 wiederum eine Abnahme von jeweils 0'6% erwartet wird.

Das Angebot an Arbeitskräften wird im Jahr 2003 voraussichtlich stagnieren, in den beiden folgenden Jahren jedoch wieder leicht zunehmen (2004: +0'2%, 2005: +0'5%). Erklärt werden kann dies sowohl durch konjunkturelle als auch strukturelle Faktoren. Das Arbeitskräfteangebot reagiert in Österreich im internationalen Vergleich sehr stark auf die konjunkturelle Lage. Zu den strukturellen Faktoren, die das Arbeitskräfteangebot erhöhen, zählen die wachsende Anzahl von geringfügig Beschäftigten, das leicht steigende Arbeitskräfteangebot von Ausländern und die erhöhte Erwerbsbeteiligung Älterer. Von der demografischen Entwicklung geht kurzfristig kein Druck auf das Arbeitskräfteangebot aus. Bis zum Jahr 2008 wird die im erwerbsfähigen Alter stehende Bevölkerung noch zunehmen, danach kommt es zu einer Stagnation bzw. zu einem Rückgang.

Die mit Jahresbeginn 2001 einsetzende Zunahme der Zahl der Arbeitslosen hat sich im Jahr 2002 beschleunigt (+12'4%). Die Arbeitslosenquote stieg von 3'6% im Jahr 2001 auf 4'3% im Jahr 2002. Für das Jahr 2003 wird ein weiterer leichter Anstieg auf 4'4% erwartet. Mit einer spürbaren Verbesserung auf dem Arbeitsmarkt wird auf Grund der verzögerten Anpassung der Beschäftigtenzahlen an das Produktions- und Nachfrageniveau erst für die zweite Jahreshälfte 2004 gerechnet. Die Arbeitslosenquote wird erst im Jahr 2005 wieder sinken (4'2%).

8 Prognoserisiken und Alternativszenarien

8.1 Prognoserisiken und -unsicherheiten

Die aktuelle wirtschaftliche Lage ist weiterhin von großer Unsicherheit gekennzeichnet. Diese erwächst in erster Linie aus der Länge des wirtschaftlichen Abschwungs. Während nach vergangenen Schwächephase das Wirtschaftswachstum innerhalb weniger Quartale wieder zum Potenzialwachstum zurückgekehrt ist, hält die aktuelle Phase schwachen Wachstums – mit einer kurzen Unterbrechung in der ersten Jahreshälfte 2002 – bereits seit dem Jahr 2001 an.

Auf Grund dieser ungewöhnlichen Länge wird von einem geänderten zeitlichen Profil mancher Variablen ausgegangen, wodurch die Prognose einem erhöhten Ausmaß an Unsicherheit unterliegt. So wird durch den früher im Aufschwung einsetzenden Anstieg der Beschäftigung auf Grund des hohen Stellenabbaus im Jahr 2002 ein geringeres Wachstum der Arbeitsproduktivität erwartet. Weiters wird angenommen, dass die Investitionen auf Grund des Bedarfs an Ersatzinvestitionen infolge des vorherigen ausgeprägten Rückgangs relativ früh anspringen werden.

Neben dem Basisszenario der Prognose – das die aus Sicht der OeNB wahrscheinlichste Entwicklung widerspiegelt – sind verschiedene alternative Entwicklungen denkbar. Der Großteil dieser Alternativen stellt ein Risiko nach unten dar und hängt dabei im Kern mit der weiteren Entwicklung des Vertrauens der Akteure in den zukünftigen Wirtschaftsverlauf zusammen. So könnte sich die angenommene rasche Stabilisierung der geopolitischen Lage verzögern, was die Erholung der Weltwirtschaft spürbar dämpfen könnte. Eine abrupte Korrektur der bestehenden Ungleichgewichte in der US-Wirtschaft – allen voran das hohe Leistungsbilanzdefizit – könnte zu einer weiteren massiven Abwertung des US-Dollar mit negativen Konsequenzen für die Weltwirtschaft führen. Das hohe Ausmaß an Verschuldung der Konsumenten und der Unternehmen in vielen industrialisierten Ländern in Verbindung mit der schwachen Ertragslage der Unternehmen im Euroraum stellen ein weiteres nach unten gerichtetes Prognoserisiko dar. Als nach oben gerichtetes Prognoserisiko ist vor allem die Unsicherheit bezüglich der Stärke und Geschwindigkeit der Erholung des Wirtschaftsklimas nach dem Ende des Irak-Kriegs zu nennen. Die positiven Effekte der Auflösung der geopolitischen Unsicherheiten könnten stärker sein als angenommen und so zu einer Beschleunigung der weltwirtschaftlichen Erholung beitragen.

Im Inland kann die derzeitige Pensionsreformediskussion und – damit verbunden – erhöhtes Vorsichtssparen als Abwärtsrisiko für die Prognose identifiziert werden. Fortdauernde Unsicherheiten könnten sowohl den unterstellten kräftigen Anstieg der Investitionstätigkeit in der zweiten Jahreshälfte 2003 blockieren als auch den Konsum dämpfen. Die zweite Etappe der Steuerreform im Jahr 2005 wurde nicht in die Prognose einbezogen, da die derzeit verfügbaren Informationen nicht ausreichend detailliert sind. Von einer steuerlichen Entlastung könnten vor allem der private Konsum und in weiterer Folge auch die Investitionstätigkeit profitieren, allerdings kann eine prozyklische Wirkung dieser Maßnahmen nicht ausgeschlossen werden.

8.2 Alternativszenarien

Zur Einschätzung der quantitativen Bedeutung zweier wichtiger externer Prognoserisiken wurden mit dem makroökonomischen Modell der OeNB zwei Szenarien berechnet. Im ersten Szenario wurden die Effekte einer schnelleren Auflösung der geopolitischen Unsicherheiten untersucht. Das zweite Szenario beschäftigt sich mit den Risiken, die sich aus einer Korrektur der bestehenden Ungleichgewichte in den USA und einem damit verbundenen schwächeren Wachstum der US-Wirtschaft ergeben.

8.2.1 Szenario I: Schnellere Auflösung der geopolitischen Unsicherheiten

Das Basisszenario der Prognose geht von einem allmählichen Ausklingen der mit dem Irak-Krieg verbundenen geopolitischen Unsicherheiten im Lauf des zweiten Quartals 2003 aus. Die Auflösung dieser Unsicherheiten könnte jedoch durchaus auch zu einer unmittelbaren Verbesserung des Wirtschaftsklimas mit positiven Auswirkungen auf Konsum, Investitionen und Aktienkurse in allen industrialisierten Ländern führen. Die raschere Stabilisierung der geopolitischen Lage könnte auch zu einer Aufwertung des US-Dollar gegenüber dem Euro führen.

Dieses Szenario wurde wie folgt implementiert: Um die Effekte eines erhöhten Vertrauens der Konsumenten zu simulieren, wurde ein Rückgang der Sparneigung um 0,3 Prozentpunkte angenommen, wodurch sich der Konsum entsprechend erhöht. Die durch die erhöhte Zuversicht der Unternehmen steigenden Investitionen wurden durch eine Reduktion der Risikoprämie um 10% implementiert. Parallel dazu wurde angenommen, dass es zu einem Anstieg der Kurse auf den Aktienmärkten um 10% kommt. In weiterer Folge geht dieses Szenario von einer Aufwertung des US-Dollar gegenüber dem Euro um 5,3% und von stärker rückläufigen Erdölpreisen aus. Die Simulationen erfolgten zweistufig. Zuerst wurden die Auswirkungen dieser Annahmen auf die Weltwirtschaft mit dem Weltmodell NiGEM simuliert. Die Effekte der so geänderten internationalen Rahmenbedingungen auf Österreich sowie die direkten Effekte der Annahmen wurden mit dem makroökonomischen Modell der OeNB simuliert.

Die stärkere Erholung der Weltwirtschaft führt in diesem Szenario zu einem Anstieg der Nachfrage nach österreichischen Exporten. Die Abwertung gegenüber dem Basisszenario verschafft den österreichischen Exporteuren zusätzlich eine Verbesserung ihrer preislichen Wettbewerbsfähigkeit. Die geringere Sparneigung im Inland erhöht den privaten Konsum unmittelbar. Vom niedrigeren Erdölpreis gehen zusätzliche positive Impulse aus. Insgesamt ergibt sich im Jahr 2005 eine kumulierte Erhöhung des BIP um 1% gegenüber der Basisprognose, wobei die stärksten Wachstumseffekte im Jahr 2004 eintreten würden (ein zusätzliches Wachstum von +0,7 Prozentpunkten). Sowohl nachfragebedingt als auch durch die höheren Importpreise infolge der Euroabwertung kommt es kumuliert bis zum Jahr 2005 zu einem um 0,5% höheren Preisniveau.

Tabelle 9

Hauptergebnisse der Alternativszenarien

	Schnellere Auflösung der geopolitischen Unsicherheiten			Schwächeres Wachstum in den USA		
	2003	2004	2005	2003	2004	2005
<i>Abweichung vom Basisszenario in %</i>						
Bruttoinlandsprodukt (real)	0,2	0,9	1,0	-0,2	-0,7	-0,8
Harmonisierter Verbraucherpreisindex	0,0	0,2	0,5	-0,1	-0,3	-0,5
Privater Konsum (real)	0,2	0,5	0,5	0,0	0,0	0,0
Private Investitionen (real)	0,3	1,8	3,2	-0,2	-1,0	-1,6
Exporte (real)	0,1	0,4	0,4	-0,2	-0,6	-0,6
Importe (real)	0,0	0,1	0,4	0,0	0,1	0,0
Beschäftigung	0,1	0,4	0,7	-0,1	-0,3	-0,5

Quelle: OeNB-Prognose vom Frühjahr 2003.

8.2.2 Szenario II: Schwächeres Wachstum und partielle Korrektur bestehender Ungleichgewichte in den USA

Die US-Wirtschaft ist derzeit von mehreren Ungleichgewichten gekennzeichnet. Neben der hohen Verschuldung der Haushalte und dem stark steigenden Budgetdefizit bereitet vor allem das hohe Außenhandelsdefizit und die damit verbundene Gefahr einer abrupten Abwertung des US-Dollar Anlass zur Sorge. Alle diese Faktoren könnten das Wachstumspotenzial der US-Wirtschaft nachhaltig schwächen. In dem Szenario wurde zunächst angenommen, dass sich die gesamte US-Faktorproduktivität innerhalb eines Jahres um insgesamt 1 Prozentpunkt verringert. Zusätzlich wurde eine schrittweise Erhöhung der Sparquote der US-Haushalte um 1,2 Prozentpunkte unterstellt. Schließlich wurde eine Abwertung des US-Dollar in Höhe von 8% gegenüber dem Euro als Folge des hohen Außenhandelsdefizits unterstellt. Dies bedeutet eine nominell-effektive Aufwertung des Euro um 5,3%.

Dieses Szenario wirkt auf Österreich in erster Linie über die Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit des österreichischen Außenhandels. Sowohl auf der Import- als auch auf der Exportseite würden österreichische Unternehmen Marktanteile verlieren. Insgesamt steigen die realen Importe jedoch nicht an, da die preislichen Wettbewerbseffekte durch die allgemein niedrigere Importnachfrage kompensiert werden. Die niedrigeren Importpreise dämpfen das inländische Preisniveau, erhöhen die Realzinsen und in der Folge die Kapitalnutzungskosten, wodurch die Investitionen sinken. Zusätzlich verringern die schwächeren Exporte die Investitionstätigkeit der Unternehmen. Kumuliert liegt das österreichische BIP in diesem Szenario im Jahr 2005 um 0,8% unter dem des Basisszenarios.

9 Prognosevergleich

9.1 Vergleich mit der Herbstprognose 2002

Die internationalen Konjunkturaussichten für das Jahr 2003 haben sich seit der Herbstprognose 2002 spürbar eingetrübt. Die Weltwirtschaft wurde durch die Unsicherheiten im Vorfeld des Irak-Kriegs gebremst. Die Erdölpreise stiegen temporär. Die Exportchancen werden durch die Euroaufwertung beeinträchtigt. Nur von den langfristigen Zinssätzen, die im Vergleich zum Herbst um rund 1 Prozentpunkt gesunken sind, geht nun ein stärkerer Wachstumsimpuls aus. Als Folge dieser Entwicklungen verzögert sich der Zeitpunkt des prognostizierten Aufschwungs um ein halbes Jahr. Die Prognose für das reale BIP musste für das Jahr 2003 um 0,9 Prozentpunkte zurückgenommen werden, für das Jahr 2004 um 0,6 Prozentpunkte.

Tabelle 10 gliedert die Ursachen für die Prognoserevisionen auf. Dabei wurden die Revisionen des BIP und des HVPI in a) den Einfluss neuer Daten, b) die Auswirkungen der geänderten externen Annahmen und c) einen verbleibenden Rest zerlegt. Der Einfluss neuer Daten erfasst im Fall des BIP den veränderten statistischen Überhang, der sich durch die Verfügbarkeit von neuen Daten für das dritte und vierte Quartal 2002 sowie Revisionen für das zweite Quartal 2002 auf das Jahreswachstum 2003 ergibt. Beim HVPI fließen auch die für das Jahr 2003 bereits verfügbaren Monate ein. Die Auswirkungen der geänderten externen Annahmen wurden mit Hilfe des makroökonomischen Modells der OeNB simuliert.

Aufteilung der Prognoserevisionen

	Bruttoinlandsprodukt		Harmonisierter Verbraucherpreisindex	
	2003	2004	2003	2004
	Veränderung zum Vorjahr in %			
Frühjahrsprognose 2003	+0,7	+1,6	+1,3	+1,3
Herbstprognose 2002	+1,6	+2,2	+1,8	+1,6
Differenz	-0,9	-0,6	-0,4	-0,3
Verursacht durch:				
Neue Daten ¹⁾	-0,2	+0,0	-0,4	+0,0
Externe Annahmen	-0,8	-0,4	-0,3	-0,3
Sonstiges ²⁾	+0,1	-0,2	+0,3	+0,0

Quelle: OeNB-Prognosen vom Frühjahr 2003 und Herbst 2002.

¹⁾ Effekt neuer sowie revidierter historischer Daten.

²⁾ Unterschiedliche Annahmen über die Entwicklung heimischer Variablen wie Löhne, öffentlicher Konsum und Änderungen der Einschätzung.

Der verbleibende Rest umfasst unterschiedliche Annahmen über die Entwicklung heimischer Variablen wie z. B. den öffentlichen Konsum sowie Änderungen der Einschätzung. Es zeigt sich, dass die Revisionen des Bruttoinlandsprodukts in den Jahren 2003 und 2004 zum Großteil durch das geänderte internationale Umfeld erklärt werden können. Ein Teil der Revisionen für das Jahr 2003 resultiert auch aus den im Vergleich zur Herbstprognose ungünstigen Entwicklungen in der zweiten Jahreshälfte 2002. Der verbleibende Rest spiegelt für das Jahr 2003 eine – im Vergleich zur schwächeren Konjunkturlage – etwas optimistischere Einschätzung der Investitionstätigkeit wider, während für das Jahr 2004 ein erhöhtes Vorsichtssparen der Konsumenten als Folge der Verunsicherung im Rahmen der Pensionsreformdiskussion unterstellt wurde.

Die Inflation fällt im Jahr 2003 um 0,4, im Jahr 2004 um 0,3 Prozentpunkte niedriger aus. Die Revision der Verbraucherpreise für das Jahr 2003 ist durch die im bisherigen Verlauf des Jahres 2003 eingetretene günstige Entwicklung der Verbraucherpreise, durch die geänderten externen Annahmen sowie eine geänderte Einschätzung betreffend die Persistenz der Preise zu erklären. Die Revision für das Jahr 2004 ist zur Gänze durch die Veränderung der externen Annahmen zu erklären.

9.2 Vergleich mit anderen Prognosen

Die OeNB liegt mit ihrer Einschätzung bezüglich des realen BIP-Wachstums für das Jahr 2003 unter den vorliegenden Prognosen der anderen Institute (1,1 bis 1,5%). Die Prognosen von März und April 2003 sind in allen Nachfrageaggregaten mit Ausnahme des öffentlichen Konsums deutlich optimistischer als die OeNB-Prognose. Der größte Unterschied liegt einerseits in einer vergleichsweise pessimistischen Annahme für das Wachstum der österreichischen Exportmärkte und andererseits in rezenteren Wechselkursannahmen, die die aktuelle Euroaufwertung widerspiegeln. Das begründet das im Vergleich zu anderen Institutionen um mehr als 2 Prozentpunkte niedrigere Exportwachstum in der OeNB-Prognose.

Daraus ergeben sich einerseits auch die wesentlich vorsichtigeren Prognosen für das reale Haushaltseinkommen und den privaten Konsum und andererseits auch der erwartete langsamere Anstieg der Bruttoanlageinvestitionen. Der öffentliche Konsum für das Jahr 2003 wird von der OeNB hingegen etwas höher

Tabelle 11

Vergleich der aktuellen Wirtschaftsprognosen für Österreich

Indikator	OeNB Mai 2003			WIFO März 2003		IHS März 2003		OECD April 2003		IWF April 2003		EU-Kommission April 2003	
	2003	2004	2005	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004
	Veränderung zum Vorjahr in %												
Hauptergebnisse													
BIP, real	+07	+16	+25	+11	+17	+15	+25	+11	+20	+15	+24	+12	+20
Privater Konsum, real	+11	+17	+24	+14	+19	+16	+23	+13	+19	x	x	+12	+19
Öffentlicher Konsum, real	+05	+05	+02	+00	+05	+03	+03	+05	+07	x	x	+05	+05
Bruttoanlageinvestitionen, real ¹⁾	+07	+40	+49	+20	+33	+21	+41	+08	+29	x	x	+16	+31
Exporte, real	+10	+45	+66	+36	+67	+32	+57	+30	+64	x	x	+43	+71
Importe, real	+08	+57	+70	+39	+72	+32	+57	+30	+64	x	x	+45	+75
BIP je Erwerbstätigen	+09	+13	+17	+10	+14	+14	+18	x	x	x	x	x	x
BIP-Deflator	+11	+12	+13	+13	+17	+14	+16	+17	+11	+13	+05	+11	+15
VPI	x	x	x	+19	+14	+16	+17	+14	+10	+15	+14	x	x
HVPI	+13	+13	+11	+20	+14	x	x	x	x	x	x	+18	+18
Lohnstückkosten	+12	+08	+04	+10	+10	x	x	x	x	x	x	+11	+11
Beschäftigte	-02	+03	+08	-01	+03	+01	+07	x	x	x	x	+00	+04
	in %												
Arbeitslosenquote ²⁾	44	44	42	42	42	42	40	59	59	45	41	45	44
	in % des nominellen BIP												
Leistungsbilanz	01	-05	-06	-09	-08	-07	-08	02	03	-08	-11	-03	-06
Öffentliches Defizit	-12	-09	-06	-12	-10	-13	-08	-13	-11	-06	x	-11	-04
Prognoseannahmen													
Erdölpreis in USD/Barrel	258	232	227	290	230	280	250	260	250	280	235	276	235
Kurzfristiger Zinssatz in %	25	24	24	22	26	29	33	23	23	x	x	x	x
USD/EUR	113	116	116	108	108	106	106	11	11	11	11	107	107
	Veränderung zum Vorjahr in %												
BIP, real Euroraum	04-10	12-16	11-24	+11	+18	x	x	+10	+24	+11	+23	+10	+23
BIP, real USA	+23	+32	+33	+23	+28	+28	+30	+25	+40	+22	+36	+24	+25
BIP, real Welt	+34	+41	+46	x	x	x	x	x	x	+32	+41	+32	+37
Welthandel	+44	+62	+73	+55	+63	+65	+70	+59	+88	+43	+61	+54	+66

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

¹⁾ Für IHS: Bruttoinvestitionen.

²⁾ EUROSTAT-Definition; für OECD: Definition der OECD.

unterstellt als von WIFO und IHS. Die HVPI-Inflationsrate wird von der OeNB für die kommenden Jahre wesentlich niedriger eingeschätzt. Der Grund dafür liegt einerseits in den niedrigeren Wachstumsannahmen, andererseits in den unterschiedlichen externen Annahmen bezüglich der Wechselkurse.

I 0 Tabellenanhang

Tabelle 12

Nachfragekomponenten (real)

zu Preisen von 1995

	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
	in Mio EUR				Veränderung zum Vorjahr in %			
Privater Konsum	112.913	114.080	115.965	118.765	+0,9	+1,1	+1,7	+2,4
Öffentlicher Konsum	37.503	37.695	37.884	37.956	+1,3	+0,5	+0,5	+0,2
Bruttoanlageinvestitionen	43.785	44.034	45.787	48.052	-4,8	+0,7	+4,0	+4,9
Lagerveränderungen (inkl. statistischer Diskrepanz)	492	342	668	779	x	x	x	x
Inlandsnachfrage	194.692	196.151	200.303	205.553	-0,3	+0,6	+2,1	+2,6
Exporte insgesamt	109.840	110.794	115.769	123.453	+2,6	+1,0	+4,5	+6,6
Importe insgesamt	103.794	104.688	110.620	118.388	+0,0	+0,8	+5,7	+7,0
Nettoexporte	6.047	6.106	5.149	5.065	x	x	x	x
Bruttoinlandsprodukt	200.739	202.258	205.452	210.618	+1,0	+0,7	+1,6	+2,5

Quelle: 2002: Statistik Austria; 2003 bis 2005: OeNB-Prognose vom Frühjahr 2003.

Tabelle 13

Nachfragekomponenten (laufende Preise)

	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
	in Mio EUR				Veränderung zum Vorjahr in %			
Privater Konsum	124.961	128.126	131.825	136.644	+2,8	+2,6	+2,9	+3,7
Öffentlicher Konsum	41.449	42.355	43.251	44.144	+2,2	+2,2	+2,1	+2,1
Bruttoanlageinvestitionen	47.139	47.918	50.252	53.395	-4,1	+1,6	+4,9	+6,3
Lagerveränderungen (inkl. stat. Diskrepanz)	687	164	259	321	x	x	x	x
Inlandsnachfrage	214.236	218.564	225.587	234.504	+1,1	+1,8	+3,2	+4,0
Exporte insgesamt	113.038	112.787	118.416	127.910	+1,7	-0,4	+5,0	+8,0
Importe insgesamt	110.443	110.429	117.001	126.701	-0,7	-0,4	+6,0	+8,3
Nettoexporte	2.595	2.357	1.416	1.210	x	x	x	x
Bruttoinlandsprodukt	216.831	220.921	227.003	235.714	+2,3	+1,8	+2,8	+3,8

Quelle: 2002: Statistik Austria; 2003 bis 2005: OeNB-Prognose vom Frühjahr 2003.

Tabelle 14

Nachfragekomponenten (Deflatoren)

	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
	1995 = 100				Veränderung zum Vorjahr in %			
Privater Konsum	110,7	112,3	113,7	115,1	+1,8	+1,5	+1,2	+1,2
Öffentlicher Konsum	110,5	112,4	114,2	116,3	+0,9	+1,7	+1,6	+1,9
Bruttoanlageinvestitionen	107,7	108,8	109,7	111,1	+0,7	+0,9	+0,9	+1,2
Inlandsnachfrage (exkl. Lagerveränderungen)	110,0	111,5	112,9	114,4	+1,4	+1,4	+1,2	+1,3
Exporte insgesamt	102,9	101,8	102,3	103,6	-0,9	-1,4	+0,5	+1,3
Importe insgesamt	106,4	105,5	105,8	107,0	-0,7	-1,2	+0,3	+1,2
Terms of Trade	96,7	96,5	96,7	96,8	-0,2	-0,2	+0,2	+0,1
Bruttoinlandsprodukt	108,0	109,2	110,5	111,9	+1,3	+1,1	+1,2	+1,3

Quelle: 2002: Statistik Austria; 2003 bis 2005: OeNB-Prognose vom Frühjahr 2003.

Tabelle 15

Arbeitsmarkt

	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
	in 1.000				Veränderung zum Vorjahr in %			
Erwerbstätige insgesamt	4.060'6	4.054'1	4.064'2	4.095'9	-0'4	-0'2	+0'3	+0'8
Privater Sektor	3.550'8	3.544'4	3.557'5	3.592'3	-0'4	-0'2	+0'4	+1'0
Unselbstständig Beschäftigte lt. VGR	3.313'6	3.310'6	3.322'1	3.353'9	-0'3	-0'1	+0'3	+1'0
	in %							
Arbeitslosenquote lt. EUROSTAT	4'3	4'4	4'4	4'2	x	x	x	x
	in % des realen BIP							
Lohnstückkosten in der Gesamtwirtschaft ¹⁾	68'2	69'0	69'5	69'8	+0'7	+1'2	+0'8	+0'4
	zu Preisen von 1995 in 1.000 EUR							
Arbeitsproduktivität in der Gesamtwirtschaft Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer, real ²⁾	49'4 30'5	49'9 30'6	50'6 30'9	51'4 31'2	-2'6 -3'2	+0'9 +0'5	+1'3 +0'9	+1'7 +1'0
	zu laufenden Preisen in 1.000 EUR							
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer, brutto	33'7	34'4	35'1	35'9	-6'0	+2'0	+2'1	+2'2
	zu laufenden Preisen in Mio EUR							
Arbeitnehmerentgelte insgesamt, brutto	111.792	113.924	116.739	120.424	+1'9	+1'9	+2'5	+3'2

Quelle: 2002: EUROSTAT; 2003 bis 2005: OeNB-Prognose vom Frühjahr 2003.

¹⁾ Bruttolohnsumme durch reales BIP.

²⁾ Bruttolohnsumme je Arbeitnehmer durch Konsumdeflator.

Tabelle 16

Leistungsbilanz

	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
	in Mio EUR				in % des nominellen BIP			
Handelsbilanz	5.495'8	4.347'7	2.885'3	2.464'5	2'5	2'0	1'3	1'0
Güterbilanz	3.501'8	1.688'9	216'8	19'1	1'6	0'8	0'1	0'0
Dienstleistungsbilanz	1.994'1	2.658'8	2.668'4	2.445'4	0'9	1'2	1'2	1'0
Euroraum	- 6.970'9	- 7.272'8	- 8.636'9	- 9.155'4	-3'2	-3'3	-3'8	-3'9
Länder außerhalb des Euroraums	12.466'7	11.620'5	11.522'2	11.619'9	5'7	5'3	5'1	4'9
Einkommensbilanz	- 2.253'5	- 2.527'6	- 2.399'4	- 2.368'9	-1'0	-1'1	-1'1	-1'0
Transferbilanz	- 1.681'0	- 1.537'8	- 1.606'4	- 1.602'9	-0'8	-0'7	-0'7	-0'7
Leistungsbilanz	1.561'3	282'3	- 1.120'5	- 1.507'3	0'7	0'1	-0'5	-0'6

Quelle: 2002: OeNB; 2003 bis 2005: OeNB-Prognose vom Frühjahr 2003.

Quartalsverlauf der Prognoseergebnisse

	2003	2004	2005	2003				2004				2005			
				1. Qu.	2. Qu.	3. Qu.	4. Qu.	1. Qu.	2. Qu.	3. Qu.	4. Qu.	1. Qu.	2. Qu.	3. Qu.	4. Qu.
	Veränderung zum Vorjahr in %														
Preise, Löhne, Kosten															
HVPI	+1'3	+1'3	+1'1	+1'8	+1'2	+1'1	+1'3	+1'5	+1'5	+1'3	+0'9	+0'9	+1'0	+1'2	+1'4
HVPI (exkl. Energie)	+1'2	+1'2	+1'3	+1'5	+1'2	+0'9	+1'1	+1'4	+1'1	+1'2	+1'0	+1'2	+1'3	+1'3	+1'4
Deflator des privaten Konsums	+1'5	+1'2	+1'2	+1'9	+1'8	+1'4	+0'9	+1'0	+1'2	+1'3	+1'4	+1'2	+1'2	+1'2	+1'2
Deflator der Bruttoanlageinvestitionen	+0'9	+0'9	+1'2	+1'9	+0'7	+0'7	+0'4	+0'5	+0'8	+1'0	+1'1	+1'2	+1'2	+1'3	+1'4
BIP-Deflator	+1'1	+1'2	+1'3	+1'0	+1'3	+1'1	+1'0	+1'1	+1'1	+1'1	+1'2	+1'0	+1'2	+1'4	+1'5
Lohnstückkosten	+1'2	+0'8	+0'4	+1'0	+1'4	+1'3	+1'0	+0'9	+0'8	+0'7	+0'7	+0'5	+0'4	+0'4	+0'4
Löhne pro Beschäftigten, nominell	+2'0	+2'1	+2'2	+2'0	+2'0	+2'0	+2'2	+2'1	+2'1	+2'1	+2'1	+2'1	+2'1	+2'2	+2'3
Produktivität	+0'9	+1'3	+1'7	+1'0	+0'6	+0'7	+1'2	+1'2	+1'3	+1'4	+1'4	+1'6	+1'7	+1'8	+1'8
Löhne pro Beschäftigten, real	+0'5	+0'9	+1'0	+0'0	+0'2	+0'6	+1'3	+1'1	+0'9	+0'8	+0'7	+0'9	+1'0	+1'0	+1'0
Importdeflator	-1'2	+0'3	+1'2	-1'3	-0'7	-1'0	-1'8	-0'9	+0'0	+0'9	+1'1	+1'1	+1'3	+1'2	+1'1
Exportdeflator	-1'4	+0'5	+1'3	+0'0	-0'3	-2'0	-3'2	-1'2	+0'4	+1'2	+1'5	+1'4	+1'3	+1'2	+1'2
Terms of Trade	-0'2	+0'2	+0'1	+1'3	+0'4	-1'0	-1'4	-0'3	+0'4	+0'3	+0'4	+0'3	+0'1	+0'0	+0'1
zu Preisen von 1995, Veränderung zum Vorjahr (Jahreswerte) bzw. zum Vorquartal (Quartalswerte) in %															
Wirtschaftliche Aktivität															
BIP	+0'7	+1'6	+2'5	+0'2	+0'2	+0'3	+0'4	+0'3	+0'4	+0'5	+0'6	+0'7	+0'7	+0'7	+0'7
Privater Konsum	+1'1	+1'7	+2'4	+0'0	+0'1	+0'2	+0'4	+0'4	+0'5	+0'6	+0'6	+0'6	+0'6	+0'6	+0'6
Öffentlicher Konsum	+0'5	+0'5	+0'2	+0'4	+0'1	+0'1	+0'0	+0'2	+0'2	+0'2	+0'1	+0'0	+0'0	+0'0	+0'0
Bruttoanlageinvestitionen	+0'7	+4'0	+4'9	+0'6	+1'0	+1'4	+1'4	+0'7	+0'7	+0'8	+1'0	+1'3	+1'4	+1'4	+1'5
Ausrüstungsinvestitionen	+0'7	+5'5	+7'0	+0'8	+1'3	+1'9	+2'4	+0'5	+1'0	+1'2	+1'7	+1'8	+1'9	+1'9	+1'9
Wohnbauinvestitionen ¹⁾	+0'4	+1'3	+1'4	+0'2	+0'1	+0'4	+0'3	+0'3	+0'3	+0'2	+0'3	+0'4	+0'4	+0'4	+0'4
Exporte	+1'0	+4'5	+6'6	+1'8	+0'5	+0'8	+1'0	+1'1	+1'2	+1'4	+1'5	+1'7	+1'7	+1'8	+1'8
Importe	+0'8	+5'7	+7'0	-0'5	+0'8	+1'2	+1'3	+1'4	+1'5	+1'5	+1'6	+1'7	+1'8	+1'9	+1'9
Wachstumsbeiträge zum realen BIP in Prozentpunkten															
Inlandsnachfrage	+0'9	+1'9	+2'5	+0'2	+0'3	+0'4	+0'5	+0'4	+0'5	+0'5	+0'6	+0'6	+0'7	+0'7	+0'7
Nettoexporte	+0'1	-0'5	+0'0	+1'2	-0'2	-0'2	-0'1	-0'1	-0'2	+0'0	+0'0	+0'0	+0'0	+0'0	+0'0
Lagerveränderungen	-0'3	+0'2	+0'1	-1'2	+0'1	+0'0	+0'0	+0'0	+0'1	+0'0	+0'0	+0'0	+0'0	+0'0	+0'0
in %															
Arbeitsmarkt															
Arbeitslosenquote lt. EUROSTAT	4'4	4'4	4'2	4'4	4'4	4'5	4'5	4'5	4'5	4'4	4'3	4'2	4'2	4'2	4'2
Veränderung zum Vorjahr (Jahreswerte) bzw. zum Vorquartal (Quartalswerte) in %															
Gesamtbeschäftigung	-0'2	+0'3	+0'8	+0'0	+0'0	+0'0	+0'0	+0'1	+0'1	+0'2	+0'2	+0'2	+0'2	+0'2	+0'2
davon privater Sektor	-0'2	+0'4	+1'0	+0'0	+0'0	+0'0	+0'0	+0'1	+0'1	+0'2	+0'2	+0'3	+0'3	+0'3	+0'3
Unselbstständig Beschäftigte	-0'1	+0'3	+1'0	+0'0	+0'0	+0'0	+0'0	+0'1	+0'1	+0'2	+0'2	+0'2	+0'3	+0'3	+0'3
zu Preisen von 1995, Veränderung zum Vorjahr (Jahreswerte) bzw. zum Vorquartal (Quartalswerte) in %															
Zusätzliche Variablen															
Verfügbares Haushaltseinkommen	+0'8	+1'8	+2'6	+0'4	+0'4	+0'5	+0'5	+0'3	+0'4	+0'5	+0'6	+0'7	+0'7	+0'7	+0'8
in % des verfügbaren realen Haushaltseinkommens (Sparquote) bzw. in % des realen BIP (Output-Gap)															
Sparquote der privaten Haushalte	6'8	7'0	7'3	6'5	6'7	7'0	7'2	7'1	7'0	7'0	7'0	7'1	7'3	7'3	7'5
Output-Gap	-1'3	-1'2	-0'2	-1'1	-1'3	-1'4	-1'3	-1'3	-1'3	-1'2	-0'9	-0'6	-0'3	0'0	0'3

Quelle: OeNB-Prognose vom Frühjahr 2003. Quartalswerte saisonbereinigt.

¹⁾ Ohne sonstige Bauinvestitionen und sonstige Investitionen.

M O N E T Ä R E E N T W I C K L U N G
I N Ö S T E R R E I C H

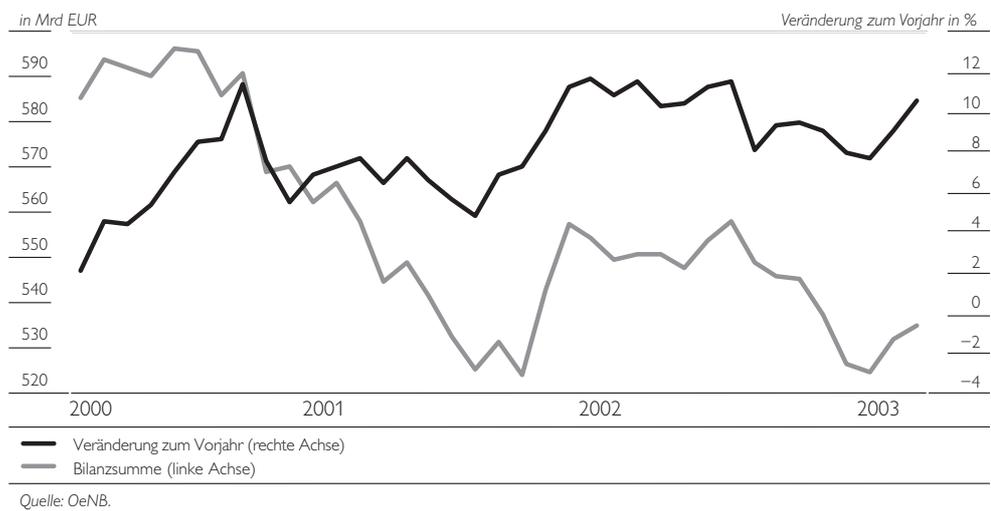
Geschäftstätigkeit und Ertragslage¹⁾ der in Österreich tätigen Kreditinstitute im ersten Quartal 2003

Ralf Dobringer,
Margarita
Schandl-Greyer

Höchster Anstieg der Bilanzsumme seit März 2000

Die ersten drei Monate des Jahres 2003 verliefen für die in Österreich tätigen Kreditinstitute hinsichtlich der Entwicklung der Bilanzsumme wieder etwas erfreulicher: Diese stieg nach einem doch sehr deutlichen Rückgang im Dezember 2002 im ersten Quartal 2003 wieder um +11,85 Mrd EUR (+2,1%) auf 585,12 Mrd EUR. Verglichen mit der entsprechenden Periode der Vorjahre war dies der höchste Anstieg seit März 2000. In den ersten drei Monaten des Jahres 2002 war dagegen nur ein Wachstum von +1,18 Mrd EUR oder +0,2% verzeichnet worden. Während aktivseitig auf Grund der anhaltend schwachen Kreditvergabe die Auslandsforderungen (hauptsächlich Forderungen an ausländische Kreditinstitute) massiv ausgeweitet wurden, erfolgte die Refinanzierung vor allem auf der für die Kreditinstitute günstigen Einlagenseite sowie ebenfalls durch ein verstärktes Auslandsgeschäft.

Bilanzsumme der in Österreich tätigen Kreditinstitute



Auf sektoraler Ebene konnten die Volksbanken mit +6,9% das höchste Bilanzsummenwachstum lukrieren, gefolgt von den Landes-Hypothekenbanken mit +4,3%, den Aktienbanken mit +3,0% und den Sonderbanken mit +2,0%, wobei in diesem Sektor erstmals die neun Mitarbeitervorsorgekassen²⁾ meldepflichtig waren. Unter dem Durchschnitt befanden sich die Sparkassen mit +1,6%, der Raiffeisensektor mit +0,6% sowie die Bausparkassen mit +0,5%.

Regional³⁾ betrachtet war die Wachstumsdynamik vor allem bei den in Oberösterreich ansässigen Kreditinstituten mit +2,9% und den Kärntner Kreditinstituten mit +2,8% besonders groß. Die lokalen Vorarlberger und Tiroler Kreditinstitute mussten dagegen Bilanzsummeneinbußen von -0,9 sowie -0,8% hinnehmen.

- 1 Im vorliegenden Bericht werden die Ertragsdaten der in Österreich tätigen Einzelkreditinstitute auf unkonsolidierter Basis dargestellt.
- 2 Das sind Kreditinstitute, die zur Hereinnahme und Veranlagung von Abfertigungsbeiträgen berechtigt sind.
- 3 Bei allen Bundesländervergleichen gilt: exklusive der Filialen der überregional tätigen Kreditinstitute. Diese werden ihrem Hauptsitz zugerechnet (z. B. die BA-CA Wien).

Die fünf größten Einzelinstitute gemessen an der Bilanzsumme waren namentlich die Bank Austria Creditanstalt AG, die Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG, die Bank für Arbeit und Wirtschaft AG, die Raiffeisen Zentralbank AG sowie die Oesterreichische Kontrollbank AG. Ihr Marktanteil stagnierte gegenüber Dezember 2002 bei 45·9%.

Anzahl der Bankstellen sinkt weiterhin

Die Zahl der in Österreich meldepflichtigen Kreditinstitute, gegliedert nach Sektoren, zum 31. Dezember 2002 bzw. 31. März 2003 und die in diesem Zeitraum erfolgten Veränderungen zeigen folgendes Bild:

Anzahl der Bankstellen in Österreich																	
	Aktienbanken und Bankiers		Sparkassen-sektor		Landes-Hypotheken-banken		Raiffeisensektor		Volksbanken-sektor		Bausparkassen		Sonderbanken		Insgesamt		Summe Haupt- und Zweiganstalten
	H	Z	H	Z	H	Z	H	Z	H	Z	H	Z	H	Z	H	Z	
Stand: Dezember 2002	59	534	64	1.509	9	165	609	1.719	70	481	5	59	81	4	897	4.471	5.368
Stand: März 2003	58	528	64	1.487	9	165	609	1.715	70	480	5	58	90	4	905	4.437	5.342
Veränderung ¹⁾	-1	-6	-	-22	-	-	-	-4	-	-1	-	-1	9	-	8	-34	-26

Quelle: OeNB.

H = Hauptanstalten.

Z = Zweiganstalten und Wechselstuben.

¹⁾ Die Veränderungen ergeben sich aus Aufnahme der Geschäftstätigkeit, Schließungen und Fusionen.

Somit wurden im ersten Quartal 2003 die Bankstellen in Österreich um insgesamt 26 Plätze vermindert. Im Bereich der Sonderbanken sind nun neun Mitarbeitervorsorgekassen neu meldepflichtig.

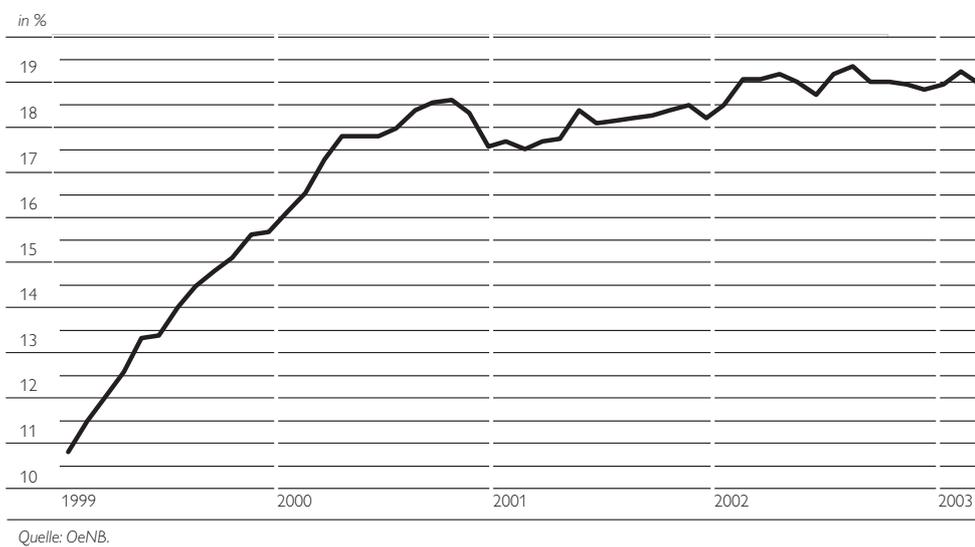
Stark abgeschwächtes Kreditwachstum

Nachdem der Rückgang der Eurokredite im Jahr 2002 durch die expansive Vergabe von Fremdwährungskrediten kompensiert worden war, reduzierte sich der Stand der Direktkredite an inländische Kunden seit Beginn 2003 bereits relativ deutlich um -1·76 Mrd EUR oder -0·7%. Dies war der größte Rückgang im ersten Quartal eines Jahres seit März 1996. Noch in den ersten drei Monaten des Jahres 2002 stagnierten die Direktkredite mit einer Abnahme von -0·03 Mrd EUR. Während Ausleihungen in Fremdwährungen im ersten Quartal 2003 nur geringfügig reduziert wurden (-0·08 Mrd EUR oder -0·2%), sanken die Eurokredite dagegen um -1·68 Mrd EUR oder -0·9%. In der Vergleichsperiode 2002 betrug das Wachstum der Fremdwährungskredite noch +2·07 Mrd EUR (+4·9%), wogegen der Stand der Eurokredite um -2·10 Mrd EUR (-1·1%) gefallen war.

Der Anteil der in Fremdwährungen vergebenen Direktkredite am gesamten Kreditvolumen erhöhte sich seit Beginn 2003 um +0·1 Prozentpunkt auf 18·9%. Regional betrachtet, war Vorarlberg mit einem Anteil von 44·2% an der Spitze, gefolgt von Tirol mit 37·0%. Einzelne Vorarlberger und Tiroler Kreditinstitute wiesen sogar einen Prozentanteil von rund 65% auf.

Bei Betrachtung der einzelnen Kreditinstitutssektoren lag der Anteil der Fremdwährungskredite an den gesamten Direktkrediten bei den Volksbanken mit 24·7% am höchsten, gefolgt von den Sparkassen mit 21·8% und den Aktienbanken mit 20·9%.

Anteil der Fremdwährungskredite an den gesamten Krediten



Ein durchschnittlicher Eurokredit (inklusive Überziehungen von Girokonten) lautete im März 2003 auf 31.196 EUR, ein durchschnittlicher Fremdwährungskredit war dagegen rund 4,7 mal so hoch und belief sich auf 145.937 EUR. In Summe waren 6,128.131 Eurokredite und 304.029 Fremdwährungskredite aushaftend.

Schweizer-Franken-Kredite wieder sehr beliebt

Kredite in Schweizer Franken¹⁾ erfreuten sich – unter anderem wegen des derzeit günstigen Zins- und Wechselkursniveaus zum Euro – entgegen dem Trend des Jahres 2002 im ersten Quartal 2003 wieder großer Beliebtheit: Ihr Volumen stieg seit Dezember 2002 um +8,4% auf einen Anteil von 59,7% an allen vergebenen Fremdwährungskrediten. Kredite in japanischen Yen waren dagegen nicht mehr so gefragt. Sie sanken gegenüber Dezember 2002 um –13,3%, wobei dieser Rückgang teilweise aus dem um rund 4% gesunkenen Wechselkurs des japanischen Yen im Vergleich zum Euro resultierte. Der Anteil der Ausleihungen in japanischen Yen reduzierte sich erstmals seit 1998 spürbar auf 32,3%. Der vorläufige Höchststand war im Juni 2002 mit 42,0% erreicht worden.

Mit Stand Dezember 2002²⁾ lag der Anteil Österreichs an den gesamten im Euroraum aushaftenden Ausleihungen bei rund 3%. Der Anteil der Kredite in Schweizer Franken belief sich allerdings auf 31,2%, jener der Kredite in japanischen Yen sogar auf 42,8%.

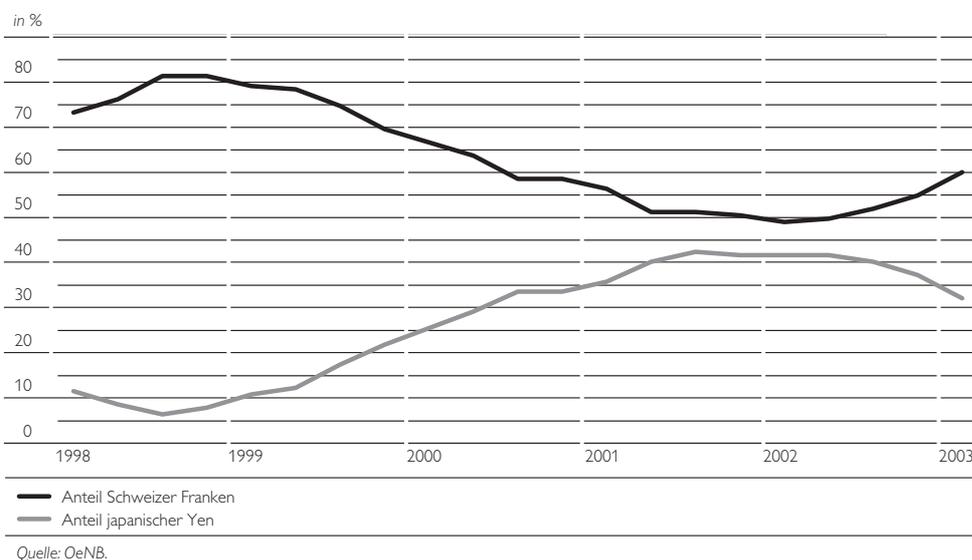
Innerhalb der volkswirtschaftlichen Sektoren zeigte sich, dass sich vor allem die Forderungen an die Unternehmen trotz weiterhin sinkendem Zinsniveau³⁾

1 Die Daten auf Einzelwährungsbasis beruhen auf der EZB-Monetärstatistik.

2 Die Daten für März 2003 lagen bei Redaktionsschluss noch nicht vor.

3 Der durchschnittliche Zinssatz für Kommerzkredite reduzierte sich seit Jahresbeginn 2003 um –0,26 Prozentpunkte auf 5,35%. Der durchschnittliche Zinssatz für Privatkredite lag im März 2003 bei 6,17% (–0,34 Prozentpunkte im Vergleich zum Dezember 2002).

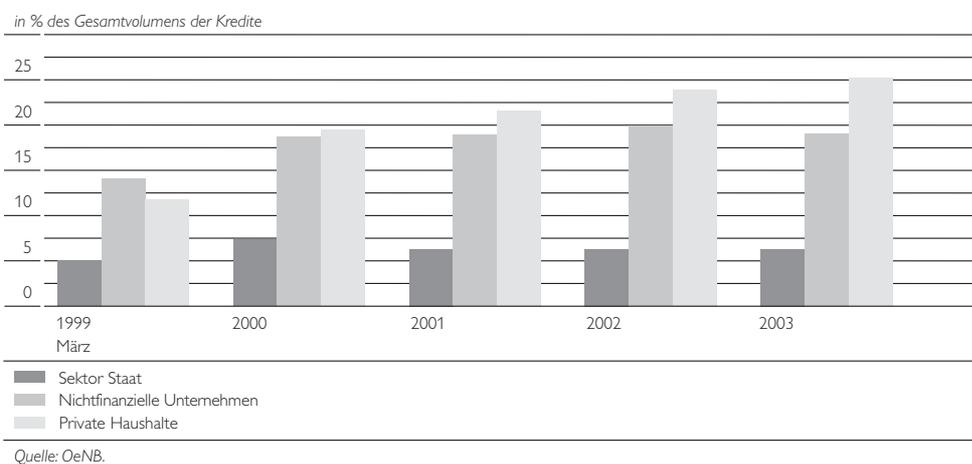
Anteil Schweizer Franken/japanischer Yen an Fremdwährungskrediten



seit Dezember 2002 um $-1,19$ Mrd EUR ($-0,9\%$) reduzierten, während die Forderungen an private Haushalte geringfügig um $+0,20$ Mrd EUR ($+0,3\%$) anstiegen. Dieser Trend war noch etwas stärker im Vergleichsquartal 2002 bemerkbar, als die Forderungen an Unternehmen um $-1,29$ Mrd EUR oder $-1,0\%$ gesunken und die Forderungen an private Haushalte um $+1,04$ Mrd EUR ($+1,7\%$) gestiegen waren. Mit Stand 31. März 2003 lag der Anteil der Fremdwährungskredite an den gesamten Ausleihungen bei den Unternehmen bei $19,0\%$ (stagnierend), jener der privaten Haushalte bei $25,1\%$ (weiterhin anwachsend).

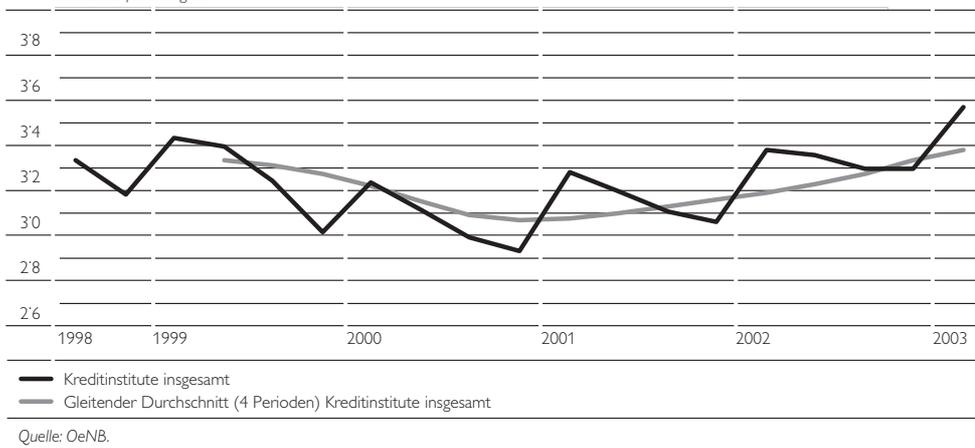
Die Wertberichtigungen bezogen auf Kundenforderungen erreichten im März 2003 einen für diesen Monat schon seit 1997 nicht mehr erreichten Spitzenwert von $3,57\%$. Im März 2002 wurden nur $3,38\%$ gemeldet. Innerhalb der Kreditinstitutssektoren wiesen die Volksbanken mit $5,34\%$ die höchsten

Anteil der Fremdwährungskredite



Wertberichtigungen

in % der Kundenforderungen



Wertberichtigungen aus, gefolgt von den Raiffeisenbanken mit 4,37% und den Sparkassen mit 4,03%. Das Schlusslicht bildeten die Bausparkassen mit 0,54%.

Verbriefte Kredite

Gegenüber Dezember 2002 wuchsen die verbrieften Kredite um +0,72 Mrd EUR (+3,7%). Der Zuwachs resultierte je zur Hälfte aus Bundesschatzscheinen und anderen Schuldtiteln öffentlicher Stellen. In der Vergleichsperiode 2002 der Anstieg nur bei +0,01 Mrd EUR oder +0,1% lag.

Dynamisches Einlagenwachstum

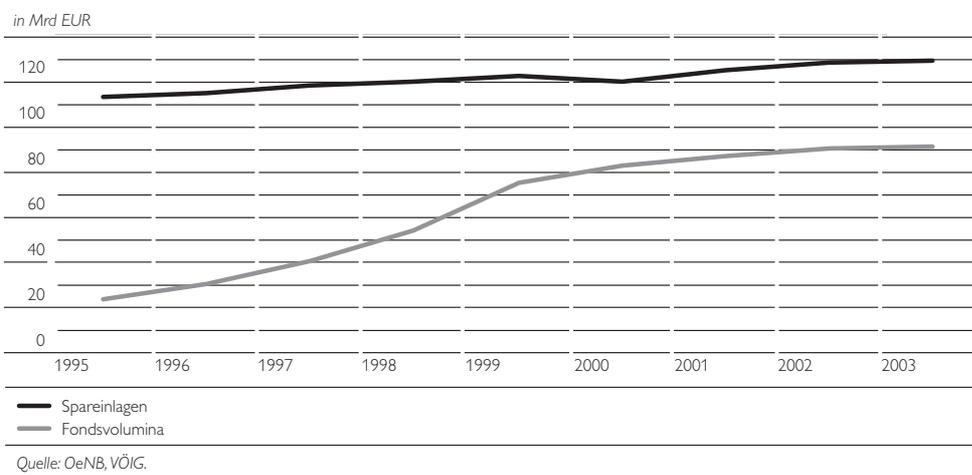
Nach einem schwachen ersten Quartal 2002 (-0,75 Mrd EUR oder -0,4%) erreichte das Einlagenwachstum im Vergleichsquarter 2003 einen Wert von +2,01 Mrd EUR oder +1,0%. Vor allem die Sonderbanken und die Volksbanken wiesen mit +20,5 bzw. +5,1% einen überdurchschnittlichen Anstieg aus, wogegen die Sparkassen sogar einen Rückgang von -0,6% zu verzeichnen hatten.

Die Spareinlagen erfreuten sich in Zeiten eines schwierigen Börsenumfelds trotz anhaltend sinkender Zinsen (2,21% für Spareinlagen über 12 Monate Laufzeit; -0,2 Prozentpunkte im Vergleich zum Dezember 2002) wieder großer Beliebtheit: Sie erhöhten sich seit Dezember 2002 bereits um +1,59 Mrd EUR oder +1,2%, was dem größten Anstieg für das erste Quartal eines Jahres seit Beginn der Neunzigerjahre entsprach. Im entsprechenden Vorquartal 2002 waren sie nur um +0,25 Mrd EUR oder +0,2% gestiegen. Verglichen dazu war das Wachstum des Fondsvolumens¹⁾ der in Österreich tätigen Kapitalanlagegesellschaften im ersten Quartal 2003 mit +0,70 Mrd EUR (+0,7%) um mehr als die Hälfte geringer.

Auch das Volumen der Sichteinlagen erhöhte sich im bisherigen Jahr 2003 mit +1,26 Mrd EUR (+3,0%) deutlich stärker als im Vergleichszeitraum

1 Quelle: Vereinigung Österreichischer Investmentgesellschaften (VÖIG).

Entwicklung der Spareinlagen und Investmentfonds



2002 (+0,75 Mrd EUR oder +1,9%). Die Termineinlagen reduzierten sich dagegen – wenn auch nicht so stark wie im Vorjahr – um –0,84 Mrd EUR oder –3,8%.

Eigene Inlandsemissionen

Die Refinanzierung der österreichischen Kreditinstitute durch eigene Emissionen im Inland im Gegensatz zu den Spareinlagen in den ersten drei Monaten 2003 bereits um –1,98 Mrd EUR oder –3,7%. Im ersten Quartal 2002 war noch ein Wachstum von +1,18 Mrd EUR bzw. +2,2% erzielt worden.

Auslandsgeschäft stark ansteigend

Analog zum Jahr 2002 wurde das Auslandsgeschäft seitens der österreichischen Kreditinstitute auch in den ersten drei Monaten 2003 massiv forciert, vor allem der ausländische Interbankenverkehr. So erhöhten sich die Auslandsforderungen im Jahr 2003 bereits um +13,79 Mrd EUR (+8,9%). Allein die Forderungen an ausländische Kreditinstitute expandierten um +12,81 Mrd EUR oder +17,1%. In den ersten drei Monaten des Jahres 2002 lag der Zuwachs bei +2,84 Mrd EUR (+3,5%). Die Forderungen an ausländische Kunden stiegen dagegen nur um +0,30 Mrd EUR oder +0,6%. Im Jahr 2002 sanken sie allerdings um –0,64 Mrd EUR oder –1,3%.

Aktivseitig wickelten die Kreditinstitute somit 28,9% ihres Geschäftsvolumens mit dem Ausland ab, passivseitig lag der Anteil bei 29,5%.

Eine Gliederung der Forderungen nach Ländern zeigt, dass die in Österreich tätigen Kreditinstitute per 31. Dezember 2002¹⁾ 17,8% ihrer Auslandsforderungen gegenüber Deutschland hielten, gefolgt vom Vereinigten Königreich mit 11,5%, den USA mit 5,5% und Italien mit 5,1%. Polen, das einen Anteil von 4,5% aufwies, lag als erstes EU-Beitrittsland bereits an fünfter Stelle.

Zuwächse wurden vor allem bei den EU-Beitrittsländern – mit Ausnahme der drei baltischen Staaten – verzeichnet. Zwischen dem dritten und vierten

¹ Quelle: BIZ-Regionalstatistik. Neuere Daten lagen bei Redaktionsschluss noch nicht vor.

Quartal 2002 wurde der größte Anstieg bei der Kreditvergabe an Malta mit +0,39 Mrd EUR beobachtet, gefolgt von den Krediten an Ungarn (+0,18 Mrd EUR) und Slowenien (+0,17 Mrd EUR).

Die Verbindlichkeiten der in Österreich tätigen Kreditinstitute gegenüber dem Ausland erhöhten sich im ersten Quartal 2003 zwar nicht so stark wie die entsprechende Gegenposition auf der Aktivseite, verglichen mit dem Vorjahr (−0,17 Mrd EUR oder −0,1%) war das Plus von 6,22 Mrd EUR bzw. 3,7% aber doch recht beachtlich. Auch passivseitig waren die Geschäfte mit ausländischen Kreditinstituten mit +5,65 Mrd EUR oder +8,2% für den Zuwachs hauptverantwortlich.

Derivatgeschäfte steigen weiterhin

Das Volumen der Derivatgeschäfte erhöhte sich seit Dezember 2002 um +625,46 Mrd EUR oder +45,1% gegenüber einem Minus von 36,66 Mrd EUR (3,3%) in der Vergleichsperiode 2002. Wie schon in den Vorperioden resultierte der Zuwachs auch im ersten Quartal 2003 beinahe gänzlich aus den Zinssatzverträgen, die um +599,78 Mrd EUR oder +52,4% anstiegen. Zu Ende März 2003 belief sich das Verhältnis der Derivatgeschäfte zur Bilanzsumme auf 344%.

Eigenmittel sinken

Der Stand der Eigenmittel stagnierte in den ersten drei Monaten 2003 bei 41,52 Mrd EUR, während im entsprechenden Vergleichsquartal 2002 noch ein Zuwachs von +0,96 Mrd EUR (+2,3%) verzeichnet worden war. Auch die (unkonsolidierte) Eigenmittelausstattung in Prozent der Bemessungsgrundlage stagnierte bei einem Wert von 14,1%.

Betriebsergebnis besser als im ersten Quartal 2002

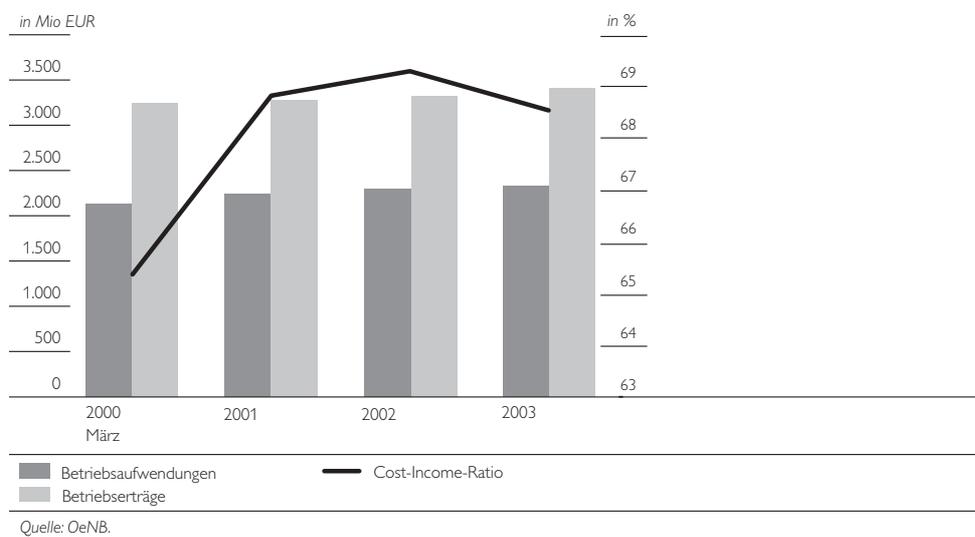
Im ersten Quartal 2003 lag das unkonsolidierte Betriebsergebnis der in Österreich tätigen Kreditinstitute mit 1,07 Mrd EUR um +0,05 Mrd EUR bzw. +4,7% über dem Wert der Vergleichsperiode 2002. Die sektorale Betrachtung zeigt folgendes Bild: Eine Steigerung des Betriebsergebnisses konnte von den Raiffeisenbanken (+8,2%), den Landes-Hypothekenbanken (+8,1%), den Sonderbanken (+1,9%) und den Volksbanken (+0,9%) erzielt werden. Eine Verringerung des Betriebsergebnisses war im Sektor Bausparkassen (−10,5%) zu beobachten. Wie bereits berichtet, ist durch die Fusion der Bank Austria AG und der Creditanstalt ein sektoraler Periodenvergleich von Aktienbanken (−21,3%) und Sparkassen (+29,2%) nur beschränkt aussagekräftig, da die Erträge und Aufwendungen der Creditanstalt vom Aktienbankensektor in den Sparkassensektor gewandert sind. Das Verhältnis Betriebsergebnis zur durchschnittlichen Bilanzsumme belief sich zum Berichtszeitpunkt auf 0,19% und erhöhte sich gegenüber der Vergleichsperiode 2002 geringfügig. Die Relation Betriebsergebnis zur Bemessungsgrundlage gemäß § 22 Abs. 2 BWG¹⁾ betrug

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

im ersten Quartal 2003 0,36% und blieb gegenüber der Vergleichsperiode 2002 nahezu unverändert.

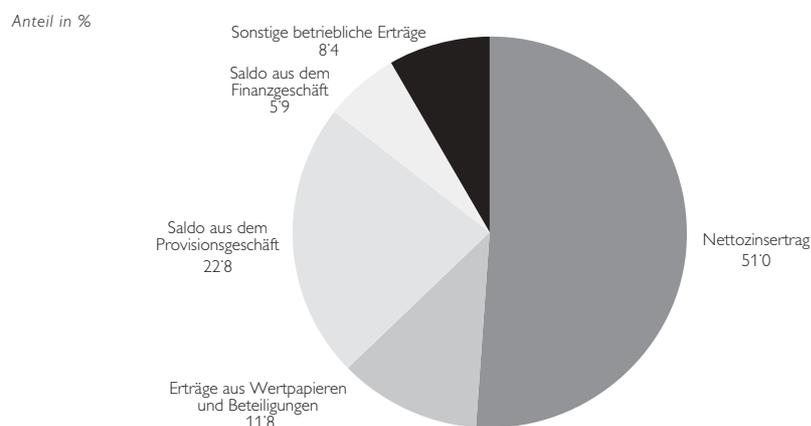
In den ersten drei Monaten des Jahres 2003 meldeten die Kreditinstitute eine Steigerung der Betriebserträge um +0,08 Mrd EUR bzw. +2,3% auf 3,40 Mrd EUR. Die Betriebsaufwendungen stiegen mit +0,03 Mrd EUR bzw. +1,2% auf 2,33 Mrd EUR etwas geringer an. Somit verbesserte sich die Cost-Income-Ratio gegenüber der Vergleichsperiode 2002 um 0,7 Prozentpunkte und betrug zum Berichtszeitpunkt 68,6%.

Cost-Income-Ratio



Sektoral betrachtet erzielten die Sonderbanken (57,2%), die Landes-Hypothekenbanken (59,5%), die Raiffeisenbanken (64,6%) und die Volksbanken (67,9%) eine bessere Cost-Income-Ratio als der Branchendurchschnitt. Die Aktienbanken (69,1%), die Sparkassen (74,2%) und die Bausparkassen (84,2%) lagen bei dieser Kennzahl unter dem Durchschnitt der in Österreich tätigen Kreditinstitute. Im Verhältnis zur durchschnittlichen Bilanzsumme erhöhten

Struktur der Betriebserträge



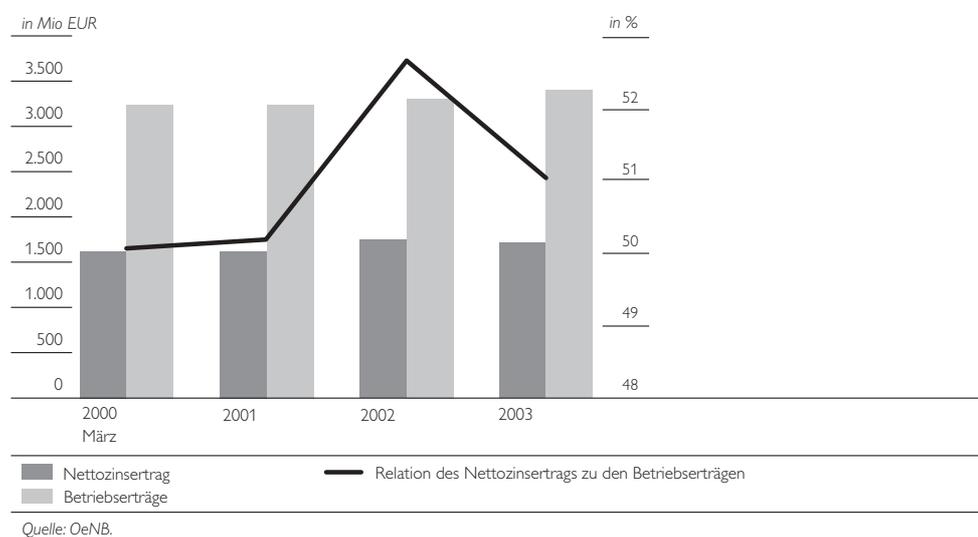
sich die Betriebserträge um +0,02 Prozentpunkte und die Betriebsaufwendungen um +0,01 Prozentpunkt. Die Relation Betriebserträge zur Bemessungsgrundlage gemäß § 22 Abs. 2 BWG belief sich zum Berichtszeitpunkt auf 1,16% und blieb gegenüber dem Vergleichsquartal 2002 unverändert.

Eine Analyse der Struktur der Betriebserträge auf Ebene der einzelnen Sektoren zeigt: Die Relation Nettozinsenertrag zu den gesamten Betriebserträgen betrug bei den Landes-Hypothekenbanken 69,1%, den Bausparkassen 61,5%, den Volksbanken 55,4%, den Raiffeisenbanken 54,0% und den Sparkassen 51,1%. Die Relation Saldo aus dem Provisionsgeschäft zu den gesamten Betriebserträgen betrug bei den Aktienbanken 25,5%, bei den Sparkassen 24,7%, den Sonderbanken 23,6% und den Volksbanken 23,3%.

Nettozinsenertrag leicht rückläufig

Im ersten Quartal 2003 belief sich der Nettozinsenertrag auf 1,74 Mrd EUR und lag mit -0,02 Mrd EUR bzw. -0,9% geringfügig unter dem Wert der Vergleichsperiode 2002. Die Relation Nettozinsenertrag zu den gesamten Betriebserträgen betrug 51,0% und reduzierte sich um -1,6 Prozentpunkte gegenüber dem Vergleichsquartal 2002. Das Verhältnis Nettozinsenertrag zur durchschnittlichen Bilanzsumme betrug 0,30% und blieb gegenüber der Vergleichsperiode 2002 unverändert. Die Zinsen und zinsähnlichen Erträge beliefen sich auf 5,42 Mrd EUR und lagen um -0,50 Mrd EUR bzw. -8,5% unter dem Wert der Vergleichsperiode 2002 (erstes Quartal 2002: 5,92 Mrd EUR; -18,3%). Zugleich verringerten sich die Zinsen und zinsähnlichen Aufwendungen mit -0,49 Mrd EUR bzw. -11,7% auf einen Stand von 3,68 Mrd EUR etwas geringer als die entsprechenden Erträge (erstes Quartal 2002: 4,17 Mrd EUR; -25,6%). Die sektorale Betrachtung zeigt folgendes Bild: Eine Steigerung des Nettozinsenertrags konnte im ersten Quartal 2003 von den Landes-Hypothekenbanken (+7,6%), den Sonderbanken (+3,4%), den Volksbanken (+4,8%), den Bausparkassen (+0,8%) und den Raiffeisenbanken (+0,1%) erzielt werden. Der Anstieg des Nettozinsenertrags von den Sparkassen (+17,9%) und der Rück-

Relation des Nettozinsenertrags zu den Betriebserträgen



gang des Nettozinsetrags bei den Aktienbanken (-30,2%) ist im Hinblick auf die Fusion der BA und der CA zu sehen.

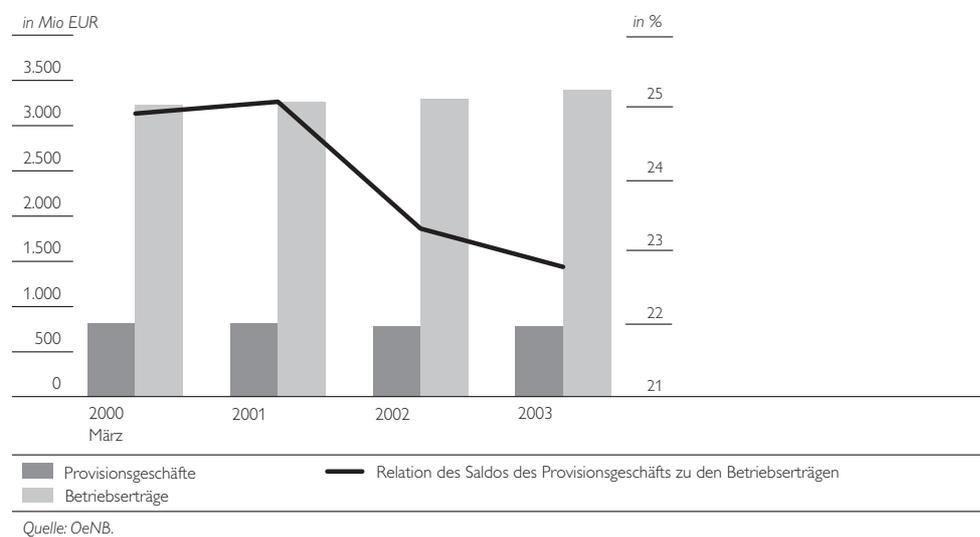
Erträge aus Wertpapieren und Beteiligungen deutlich angestiegen

Im ersten Quartal 2003 betrug der Ertrag aus dem Wertpapier- und Beteiligungsgeschäft 0,40 Mrd EUR und lag mit +0,05 Mrd EUR bzw. +14,5% deutlich über dem Wert der Vergleichsperiode 2002. Dabei erhöhten sich insbesondere die Erträge aus Anteilen an verbundenen Unternehmen (+0,04 Mrd EUR), wobei eine tiefere Analyse zeigt, dass dieser Anstieg auf die Erhöhung der Erträge von ausländischen verbundenen Unternehmen zurückzuführen ist. Weiters konnte bei den Erträgen aus Aktien und Anteilsrechten und nicht festverzinslichen Wertpapieren (+0,01 Mrd EUR) ein Anstieg verzeichnet werden.

Saldo aus dem Provisionsgeschäft nahezu unverändert

Der Saldo aus dem Provisionsgeschäft belief sich auf 0,78 Mrd EUR und blieb mit +0,1% gegenüber der Vergleichsperiode 2002 nahezu unverändert. Allerdings ist die Entwicklung in den einzelnen Segmenten des Provisionsgeschäfts durchaus unterschiedlich ausgefallen: Einerseits konnten im Bereich der Provisionserträge aus dem Zahlungsverkehr (+0,02 Mrd EUR) und dem Kreditgeschäft (+0,01 Mrd EUR) Zunahmen erzielt werden. Andererseits musste im Bereich der Provisionserträge aus dem Wertpapiergeschäft (-0,04 Mrd EUR) ein Rückgang festgestellt werden. Bei den Provisionsaufwendungen konnte im Segment Wertpapiergeschäft (-0,01 Mrd EUR) ein nennenswerter Rückgang beobachtet werden. Die Relation Saldo aus dem Provisionsgeschäft zu den gesamten Betriebserträgen betrug 22,8% und reduzierte sich gegenüber dem ersten Quartal 2002 um -0,5 Prozentpunkte.

Relation des Saldos des Provisionsgeschäfts zu den Betriebserträgen



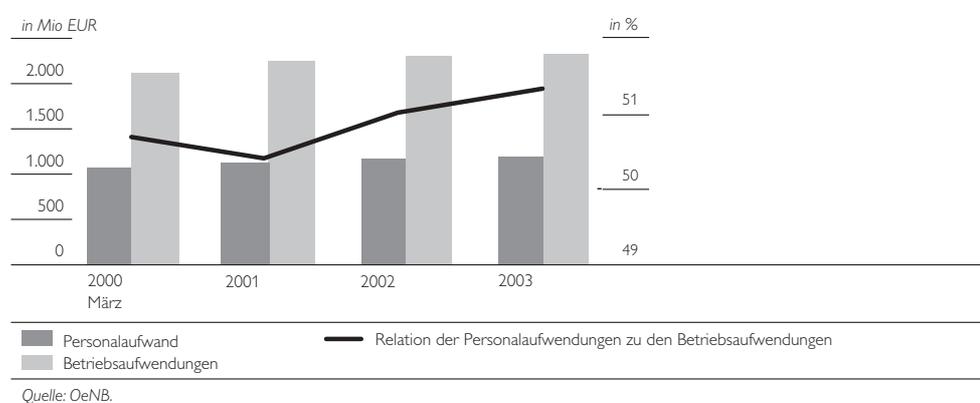
Positiver Saldo aus Finanzgeschäften deutlich angestiegen

Der positive Saldo aus Finanzgeschäften betrug im ersten Quartal 2003 0,20 Mrd EUR. Er konnte gegenüber der Vergleichsperiode 2002 um +0,06 Mrd EUR bzw. +44,7% nach oben korrigiert werden und hat somit die Ertragsentwicklung im Berichtszeitraum deutlich gestützt. Für diese dynamische Entwicklung im Eigenhandel waren alle Ertragssegmente verantwortlich. Sowohl beim Saldo aus Geschäften in Wertpapieren, die nicht wie Finanzanlagen bewertet werden (+0,02 Mrd EUR), als auch beim Saldo aus dem Devisen-, Sorten- und Edelmetallgeschäft (+0,02 Mrd EUR) sowie beim Saldo aus sonstigen Finanzgeschäften (+0,02 Mrd EUR) konnten Anstiege erzielt werden. Der Anteil des Eigenhandels an den gesamten Betriebserträgen belief sich auf 5,9% und konnte somit um +1,7 Prozentpunkte klar gesteigert werden.

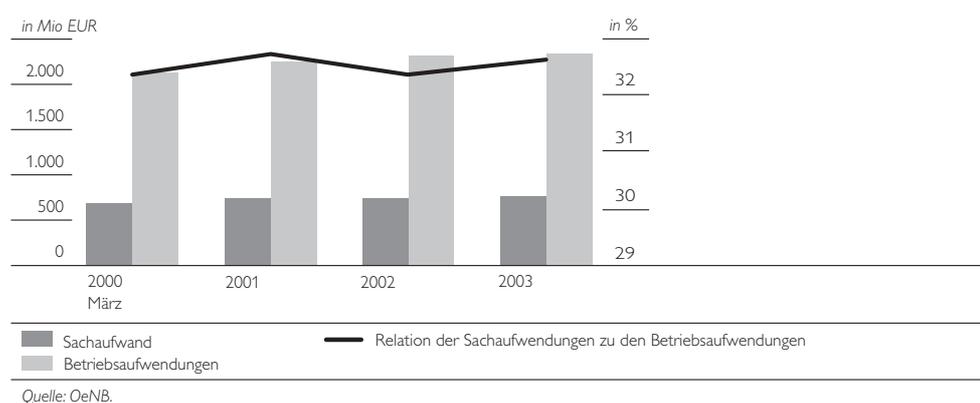
Allgemeine Verwaltungsaufwendungen steigen geringer an

Die allgemeinen Verwaltungsaufwendungen waren mit +0,04 Mrd EUR bzw. +1,9% etwas geringer angestiegen als im Vergleichsquarter 2002 (erstes Quartal 2002: +0,05 Mrd EUR bzw. +2,9%). Dabei erhöhten sich die

Relation der Personalaufwendungen zu den Betriebsaufwendungen



Relation der Sachaufwendungen zu den Betriebsaufwendungen



Personalaufwendungen mit +0,02 Mrd EUR bzw. +1,8% auf einen Stand von 1,20 Mrd EUR. In Relation zu den gesamten Betriebsaufwendungen stiegen die Personalaufwendungen um +0,3 Prozentpunkte auf 51,3% an.

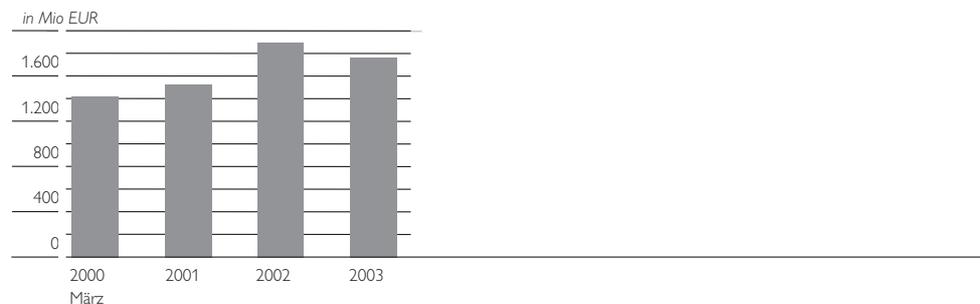
Die sonstigen Verwaltungsaufwendungen (Sachaufwand) stiegen im ersten Quartal 2003 mit +0,02 Mrd EUR bzw. +2,0% auf 0,76 Mrd EUR etwas stärker als in der Vergleichsperiode 2002 (erstes Quartal 2002: +0,01 Mrd EUR bzw. +1,4%). Die Relation Sachaufwendungen zu den gesamten Betriebsaufwendungen betrug 32,6% (Vergleichsperiode 2002: 32,4%).

Vorschauwerte für das gesamte Geschäftsjahr 2003

Für das Geschäftsjahr 2003 rechnen die in Österreich tätigen Kreditinstitute mit einem unkonsolidierten Betriebsergebnis von 3,93 Mrd EUR, das mit -0,28 Mrd EUR bzw. -6,7% unter dem geschätzten Wert der Vergleichsperiode 2002 liegt. Dabei ist zu beachten, dass Vorschauwerte nach dem ersten Quartal nur grobe Anhaltspunkte für die Entwicklung des Jahres 2003 liefern können.¹⁾ Die Genauigkeit der Schätzung nimmt im Jahresverlauf stetig zu.

Der Wertberichtigungsbedarf im Kreditbereich wird mit 1,76 Mrd EUR um -0,13 Mrd EUR bzw. -6,8% sichtbar unter dem Schätzwert des Jahres 2002 angesetzt. Er resultiert überwiegend aus den erwarteten Wertberichtigungen zu Forderungen an Kunden (1,78 Mrd EUR). Zwar werden die erwarteten Wertberichtigungen zu Forderungen an Kunden gegenüber dem Vergleichsquartal 2002 geringer eingeschätzt, allerdings liegen sie immer noch deutlich über dem Niveau der Vergleichs quartale 2001 und 2000.

Wertberichtigungen für Kreditrisiken



Quelle: OeNB.

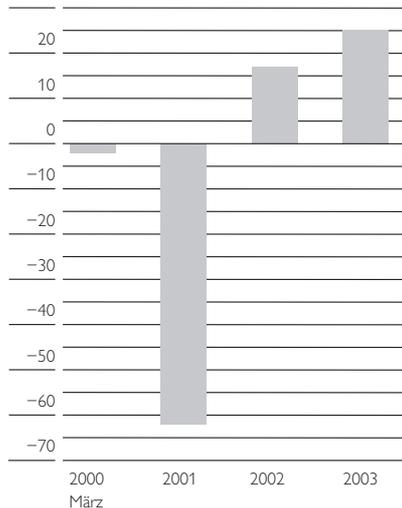
Für das Jahr 2003 wird mit einem aufwandswirksamen Saldo aus Wertberichtigungen auf Wertpapiere und Beteiligungen in Höhe von 0,03 Mrd EUR gerechnet (+0,01 Mrd EUR bzw. +51,6%). Dies ist in erster Linie auf den Rückgang bei den bereits realisierten Veräußerungsgewinnen auf Aktivposten 5 bis 8 der Bilanz (Wertpapiere, Aktien, Beteiligungen und Anteile an verbundenen Unternehmen) zurückzuführen (-0,02 Mrd EUR).

¹ Im Jahr 2002 wurden z. B. zu den einzelnen Berichtsterminen für das Jahresbetriebsergebnis folgende Schätzungen abgegeben: erstes Quartal: 4,21 Mrd EUR; zweites Quartal: 4,00 Mrd EUR; drittes Quartal: 3,95 Mrd EUR; viertes Quartal: 4,18 Mrd EUR. Definitive Jahresabschlusswerte liegen derzeit für das Jahr 2002 noch nicht vor, da diese nach Beendigung der Jahresabschlussprüfung im Zuge des fünften Quartalsberichts an die OeNB übermittelt werden.

Auflösung/Dotation von Wertberichtigungen

auf Wertpapiere und Beteiligungen

in Mio EUR

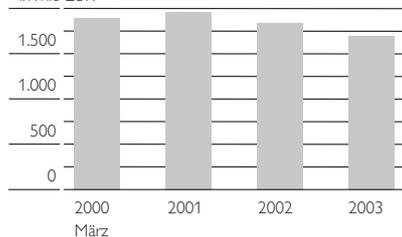


Quelle: OeNB.

Nach Berücksichtigung der Bewertungsmaßnahmen und Risikokosten ergibt sich für das Jahr 2003 ein erwartetes Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit von 2,14 Mrd EUR, das mit -0,16 Mrd EUR bzw. -6,9% schlechter eingeschätzt wird. Für das Jahr 2003 wird ein außerordentlicher Aufwand von 0,06 Mrd EUR erwartet, der somit unter dem Vergleichswert des Jahres 2002 liegt (erstes Quartal 2002: 0,07 Mrd EUR). Die erwarteten Steuern betragen 0,38 Mrd EUR und wären somit gegenüber der Vergleichsperiode 2002 mit -0,02 Mrd EUR bzw. -4,5% geringer. Daraus resultierend rechnen die in Österreich tätigen Kreditinstitute mit einem unkonsolidierten Jahresüberschuss von 1,70 Mrd EUR, der mit -0,14 Mrd EUR bzw. -7,5% unter dem Wert der Vergleichsperiode 2002 (1,84 Mrd EUR) liegt.

Erwarteter Jahresüberschuss

in Mio EUR



Quelle: OeNB.

Zahlungsbilanz im Jahr 2002¹⁾

I Leistungsbilanz

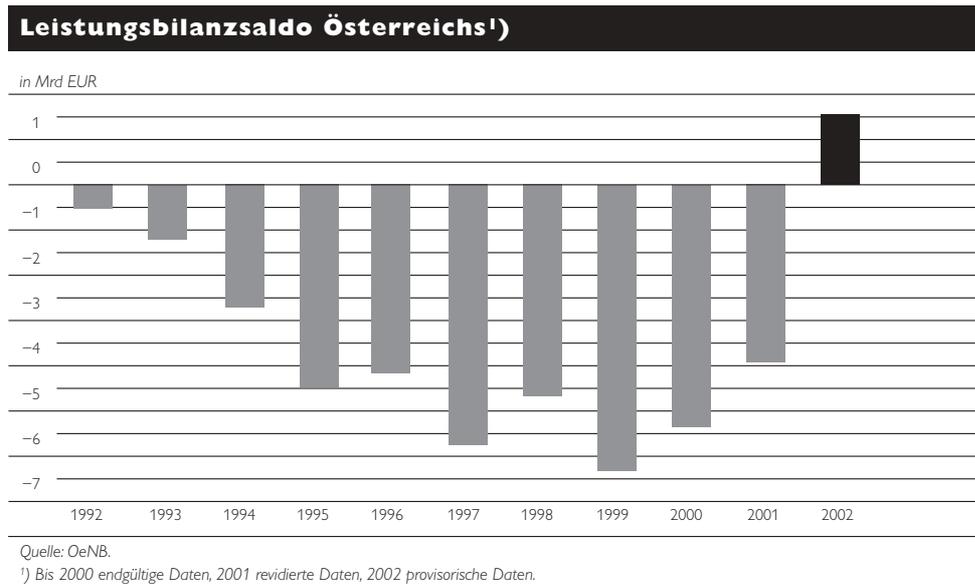
- Erstmals seit zehn Jahren erzielt Österreich einen Leistungsbilanzüberschuss;
- entscheidende Verbesserung der Handelsbilanz durch Exporterfolge bei rückläufigen Importen;
- geringere Einkommensabflüsse tragen zur Aktivierung bei.

Die für das Jahr 2002 erwartete Erholung der Konjunktur blieb in Österreich – wie im gesamten Euroraum – aus. Das österreichische Bruttoinlandsprodukt (BIP) wuchs real um 1,0% und damit wenig stärker als 2001. Neben rückläufigen Bruttoanlageninvestitionen ist vor allem die verhaltene Konsumnachfrage als Grund für dieses Ergebnis zu nennen.

Vor diesem konjunkturellen Hintergrund verzeichnete Österreich im Jahr 2002 erstmals seit 1991 wieder einen Leistungsbilanzüberschuss in Höhe von 1,6 Mrd EUR bzw. 0,7% des BIP. Ausschlaggebend für die Aktivierung der Leistungsbilanz war die markante Verbesserung der Handelsbilanz, aber auch die rückläufigen Nettoabflüsse bei den Vermögenseinkommen haben zu diesem Ergebnis beigetragen (Tabelle 1).

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

Grafik 1

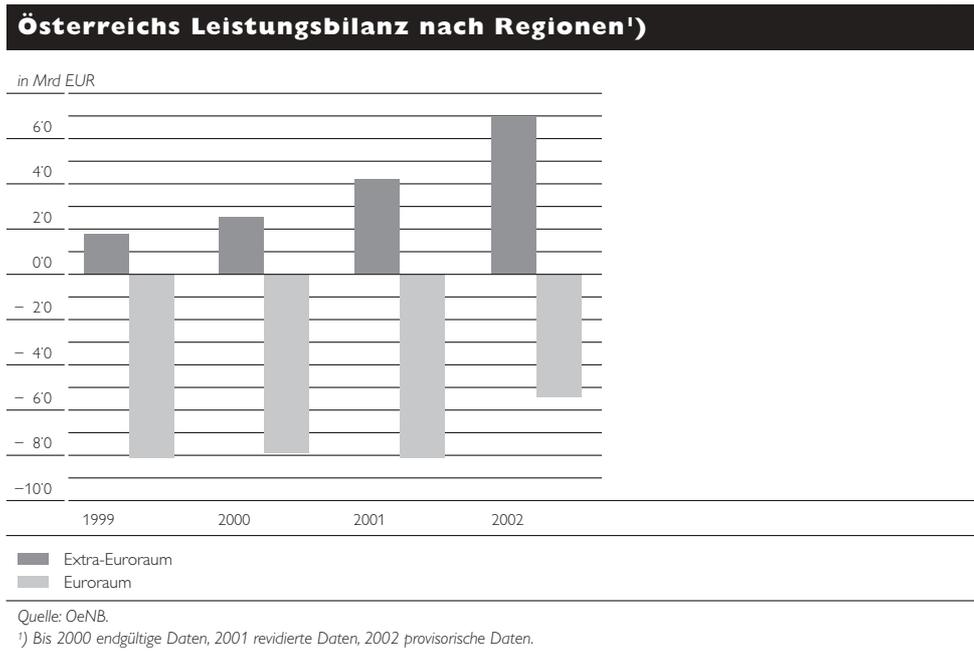


Die Drehung des Leistungsbilanzsaldos in Österreich erfolgte im Gleichklang mit der generellen Entwicklung im Euroraum. Erstmals seit 1999 hat auch die Leistungsbilanz des gesamten Euroraums wieder mit einem Überschuss abgeschlossen, und zwar mit über 60 Mrd EUR bzw. 1% des BIP, wobei auch hier die Handelsbilanz den entscheidenden Beitrag leistete. Insgesamt haben acht von zwölf Mitgliedstaaten ihren Leistungsbilanzsaldo verbessert, allen voran Deutschland. Mit einer Verbesserung um 5,5 Mrd EUR liegt Österreich – absolut betrachtet – an dritter Stelle.

1) *Transaktionsbilanz. Redaktionsschluss: 6. Mai 2003. Die Transaktionsbilanz folgt – anders als die monatliche Cash-Bilanz, die eine erste Schnellinformation darstellt – einem Rechenmodell, das Periodenberichtigungen und andere Adaptierungen beinhaltet. Die in der Cash-Bilanz für das Gesamtjahr 2002 signalisierten Tendenzen werden nunmehr auch durch die Transaktionsbilanz bestätigt.*

Österreichs Leistungsbilanzsaldo hat sich sowohl gegenüber dem Euroraum als auch gegenüber dem Rest der Welt verbessert, doch war der Leistungsbilanzsaldo mit den Ländern des Euroraums mit –5,4 Mrd EUR nach wie vor deutlich negativ (2001: –8,1 Mrd EUR), während der Überschuss gegenüber den Ländern außerhalb des Euroraums auf +7 Mrd EUR angewachsen ist (2001: +4,2 Mrd EUR).

Grafik 2



1.1 Güter und Dienstleistungen

Das Aktivum der österreichischen Güter- und Dienstleistungsbilanz wuchs im Jahr 2002 gegenüber 2001 von 0,7 auf 5,5 Mrd EUR an. Während der positive Saldo der Dienstleistungsbilanz annähernd auf dem Niveau des Jahres 2001 stagnierte, verbesserte sich die Güterbilanz um 4,9 Mrd EUR.

1.1.1 Güter

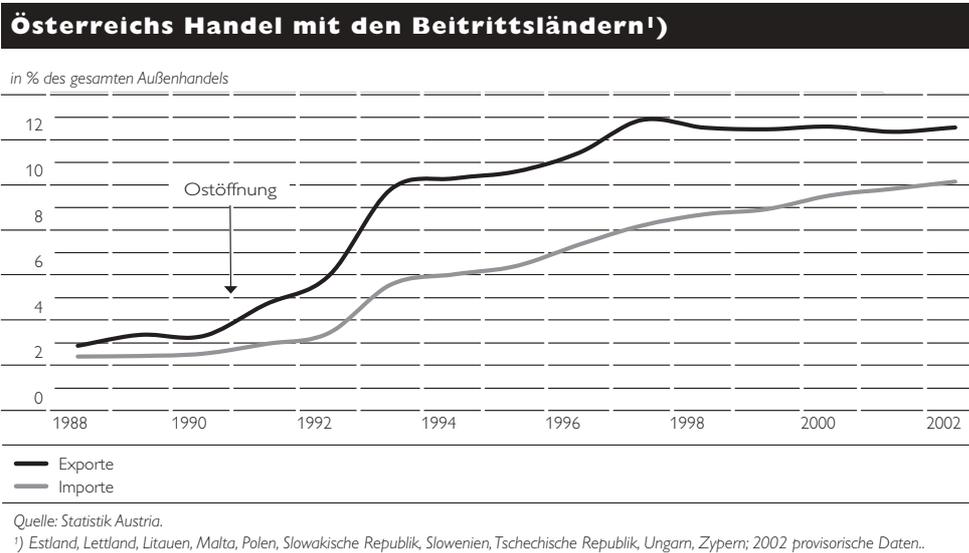
Die markante Verbesserung der Handelsbilanz war für das Leistungsbilanzergebnis 2002 entscheidend. Erstmals seit Bestehen der Zweiten Republik weist die Handelsbilanz einen Überschuss auf. Die österreichischen Exporte wuchsen im Berichtsjahr um 4,1%, während die Importe angesichts des schwachen Inlandskonsums und rückläufiger Ausrüstungsinvestitionen wertmäßig um 2,2% zurückgingen. Die Entwicklung folgt hier dem Euroraum, wo die Exporte um 2,4% stiegen und die Importe um 3,4% abnahmen. Gegenüber ihren Mitbewerbern aus dem Euroraum konnte die österreichische Exportwirtschaft Marktanteilsgewinne erzielen.

Die österreichischen Exporterfolge konzentrierten sich auf medizinische und pharmazeutische Erzeugnisse, Gas und elektrischen Strom, auf den Export von Transportmitteln und Büromaschinen sowie von Holz- und Papierprodukten. Die österreichische Exportquote erreichte 36% (2001: 35%).

Die krisenhafte Entwicklung im Nahen Osten hat die Handelsbilanz nur wenig beeinflusst. Im Vergleich zu den Siebziger- und Achtzigerjahren spielen die Energieimporte heute eine wesentlich geringere Rolle. Im Jahr 2002 sind zwar die Energieimporte leicht gestiegen, die Energieaufwendungen beliefen sich jedoch nur auf 5,5 Mrd EUR. Betrachtet man den wichtigsten Einzelposten, den Erdölimport, so zeigt sich, dass trotz gestiegener Mengen bei geringfügig niedrigeren Durchschnittspreisen vor allem der Wechselkurs des US-Dollar zu einer Reduktion der Kosten für die Erdölimporte geführt hat.

Unter regionalen Gesichtspunkten war der Euroraum – insbesondere Deutschland – der wichtigste Absatzmarkt Österreichs (Tabelle 2). Wegen seiner überdurchschnittlichen Dynamik und der räumlichen Nähe verdient aber der Bereich der Beitrittsländer¹⁾ besondere Beachtung.

Grafik 3



Die wachsende Bedeutung dieser Länder als Absatzmarkt österreichischer Produkte lässt sich am Anteil dieser Exporte an den Gesamtexporten gut ablesen. Er stieg von 4% zur Zeit der Ostöffnung auf zuletzt 12%. Auch im Jahr 2002 war das Wachstum der Exporte in diese Region mit 5,7% deutlich höher als etwa jenes der Exporte in die EU mit 3,1%. Dabei verlief die Entwicklung im Jahr 2002 in den einzelnen Beitrittsländern durchaus unterschiedlich. Während die Ausfuhren nach Ungarn stagnierten, boomten die Exporte in die baltischen Länder. Gegenüber der Tschechischen Republik hat sich die Dynamik der Handelsbeziehungen zwar abgeschwächt, dennoch bewegte sich die Wachstumsrate des Exports im Durchschnittsbereich.

Auch außerhalb Europas entwickelten sich die Exportmärkte dynamisch: Die Wachstumsrate der Exporte nach China betrug im Jahr 2002 38% – in absoluten Werten überschritten die Exporte nach China in der Berichtsperiode

¹⁾ Zu den Beitrittsländern gehören: Estland, Lettland, Litauen, Malta, Polen, die Slowakische Republik, Slowenien, die Tschechische Republik, Ungarn, Zypern.

Handelspartner Österreichs

Rang		Anteil am Gesamtexport in %	Rang		Anteil am Gesamtimport in %
1	Deutschland	32,0	1	Deutschland	40,3
2	Italien	8,5	2	Italien	7,1
3	Schweiz	5,3	3	USA	4,8
4	USA	5,2	4	Frankreich	3,9
5	Vereinigtes Königreich	4,7	5	Ungarn	3,3
6	Frankreich	4,4	6	Schweiz	3,3
7	Ungarn	4,3	7	Niederlande	3,3
8	Spanien	3,0	8	Tschechische Republik	2,9
9	Tschechische Republik	2,9	9	Vereinigtes Königreich	2,7
10	Niederlande	2,3	10	Japan	2,1
14	China	1,5	12	China	1,8
18	Japan	1,2			

Quelle: Statistik Austria.

erstmals die 1-Milliarden-Euro-Grenze (1,2 Mrd EUR). Damit ist China noch vor Japan das Hauptexportland Österreichs im asiatischen Raum.

1.1.2 Dienstleistungen**1.1.2.1 Reiseverkehr**

Nach den tragischen Ereignissen vom 11. September 2001 hatten die Tourismusexperten weltweit mit einem schwachen Ergebnis für 2002 gerechnet. Erste Ergebnisse für 2002 der Welttourismusorganisation weisen jedoch ein überraschend starkes Wachstum von 3,1% bei der Zahl internationaler Touristenankünfte aus. Auch Österreich konnte mit +2,3% eine deutliche Zunahme bei den Ausländerankünften verzeichnen.

Die Zahl der *Ausländernächtigungen* ist in Österreich im Kalenderjahr 2002 zum fünften Mal in Folge auf nunmehr 85,8 Millionen gestiegen (+2,1 Mio Nächtigungen bzw. +2,5%). Auffallend dabei ist, dass nicht nur die Nächtigungszahlen in der Wintersaison zugenommen haben. Nach einem Jahrzehnt, in dem es fast nur deutliche Rückgänge gegeben hatte, war auch in der Sommersaison 2002 ein deutliches Nächtigungsplus zu verzeichnen. Österreichs Ruf als sicheres Reiseland und seine geographische Nähe zu den wichtigsten Quellmärkten dürften sich im Jahr 2002 vorteilhaft ausgewirkt haben. Als Indiz ist hier zu werten, dass laut den Zahlungsbilanzergebnissen der Deutschen Bundesbank Österreich als Zielland deutscher Touristen seit Mitte 2001 wieder Marktanteile gewonnen hat – vorwiegend zu Lasten der Überseedestinationen. Trotzdem gilt nach wie vor, dass der Sommertourismus 30% von den bisherigen Maximalwerten entfernt ist, während der Inländertourismus und der internationale Wintertourismus sich in der Nähe der historischen Höchstwerte bewegen.

Im Einklang mit den Nächtigungszahlen entwickelten sich die Deviseneinnahmen aus dem Reiseverkehr (einschließlich „Internationaler Personentransport“). Sie stiegen im abgelaufenen Kalenderjahr um 650 Mio EUR oder 4,8% und erreichten rund 14,0 Mrd EUR (Tabelle 3). Die Einnahmen pro Nächtigung sind – bei einer 2,4-prozentigen touristischen Exportpreissteigerung – nur um 2,3% auf 164 EUR pro Nächtigung gestiegen. Obwohl der Trend zu höherwertigen Unterkünften mit einem Wachstum der Nächtigungen

in Vier- und Fünfsterhotels um 3,3% weiter anhielt, kommt darin vermutlich die ungünstige Konjunkturlage in den meisten Herkunftsländern zum Ausdruck.

Die Folgen des 11. September 2001 schlagen sich weiterhin in der Statistik der Herkunftsländer nieder (Tabelle 4). Deutliche Rückgänge gab es bei den Gästen aus Fernmärkten, vor allem den USA, daneben aber auch Japan, Taiwan, dem Nahen Osten, Australien und Südafrika. Die Zuwächse konzentrieren sich wie schon im Jahr 2001 auf Gäste aus Deutschland, den Niederlanden, dem Vereinigten Königreich, der Schweiz und Italien, also auf die traditionellen Nahmärkte. Dynamisch entwickelten sich auch weiterhin die Nächtigungen von Gästen aus Mittel- und Osteuropa: Im Zehnjahresvergleich handelt es sich dabei um den wichtigsten, dynamisch wachsenden Herkunftsmarkt. Touristen aus Ungarn, Polen, der Tschechischen Republik und der Slowakischen Republik kamen 2002 auf insgesamt 2,65 Mio Nächtigungen, das ist deutlich mehr als etwa bei Amerikanern oder Franzosen und entspricht der Bedeutung italienischer Gäste. Die österreichische Tourismuswirtschaft wird von einem steigenden Wohlstand in den Beitrittsländern vermutlich erheblich profitieren können.

Die österreichischen Reiseverkehrsausgaben (im weiteren Sinn) sind im Jahr 2002 geringfügig auf 10,8 Mrd EUR gesunken. Davon entfielen 9,9 Mrd EUR auf den Reiseverkehr im engeren Sinn und 0,9 Mrd EUR auf den Personentransport. Als Folge der beschriebenen Entwicklung von Deviseneinnahmen und -ausgaben verbesserte sich der Überschuss der Reiseverkehrsbilanz um 800 Mio EUR auf 3,2 Mrd EUR.

Die Resultate einer Umfrage, die im Auftrag der OeNB und der Statistik Austria bei 12.000 Haushalten durchgeführt wurde, zeigten nur mäßige Veränderungen in der Ausgabenstruktur der Österreicher. Die Ausgaben im Zusammenhang mit Geschäftsreisen haben zu Gunsten der Privatreisen etwas an Bedeutung verloren. Die Einkaufsausgaben im Zuge von Auslandsreisen sind im Jahr 2002 leicht überproportional gewachsen.

Sehr deutlich zeigt sich in der Befragung die sinkende Attraktivität von Zielen in Übersee. Beliebtestes ausländisches Urlaubsland blieb – trotz eines Rückgangs um 200 Mio – Italien mit Ausgaben von 1,9 Mrd EUR oder 18% der Gesamtausgaben. Hinter Deutschland (13%), in dem beinahe die Hälfte der Ausgaben auf Geschäftsreisen zurückzuführen ist, folgen mit Griechenland (9%) und Spanien (6%) weitere Mittelmeerdestinationen in der Rangliste österreichischer Urlaubsziele. Die Anteile für Einkaufsausgaben sind in allen Nachbarländern überdurchschnittlich, am höchsten sind sie in der Tschechischen Republik und in Ungarn. Hohe Geschäftsreiseanteile finden sich – neben Deutschland – vor allem in der Schweiz und Osteuropa.

Erhebung der Reiseverkehrsbilanz

Durch die Einführung des Euro als Bargeld entfiel für alle Länder des Euroraums seit dem 1. Jänner 2002 die Notwendigkeit des Valutentausches. Diese Erleichterung für die Bürger Europas stellt jedoch eine Erschwernis für die Erstellung der Zahlungsbilanzstatistik dar, waren doch Umwechslungen von bzw. in Fremdwährung eine wesentliche Quelle für die Reiseverkehrsbilanz. Die OeNB erhebt zwar weiterhin die Valutenumwechslungen des Nicht-Euroraums sowie alle unbaren Zahlungsströme (Kreditkarten, Bankomatbehebungen, Überweisungen), die Barzahlungen aus dem Euroraum können jedoch nicht mehr in geeigneter Weise statistisch erfasst werden. Daher müssen für die Reiseverkehrsbilanz neue Quellen herangezogen werden: Erhebungen an der Grenze, wie sie z. B. im Vereinigten Königreich, in Italien oder Finnland durchgeführt werden, kamen für Österreich als Mitglied des Schengener Abkommens mit seiner Vielzahl an Straengrenzen nicht in Frage. Neue Quelle für die Reiseverkehrsausgaben ist daher die Haushaltsbefragung eines Marktforschungsinstituts, die die Reiseverkehrsausgaben der Österreicher im Ausland zum Gegenstand hat. Die Verwendung der neuen Quelle führt zu keiner Veränderung des Niveaus der Reiseverkehrsausgaben; was sich jedoch signifikant geändert hat, ist die Verteilung der Reiseverkehrsausgaben über das Jahr. Während die (früher verwendeten) Zahlungsströme eher gleichmäßig über das Jahr verteilt waren (Vorauszahlungen an Reisebüros; nachträgliche Abrechnung von Kreditkarten), zielt die neue Befragung auf den Zeitpunkt der Reise ab. Das Resultat ist eine wesentlich stärkere Konzentration der Ausgaben auf die Monate Juli und August. Für die Reiseverkehrseinnahmen werden weiterhin Zahlungsströme verwendet, die durch eine Schätzung für die Untererfassung der Einnahmen von Touristen aus dem Euroraum ergänzt werden.

1.1.2.2 Andere Dienstleistungen

Neben dem Reiseverkehr verzeichnete vor allem der Bereich der Transportdienstleistungen nennenswerte Zuwächse. Das Aktivum des Jahres 2001 in Höhle von 1,7 Mrd EUR konnte im Jahr 2002 auf 2,3 Mrd EUR gesteigert werden.

1.2 Einkommen

Das Bruttoeinkommen Österreichs aus dem Ausland erreichte im Jahr 2002 mit 13,9 Mrd EUR den höchsten Wert seit zehn Jahren. Davon entfielen 12,9 Mrd EUR bzw. 92% auf Vermögenseinkommen, die verbleibende Milliarde wurde aus Erwerbseinkommen lukriert.

Die Bruttoeinkommensstrome an das Ausland in Höhle von 16,2 Mrd EUR waren hingegen um 900 Mio EUR geringer als 2001, wobei ebenfalls das Vermögenseinkommen mit 97% dominierte.

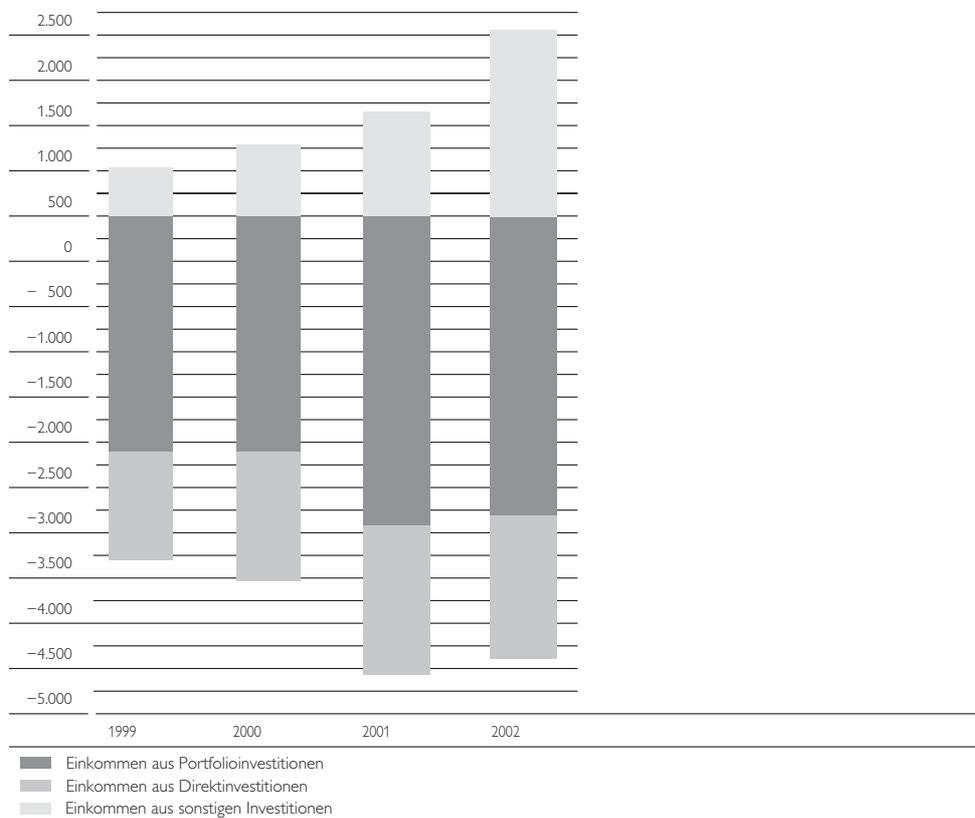
Der daraus resultierende Nettoabfluss ins Ausland in Höhle von 2,3 Mrd EUR hat sich gegenüber 2001 um 1,1 Mrd EUR verringert. Mit dem Abbau des Handelsbilanzdefizits ist die Einkommensbilanz – trotz der eingetretenen Verbesserung – zum größten Minusposten in der österreichischen Leistungsbilanz geworden. Heute übertreffen die Einkommensstrome in ihrer quantitativen Bedeutung bereits den Reiseverkehr.

Während die Einkommen aus Direktinvestitionen und Portfolioinvestitionen ein gegenüber dem Jahr 2001 kaum verändertes Defizit aufweisen, haben die Einkünfte aus der Position „Sonstiges“ (Kredite, Bankeinlagen, Wahrungsrreserven) durch wachsende Überschüsse merklich zum Abbau des Leistungsbilanzdefizits beigetragen.

Grafik 4

Komponenten des Vermögenseinkommens Österreichs¹⁾

Saldo in Mio EUR



Quelle: OeNB.

¹⁾ 1999 bis 2000 endgültige Daten, 2001 revidierte Daten, 2002 provisorische Daten.

Die Bilanz der Einkommen aus Direktinvestitionen wies – wie im Vorjahr – ein Defizit in Höhe von 1,6 Mrd EUR auf. Die seit dem Jahr 2000 zu beobachtenden hohen Gewinnausschüttungen von Direktinvestitionsunternehmen halten an: Der Strom ausgezahlter Gewinne nach Österreich lag bei über 1,0 Mrd EUR, der Gewinnabfluss erreichte 1,8 Mrd EUR. Auf Basis der vorliegenden Ertragsschätzungen belaufen sich die Reinvestitionen auf der Aktivseite – also die im Ausland belassenen Gewinne – auf 1,0 Mrd EUR, auf der Passivseite erreichen sie 1,8 Mrd EUR. Damit ergibt sich für aktive wie passive Direktinvestitionen eine Ausschüttungsquote von 50%.

Angesichts der regionalen Verteilung der Bestände an aktiven und passiven Direktinvestitionen – aktive Direktinvestitionen konzentrieren sich auf Mittel- und Osteuropa und dabei wieder besonders auf die Beitrittsländer, passive Direktinvestitionen stammen vorwiegend aus Deutschland bzw. der übrigen EU – ergibt sich auch bei den Einkommensströmen eine ausgeprägte und relativ stabile regionale Struktur. Etwa 40% aller Gewinnüberweisungen österreichischer Direktinvestitionsunternehmen flossen im vergangenen Jahrzehnt nach Deutschland, knapp 20% in die Niederlande und jeweils weniger als 10% in das Vereinigte Königreich und in die Schweiz.

Deutschland ist gleichzeitig auch die bedeutendste Quelle für österreichische Gewinnüberweisungen aus Direktinvestitionen (30%), in der Zwischenzeit gewinnen aber auch die Länder Zentral- und Osteuropas zunehmend an Bedeutung. Die Phase der Anlaufverluste ist in vielen Fällen abgeschlossen und während die Dividendenzahlungen aus der EU im Jahr 2002 um 40% gefallen sind (auf 320 Mio EUR) haben sich die Gewinnüberweisungen aus Mittel- und Osteuropa verdreifacht (auf 230 Mio EUR).

Betrachtet man den Saldo aus Zu- und Abflüssen von Dividenden und sonstigen ausgeschütteten Gewinnen, so zeigt sich gegenüber der EU durchgehend ein Defizit (von zuletzt 1,2 Mrd EUR), während aus dem Bereich der Beitrittsländer ein steter Gewinnzustrom erfolgt (zuletzt 230 Mio EUR).

Beim Defizit aus Direktinvestitionerträgen handelt es sich um eine stabile, strukturelle Komponente der österreichischen Leistungsbilanz. Die Ertragsbilanz ist zumindest seit dem Jahr 1979 durchgehend negativ, seit 2000 liegt dieses Defizit bei knapp 1,5 Mrd EUR jährlich. Dies hat vor allem damit zu tun, dass Österreich erst in den Neunzigerjahren begonnen hat, Tochterunternehmen im Ausland zu gründen bzw. ausländische Unternehmen zu übernehmen. Dazu kommt, dass österreichische Direktinvestitionen im Ausland im Durchschnitt ertragsschwächer sind als ausländische Direktinvestitionen in Österreich. Im Jahr 2000 betrug die „mittlere Eigenkapitalrentabilität“ (Median) der aktiven Direktinvestitionen 5,0%, jene der passiven Direktinvestitionen jedoch 6,8%. Eine wesentliche Ursache dafür liegt im geringeren Durchschnittsalter österreichischer Auslandsengagements, da Investitionen in der Anfangsphase oft mit Verlusten verbunden sind.

Der Saldo der *Erträge aus Wertpapierveranlagungen* in Höhe von –3,3 Mrd EUR hat sich nach Jahren wachsender Defizite im Jahr 2002 im Vergleich zu 2001 kaum verändert. Dieser erfreulichen, möglicherweise auch überraschenden Entwicklung liegen zwei Ursachen zu Grunde: Zum einen ist das Nominalzinsniveau weiter gesunken, wodurch sich der Zinsaufwand österreichischer Schuldner deutlich verringerte. Vor allem aber sind die Forderungsbestände österreichischer Gläubiger im Jahr 2002 deutlich stärker gewachsen als die entsprechenden Verbindlichkeiten. Die Trendwende hatte bereits zu Jahresbeginn eingesetzt, sodass sich die Ertragseffekte auf Grund der periodengerechten Verbuchung in der Transaktionsbilanz ebenfalls bereits im Jahr 2002 bemerkbar machten.

Das Einkommen österreichischer Anleger aus ausländischen Wertpapieren konnte im Berichtsjahr um 710 Mio EUR auf 5,6 Mrd EUR gesteigert werden. Umgekehrt stagnierte das Einkommen ausländischer Investoren aus österreichischen Anlagen mit 8,9 Mrd EUR annähernd auf dem Niveau des Jahres 2001.

Die mit Abstand wichtigste Komponente der Portfolioerträge sind festverzinsliche Veranlagungen, die im Jahr 2002 aktivseitig ein Volumen von 5,2 Mrd EUR und passivseitig 8,6 Mrd EUR erreichten. Den Erträgen aus Anteilspapieren kommt sowohl einnahmen- als auch ausgabenseitig eine vergleichsweise geringe Bedeutung zu.

Wie die gesamte Außenwirtschaft Österreichs konzentrieren sich auch die Wertpapiererträge auf die EU und insbesondere Deutschland. Deutschland steht bei den erhaltenen Erträgen mit beinahe 30% an erster Stelle; der in

den vergangenen Jahren hohe Kapitalbedarf und die hohe Attraktivität des US-Kapitalmarktes kommen mit einem Anteil von 11% zum Ausdruck. Aus den Beitrittsländern konnten immerhin 4% der Gesamterträge lukriert werden.

Die zu zahlenden Zinsen (und Gewinne) gehen zu 55% in den Euroraum. Besonders hohe Anteile entfallen auf prominente Finanzplätze, etwa das Vereinigte Königreich (24%) und die Schweiz (12%), während die USA weit weniger wichtig und die Beitrittsländer praktisch bedeutungslos sind.

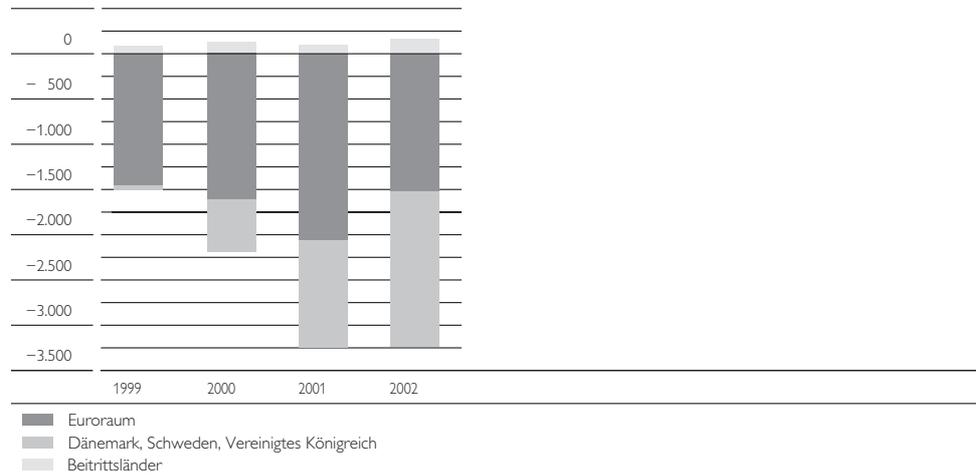
Die Übersicht nach Ländergruppen zeigt Einkommensabflüsse (3,2 Mrd EUR) in EU-Länder (Österreich hat gegenüber der EU Nettoverpflichtungen) und Einkommenszuflüsse aus Beitrittsländern (160 Mio EUR).

Grafik 5

Nettovermögenseinkommen aus Portfolioinvestitionen

ausgewählter Ländergruppen¹⁾

in Mio EUR



Quelle: OeNB.

¹⁾ 1999 bis 2000 endgültige Daten, 2001 revidierte Daten, 2002 provisorische Daten.

Der Einkommensüberschuss Österreichs aus der Position „Sonstiges“ – grenzüberschreitende Kredite, Einlagen und Währungsreserven – hat sich im Jahr 2002 annähernd verdoppelt und betrug etwas mehr als 2 Mrd EUR. Bereits seit 1999 zeigt diese Einkommenskomponente einen positiven Trend. Gegenüber dem Jahr 2001 verzeichneten die Ausgaben aus österreichischer Sicht wesentlich höhere Rückgänge als die Einnahmen (Tabelle 5).

Die für Österreich positive Entwicklung der Einkommen aus Krediten und Einlagen war wesentlich durch das Ergebnis der Geschäftsbanken bedingt, deren grenzüberschreitender Nettoeinkommensüberschuss bereits im Jahr 2001 gestiegen war und sich im Jahr 2002 verdreifachte. Dabei war der Überschuss der Erträge aus Krediten nach dem Spitzenwert im Jahr 2001 rückläufig, und das Defizit aus Einlagen reduzierte sich signifikant. Auf Grund der Bedeutung von Einlagen in US-Dollar bei österreichischen Banken bewirkte der Zinsrückgang in den USA zusammen mit einer Verringerung der Verpflichtungsbstände ein Sinken der Zinsaufwendungen.

Regional betrachtet war Österreich im Jahr 2002 sowohl gegenüber dem Euroraum als auch gegenüber den zehn Beitrittsländern Nettoempfänger von „Einkommen aus Sonstigem“.

1.3 Laufende Transfers

Der negative Saldo der laufenden Transfers betrug in der Berichtsperiode 1,7 Mrd EUR, was einer Erhöhung um 340 Mio EUR entspricht. Ausschlaggebend für die Zunahme der Kapitalabflüsse waren in erster Linie Transaktionen des privaten Sektors. Die laufenden Transfers des öffentlichen Sektors wurden von den Transaktionen mit der EU dominiert. Im Jahr 2002 beliefen sich die Beiträge Österreichs an die EU auf 2,1 Mrd EUR, die Rückflüsse auf 1,6 Mrd EUR, woraus eine Nettzahlung von 420 Mio EUR resultierte.

2 Vermögensübertragungen

Der negative Saldo der Teilbilanz Vermögensübertragungen war im Jahr 2002 mit 560 Mio EUR etwas geringer als im Jahr davor (600 Mio EUR).

Die unentgeltlichen Vermögensübertragungen des öffentlichen Sektors ergaben einen Nettokapitalabfluss von rund 170 Mio EUR, wobei sich der Kapitalrückfluss aus der EU für Infrastrukturmaßnahmen von 60 auf 15 Mio EUR reduzierte.

Die unentgeltlichen Vermögensübertragungen des privaten Sektors bestehen im Wesentlichen aus Kapitalzuflüssen auf Grund von Einwanderung (410 Mio EUR) und aus Abflüssen auf Grund von Forderungsverzichten (760 Mio EUR).

Die entgeltlichen Vermögensübertragungen spielen in der österreichischen Zahlungsbilanzstatistik volumenmäßig eine unbedeutende Rolle.

3 Kapitalbilanz

- Erstmals seit zehn Jahren ist Österreich wieder Nettokapitalexporteur, netto 5,7 Mrd EUR im Ausland veranlagt;
- österreichische Direktinvestitionen im Ausland nahe an historischem Höchstwert, ausländische Direktinvestitionen in Österreich brechen hingegen ein;
- österreichische Anleger erwerben im Jahr 2002 doppelt so viele ausländische Wertpapiere wie 2001.

Hauptcharakteristikum der Finanzmärkte im Jahr 2002 war die besonders hohe Unsicherheit: Seit dem Einbruch der Börsen Mitte 2000 haben Ereignisse wie der 11. September 2001, aber auch die Bilanzskandale – vor allem in den USA – zu einer erheblichen Verunsicherung der Anleger beigetragen. Private Anleger, Fonds, aber auch Banken und Versicherungen hatten mit enormen Abwertungen ihres Aktienvermögens zu kämpfen. Sichere Anlageformen wie Schuldverschreibungen traten wieder verstärkt in den Vordergrund.

Der Saldo der österreichischen Kapitalbilanz drehte von einem Kapitalzufluss im Jahr 2001 in Höhe von 4,4 Mrd EUR in einen Kapitalexport von 5,7 Mrd EUR im Jahr 2002. Dieses Ergebnis resultierte einerseits aus Nettoabflüssen in den Bereichen Direktinvestitionen und Wertpapierinvestitionen sowie aus Nettozuflüssen im Bereich „Sonstige Investitionen“ (Tabelle 6).

Österreichische Direktinvestoren veranlagten im Jahr 2002 mit netto 5,7 Mrd EUR um 1,8 Mrd EUR mehr als im Vergleichszeitraum 2001. Eingebrochen sind hingegen die Direktinvestitionen des Auslands in Österreich: Das investierte Volumen in Höhe von 1,8 Mrd EUR entspricht 26% des Vergleichswerts (2001: 6,8 Mrd EUR).

Dynamisch entwickelten sich die grenzüberschreitenden Wertpapierinvestitionen des Inlands: Österreichische Investoren erwarben mit 25,6 Mrd EUR doppelt so viele Wertpapiere wie im Jahr 2001. Der Absatz inländischer Wertpapiere an das Ausland überschritt hingegen mit 20,0 Mrd EUR das Niveau des Jahres 2001 nur wenig (18,7 Mrd EUR). Langfristige festverzinsliche Wertpapiere dominierten weiterhin sowohl einnahmen- als auch ausgabenseitige Transaktionen.

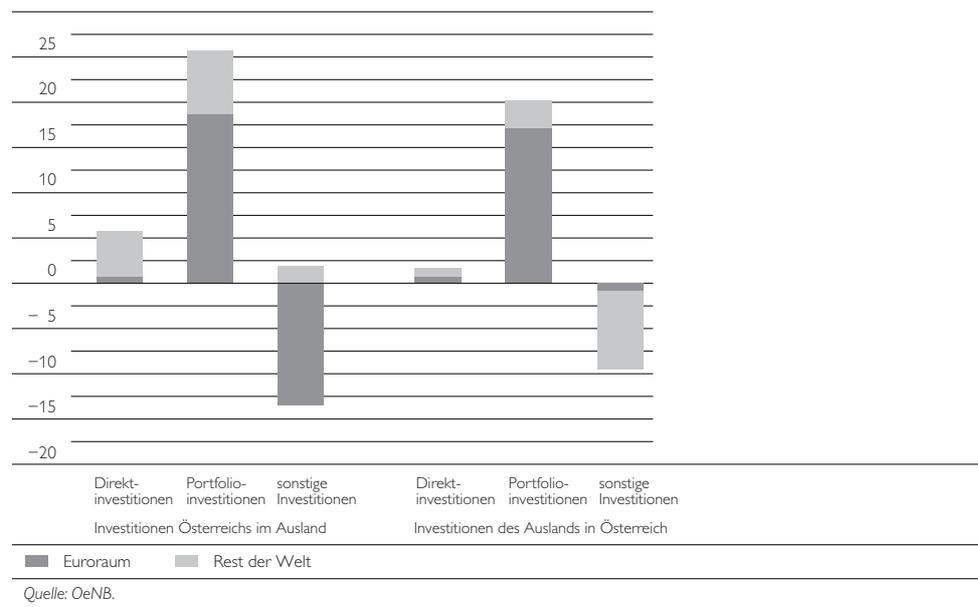
Die Teilbilanz „Sonstige Investitionen“ war im Jahr 2002 durch eine Drehung des Saldos von einem Kapitalexport in Höhe von 6,6 Mrd EUR in einen Kapitalimport in Höhe von 2,2 Mrd EUR gekennzeichnet. Diese Entwicklung war hauptsächlich auf den kurzfristigen Kapitalverkehr des Bankensystems – vor allem das Einlagen- und Kreditgeschäft – zurückzuführen.

Grafik 6

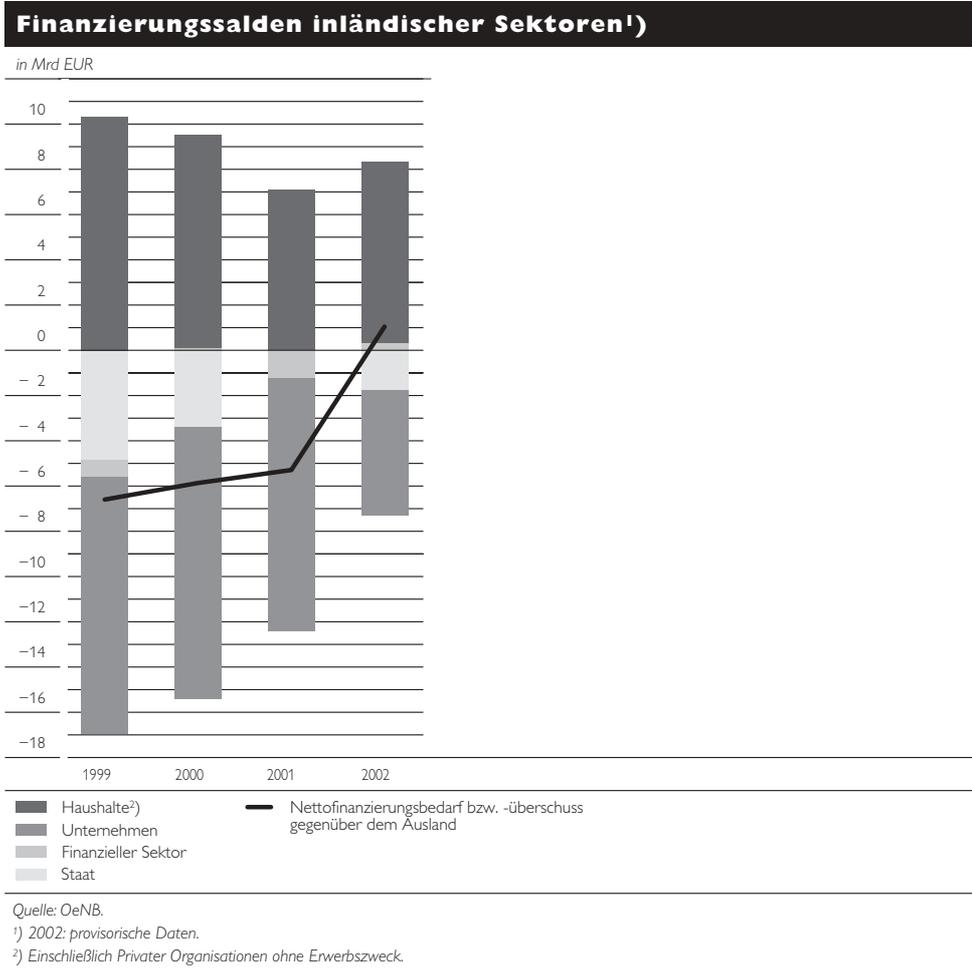
Kapitalbilanztransaktionen nach ausgewählten Teilbilanzen

im Jahr 2002

in Mrd EUR



Wie in fast allen Volkswirtschaften sind auch in Österreich die privaten Haushalte der Sektor mit Finanzüberschüssen, während sich Unternehmen und Staat verschulden. Das Ausland musste im gesamten vergangenen Jahrzehnt die Lücke zwischen Mittelaufkommen und Mittelverwendung schließen. Im Jahr 2002 hat sich das Bild aber wesentlich geändert: Die Spartätigkeit der privaten Haushalte einschließlich des Finanzüberschusses des finanziellen Sektors war im Berichtsjahr erstmals seit langer Zeit wieder höher als der Nettofinanzierungsbedarf der Unternehmen und des Staats. Während sich für den Staat, vor allem durch die Konjunktur bedingt, ein Defizit ergab, reduzierten die Unternehmen auf Grund rückläufiger Investitionen ihren Finanzierungsbedarf deutlich. Per saldo kam es im Jahr 2002 zu einem Nettoüberschuss gegenüber dem Ausland.



3.1 Direktinvestitionen

Bei Direktinvestitionen ist eine deutliche Ernüchterung erkennbar: Die anhaltend tiefen Aktienkurse lassen zahlreiche Unternehmensbeteiligungen im Nachhinein als kostspielige Investition erscheinen. Noch dazu erschwert die niedrige Bewertung der Beteiligungen die Finanzierung weiterer Expansionsschritte. Generell war daher nach der Halbierung des weltweiten Volumens im Jahr 2001 mit einem weiteren Rückgang zu rechnen; die UNCTAD geht für das Jahr 2002 von einem Rückgang um etwa ein Viertel aus. Die Direktinvestitionen des Euroraums sind im Jahr 2002 ebenfalls deutlich zurückgegangen, wobei der Rückgang bei den aktiven Direktinvestitionen mit -40% deutlich stärker ausgefallen ist als jener der passiven mit „nur“ 15%. Die Entwicklung in Österreich weicht von diesem Muster ab: Die aktiven Direktinvestitionen Österreichs haben deutlich zugenommen und erreichten das zweithöchste jemals gemessene Volumen; deutlich eingebrochen sind hingegen die Nettoinvestitionen des Auslands in Österreich.

Der Nettokapitalexport Österreichs in Form aktiver Direktinvestitionen lag im Jahr 2002 bei 5,7 Mrd EUR, das sind um 47% mehr als im Jahr 2001 und über 90% des bisherigen Maximalwerts im Jahr 2000. Der Nettostrom

an Beteiligungskapital (einschließlich Grundstücke und Gebäude) in Höhe von 4,5 Mrd EUR ergibt sich aus Bruttoneuinvestitionen von 5,6 Mrd EUR und Bruttodesinvestitionen von 1,1 Mrd EUR. Die reinvestierten Gewinne belaufen sich auf Grund der geschätzten Jahresgewinne und der beobachteten Ausschüttungen auf 1,0 Mrd EUR. Die Ausweitung der Kreditforderungen österreichischer Investoren an ihre verbundenen Unternehmen trug mit 240 Mio EUR zur Ausweitung des aktiven Direktinvestitionsstands bei.

Wie schon im Jahr 2001 konzentrierten sich die aktiven Direktinvestitionen im Berichtsjahr auf Osteuropa (3,25 bzw. 2,5 Mrd EUR auf Beitrittsländer). Spitzenreiter unter den Zielländern war vor allem die Tschechische Republik mit 890 Mio EUR. Die Investitionen von 760 Mio EUR in Polen stehen mit Umstrukturierungen eines großen Bankkonzerns im Zusammenhang. Ein außergewöhnlich hohes Investitionsvolumen war in Kroatien (mit 450 Mio EUR) zu verzeichnen. Ungarn, Slowenien und die Slowakische Republik finden sich mit 350, 300 bzw. 190 Mio EUR in der Liste der zehn wichtigsten Zielländer österreichischer Direktinvestitionen. Nach Bosnien sowie Serbien und Montenegro flossen 100 Mio EUR.

Auf die EU entfielen im Jahr 2002 1,1 Mrd EUR an Direktinvestitionen (20%), wobei Deutschland mit 560 Mio EUR an erster Stelle zu nennen ist. Etwas mehr als 20% der Direktinvestitionen wurden in außereuropäischen Ländern getätigt. Gut die Hälfte der 1,3 Mrd EUR entfiel auf karibische Offshore-Zentren, wobei eine Großinvestition letztlich ebenfalls mit Osteuropa in Zusammenhang steht.

Besonders aktiv war im Jahr 2002 der Finanzsektor (Banken und Versicherungen). Das Engagement erstreckt sich von den traditionellen Zielen Tschechische und Slowakische Republik und Polen über Kroatien und Bosnien bis nach Bulgarien und Weißrussland. Im Übrigen waren die Aktivitäten weit gestreut, vom Mineralöl- über den Telekommunikationssektor bis zum Handel, Transport und Tourismus.

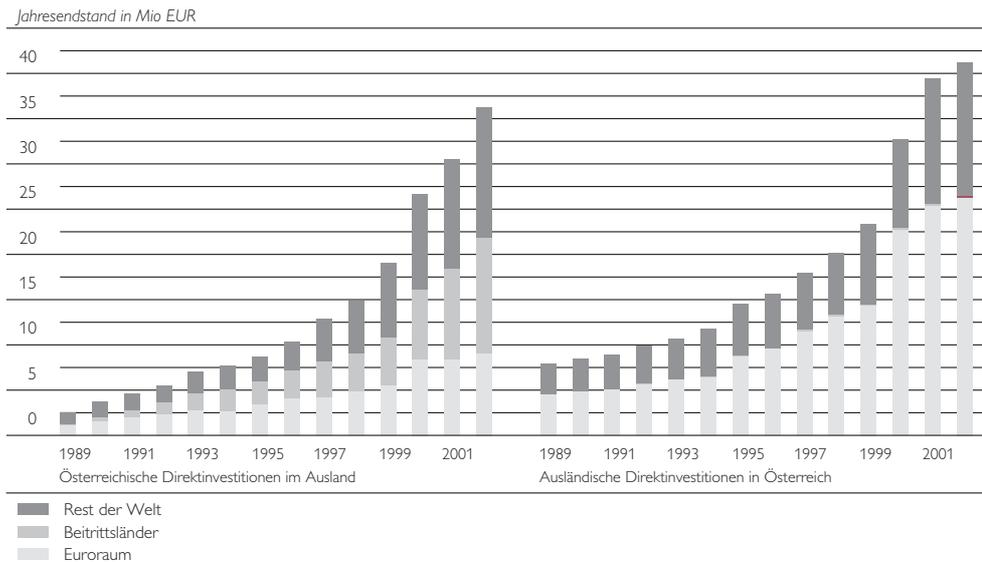
Drastisch war der Rückgang der ausländischen Direktinvestitionen in Österreich. Der in der Kapitalbilanz ausgewiesene Wert von 1,8 Mrd EUR ist der niedrigste seit dem Jahr 1995. Dennoch haben insgesamt etwa 400 Unternehmen neue Direktinvestitionen in Österreich begründet oder bestehende durch Kapitalzufuhr erweitert. Allerdings handelt es sich meist um relativ kleine Engagements, nur etwa 30 Beteiligungen erreichen einen zweistelligen Millionenbetrag. Nach den großvolumigen Transaktionen der Jahre 2000 (Bank Austria AG) und 2001 (Austria Tabak) gab es im Jahr 2002 auch zahlreiche Desinvestitionen. Betragsmäßig fiel dabei der teilweise Rückzug der Telekom Italia aus Österreich ins Gewicht.

Die passiven Direktinvestitionen in Höhe von 1,8 Mrd EUR ergeben sich aus Bruttoneuinvestitionen in Eigenkapital von 2,2 Mrd EUR, denen Desinvestitionen von 2,2 Mrd EUR gegenüberstehen. Unter Berücksichtigung der Tatsache, dass sich der im Eigenkapital enthaltene Grundstückserwerb von Ausländern in Österreich auf netto 230 Mio EUR belief, ist faktisch kein neues Eigenkapital nach Österreich geflossen. Dennoch dürfte sich der Bestand an ausländischen Direktinvestitionen durch reinvestierte Gewinne in Höhe von rund 1,8 Mrd EUR erhöht haben. Nettotilgungen aus konzerninternen Krediten tragen mit 180 Mio EUR zum schwachen Ergebnis 2002 bei.

Die regionale Konzentration ist bei passiven Direktinvestitionen erfahrungsgemäß wesentlich höher als bei aktiven. Wie in fast jedem Jahr lag auch 2002 Deutschland mit 1,3 Mrd EUR an erster Stelle der Investoren, gefolgt von der Schweiz mit 380 Mio EUR und den USA mit 350 Mio EUR.

Grafik 8

Direktinvestitionsstände nach Regionen¹⁾



3.2 Portfolioinvestitionen

Aus den Wertpapierveranlagungen österreichischer Investoren im Ausland bzw. ausländischer Investoren in Österreich ergab sich 2002 per saldo ein Kapitalexport im Ausmaß von 5,5 Mrd EUR. Betrachtet man die entsprechenden Bruttowerte, so sind sowohl auf der Aktivseite als auch auf der Passivseite höhere Werte als im Vergleichszeitraum 2001 zu verzeichnen. Die Bruttostrome aus Portfolioinvestitionen in Aktien, Anleihen und Geldmarktpapieren dominierten auch in dieser Berichtsperiode die Kapitalbilanz. Dabei bestimmten die festverzinslichen Wertpapiere sowohl aktiv- als auch passivseitig zu mehr als 85% das Transaktionsvolumen.

Eine sektorale Betrachtung der Wertpapierveranlagungen im Ausland ergibt, dass 51% der Investitionen vom „Sonstigen Sektor“ – hauptsächlich institutionelle Anleger – und 37% von Banken durchgeführt wurden. Für ausländische Investoren waren mehrheitlich Wertpapieremissionen des österreichischen Staats (53%) sowie Bankenemissionen (35%) von Interesse.

Sowohl aktiv- als auch passivseitig wurden mehr als 70% der Transaktionen mit dem Euroraum durchgeführt (Tabelle 7), wobei das Interesse von österreichischen Anlegern an Wertpapieren aus dem Euroraum etwas höher war als das Kaufinteresse von Investoren des Euroraums an österreichischen Papieren. Daraus folgt ein Nettokapitalexport im Ausmaß von 1,5 Mrd EUR. Die Position Portfolioinvestitionen gegenüber dem Rest der Welt führte ebenfalls zu einem Nettokapitalexport (4 Mrd EUR).

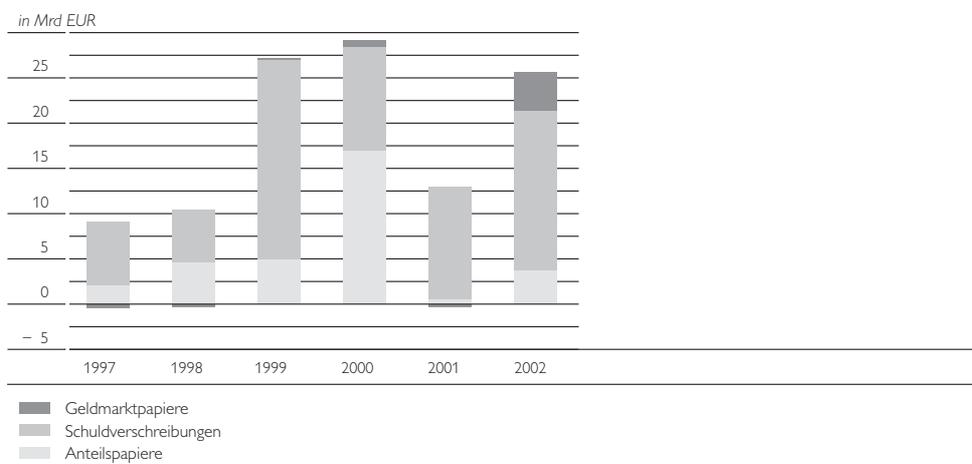
3.2.1 Portfolioinvestitionen im Ausland

Mit 25,6 Mrd EUR haben österreichische Investoren im Jahr 2002 annähernd doppelt so viel in ausländische Wertpapiere veranlagt wie im Jahr 2001. Die Käufer stammten zur Hälfte aus dem so genannten „Sonstigen Sektor“ – darunter fallen vor allem Investmentfonds und Versicherungen, aber auch Unternehmen und Private, während ein gutes Drittel der Transaktionen auf die Aktivitäten von Banken zurückgeht. Nahezu drei Viertel der Investitionen gingen in den Euroraum, vor allem nach Deutschland. Nur 10% der Mittel wurden in US-Papiere veranlagt, während immerhin bereits 5% der Veranlagungen Emissionen der Beitrittsländer betrafen.

Nur 15% der neu im Ausland veranlagten Mittel flossen in den Erwerb von Aktien und Investmentzertifikaten. Dabei entfielen 3 von insgesamt 3,8 Mrd EUR auf Aktien – dies entspricht dem in den vergangenen Jahren beobachteten Niveau. Die Ergebnisse der Jahre 2000 und 2001 waren Ausnahmefälle: Im Jahr 2000 dominierte ein großes Einzelgeschäft (HVB-BA), 2001 hingegen agierten die Anleger extrem zurückhaltend. Nach wie vor konzentrieren sich österreichische Käufe auf festverzinsliche Wertpapiere: Mit 69% waren langfristig festverzinsliche Wertpapiere die attraktivste Wertpapierkategorie.

Grafik 9

Österreicher kaufen ausländische Wertpapiere¹⁾



Quelle: OeNB.

¹⁾ 1997 bis 2000 endgültige Daten, 2001 revidierte Daten, 2002 provisorische Daten.

Bevorzugt gekauft wurden Schuldverschreibungen aus dem Euroraum (82%), worin ebenfalls der Wunsch nach Sicherheit zum Ausdruck kommt. Mit einem Anteil von einem Drittel des veranlagten Volumens sind deutsche Emittenten bei österreichischen Investoren am beliebtesten. Emissionen aus den USA waren mit 6% dagegen weit abgeschlagen und rangierten gleichauf mit Emissionen aus den Beitrittsländern. Bemerkenswert ist der Vergleich zu 2001: Der Erwerb von Schuldverschreibungen des Euroraums war im Jahr 2002 doppelt so hoch wie 2001, während sich das Anlagevolumen in Schuldverschreibungen der USA im Jahr 2002 gegenüber 2001 halbierte.

In engem Zusammenhang mit der Regionalgliederung steht die Betrachtungsweise nach Währungen. Die dominierende Rolle des Euro als Nominal-

währung hält Wechselkursrisiken gering. Mit einem Anteil von 3% bewegen sich Anleihen in US-Dollar in der Größenordnung von „Exotenwährungen“, etwa dem polnischen Zloty (2%), der Dänischen Krone (2%), dem Forint oder der Tschechischen Krone (je 1%).

Eine Reaktion auf Unsicherheit und Instabilität dürften auch die ungewöhnlich hohen Investitionen in Geldmarktpapiere anzeigen. OeNB, Staat und Banken haben noch nie so hohe Beträge kurzfristig „zwischengeparkt“ wie im Jahr 2002. Mehrheitlich wurde in Emissionen aus dem Euroraum (60%) investiert, gefolgt von Titeln des Vereinigten Königreichs (21%) und der USA (6%).

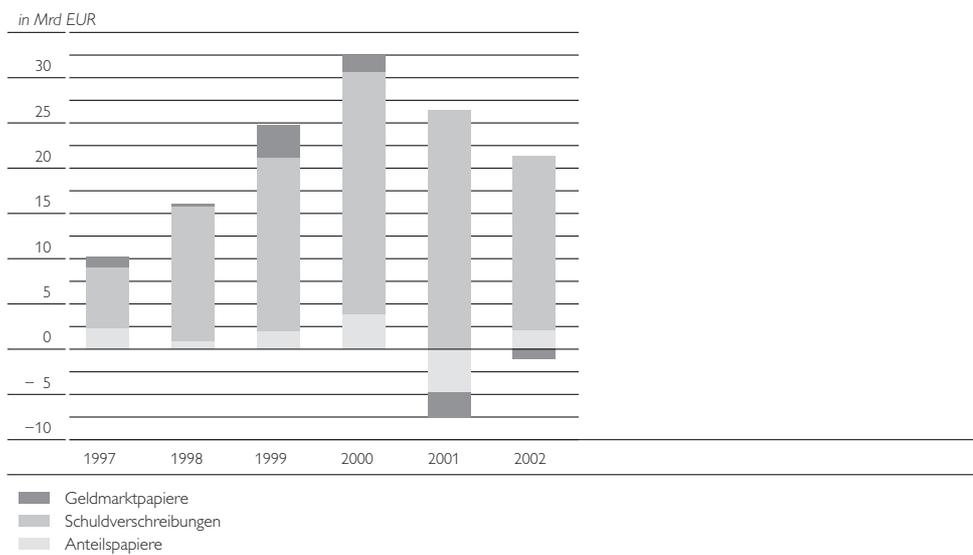
3.2.2 Portfolioinvestitionen in Österreich

Mit 20,0 Mrd EUR haben ausländische Investoren im Jahr 2002 nur wenig mehr in österreichische Wertpapiere investiert als im Jahr 2001 (18,7 Mrd EUR). Neben dem Staat (53%) konnten vor allem österreichische Banken (35%) im Ausland Wertpapiere absetzen. Corporate Bonds sind in Österreich nach wie vor quantitativ wenig bedeutend, obwohl im Jahr 2002 eine leichte Zunahme zu verzeichnen war. Mittelfristig sollte aber auch in Österreich dieses Marktsegment an Bedeutung gewinnen. Gewisse Impulse in diese Richtung könnten dabei von Basel II ausgehen, vor allem aber wird das Urteil, wonach die so genannte „Rechtsträgerfinanzierung“ nicht Maastricht-konform ist, zu einem verstärkten Auftreten staatsnaher, marktorientierter Emittenten führen.

Ausländische Investoren erwarben im Jahr 2002 österreichische Anteilspapiere im Ausmaß von 2 Mrd EUR. Jeweils etwa die Hälfte entfiel auf Investmentzertifikate bzw. auf Aktien. Das Interesse des Auslands am heimischen Aktienmarkt galt zu zwei Drittel Bankaktien (Kapitalaufstockung bei der Erste Bank AG) und zu einem Drittel Unternehmensaktien (vor allem der Telekom Austria).

Grafik 10

Ausländische Anleger kaufen österreichische Wertpapiere¹⁾



Quelle: OeNB.

¹⁾ 1997 bis 2000 endgültige Daten, 2001 revidierte Daten, 2002 provisorische Daten.

Langfristig festverzinsliche Wertpapiere waren mit 19 Mrd EUR die mit Abstand attraktivste Wertpapierkategorie für ausländische Anleger. Im Vordergrund des Interesses standen Staatsanleihen. Der rege Nettoabsatz während des Jahres 2002 führte dazu, dass nunmehr bereits mehr als zwei Drittel der umlaufenden Staatspapiere in ausländischer Hand sind.

Tender- und Syndikatsanleihen der Republik Österreich im Jahr 2002¹⁾

	ISIN	Auslandstransaktionen in Mio EUR
5,0% BA 2002–2012/1/144A	AT0000385356	6.026
5,875% BA 1996–2006/7	AT0000383518	816
5,5% BA 2000–2007/144A	AT0000384953	3.192
4,0% BA 1999–2009/2	AT0000384821	553
Insgesamt		10.587

Quelle: OeNB.

¹⁾ Transaktionswerte: positives Vorzeichen = Verkauf ins Ausland.

Die ins Ausland verkauften Schuldverschreibungen waren zu fast 70% in Euro denominated, mit einigem Abstand folgten US-Dollar und Schweizer Franken.

Geldmarktpapiere gewannen angesichts der anhaltenden Unsicherheit auf den Finanzmärkten an Gewicht: So hat die Republik vor allem in der ersten Jahreshälfte entsprechende Finanztitel aufgelegt, die zur Gänze im Ausland begeben wurden. In der zweiten Jahreshälfte 2002 setzte allerdings eine Gegenbewegung ein, wo Tilgungen und Rückkäufe überwogen. Über das Jahr gerechnet verringerte der Staat seine Verpflichtungen aus Geldmarktpapieren gegenüber dem Ausland um rund 700 Mio EUR. Auch die Banken verringerten ihre Verpflichtungen aus Geldmarktpapieren gegenüber dem Ausland um rund 300 Mio EUR.

3.3 Sonstige Investitionen

Ein besonders auffallendes Ergebnis im Jahr 2002 war die deutliche Reduktion des Auslandsgeschäfts der österreichischen Banken um jeweils (aktiv- und passivseitig) mehr als 10 Mrd EUR. Im Verlauf des Jahres zogen die heimischen Banken Kapital von ihren ausländischen Sicht- und Terminkonten ab, gleichzeitig reduzierten auch die ausländischen Institute ihre Einlagen in Österreich.

Die Auslandskredite zeigen, dass die Vergaben ausschließlich im Bereich der langfristigen Kredite erfolgten, im kurzfristigen Bereich kam es zu Kapitalrückflüssen, das heißt zu Tilgungen. Dieses Ergebnis ist im Wesentlichen von den Geschäftsbanken bestimmt. Nach Schuldnerländern gegliedert ergaben sich zwei gegenläufige Entwicklungen: Aus dem Euroraum kam es zu merklichen Kapitalrückflüssen bzw. Tilgungen, im Gegensatz dazu erreichte die Ausweitung der Kreditlinien gegenüber den zehn Beitrittsländern neue Höchstwerte (1,7 Mrd EUR).

Die österreichische Volkswirtschaft erhöhte ihre Kreditverbindlichkeiten im Ausland in annähernd demselben Ausmaß wie im Jahr 2001 (um knapp 2,5 Mrd EUR), was der Hälfte des Transaktionsvolumens des Jahres 2000 entspricht. Die Kreditaufnahme Österreichs erfolgte zu jeweils 40% im Euroraum bzw. in den drei EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Währungsraums.

Insgesamt resultierte aus dem Kapitalverkehr im Bereich der Sonstigen Investitionen, also aus Krediten und Einlagen, ein Kapitalzufluss nach Österreich im Ausmaß von 2'0 Mrd EUR.

3.4 Finanzderivate

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

Die Position Finanzderivate schloss im Jahr 2002 mit einem Nettokapital-export von 250 Mio EUR.

3.5 Offizielle Währungsreserven

Im Jahr 2002 verringerten sich die österreichischen Währungsreserven als Folge ertragsoptimierender Transaktionen um 1'8 Mrd EUR. Zum Jahresultimo 2002 hielt die OeNB Währungsreserven im Wert von 12'4 Mrd EUR. Dies sind etwa um 5 Mrd EUR weniger als im Jahr 2001. Der Unterschied zwischen Transaktionswerten auf der einen und der Bestandsveränderung auf der anderen Seite resultiert aus Bilanzumschichtungen und aus durch die Aufwertung des Euro bedingten Bewertungsänderungen.

4 Tabellenanhang

Tabelle 1

Gesamtübersicht

	2001 ¹⁾	2002 ²⁾	Veränderung zum Vorjahr
	in Mio EUR		
Leistungsbilanz	-3.939	+1.561	+ 5.500
Güter, Dienstleistungen und Einkommen	-2.583	+3.242	+ 5.825
Güter und Dienstleistungen	+ 729	+5.496	+ 4.767
Güter	-1.403	+3.502	+ 4.905
Dienstleistungen	+2.132	+1.994	- 138
Reiseverkehr	+1.421	+2.091	+ 670
Andere Dienstleistungspositionen	+ 711	- 97	- 808
Transport	+1.729	+2.333	+ 604
davon internationaler Personentransport	+1.016	+1.142	+ 126
Bauleistungen	+ 233	+ 122	- 111
Finanzdienstleistungen	+ 42	+ 91	+ 49
Patente und Lizenzen	- 527	- 771	- 244
Sonstige unternehmensbezogene Dienstleistungen	+2.194	+1.773	- 421
davon Transithandelssträge	+1.337	+1.214	- 123
Restliche Dienstleistungen	+ 310	+ 500	+ 190
NAL	-3.270	-4.145	- 875
Einkommen	-3.312	-2.253	+ 1.059
Erwerbseinkommen	+ 583	+ 544	- 39
Vermögenseinkommen	-3.894	-2.797	+ 1.097
Laufende Transfers	-1.356	-1.681	- 325
öffentlicher Sektor	-1.161	- 871	+ 290
privater Sektor	- 194	- 810	- 616
Vermögensübertragungen und Kapitalbilanz	+3.808	-6.291	-10.099
Vermögensübertragungen	- 595	- 557	+ 38
öffentlicher Sektor	- 108	- 166	- 58
privater Sektor	- 442	- 395	+ 47
Erwerb/Veräußerung von nicht produzierten oder nicht finanziellen Vermögensgegenständen	- 45	+ 4	+ 49
Kapitalbilanz	+4.403	-5.733	-10.136
Direktinvestitionen	+2.862	-3.982	- 6.844
Portfolioinvestitionen	+5.964	-5.506	-11.470
Sonstige Investitionen	-6.643	+2.195	+ 8.838
Finanzderivate	+ 154	- 250	- 404
Offizielle Währungsreserven ³⁾	+2.067	+1.810	- 257
Statistische Differenz	+ 132	+4.729	+ 4.597

Quelle: OeNB.

¹⁾ Revidierte Daten.²⁾ Provisorische Daten.³⁾ Oesterreichische Nationalbank: Gold, Devisen, IWF-Position, Sonderziehungsrechte etc; Zunahme: - / Abnahme: +.

Tabelle 2

Warenverkehr gemäß Außenhandelsstatistik
Gliederung nach Ländergruppen¹⁾

	2002					
	Export		Import		Saldo	
	Veränderung zum Vorjahr	Anteil am Gesamt- export	Veränderung zum Vorjahr	Anteil am Gesamt- import	Veränderung zum Vorjahr	
in %				in Mio EUR		
EU	+3'1	60'2	- 1'6	65'8	-4.099	+2.206
Euroraum	+3'0	53'7	- 1'6	61'3	-5.623	+1.972
davon:						
Deutschland	+2'2	32'0	- 2'8	40'3	-6.324	+1.418
Italien	+3'7	8'5	- 3'5	7'1	+1.110	+ 429
Frankreich	-0'4	4'4	- 7'3	3'9	+ 415	+ 222
Länder außerhalb des Euroraums	+5'3	46'3	- 3'2	38'7	+5.939	+2.784
davon:						
Schweiz und Liechtenstein	+4'3	5'6	- 0'1	3'4	+1.727	+ 182
Osteuropa ²⁾	+6'8	17'7	+ 2'1	13'8	+3.030	+ 650
USA	+1'6	5'2	-11'8	4'8	+ 280	+ 557
Japan	-0'1	1'2	- 6'0	2'1	- 746	+ 103
Insgesamt	+4'1	100'0	- 2'2	100'0	+ 316	+4.756

Quelle: Statistik Austria.

¹⁾ Ländergruppen gemäß WIFO-Definition.

²⁾ Albanien, Bulgarien, Estland, Nachfolgestaaten Jugoslawiens, Lettland, Litauen, Polen, Rumänien, Russland, Slowakische Republik, Tschechische Republik, Ukraine, Ungarn, Weißrussland.

Tabelle 3

Reiseverkehr und internationaler Personentransport

	2001 ¹⁾	2002 ²⁾	Veränderung zum Vorjahr	
	in Mio EUR		in %	
Reiseverkehr				
Eingänge	11.453	12.025	+ 572	+ 5'0
Ausgänge	10.032	9.933	- 99	- 1'0
Saldo	1.421	2.091	+ 670	+47'1
Internationaler Personentransport				
Eingänge	1.944	2.020	+ 76	+ 3'9
Ausgänge	929	878	- 51	- 5'5
Saldo	1.016	1.142	+ 126	+12'4
	in 1000		in %	
Ausländernächtigungen	83.669	85.792	+2.123	+ 2'5

Quelle: OeNB, Statistik Austria.

¹⁾ Revidierte Daten.

²⁾ Provisorische Daten.

Tabelle 4

Ausländernächtigungen in Österreich nach Herkunftsländern

	2002			
	Über- nachungen in 1.000	Veränderung zum Vorjahr in %		Anteil
Deutschland	53.521	+ 735	+ 1'4	62'4
Niederlande	8.226	+ 545	+ 7'1	9'6
Vereinigtes Königreich	3.241	+ 204	+ 6'7	3'8
Belgien, Luxemburg	2.389	+ 123	+ 5'5	2'8
Schweiz, Liechtenstein	3.285	+ 193	+ 6'3	3'8
Dänemark	980	+ 28	+ 2'9	1'1
Italien	2.812	+ 128	+ 4'8	3'3
Frankreich	1.562	+ 118	+ 8'2	1'8
Schweden	649	- 2	- 0'3	0'8
Spanien	438	- 31	- 6'7	0'5
Polen	841	+ 50	+ 6'3	1'0
Ungarn	860	+ 72	+ 9'1	1'0
Tschechische Republik	788	+ 28	+ 3'7	0'9
Kroatien	257	+ 3	+ 1'3	0'3
GUS	526	+ 60	+12'9	0'6
Slowenien	197	+ 7	+ 3'9	0'2
Slowakische Republik	165	+ 4	+ 2'8	0'2
USA	1.341	- 239	-15'1	1'6
Japan	482	- 46	- 8'6	0'6
Sonstige Länder	3.232	+ 141	+ 4'6	3'8
Insgesamt	85.792	+2.123	+ 2'5	100'0
<i>Nachrichtlich: Inländer</i>	31.013	- 429	- 1'4	x

Quelle: Statistik Austria.

Tabelle 5

Vermögenseinkommen			
	2001 ¹⁾	2002 ²⁾	Veränderung zum Vorjahr
	<i>in Mio EUR</i>		
Vermögenseinkommen, Saldo ³⁾	- 3.894	- 2.797	+ 1.097
Vermögenseinkommen vom Ausland	12.698	12.895	+ 197
Vermögenseinkommen an das Ausland	16.593	15.693	- 900
Erträge aus Direktinvestitionen, Saldo ³⁾	- 1.638	- 1.572	+ 66
Erträge aus Direktinvestitionen im Ausland	1.642	2.091	+ 449
Erträge aus Direktinvestitionen in Österreich	3.280	3.663	+ 383
Erträge aus Portfolioinvestitionen, Saldo ³⁾	- 3.404	- 3.281	+ 123
Erträge aus ausländischen Anteilspapieren	167	383	+ 216
Erträge aus inländischen Anteilspapieren	290	316	+ 26
Erträge aus ausländischen langfristigen festverzinslichen Wertpapieren	4.616	5.118	+ 502
Erträge aus inländischen langfristigen festverzinslichen Wertpapieren	7.696	8.378	+ 682
Erträge aus ausländischen Geldmarktpapieren	99	90	- 9
Erträge aus inländischen Geldmarktpapieren	301	179	- 122
Erträge aus Sonstigem, Saldo ³⁾	1.148	2.056	+ 908
Erträge aus Sonstigem, Aktiva ⁴⁾	6.174	5.213	- 961
Erträge aus Sonstigem, Passiva	5.026	3.157	- 1.869
Vermögenseinkommen aus ausländischen zinstragenden Investitionen ⁵⁾	10.967	10.483	- 484
Vermögenseinkommen aus inländischen zinstragenden Investitionen ⁶⁾	13.025	11.717	- 1.308
Vermögenseinkommen aus ausländischen risikokapitalorientierten Investitionen ⁷⁾	1.731	2.413	+ 682
Vermögenseinkommen aus inländischen risikokapitalorientierten Investitionen ⁷⁾	3.567	3.976	+ 409
Nachrichtlich: Finanzderivate basierend auf Zinskontrakten, Saldo ⁸⁾	640	1.704	+ 1.064

Quelle: OeNB.

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

Tabelle 6

Kapitalbilanz

	2000 ¹⁾	2001 ²⁾	2002 ³⁾
Nettowert in Mio EUR			
Kapitalbilanz	4.679	4.403	- 5.733
Forderungen	-52.276	-23.062	-18.134
Verbindlichkeiten	56.955	27.466	12.401
Direktinvestitionen	3.365	2.862	- 3.982
im Ausland	- 6.230	- 3.902	- 5.735
Beteiligungen	- 5.388	- 3.140	- 4.474
Reinvestitionen	- 129	- 676	- 1.017
Sonstiges Kapital	- 713	- 86	- 243
im Inland	9.595	6.764	1.753
Beteiligungen	8.494	4.238	114
Reinvestitionen	944	1.576	1.823
Sonstiges Kapital	156	950	- 184
Portfolioinvestitionen	3.229	5.964	- 5.506
ausländische Wertpapiere	-29.167	-12.712	-25.590
Anteilsbriefe	-16.959	- 561	- 3.754
davon: Investmentzertifikate	- 5.745	- 727	- 719
langfristige festverzinsliche Wertpapiere	-11.441	-12.413	-17.618
Geldmarktpapiere	- 767	261	- 4.218
inländische Wertpapiere	32.395	18.677	20.084
Anteilsbriefe	3.857	- 4.830	2.049
davon: Investmentzertifikate	1.205	1.004	1.055
langfristige festverzinsliche Wertpapiere	26.738	26.279	19.202
Geldmarktpapiere	1.801	- 2.773	- 1.167
Sonstige Investitionen	- 2.489	- 6.643	2.195
Forderungen	-17.187	- 8.561	11.655
Handelskredite	- 2.234	309	- 161
Kredite	- 9.948	- 8.132	- 3.737
Sicht- und Termineinlagen	- 4.994	13	15.233
sonstige Forderungen	- 11	- 752	320
Verbindlichkeiten	14.698	1.918	- 9.461
Handelskredite	502	- 711	- 481
Kredite	4.302	2.026	2.427
Sicht- und Termineinlagen	9.686	595	-11.036
sonstige Verbindlichkeiten	208	9	- 371
Finanzderivate	- 263	154	- 250
Offizielle Währungsreserven⁴⁾	838	2.067	1.810
<i>Nachrichtlich: Zinstragende Investitionen</i>	13.760	8.160	- 354
Forderungen	-29.900	-18.322	- 8.768
Verbindlichkeiten	43.660	26.482	8.415
Sektorale Gliederung OeNB und Banken	18.191	- 1.856	- 1.391
Forderungen	-17.532	-11.138	1.337
Verbindlichkeiten	35.723	9.281	- 2.728
Öffentlicher Sektor	8.465	10.878	9.361
Forderungen	- 2.948	- 377	- 789
Verbindlichkeiten	11.413	11.256	10.150
Sonstige Sektoren	-21.976	- 4.619	-13.707
Forderungen	-31.796	-11.548	-18.683
Verbindlichkeiten	9.820	6.929	4.976

Quelle: OeNB.

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

Tabelle 7

	Investitionen in den/ aus dem Euroraum		Investitionen gegenüber dem/ vom Rest der Welt	
	2001 ²⁾	2002 ²⁾	2001 ²⁾	2002 ³⁾
Kapitalbilanz – Regionalgliederung¹⁾				
	Nettowert in Mio EUR			
Kapitalbilanz	920	10.245	3.483	-15.978
Forderungen	- 6.018	- 6.188	-17.044	-11.946
Verbindlichkeiten	6.938	16.433	20.528	- 4.032
Direktinvestitionen	2.705	104	157	- 4.086
im Ausland	40	- 707	- 3.942	- 5.028
im Inland	2.665	812	4.099	941
Portfolioinvestitionen	7.265	- 1.546	- 1.301	- 3.960
ausländische Wertpapiere	- 4.484	-18.639	- 8.228	- 6.951
inländische Wertpapiere	11.749	17.094	6.928	2.990
Sonstige Investitionen	-10.394	12.676	3.751	-10.481
Forderungen	- 2.659	13.513	- 5.902	- 1.858
Verbindlichkeiten	- 7.735	- 837	9.653	- 8.624
Finanzderivate	1.077	- 990	- 923	740
Offizielle Währungsreserven⁴⁾	x	x	2.067	1.810

Quelle: OeNB.

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

²⁾ Revidierte Daten.

³⁾ Provisorische Daten.

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

Portfolioposition Österreichs zum Jahresende 2002

I Entwicklung auf den internationalen Kapitalmärkten im Jahr 2002

Isabel Winkler

Das globale wirtschaftliche Umfeld war im Jahr 2002 äußerst schwierig. Nach einer zunächst kräftigen Belebung schwächte sich die Dynamik der Weltwirtschaft im Jahresverlauf deutlich ab. Vor dem Hintergrund zunehmender geopolitischer Spannungen bremsten die anhaltend hohe Verunsicherung der Unternehmen und Konsumenten ebenso wie der Pessimismus der Anleger die Wirtschaftsentwicklung.

Im Jahr 2002 war das geldpolitische Umfeld von erheblicher Unsicherheit geprägt.

In den ersten fünf Monaten des Jahres 2002 stiegen die Geldmarktsätze des *Euroraums* und setzten damit den seit Ende 2001 beobachteten Trend fort, der gegen Mitte Mai zum Stillstand kam. Im Lauf des zweiten Halbjahres 2002 gingen die Geldmarktsätze wieder langsam zurück. Im letzten Quartal 2002 schließlich rechnete man mit einem künftigen Rückgang der kurzfristigen Geldmarktsätze, wobei im Großen und Ganzen die am 5. Dezember 2002 vom EZB-Rat beschlossene Senkung der EZB-Leitzinsen um 50 Basispunkte – die einzige Zinsänderung im Berichtsjahr – bereits vorweggenommen wurde. Ende 2002 war die Steigung der Zinsstrukturkurve auf dem Geldmarkt leicht negativ.

Die Aktienkurse im Euroraum waren im Jahresverlauf starken Schwankungen unterworfen. Sie gingen nicht nur beträchtlich zurück, auch die Tageschwankungen der marktbreiten Aktienkursindizes waren im Jahr 2002 im Durchschnitt generell deutlich stärker als in den Jahren zuvor. Nach nur geringen Veränderungen im Jahr 2001 gingen die Renditen langfristiger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet und in den USA im Jahr 2002 zurück. Ausschlaggebend für diese Entwicklung auf dem Anleihemarkt dürften vor allem die Turbulenzen auf dem Aktienmarkt in diesem Zeitraum gewesen sein, die die Anleger dazu bewogen, aus Sicherheitsgründen Portfolioumschichtungen in die Anleihemärkte vorzunehmen.

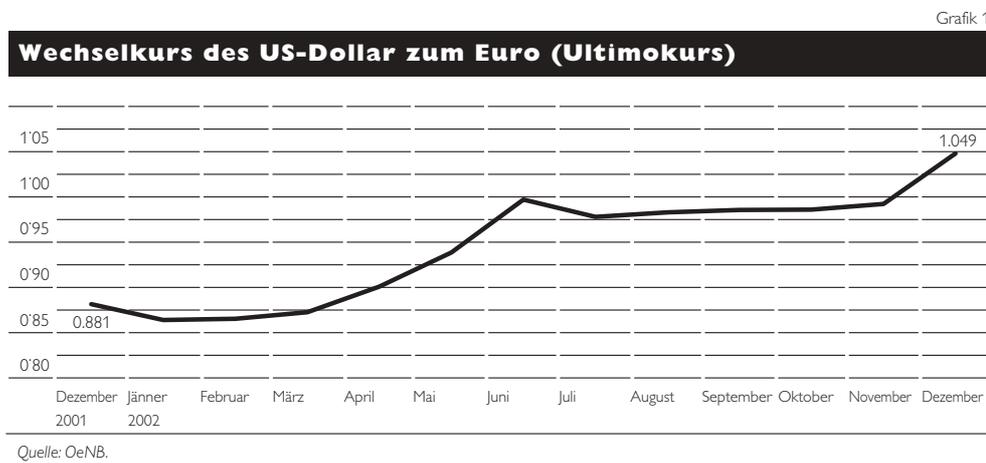
Nachdem der Euro im ersten Quartal 2002 relativ stabil gewesen war, stieg der nominell-effektive Wechselkurs kräftig und kam deutlich über dem Durchschnittsniveau des Jahres 2001 zu liegen. Diese Entwicklung erfolgte vor dem Hintergrund erhöhter Unsicherheit über die Wachstumsaussichten für die weltweit wichtigsten Wirtschaftsräume sowie starker Einbrüche auf den internationalen Aktienmärkten. Insgesamt lag der nominell-effektive Wechselkurs des Euro Ende 2002 fast 6,5% über dem Stand zu Jahresbeginn und nahezu 9% über dem Durchschnittsniveau des Jahres 2001.

Die *amerikanische* Wirtschaft stützte die Weltkonjunktur, wobei deutliche Wachstumsimpulse von der Geld- und Fiskalpolitik ausgingen. Steigende Unsicherheit angesichts des drohenden Irak-Kriegs und der markanten Aktienkursverluste dämpften aber gegen Jahresende das Wachstumstempo. Die Zinssätze blieben im Jahr 2002 auf einem historisch niedrigen Niveau. Die Aktienkurse setzten ihre im März 2000 begonnene Korrektur das dritte Jahr in Folge weltweit fort und gaben im Lauf des Jahres 2002 weiter nach. Zum Jahresende kehrten sie auf ein Niveau zurück, das zuletzt im Gefolge der Finanzkrise vom Herbst 1998 beobachtet worden war.

Die Staatsanleiherenditen zogen in den ersten Monaten des Jahres 2002 leicht an, da sich bei den Marktteilnehmern wieder größere Zuversicht hin-

sichtlich der Wachstumsperspektiven einstellte. Ab Mitte Mai schwand jedoch der Wachstumsoptimismus der Marktteilnehmer allmählich, und die Anleiherenditen gaben auf Grund von Portfolioumschichtungen aus den Aktienmärkten in die sicheren Anleihemärkte nach – ausgelöst unter anderem durch die Enthüllung einer Serie von Bilanzierungsunregelmäßigkeiten bei US-Unternehmen. Verstärkte Spannungen im Nahen Osten und schwächer als erwartet ausfallende Konjunkturdaten trugen ebenfalls zum Rückgang der Anleiherenditen bei. Anfang Oktober 2002 fielen die Renditen zehnjähriger nominaler US-Anleihen auf den niedrigsten Stand seit dem Jahr 1958. Nach Mitte Oktober, als sich die Lage auf den Aktienmärkten wieder entspannte und die Anleger Mittel in Aktien zurückfließen ließen, zogen die Anleiherenditen erneut leicht an.

Blieb der Kurs des US-Dollar Ende 2001 und Anfang 2002 gegenüber dem Euro weit gehend unverändert, so wertete die US-Währung von April bis Ende Juli 2002 gegenüber dem Euro recht stark ab. Die Verschlechterung der Wachstumsaussichten für die US-Konjunktur dürfte auch ein Grund für die Abwertung des US-Dollar gewesen sein. Nach der darauf folgenden Phase relativer Stabilität auf verhältnismäßig hohem Niveau verlor die US-Währung gegenüber dem Euro gegen Jahresende weiter an Wert. Dies hing mit mehreren Faktoren wie etwa der wachsenden negativen Zinsdifferenz gegenüber dem Euroraum, den Bedenken der Marktteilnehmer hinsichtlich des Leistungsbilanzungleichgewichts in den USA, dem sich abzeichnenden US-Haushaltsdefizit und der Unsicherheit über die Aussichten für das Wirtschaftswachstum in den USA zusammen. Ende des Jahres 2002 notierte der Euro bei 1,05 USD.



Auch in *Japan* konnten sich die Wachstumskräfte nicht durchsetzen. Große Strukturprobleme, vor allem im Bankensektor, belasteten weiterhin die Wirtschaft.

Die Aktienkurse stiegen im ersten Halbjahr 2002, teilweise infolge von Maßnahmen der Regierung zur Verschärfung der Vorschriften für Leerverkäufe von Aktien. Ab dem dritten Quartal 2002 kamen dann jedoch globale Einflüsse zum Tragen, und die große Unsicherheit führte zu Safe-Haven-Portfolioumschichtungen vom Aktien- zum Anleihemarkt, was fallende Aktienkurse zur Folge hatte. Bis Jahresende 2002 hielt in *Japan* der Abwärtsdruck an, lasteten doch Faktoren wie zunehmende Besorgnis über die Fragilität des Finanz-

marktes und das Problem der notleidenden Bankkredite erneut auf den japanischen Aktienkursen.

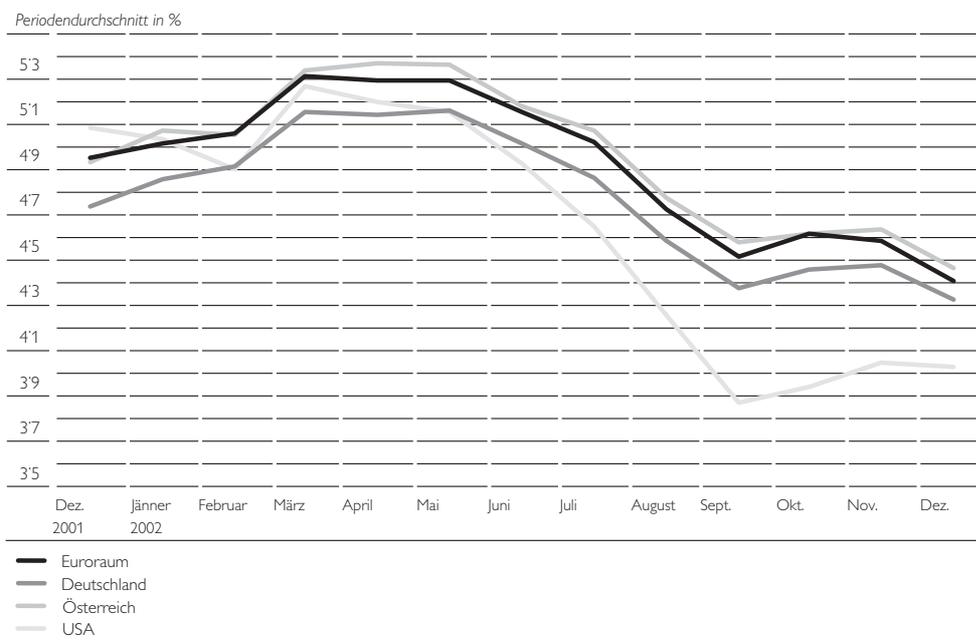
Die Renditen langfristiger Staatsanleihen entwickelten sich im Jahr 2002 großteils losgelöst vom globalen Trend. Nachdem die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen während der ersten Jahreshälfte 2002 mit rund 1,4% recht stabil waren, gingen sie danach mehr oder weniger kontinuierlich zurück und lagen zum Jahresende bei rund 0,9%.

Nachdem der japanische Yen in den letzten Monaten des Jahres 2001 gegenüber dem Euro an Wert eingebüßt hatte, blieb er über weite Strecken des Jahres 2002 relativ stabil. Im Schlussquartal des Berichtsjahres wertete er wieder ab, was zum Teil auf die Unsicherheit über die Wachstumsaussichten auf einigen der wichtigsten Exportmärkte Japans und auf die Besorgnis hinsichtlich einer Lösung der Probleme des japanischen Finanzsektors zurückzuführen ist.

Nach dem Konjunkturereinbruch im Jahr 2001 war auch in Österreich ein geringes reales Wirtschaftswachstum für das Jahr 2002 kennzeichnend (1%). Der Quartalsverlauf des ATX im Jahr 2002 ist mit der Entwicklung in den Vorjahren vergleichbar. Waren das erste und das vierte Quartal jeweils positiv, so kennzeichnete ein Minus das zweite und dritte Quartal 2002.¹⁾ Die Renditen auf dem österreichischen Rentenmarkt lagen seit Anfang des zweiten Quartals 2002, parallel zu den internationalen Aktienmärkten, im Abwärtstrend. Der Aufschwung der Aktienmärkte im Oktober 2002 war nur von kurzer Dauer, sodass die Renditen für Staatsanleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit ihren Tiefststand erst mit Jahresende erreicht haben. Eine im Vergleich zu Deutsch-

Grafik 2

Renditen langfristiger staatlicher Schuldverschreibungen¹⁾



Quelle: OeNB.

¹⁾ Sekundärmarktrenditen für 10-jährige Staatsanleihen.

1 Quelle: Wiener Börse „Jahrbuch 2002“.

land ungleich günstigere Entwicklung des österreichischen Staatshaushalts hat überdies dazu beigetragen, dass sich die Renditendifferenz österreichischer Staatsanleihen zu den deutschen Bundesanleihen im Lauf des Jahres reduziert hat.

Der österreichische Rentenmarkt ist beträchtlich kleiner als der Markt für Direktkredite, übertrifft jedoch volumenmäßig den Aktienmarkt bei weitem. Er zählt hinsichtlich seiner absoluten Größe zu den kleineren europäischen Märkten,¹⁾ wobei der wichtigste Emittent die Republik Österreich ist.

2 PoP-Ergebnisse für Österreich²⁾

2.1 Inlandsbesitz von ausländischen Rentenwerten (Aktivseite)

Zum Jahresende 2001 hatten Österreicher ausländische festverzinsliche Wertpapiere im Ausmaß von 92,6 Mrd EUR in ihrem Besitz, nahezu ausschließlich in Form von Schuldverschreibungen (91 Mrd EUR). Im Lauf des Jahres 2002 kauften inländische Investoren weitere ausländische Rentenwerte um 21,8 Mrd EUR. Auf Grund positiver Bewertungseffekte erhöhte sich der entsprechende Inlandsbesitz bis Ende Dezember 2002 somit um 24,8 Mrd EUR und betrug 117,4 Mrd EUR.

Eine sektorale Analyse des Inlandsbesitzes von ausländischen Rentenwerten Ende Dezember 2002 ergibt, dass – wie in den vergangenen Jahren – die österreichischen institutionellen Anleger³⁾ die größte Investorengruppe (49%) sind. Es folgt der Bankensektor (OeNB und Banken) mit einem Anteil von 44%. In der Zeit von Jänner bis Dezember 2002 waren diese Investorengruppen auch die so genannten „Hauptakteure“ auf dem Kapitalmarkt. Sie erwarben im Berichtszeitraum ausländische festverzinsliche Wertpapiere im Ausmaß von rund 20 Mrd EUR. Private Haushalte verkauften wie schon im Jahr 2001 ausländische Wertpapiere.

Zum Jahresende 2001 hatten österreichische Investoren zu 62% ausländische Schuldverschreibungen von Emittenten des Euroraums in ihrem Portfolio. Mehrheitlich handelte es sich dabei um Wertpapiere aus Deutschland, mit einem Abstand folgten langfristige festverzinsliche Wertpapiere aus den Niederlanden, Italien und Frankreich. Bei Schuldverschreibungen von Emittenten, die nicht dem Euroraum angehören, entschieden sich Österreicher vor allem für die USA und das Vereinigte Königreich. Bei den Neuinvestitionsentscheidungen im Berichtszeitraum erwarben österreichische Investoren netto vorwiegend Wertpapiere von Emittenten des Euroraums, davon waren rund 40% von deutschen Emittenten. Unter Berücksichtigung von Bewertungseffekten betrug der Inlandsbesitz an langfristigen festverzinslichen Wertpapieren von Emittenten des Euroraums zum Jahresende 2002 73 Mrd EUR; gleichzeitig hatten Österreicher 39 Mrd EUR an Schuldverschreibungen von anderen ausländischen Emittenten in ihrem Portfolio. Davon sind rund 3,4 Mrd EUR auf Schuldverschreibungen von Emittenten der Beitrittsländer zurückzuführen.

1 Quelle: OeKB „Der österreichische Rentenmarkt, Mai 2003“.

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

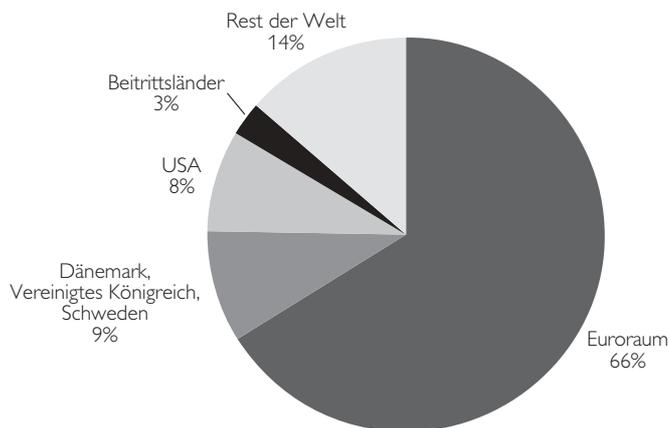
3 Dieser Sektor umfasst Versicherungsunternehmen, Pensionskassen und Sonstige Finanzinstitute, wie z. B. Investmentfonds.

Grafik 3

Österreichischer Vermögensbestand

an ausländischen Schuldverschreibungen nach Regionen

Ende Dezember 2002



Quelle: OeNB.

Bei ausländischen kurzfristigen festverzinslichen Wertpapieren zeigt sich folgende Situation: Von den Geldmarktpapieren im Portefeuille der österreichischen Investoren entfielen zum Jahresende 2001 40% auf Papiere von Emittenten des Euroraums. Die Nettoneuinvestitionen 2002, vorwiegend im ersten Halbjahr, erhöhten diesen Anteil auf 51%, der somit zu Ende Dezember 2002 rund 3 Mrd EUR betrug. Gleichzeitig kam es zu Nettozukäufen bei Geldmarktpapieren von Emittenten, die nicht dem Euroraum angehören. Der Bestand an diesen Papieren betrug 2,8 Mrd EUR zum Jahresende 2002. Die entsprechenden Wertpapierzukäufe wurden vorwiegend im ersten und vierten Quartal 2002 vorgenommen.

Eine Analyse des Inlandsbesitzes an ausländischen Rentenwerten nach Währungen zeigt folgendes Bild: Zum Jahresende 2001 hatten österreichische Investoren zu 74% in Euro denominierte Schuldverschreibungen veranlagt. Auf Grund ihrer Neuinvestitionen 2002 erhöhten sie diesen Anteil auf 77%. Das Vermögen an ausländischen langfristigen festverzinslichen Wertpapieren bestand beim öffentlichen Sektor zu 96% aus in Euro denominierten Schuldverschreibungen. Bei den anderen Sektoren (Bankensystem, institutionelle Anleger, Unternehmen und Private Haushalte) belief sich dieser Anteil auf rund 70%. Weiters erhöhten die inländischen Investoren ihren Besitz an ausländischen Geldmarktpapieren mit dem Euro als Nominalwährung von 0,7 Mrd EUR (60%) zum Jahresende 2001 auf 4,8 Mrd EUR (84%) zu Ende Dezember 2002. Das Vermögen an ausländischen kurzfristigen festverzinslichen Wertpapieren bestand beim öffentlichen Sektor, österreichischen Unternehmen und Privaten Haushalten zu annähernd 100% aus in Euro denominierten Geldmarktpapieren. Etwas anders sieht dies bei institutionellen Anlegern aus, deren entsprechendes ausländisches Portefeuille zu mehr als 50% aus US-Dollar-Geldmarktpapieren besteht.

Bei einer kreuzklassifizierten Analyse von Region und Währung ergibt sich für das Jahresende 2002 aus Sicht der österreichischen Anleger Folgendes:

- Sie investieren mehrheitlich in in Euro denominierte Schuldverschreibungen von Emittenten des Euroraums, zusätzlich erhöhen positive Wertpapierpreiseffekte den Portefeuillebestand.
- Emissionen des Euroraums in anderen Nominalwährungen (das heißt nicht in Euro denominiert) wurden geringfügig verkauft, auf Grund positiver Preis- und Wechselkurseffekte hat sich jedoch ihr Vermögensbestand an langfristigen festverzinslichen Wertpapieren erhöht.
- Sie erwerben in Euro denominierte Schuldverschreibungen anderer ausländischer, das heißt Nicht-Euroraum-Emittenten, und erzielen auch hier positive Wertpapierpreiseffekte.
- Auf Grund von Zukäufen erhöhen sie ihren Bestand an langfristigen festverzinslichen Wertpapieren anderer ausländischer Emittenten mit anderen Nominalwährungen.

Somit ergibt sich für Ende Dezember 2002 folgende Portefeuilleverteilung: Österreicher hatten zu 62% in Euro denominierte Schuldverschreibungen von Emittenten des Euroraums, zu 15% in Euro denominierte Schuldverschreibungen von anderen ausländischen Emittenten; Schuldverschreibungen von Emittenten des Euroraums in anderen Nominalwährungen machten nur 4% aus und Schuldverschreibungen anderer ausländischer Emittenten 20%.

2.2 Auslandsbesitz von österreichischen Rentenwerten (Passivseite)

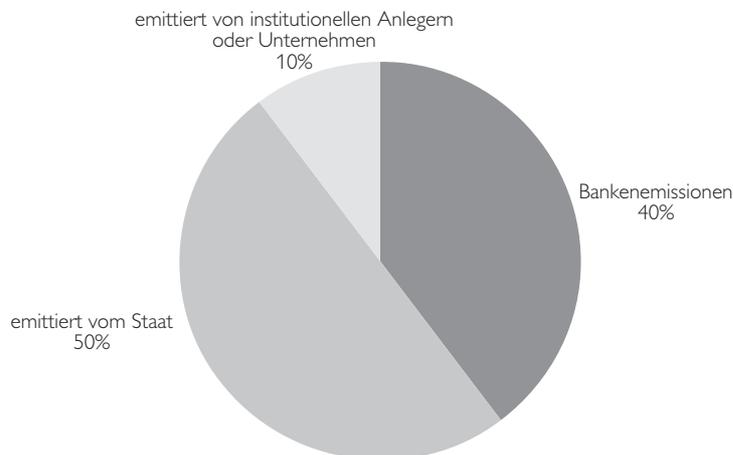
Zum Jahresende 2001 hatten ausländische Investoren österreichische festverzinsliche Wertpapiere im Ausmaß von 178 Mrd EUR gehalten, davon entfielen 96% (170 Mrd EUR) auf Schuldverschreibungen. Im Lauf des Jahres 2002 erwarben sie zusätzliche Rentenwerte in Höhe von 18 Mrd EUR. Infolge negativer Wechselkurseffekte stieg der Auslandsbesitz von österreichischen festverzinslichen Wertpapieren bis Ende Dezember 2002 nur auf 194 Mrd EUR.

Grafik 4

Auslandsbesitz von inländischen festverzinslichen Wertpapieren

gegliedert nach österreichischen Emittentensektoren

Ende Dezember 2002



Quelle: OeNB.

Für ausländische Investoren waren – wie in den vergangenen Jahren – Emissionen des öffentlichen Sektors am attraktivsten. Ausländische Anleger hatten zum Jahresende 2001 Emissionen des öffentlichen Sektors im Ausmaß von 84 Mrd EUR in ihrem Portfolio. Auf Grund weiterer Nettokäufe 2002, wobei mehr als die Hälfte im ersten Quartal 2002 stattfanden, und vorwiegend positiver Preiseffekte erhöhten ausländische Anleger dieses Portefeuille auf 97 Mrd EUR, das sind 50% des Gesamtbesitzes von ausländischen Gläubigern an österreichischen festverzinslichen Wertpapieren.

Auf Grund der Tatsache, dass österreichische Bankenemissionen einen weit aus höheren Fremdwährungsanteil als Emissionen des öffentlichen Sektors haben, ergibt sich für inländische Bankenemissionen folgendes Bild: Zum Jahresende 2001 hatten ausländische Investoren Bankenemissionen im Ausmaß von 75 Mrd EUR in ihrem Portfolio. In der Zeit von Jänner bis Dezember 2002 kauften ausländische Anleger netto österreichische Bankenemissionen um rund 6 Mrd EUR. Infolge negativer Wechselkurseffekte, die jedoch nicht durch positive Preiseffekte kompensiert werden konnten, betrug der Auslandsbesitz an österreichischen Bankenemissionen Ende 2002 nur 77 Mrd EUR.

Eine Analyse des Auslandsbesitzes von österreichischen Rentenwerten nach Währungen zeigt folgendes Bild: Zum Jahresende 2001 hatten ausländische Investoren zu 68% (116 Mrd EUR) inländische, in Euro denominatede Schuldverschreibungen in ihrem Portfolio. Infolge der Neuinvestitionen im Berichtszeitraum und positiver Wertpapierpreiseffekte besaßen sie Ende Dezember 2002 130 Mrd EUR an in Euro denominateden österreichischen langfristigen festverzinslichen Wertpapieren und somit 69%. Bei Schuldverschreibungen in ausländischen Währungen kam es ebenfalls zu Nettokäufen des Auslands (6,3 Mrd EUR). Allerdings ergab sich infolge negativer Wechselkurseffekte eine Auslandsverschuldung Österreichs aus langfristigen festverzinslichen Wertpapieren in ausländischen Währungen in Höhe von rund 58 Mrd EUR.

In der Zeit von Jänner bis Dezember 2002, vorwiegend im ersten Quartal, erwarben ausländische Anleger auch österreichische Geldmarktpapiere mit Nominalwährung Euro. Inländische Geldmarktpapiere in anderen ausländischen Währungen wurden jedoch verkauft und getilgt, diese Verringerung erfolgte hauptsächlich im zweiten Halbjahr 2002. Zum Jahresende 2002 betrug der Auslandsbesitz an in Euro denominateden inländischen Geldmarktpapieren 2,9 Mrd EUR und an kurzfristigen festverzinslichen Wertpapieren in ausländischen Währungen 3,7 Mrd EUR.

Geldvermögensbildung und Finanzierung der nichtfinanziellen Sektoren im Jahr 2002 – Ergebnisse der Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung

Michael Andreasch

I Die Rolle der Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung in der Messung von finanziellen Transaktionen und Finanzbeständen einer Volkswirtschaft

Das System der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen zeigt den gesamten Wirtschaftskreislauf von der Produktion über die Einkommensverteilung bis zum Konsum bzw. zu den Investitionen sowie den daraus resultierenden Finanzierungsbedürfnissen der volkswirtschaftlichen Sektoren. Die Präsentation des Finanzierungskontos erfolgt durch die Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung, die sowohl die finanziellen Transaktionen als auch die finanziellen Vermögensbestände in einer einheitlichen Systematik darstellt. Dabei werden die Transaktionsarten nach ihrer Liquidität und den rechtlichen Merkmalen¹⁾ unterschieden. Die für die Analyse wichtigsten Kategorien sind:

- Einlagen,
- Wertpapiere (Schuldverschreibungen und Anteilsrechte wie z. B. Aktien oder Investmentzertifikate),
- Kredite,
- Versicherungssparprodukte.

Die Sektoren, die in einer solchen Systematik abgebildet werden, werden in der finanziellen Betrachtung nach ihrer Stellung

- als Gläubiger (vor allem die privaten Haushalte²⁾) oder
- als Schuldner (im Regelfall Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und der Staat) eingeteilt.

Der finanzielle Sektor fungiert als Finanzdrehscheibe, während im Fall Österreichs das Ausland in langfristiger Beobachtung Kreditgeber war. Diese Einteilungen der Transaktionsarten und der Sektoren beruhen auf dem für alle EU-Länder verbindlich genormten Europäischen System der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (ESVG 95).

Die Geldvermögensbildung gibt darüber Auskunft, wie viel in einer Periode in Geld oder in Finanztiteln angelegt wird. Die Finanzierungsseite zeigt an, in welchem Ausmaß Investitionen fremdfinanziert werden. Zusammen mit den Transaktionen und Bewertungseffekten stellen die daraus resultierenden Vermögensbestände bzw. Schulden wichtige volkswirtschaftliche Indikatoren dar. Sie tragen dazu bei, Aufschluss über mögliche Entwicklungen zukünftiger Finanzierungsbedingungen oder die zukünftige Nachfrage nach oder das Angebot an Finanzanlagen einzelner volkswirtschaftlicher Sektoren zu geben. Zusätzlich bildet die Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung ab, welche volkswirtschaftlichen Sektoren anderen Sektoren Finanzvermögen zur Verfügung stellen und damit in den Finanzierungskreislauf eingebunden sind.

Auf der Ebene des gesamten Euroraums bietet die Finanzierungsrechnung beispielsweise die Möglichkeit, Zusammenhänge zwischen den Geldmengenaggregaten und den sonstigen, eher langfristigen Finanzanlagen herzustellen, wodurch mögliche Substitutionseffekte abgelesen werden können.

1 Quelle: ESVG 95, 5.20.

2 In der empirischen Analyse werden die Privaten Organisationen ohne Erwerbszweck (z. B. Gewerkschaften, politische Parteien, Kirchen und private Stiftungen) auf Basis einer Konvention in den EU-Staaten derzeit zum Sektor „private Haushalte“ gezählt. Aussagen zu Finanzdaten der privaten Haushalte beziehen daher immer auch die Ergebnisse für die Privaten Organisationen ohne Erwerbszweck mit ein.

Um Entwicklungen im Jahresverlauf zeitnahe analysieren zu können, hat die Europäische Zentralbank (EZB) gemeinsam mit den Nationalen Zentralbanken (NZBen) eine vierteljährliche Darstellung der finanziellen Transaktionen und Bestände entwickelt, die von der EZB regelmäßig publiziert wird. Die Oesterreichische Nationalbank (OeNB) liefert den österreichischen Beitrag zur Finanzierungsrechnung des Euroraums.

Die OeNB wird in Form einer schrittweisen Erweiterung die vierteljährlichen Daten der Finanzierungsrechnung präsentieren. Dieser Bericht enthält ausgewählte Ergebnisse über die Finanzanlagen und die Verschuldung der privaten Haushalte, dargestellt in Grafiken.

2 Rahmenbedingungen für die Geldvermögensbildung und die Finanzierung der österreichischen Volkswirtschaft im Jahr 2002

Die Prognosen für das Wirtschaftswachstum in Europa aber auch in den USA deuteten zu Jahresbeginn 2002 eher auf eine Belebung der Investitionen und des Konsumverhaltens hin. Die Finanzmärkte waren zu diesem Zeitpunkt ebenfalls auf positive Entwicklungen eingestellt, wie beispielsweise die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) in ihrem Quartalsbericht vom März 2003 ausführte.¹⁾ Die das Wirtschaftswachstum stimulierenden Faktoren hielten jedoch nicht über das Gesamtjahr 2002 an. Wirtschaftliche wie auch geopolitische Ereignisse ließen die positive Stimmung im Jahresverlauf in eine negative Tendenz umschlagen. Die Eckdaten für das Gesamtjahr 2002 fielen daher viel schlechter als erwartet aus, wie ausgewählte Indikatoren zeigen:

Das reale Wachstum des Bruttoinlandsprodukts des Euroraums erreichte im Jahr 2002 nur 0,8%, die privaten Konsumausgaben stiegen real nur um 0,6%, und die Bruttoanlageinvestitionen verzeichneten einen Rückgang von 2,6%. Der Aktienindex EURO STOXX sank im Jahr 2002 um rund 33%, nachdem er bereits im Jahr 2001 um 22% gefallen war.²⁾

3 Geldvermögensbildung und Finanzierung der nicht-finanziellen Sektoren im Jahr 2002³⁾

Die Nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (Unternehmen), der Staat und die privaten Haushalte veranlagten im Jahr 2002 23 Mrd EUR; ein Wert, der um rund 10% niedriger ist als die Veranlagungen im Jahr 2001. Davon wurde knapp mehr als die Hälfte direkt bei in- und ausländischen Finanzinstitutionen in Form von Einlagen, Investmentzertifikaten und Versicherungssparprodukten veranlagt bzw. der Bargeldbestand erhöht. Rund 11 Mrd EUR flossen zu nahezu gleichen Teilen in verzinsliche Wertpapiere sowie in Aktien.

Ein Vergleich mit dem Euroraum zeigt, dass bei insgesamt moderaten Zuwachsraten in der Geldvermögensbildung das hohe Wachstum der Geldmenge des Euroraums im Jahr 2002 wesentlich durch Umschichtungseffekte zwischen den einzelnen Veranlagungsarten beeinflusst wurde. Dem Rückgang des Aktien-

¹ Der Bericht enthält Indikatoren wie „Gewinnwarnungen“ und „überraschende Wirtschaftsdaten“.

² Quelle: EZB, Monatsbericht Mai 2003.

³ Redaktionsschluss für alle Daten aus der Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung ist der 28. April 2003. Die nächste Aktualisierung der Daten erfolgt im September 2003.

besitzes stand ein Liquiditätsaufbau gegenüber, der Bargeld und Einlagen um mehr als 5% im Berichtsjahr 2002 steigen ließ. Bei den langfristigen Investitionen dominierten im Jahr 2002 die Finanzinvestitionen in Investmentzertifikate und Versicherungssparprodukte.¹⁾

Die Bargeldhaltung der privaten nichtfinanziellen Sektoren war sowohl im Jahr 2001 als auch im Jahr 2002 durch die physische Einführung des Euro beeinflusst. Nachdem die privaten Haushalte und die Unternehmen den Bargeldbestand in nationaler Währung im Jahr 2001 entweder kurzfristig in Bankeinlagen deponierten oder für Konsumzwecke verwendeten, erhöhten sie ihren Besitz an Münzen und Banknoten im Jahr 2002. In Österreich betrug der Anstieg rund 4 Mrd EUR.

Messung des Bargeldbestands nichtfinanzieller Sektoren

nach Einführung des Euro als Bargeld

Bis zum Jahr 2001 erfolgte die Messung des Bargeldbestands durch eine so genannte Residualmethode: Vom nationalen Bargeldumlauf wurden die Bestände des finanziellen Sektors (Direktdaten), des Auslands (Schätzung basierend auf Daten aus der Zahlungsbilanzstatistik) und der Bargeldbestand des Staats saldiert. Der verbleibende Bargeldumlauf wurde den nichtfinanziellen Sektoren, Unternehmen und privaten Haushalten auf Basis von Schätzungen anteilig zugeordnet.

Mit der Einführung des Euro als Bargeld ist das gesamte Eurosystem Emittent von Banknoten bzw. geben nationale Stellen Münzen für den Euroraum aus. Eine Abgrenzung für jeden Mitgliedstaat ist daher nicht mehr gegeben. Um dennoch den Bargeldbestand des privaten nichtfinanziellen Sektors je Mitgliedstaat berechnen zu können, hat die EZB gemeinsam mit den NZBen ein Modell entwickelt: Vom gesamten Bargeldumlauf im Euroraum werden die Euro-Bargeldbestände außerhalb des Euroraums (mittels Daten über die Bargeldversendung der Banken aus den nationalen Zahlungsbilanzstatistiken berechnet), die Bargeldbestände des finanziellen Sektors und der öffentlichen Stellen saldiert. Für die Aufteilung des Saldos auf die nichtfinanziellen privaten Sektoren in den einzelnen Mitgliedstaaten werden die Entwicklung der Sicht- und Termineinlagen bei MFIs sowie das Wirtschaftswachstum zur Entwicklung des Bargelds in Beziehung gesetzt. Für die Berechnung wurden Basiswerte aus den Jahren 1995 bis 2000 analysiert.

Der Finanzierungsbedarf der nichtfinanziellen Sektoren belief sich im Jahr 2002 auf 22,4 Mrd EUR. Damit war er um rund 25% geringer als im Jahr 2001. Während sich der Staat vor allem durch Nettoemissionen von verzinslichen Wertpapieren im Wert von 7,3 Mrd EUR im Jahr 2002 finanzierte, verschuldeten sich die Nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und die privaten Haushalte über Kredite in Höhe von 15 Mrd EUR.

¹ Quelle: Presseaussendung der EZB zur Finanzierung und zu den finanziellen Investitionen der nichtfinanziellen Sektoren im vierten Quartal 2002 bzw. im Jahr 2002 vom 21. Mai 2003.

4 Geldvermögensbildung und Finanzierung der privaten Haushalte im Jahr 2002

Die privaten Haushalte reagierten in der Geldvermögensbildung und Finanzierung sowohl auf wirtschaftliche Unsicherheiten als auch auf die ungünstigen Entwicklungen auf den Finanzmärkten.

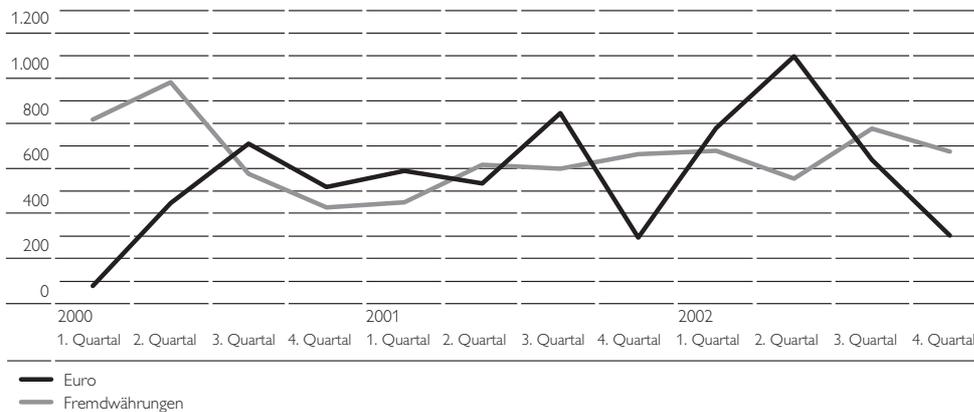
Das verfügbare Nettoeinkommen der privaten Haushalte dürfte nach ersten Berechnungen im Berichtsjahr auf nomineller Basis um maximal 3% und damit zwar etwas stärker als im Jahr 2001 (2,4%), im Vergleich zum Durchschnitt der drei Jahre 1998 bis 2000 jedoch relativ gering gestiegen sein.¹⁾ Bei schwacher Konjunktur und steigender Arbeitslosigkeit verzeichnete der Privatkonsum eine nominelle Steigerung um 2,7% (2001: 3,5%).

Die Kreditnachfrage der privaten Haushalte blieb im Vergleich zum Jahr 2001 auch im Berichtsjahr konstant hoch. Der größte Teil der gesamten Neuverschuldung in Höhe von 4,6 Mrd EUR wurde bei inländischen Banken aufgenommen, wobei Konsumkredite einen Anteil von mehr als 40% hatten. Für Wohnbaukredite wurden von den privaten Haushalten auch im Berichtsjahr Fremdwährungsfinanzierungen in Anspruch genommen, die Neuverschuldung in Fremdwährung belief sich auf 2,7 Mrd EUR. In den Euro-Finanzierungen sind auch Ankäufe von Wohnbaudarlehen einzelner Bundesländer enthalten. Dies gilt für das erste und vierte Quartal 2001 sowie für die ersten beiden Quartale im Jahr 2002.

Grafik 1

Bankkredite an private Haushalte

Transaktionen in Mio EUR



Quelle: OeNB.

Die geringe Konsumneigung führte im Jahr 2002 zu einer höheren Sparleistung. Die Sparquote, der Anteil des Nettosparens am verfügbaren Nettoeinkommen²⁾, dürfte nach ersten Berechnungen³⁾ gegenüber dem Vorjahr mini-

1 Die realen Einkommenszuwächse auf Basis von IHS- und WIFO-Prognosen von vom März 2003 dürften sich im Jahr 2002 auf 1% belaufen haben, die Prognose der OeNB berechnet einen realen Einkommenszuwachs von nur 0,5%.

2 Nettoeinkommen einschließlich der Ansprüche gegenüber Pensionseinrichtungen.

3 Die aktuelle Prognose der OeNB vom Frühjahr 2003 ermittelt eine Abschwächung der Sparquote auf 7,1%, der IHS- und WIFO-Prognose von vom März 2003 zufolge stagniert die Sparquote bei 7,5%.

mal gestiegen sein und erreichte einen prognostizierten Wert von 7,5% (2001: 7,4%).

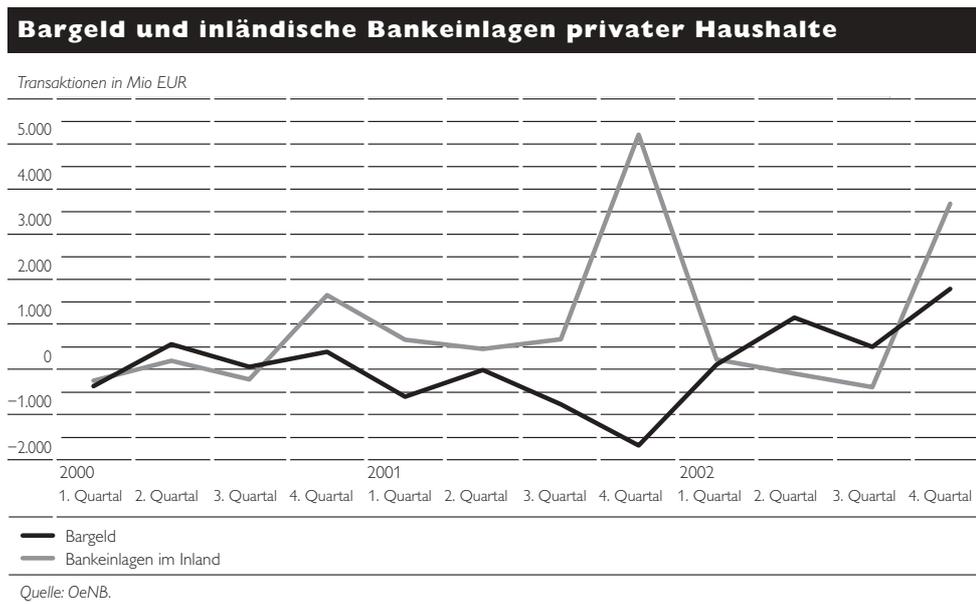
Ein Großteil der Ersparnis der privaten Haushalte wurde in Geldvermögen angelegt.

Die gesamte Geldvermögensbildung erreichte im Jahr 2002 einen Wert von rund 12,6 Mrd EUR und war damit um rund 14% höher als im Jahr 2001. Die Anleger zeigten sich bei der Wahl der Veranlagungen risikoavers.

Die privaten Haushalte investierten dabei ein Drittel in Finanzanlagen, die von Banken angeboten wurden. Neben den Einlagen in Höhe von rund 3,4 Mrd EUR kauften sie um 1,1 Mrd EUR Schuldverschreibungen. Bei den Bankemissionen handelt es sich zum Großteil um steuerlich begünstigte Wohnbau-Wandelschuldverschreibungen. Die im Jahr 2002 über Internet verkauften Bundesschätze wurden von privaten Haushalten um knapp mehr als 100 Mio EUR erworben.

Zusätzlich zum Erwerb von Einlagen und Schuldverschreibungen erhöhten die privaten Haushalte ihren Bestand an Bargeld im Berichtsjahr um rund 3,6 Mrd EUR, nachdem sie ihre Schillingbestände im Jahr 2001 im Wert von 3 Mrd EUR aufgelöst hatten.

Grafik 2

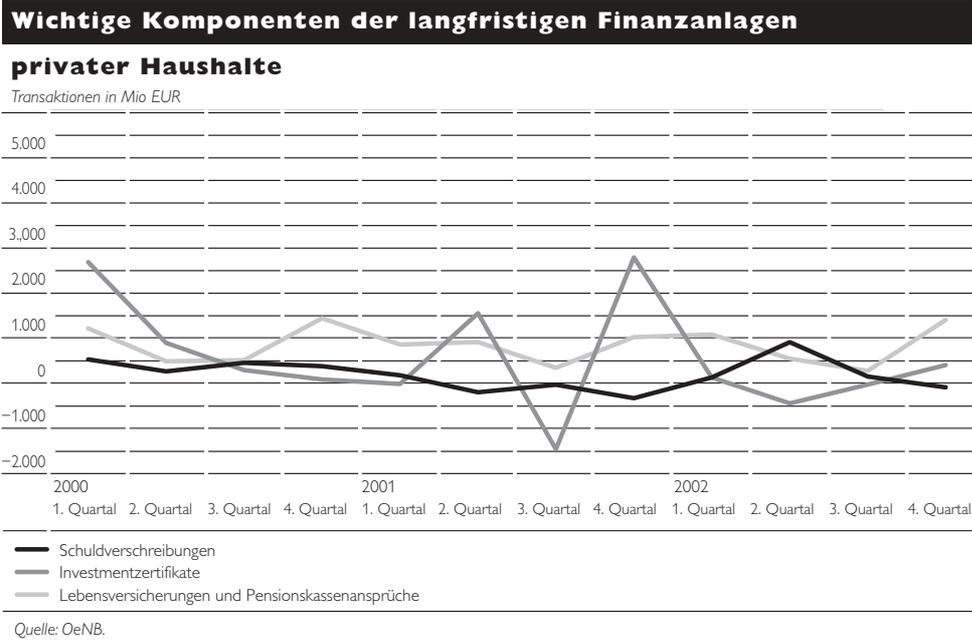


Bei den sonstigen Finanzanlagen sind folgende Entwicklungen festzustellen: Betrag der Erwerb von Aktien und Investmentzertifikaten im Jahr 2001 3,8 Mrd EUR, so erwarben die privaten Haushalte diese Finanzanlagen im Berichtsjahr nur noch um 900 Mio EUR. Maßgeblich für diese Entwicklung war die sehr zurückhaltende Nachfrage nach inländischen Investmentzertifikaten. Während im Jahr 2001 rund 30% des netto neu aufgelegten Fondsvolumens von privaten Haushalten erworben wurde, reduzierte sich der Anteil auf nur 5%¹⁾ im Jahr 2002.

¹ Als Referenzwert wurde die Nettoveränderung des Fondsvolumens herangezogen, bereinigt um Kurswertveränderungen und um die transaktionsbedingte Veränderung des Eigenbesitzes der Investmentfondsgesellschaften.

Dagegen blieben im Vergleich zum Jahr 2001 die Zuwächse für die Privativorsorge in Form von Lebensversicherungen und Pensionskasseneinzahlungen im Jahr 2002 konstant hoch. Von den insgesamt 3,7 Mrd EUR, die in Versicherungssparprodukte investiert wurden, entfielen wie im Jahr 2001 rund drei Viertel auf Einzahlungen in Lebensversicherungen.

Grafik 3



Der Saldo aus Geldvermögensbildung abzüglich der Finanzierung ergibt den Finanzierungssaldo. Als Gläubigersektor erzielten die privaten Haushalte einen Überschuss von rund 8 Mrd EUR im Jahr 2002 (2001: 7,1 Mrd EUR). Der positive Saldo der privaten Haushalte und der des finanziellen Sektors waren im Berichtsjahr höher als der Nettofinanzierungsbedarf der Unternehmen und des Sektors Staat. Die gesamte Volkswirtschaft erreichte daher im Jahr 2002, erstmals seit einem Jahrzehnt, einen Nettofinanzierungsüberschuss gegenüber dem Ausland in Höhe von 1,1 Mrd EUR.

Das gesamte Geldvermögen der privaten Haushalte erreichte zum Stichtag 31. Dezember 2002 einen Wert von 290 Mrd EUR (2001: 281 Mrd EUR), das ist mehr als das Zweifache des verfügbaren Einkommens dieses Sektors. Während der Zuwachs an Finanzanlagen das Geldvermögen steigerte, mussten die privaten Haushalte Bewertungsverluste für Teile ihrer Veranlagungen hinnehmen. Speziell die Kursverluste auf den internationalen Aktienmärkten drückten den Marktwert der im Besitz dieses Sektors befindlichen Investmentzertifikate und Aktien. Für das Jahr 2002 wurde ein buchmäßiger Verlust von rund 3,5 Mrd EUR errechnet.

Die Verschuldung der privaten Haushalte stieg im Berichtsjahr von 85,3 auf knapp 90 Mrd EUR.

5 Geldvermögensbildung und Finanzierung der Nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Jahr 2002

Die Ertragslage der Unternehmen dürfte im Jahr 2002 rückläufig gewesen sein. Basierend auf Schätzungen für die Sachgüterindustrie erreichte der Cash-Flow 9,8% des Umsatzes in dieser Industriesparte. Im Jahr 2001 hatte die Cash-Flow-Quote trotz des schlechten Konjunkturmehrfelds noch 11,3% betragen.¹⁾ Auch die Eigenkapitalfinanzierung durch ausländische Direktinvestoren verringerte sich im Jahr 2002. Der Transaktionswert der Direktinvestitionen nach Österreich lag im Jahr 2001 bei rund 5,4 Mrd EUR, während im Jahr 2002 nur 1,4 Mrd EUR aus diesem Titel nach Österreich flossen.

Die Nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften verringerten markant ihre Bruttoanlageinvestitionen, insbesondere die Ausrüstungsinvestitionen gingen (auf nomineller Basis) im Jahr 2002 gegenüber dem Jahr 2001 um 9,2% zurück.

Die im Jahr 2002 in Anspruch genommenen Finanzierungen der Nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften machten 12,1 Mrd EUR aus, wovon neun Zehntel durch Kredite aufgebracht wurden. Im Jahr 2001 hatte die Neuverschuldung noch rund 21 Mrd EUR erreicht.

In der Vergangenheit waren die Monetären Finanzinstitute (MFIs) der dominierende Sektor bei der Kreditvergabe an Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften. Zwischen 1999 und 2001 betrug ihr Anteil 40% an der gesamten Finanzierung sowie 60% innerhalb der Kreditfinanzierung. Die ersten Ergebnisse für das Jahr 2002 zeigen, dass die Banken in Österreich bei der Kreditvergabe sehr zurückhaltend waren. Hier dürften geänderte Risikoeinschätzungen eine Rolle spielen, eine Entwicklung, die im ganzen Euroraum feststellbar ist. Per saldo kam es im Jahr 2002 zu Nettotilgungen von Bankkrediten in Höhe von 2,3 Mrd EUR, wobei die in Fremdwährung finanzierten Kredite einen Zuwachs von rund 500 Mio EUR aufwiesen.

Die Kreditaufnahme staatsnaher Unternehmen erfolgte teilweise durch die so genannte Rechtsträgerfinanzierung. Die im Staatsbesitz befindlichen Kapitalgesellschaften bekamen im Jahr 2002 Kredite vom Zentralstaat in Höhe von 2,3 Mrd EUR zur Verfügung gestellt. Die Refinanzierung dieser Kredite durch den Staat erfolgte im Regelfall durch Wertpapieremissionen.

Eine wesentliche Finanzierungsform ist die Kreditaufnahme im Ausland, entweder durch konzerninternes Cash-Management bzw. Kredite zwischen verbundenen Unternehmen oder bei ausländischen Finanzinstituten. Im Berichtsjahr wurden Auslandskredite im Ausmaß von über 10 Mrd EUR aufgenommen.

Die Finanzierung über die Emission von Schuldverschreibungen wurde im Jahr 2002 von zwei gegenläufigen Entwicklungen beeinflusst. Inländische Unternehmen, vor allem aus der Lebensmittel- und Fahrzeugindustrie, haben auf dem heimischen Kapitalmarkt in Euro denominatede langfristige Anleihen im Gesamtausmaß von rund 1,4 Mrd EUR aufgenommen. Emittenten von Fremdwährungsanleihen, vor allem staatsnahe Unternehmen, tilgten Wertpapiere im Jahr 2002. Per saldo kam es daher zu keiner nennenswerten Finanzierung über langfristige, verzinsliche Wertpapiere im Jahr 2002.

Die Passivseite der Vermögensbilanz im Sektor der inländischen Nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften betrug zum Stichtag 31. Dezember 2002

¹ Quelle: WIFO, Monatsberichte 3/2003.

271,2 Mrd EUR (2001: 261,4 Mrd EUR). Rund drei Viertel entfielen auf Fremdkapital, das zu 90% aus Krediten bestand.

Gleichzeitig erhöhten die Nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften ihr Finanzvermögen im Jahr 2002 um 6,6 Mrd EUR. Der Anlageschwerpunkt lag mit 3,1 Mrd EUR bei Direktinvestitionen im Ausland.

Anhang

Tabelle 1

Geldvermögensbildung und Finanzierung der privaten Haushalte¹⁾

	2000	2001	2002 ²⁾
<i>in Mio EUR</i>			
Geldvermögensbildung			
Bargeld	692	- 3.004	3.597
Sicht- und Termineinlagen	1.448	7.020	3.452
festverzinsliche Wertpapiere	1.829	- 374	1.170
Aktien und andere Anteilsrechte	1.672	957	765
Investmentzertifikate	4.000	2.916	114
Versicherungssparprodukte	4.186	3.512	3.708
Kredite und sonstige Forderungen	189	0	- 237
Geldvermögensbildung insgesamt	14.016	11.028	12.570
Finanzierung			
kurzfristige Kredite	- 769	49	619
langfristige Kredite	5.316	3.915	3.699
sonstige Verbindlichkeiten	94	6	279
Finanzierung insgesamt	4.641	3.970	4.597
Finanzierungssaldo	9.375	7.058	7.973

Quelle: OeNB.

¹⁾ Einschließlich Privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

²⁾ Vorläufige Daten.

Tabelle 2

Geldvermögensbildung und Finanzierung der Nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften

	2000	2001	2002 ¹⁾
<i>in Mio EUR</i>			
Geldvermögensbildung			
Bargeld	77	- 1.112	344
Sicht- und Termineinlagen	766	1.689	880
festverzinsliche Wertpapiere	503	234	732
Aktien und andere Anteilsrechte	3.862	6.042	3.590
davon Direktinvestitionen im Ausland	4.145	2.870	3.144
Investmentzertifikate	2.276	821	0
Kredite und sonstige Forderungen	2.502	1.034	1.046
Geldvermögensbildung insgesamt	9.985	8.709	6.592
Finanzierung			
kurzfristige Kredite	4.376	- 1.034	1.907
langfristige Kredite	13.657	12.589	8.776
festverzinsliche Wertpapiere	2.116	576	- 179
Aktien und andere Anteilsrechte	4.361	8.960	1.848
davon Direktinvestitionen vom Ausland	2.308	5.414	1.357
sonstige Verbindlichkeiten	- 2.544	- 183	- 228
Finanzierung insgesamt	21.966	20.909	12.124
Finanzierungssaldo	-11.981	-12.199	- 5.532

Quelle: OeNB.

¹⁾ Vorläufige Daten.

INTERNATIONALE WIRTSCHAFT

Entwicklungen in ausgewählten Industrieländern außerhalb der EU

Ingrid Haar-Stöhr

Redaktionsschluss:
17. Juni 2003

USA

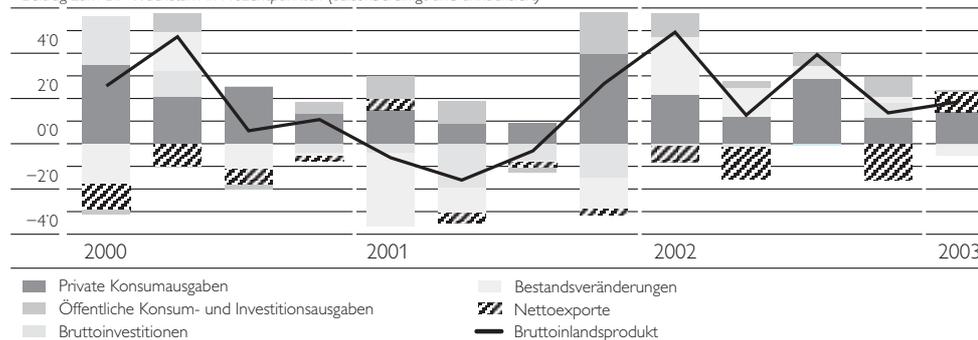
Fortsetzung der schwachen konjunkturellen Dynamik des vierten Quartals 2002 im ersten Quartal 2003;

Aussichten für eine nachhaltige Erholung im zweiten Halbjahr 2003 ungewiss

Nach einer schwachen konjunkturellen Entwicklung in den letzten drei Monaten 2002 (reales BIP-Wachstum: 1,4% annualisiert gegenüber dem Vorquartal) setzte sich diese im ersten Quartal 2003 mit einem realen BIP-Wachstum von 1,9% (revidiert) fort. Negativ wirkten sich insbesondere der hohe Erdölpreis sowie das auf Grund der Unsicherheiten im Zusammenhang mit dem Irak-Konflikt deutlich gesunkene Verbrauchervertrauen aus. Dennoch blieben die Konsumenten die wichtigste Stütze der US-Konjunktur. Ihre Ausgaben stiegen zwischen Jänner und März 2003 um 2,0% (viertes Quartal 2002: +1,7%). Die Unternehmensinvestitionen hingegen gingen in diesem Zeitraum um 4,8% im Vorquartalsabstand (auf Jahresbasis) zurück. Die anhaltende Expansion des privaten Wohnbaus lieferte wieder einen Wachstumsimpuls.

Wachstum der Komponenten des realen BIP gegenüber dem Vorquartal

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



Quelle: Bureau of Economic Analysis.

Für das zweite Quartal 2003 wird in den meisten Prognosen ein etwas kräftigeres Wachstum erwartet. Dies dürfte in erster Linie auf einem gestiegenen Verbrauchervertrauen basieren, das sich im April und Mai 2003 deutlich verbesserte. Für die zweite Jahreshälfte 2003 wird vor allem auf Grund des Nachlassens der geopolitischen Spannungen mit einem weiteren Vertrauenszuwachs gerechnet, der gemeinsam mit dem zusätzlichen Konjunkturimpulspaket der Regierung die privaten Konsum- und Investitionsausgaben ankurbeln sollte. Schätzungen gehen von einem Wachstumsimpuls dieses in der zweiten Maihälfte 2003 verabschiedeten Pakets von rund 1 Prozentpunkt im zweiten Halbjahr 2003 aus, wobei der Großteil bereits im dritten Quartal wirksam werden sollte. Der schwächere US-Dollar wirkt ebenfalls konjunkturstimulierend. Voraussetzung für einen nachhaltigen Konjunkturaufschwung ist nach wie vor eine deutliche Wiederbelebung der im jüngsten Wirtschaftsabschwung stark geschrumpften Unternehmensinvestitionen. Der Chairman der US-Notenbank, Alan Greenspan, zeigte sich in seiner jüngsten Rede vor dem Wirtschaftsausschuss des Kongresses bezüglich eines Wirtschaftsaufschwungs

vorsichtig optimistisch, vertrat jedoch die Ansicht, dass nach dem Ende des Irak-Konflikts noch nicht genügend Informationen für eine sichere Einschätzung des Zustands und der Aussichten der US-Wirtschaft vorliegen. Seiner Ansicht nach würden die starke Steigerung der Produktivität und die bessere Stimmung auf den Aktienmärkten das Wachstum begünstigen. Verhältnismäßig positiv ist auch das jüngste „Beige Book“ der US-Notenbank zu werten, in dem für den Zeitraum April/Mai 2003 erste Anzeichen einer allmählichen Belebung der Wirtschaftsaktivitäten festgestellt wurden. Der allgemeine Wirtschaftsverlauf wird allerdings als weiterhin schleppend bezeichnet.

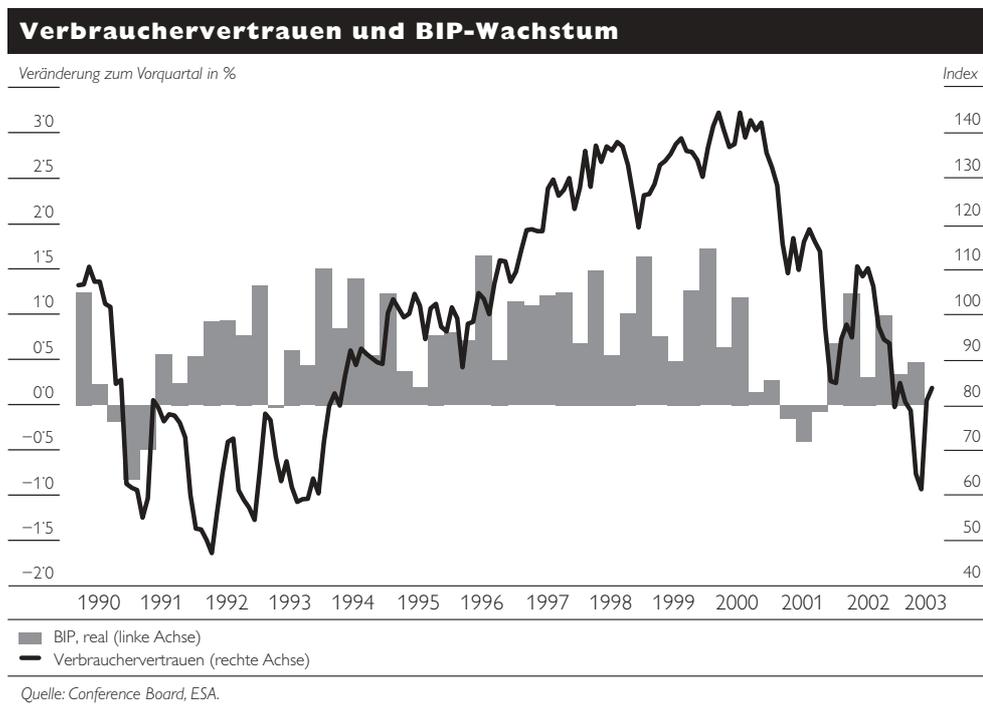
Für das Gesamtjahr 2003 liegen die Prognosen für das reale BIP-Wachstum im Durchschnitt bei etwas über 2% (Consensus: 2,3%). Im Jahr 2004 wird allgemein ein beschleunigtes Wachstum von rund 3,5 bis 4% erwartet.

Die wichtigsten Abwärtsrisiken für die US-Konjunktur liegen in einem möglichen Vertrauensverlust internationaler Investoren auf Grund des steigenden „Zwillingsdefizits“ (US-Leistungsbilanzdefizit über 5% des BIP, Budgetdefizit etwa 4% des BIP im Jahr 2003). Ein derartiger Vertrauensverlust könnte mit erhöhter Volatilität auf den Kapital- und Devisenmärkten einhergehen.

Fortsetzung der wichtigen Rolle des privaten Konsums als Konjunkturstütze

Der Konsum spielte während der vergangenen dreieinhalb Jahre die Rolle des Konjunkturmotors, dürfte diese auch im verbleibenden Jahr 2003 beibehalten und damit einen positiven Beitrag zum Wachstum der Gesamtwirtschaft leisten. Diese Einschätzung beruht auf einer erwarteten Fortsetzung des Anstiegs der verfügbaren Realeinkommen (+1,1% p. a. im ersten Quartal 2003, nach 2,4% im vierten Quartal 2002) als Folge niedriger Inflation, hoher Produktivitätssteigerungsraten, von Einkommensteuersenkungen sowie auf dem anhaltenden Boom bei Hauspreisen und Hypothekenrefinanzierungen (begünstigt durch niedrige Zinsen). Die Konsumwachstumsraten dürften jedoch in Zukunft weniger kräftig ausfallen, bedingt durch die schwache Arbeitsmarktlage und die hohe Verschuldung der privaten Haushalte.

Der Index des Verbrauchervertrauens des privaten Wirtschaftsforschungsinstituts Conference Board festigte sich im Mai 2003 weiter auf 83,8 Punkte. Der kumulierte Anstieg von April und Mai 2003 betrug 22,4 Punkte und war der stärkste seit Ende 1992; dennoch wurde lediglich das Niveau von November 2002 erreicht. Getragen wurde der Zuwachs im Mai allerdings ausschließlich von einer Expansion um 10 Punkte des Teilindex der Erwartungen, während der die aktuelle Lage abbildende Teilindex rückläufig war. Die deutliche Erholung des Konsumentenvertrauens nach Beendigung des Irak-Konflikts weist ein ähnliches Muster auf wie nach dem Ende des zweiten Golf-Kriegs im März 1991, als der kräftige Vertrauenszuwachs ebenfalls in einem Sprung der Erwartungskomponente nach oben begründet lag. Danach sank das Vertrauen jedoch zehn Monate hindurch und übertraf erst im Jänner 1994 das Niveau von März 1991. Die zuletzt von der Universität Michigan veröffentlichten Konsumentenvertrauenszahlen (vom 13. Juni 2003) tendieren in diese Richtung. In der ersten Junihälfte sank das Konsumentenvertrauen unerwartet um fast 5 Punkte, wobei insbesondere die Erwartungskomponente stark rückläufig war. Damit könnte die jüngste Entwicklung signalisieren, dass reale Ver-



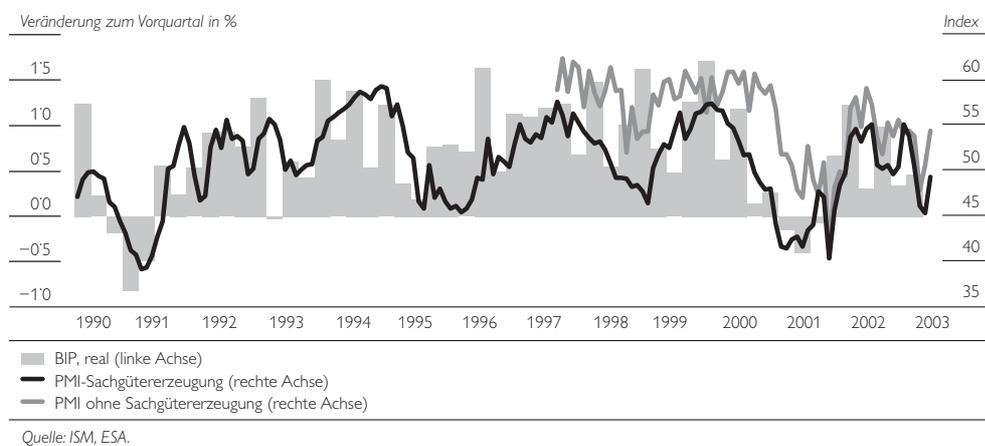
besserungen der harten Wirtschaftsindikatoren, insbesondere den Arbeitsmarkt betreffend, zur Erzielung eines nachhaltigen Vertrauenszuwachses erforderlich sind.

Signale für eine Belebung von Industrie- und Dienstleistungssektor

Da eine Erholung des Industriesektors eine wichtige Voraussetzung für ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum in den USA darstellt, wird derzeit besonderes Augenmerk auf die wirtschaftlichen Indikatoren geworfen, die dieses widerspiegeln sollen. Dazu gehört an vorderster Stelle der ISM-Index (Institute for Supply Management), der die Antworten von Einkaufsmanagern in über 350 Industrieunternehmen abbildet und dessen Bedeutung auch durch die relativ frühe Veröffentlichung – bereits zu Monatsbeginn – erhöht wird. Der Einkaufsmanagerindex für die US-Industrie, der seit Jahresbeginn 2003 rückläufig ist, erreichte im April mit 45,4 Punkten den tiefsten Wert seit Oktober 2001 und konnte sich im Mai 2003 mit einer Annäherung an die Schwelle der Expansion (49,4 Punkte) deutlich verbessern. Dazu trugen insbesondere die Komponenten Produktion, Bestellvolumen und Auftragsbestand bei, die über die 50-Punkte-Marke stiegen und sich erstmals seit zwei Monaten wieder positiv entwickelten. Dies könnte eine beginnende Erholung des Industriesektors nach dem Rückschlag im Zusammenhang mit dem Irak-Krieg signalisieren.

Der Konjunkturindikator der Einkaufsmanager für den Dienstleistungssektor erhöhte sich nach einem Anstieg im April 2003 über die Schwelle von 50 Punkten weiter auf 54,5 Punkte und signalisiert damit eine positive Dynamik in diesem Bereich. Die Auftragseingänge stiegen deutlich, wobei der Zuwachs der Inlandsnachfrage nicht mit einer Zunahme der Auslandsnachfrage einherging: Die Exportaufträge waren leicht rückläufig. Trotz der expansiveren Geschäftsaktivität verharrte der Beschäftigungsindex unter 50 Punkten und

Geschäftsklima und Wachstum



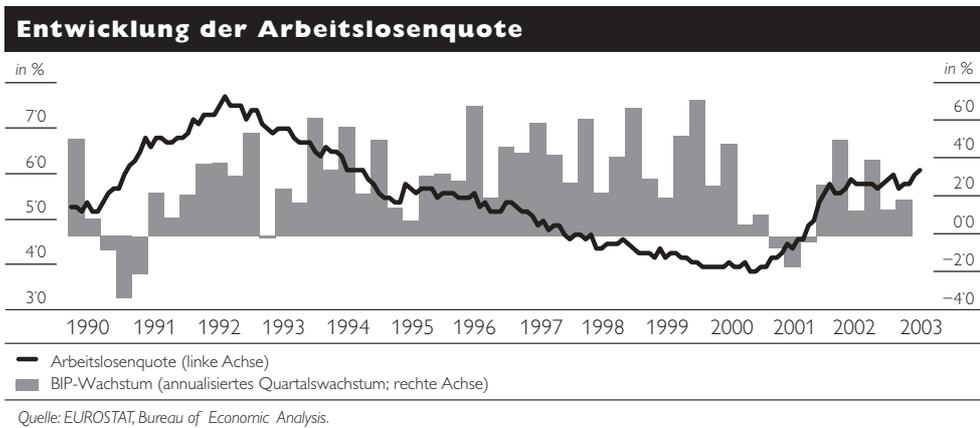
deutet damit darauf hin, dass die Unternehmen noch keine neuen Arbeitskräfte einstellen.

Die Industrieproduktion könnte im April 2003 ihren Tiefpunkt erreicht haben. Im Mai stieg sie (+0,1%) im Vormonatsvergleich erstmals seit drei Monaten (April: -0,6%). Die Kapazitätsauslastung stagnierte im Mai bei 74,3% auf dem niedrigen Niveau vom April, war aber zumindest nicht weiter rückläufig. Bei einer mittelfristigen Betrachtung zeigt sich die länger anhaltende Schwäche des Industriesektors: Auf Basis von Zwölf-Monats-Durchschnitten erreichten die Auftragseingänge ihren letzten Höhepunkt im November 2000 und fielen anschließend um 9,1% bis Juni 2002. Seither sind sie lediglich um 2% gestiegen und liegen derzeit auf dem Niveau vom August 1999. Kräftigere Konsum- und Investitionsausgaben sowie eine stärkere Exportdynamik sind für eine nachhaltige Belebung des Industriesektors erforderlich.

Höchste Arbeitslosenquote seit neun Jahren;

Dynamik des Beschäftigungsabbaus jedoch rückläufig

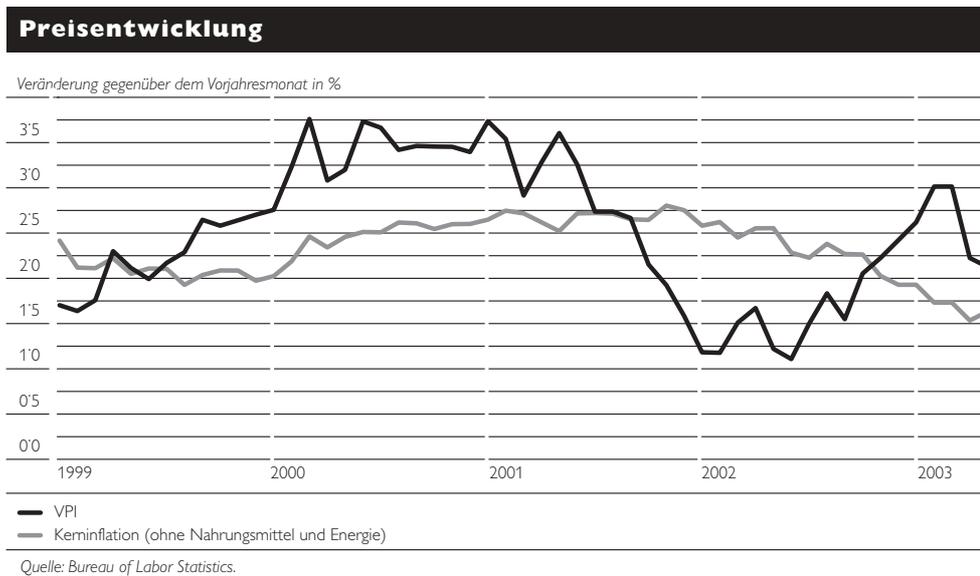
Im Mai 2003 stieg die Arbeitslosenquote auf 6,1% und erreichte mit insgesamt rund 9 Millionen Arbeitslosen den höchsten Stand seit Juli 1994. Positiv ist jedoch die Tatsache, dass das Tempo des Beschäftigungsabbaus in den vergangenen Monaten deutlich zurückgegangen ist. Im Mai wurden außerhalb der Landwirtschaft nur 17.000 Stellen abgebaut. Als Folge umfangreicher Revisionen in der Arbeitsmarktstatistik, die zu einer besseren Erfassung des Dienstleistungssektors beitragen sollen, ergibt sich für die ersten fünf Monate des Jahres 2003 ein relativ moderater Stellenabbau von 131.000 (die alte Zeitreihe ergab einen Verlust von rund 500.000 Arbeitsplätzen). Keine Erholung ist bis dato im Industriesektor zu verzeichnen: Die Zahl der industriellen Arbeitsplätze ging im Mai um 53.000 zurück. Seit Juli 2000 wurden im Industriesektor 2,6 Millionen Arbeitsplätze vernichtet. Die Befürchtung, dass die Erholung der US-Wirtschaft eine so genannte „jobless recovery“ sein könnte, das heißt eine Wachstumsperiode, in der netto keine neuen Arbeitsplätze geschaffen werden, besteht weiterhin. Wie die Vergangenheit zeigt, muss die Wirtschaft in mindestens zwei aufeinander folgenden Quartalen mit einer Jahresrate von rund 3% expandieren, damit der Beschäftigungsgrad wieder steigt.



Verbraucherpreise stagnieren

Die Verbraucherpreise stagnierten im Mai 2003 auf dem Niveau des Vormonats (vor allem wegen eines Rückgangs der Energiepreise um 3,1%), nachdem sie im April im Vormonatsvergleich um 0,3% rückläufig waren. Die Jahresinflationsrate ging im Mai auf 2,1, nach 2,2% im April zurück. Die Kernrate stieg im Mai um 0,3% gegenüber dem Vormonat. Diese Entwicklung dürfte die jüngst immer wieder geäußerten Ängste vor einem Abgleiten der US-Wirtschaft in eine Phase der Deflation abschwächen.

Consensus Forecasts prognostizieren für die USA für 2003 und 2004 eine Inflationsrate von 2,3 bzw. 2,1%, die diesbezügliche Frühjahrsprognose der OECD liegt bei 2,4 bzw. 1,7%.



Federal Funds Rate unverändert bei 1,25%;

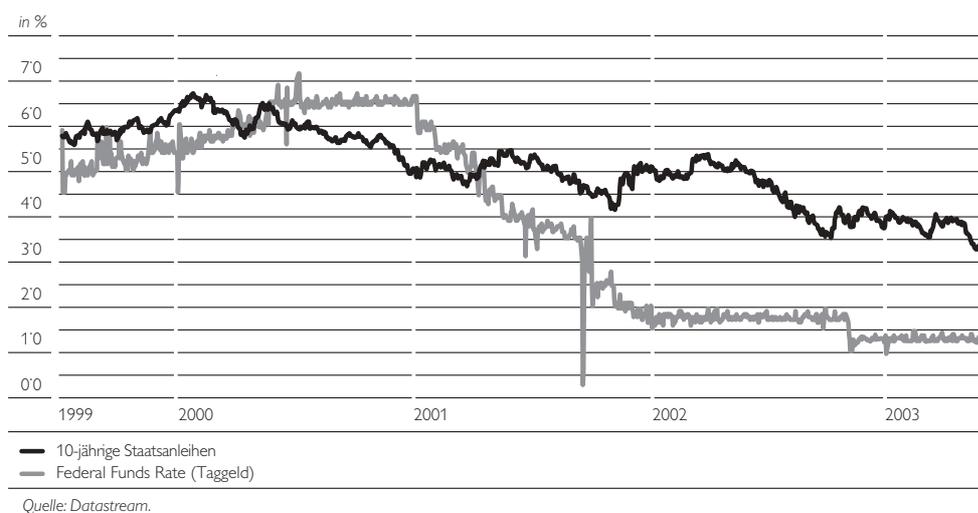
US-Notenbank sieht ein Überwiegen der Abwärtsrisiken für die Wirtschaft

Anlässlich der einzigen Senkung des Zielsatzes der Federal Funds Rate im Jahr 2002 um 50 Basispunkte (6. November) auf 1,25% beschloss das Federal Open Market Committee (FOMC) der US-Notenbank, zu einer ausgeglichenen

Risikobeurteilung zwischen den Zielen Wirtschaftswachstum und Preisstabilität überzugehen.

Bei den beiden letzten FOMC-Sitzungen am 18. März 2003 (knapp vor Beginn des Irak-Kriegs) und am 6. Mai 2003 (kurz nach Beendigung dieses militärischen Konflikts) beließ die US-Notenbank den Zielsatz der Federal Funds Rate unverändert bei 1,25%. Am 18. März 2003 verzichtete sie auf die sonst übliche Bekanntgabe einer Risikobeurteilung bezüglich des künftigen Wirtschafts- bzw. Inflationsverlaufs und begründete dies mit den außerordentlich großen geopolitischen Unsicherheiten, die einer sinnvollen Beurteilung entgegenstünden. Am 6. Mai 2003 änderte die US-Notenbank ihren Ausblick in Richtung eines Überwiegens der Risiken einer schwachen Konjunktur. Damit signalisierte sie die Möglichkeit einer weiteren Zinssenkung. Zusätzlich fügte sie in einer kurzen Erklärung hinzu, dass die Gefahr einer Deflation zwar gering, jedoch höher einzustufen sei als die Gefahr eines neuen Inflationsschubs. Die nächste FOMC-Sitzung findet am 24./25. Juni 2003 statt, wobei die Märkte derzeit mit einer weiteren Reduktion des Leitzinssatzes rechnen.

Zinsentwicklung



Weitere Verschlechterung der Haushaltslage; neues Konjunkturstimulierungspaket in der zweiten Maihälfte 2003 verabschiedet

Mitte April 2003 wurde ein Ergänzungshaushalt in Höhe von 79 Mrd USD verabschiedet, wobei der Großteil der Finanzierung des Irak-Kriegs (60 Mrd USD) dient. Das Haushaltsbüro des US-Kongresses erhöhte Mitte Juni 2003 seine Schätzung für das Defizit des laufenden Fiskaljahres (per 30. September 2003) auf mehr als 400 Mrd USD. Die Korrektur um rund 100 Mrd USD gegenüber der letzten Schätzung geht zu etwa 60% auf das jüngste Steuersenkungspaket und zu rund 40% auf die sinkenden Steuererlöse und die gestiegenen Ausgaben (vor allem wegen des Irak-Kriegs) zurück. In den abgelaufenen acht Monaten des Haushaltsjahres 2003 wurde mit 291 Mrd USD bereits ein doppelt so hohes Defizit wie im Vergleichszeitraum des Vorjahres kumuliert und das absolute Rekorddefizit des Gesamthaushaltsjahres 1992 von 290 Mrd USD übertroffen

(im Verhältnis zum BIP liegt es mit rund 4% allerdings noch deutlich unter den 1983 erreichten 6% des BIP). Für das Fiskaljahr 2004 wird ein weiterer Anstieg des Defizits auf 500 Mrd USD bzw. 4·5% des BIP prognostiziert. Der deutlich gestiegene Kapitalbedarf des Staats hat bis dato auf dem Anleihemarkt zu keinen Problemen geführt: Der Staat kann Kapital so günstig wie zuletzt vor mehr als vier Jahrzehnten aufnehmen, bedingt durch eine indirekte Zusicherung der US-Notenbank, die Leitzinsen wegen latenter Deflationsgefahr auf absehbare Zeit nicht zu erhöhen.

Der US-Kongress stimmte am 23. Mai 2003 einem neuen Steuersenkungs- und Ausgabenpaket in Höhe von rund 350 Mrd USD in den kommenden zehn Jahren zu. Damit sind erhebliche Abstriche gegenüber den ursprünglich von Präsident Bush geforderten 726 Mrd USD verbunden. Hauptziel dieses Pakets ist die Stimulierung der schleppenden Konjunktur. Die wichtigsten Maßnahmen sind folgende:

- Senkung und Vereinheitlichung des Steuersatzes auf Dividenden und Kapitalgewinne auf 15%;
- Investitionsanreize für mittelständische Unternehmen;
- Steuergutschriften für einkommensschwache Familien;
- Vorziehen verschiedener Erleichterungen bei der Einkommenbesteuerung (Senkung der Grenzsteuersätze), die bereits vor zwei Jahren beschlossen wurden;
- Finanzhilfe für Bundesstaaten in Höhe von 20 Mrd USD.

Der Großteil dieser Maßnahmen ist befristet. Kurzfristig Konjunktur belebend wirken insbesondere die Steuergutschriften für Kinder sowie die Senkung der Grenzsteuersätze in verschiedenen Einkommensteuerstufen. Hauptkritikpunkt an dem neuen Konjunkturstimulierungspaket ist die daraus resultierende Ausweitung des Haushaltsdefizits, womit das Ziel eines ausgeglichenen Bundeshaushalts in weite Ferne rückt.

Leistungsbilanzdefizit steigt weiter

Das Leistungsbilanzdefizit der USA vergrößerte sich im vierten Quartal 2002 auf 137 Mrd USD, was vor allem auf ein deutlich steigendes Handelsbilanzdefizit zurückzuführen war. Damit betrug das Leistungsbilanzdefizit im Jahr 2002 rund 503 Mrd USD bzw. 4·8% des BIP. Für 2003 erwarten die meisten Prognostiker trotz eines schwächeren US-Dollar einen weiteren Anstieg des Leistungsbilanzdefizits auf über 5% des BIP. Im ersten Quartal 2003 betrug der Fehlbetrag der Leistungsbilanz 136 Mrd USD.

Als Folge sinkender Erdölpreise ging der Wert der US-Importe im April 2003 zurück und war damit für das etwas niedrigere Handelsbilanzdefizit von 42·03 Mrd USD (März: 42·9 Mrd USD) verantwortlich. Trotz dieses Rückgangs liegt der Fehlbetrag auf dem dritthöchsten Niveau seit Beginn der Datenerfassung. Auf der US-Exportseite leiden insbesondere die Hersteller von Computerzubehör und Maschinen unter der schwachen Nachfrage aus dem Ausland; dazu kommt die zunehmende Konkurrenz durch China. Im bilateralen Handel stieg das US-Defizit gegenüber China auf 9·5 Mrd USD, gegenüber dem Euroraum auf 7·8 Mrd USD und gegenüber Japan auf 5·8 Mrd USD.

Japan

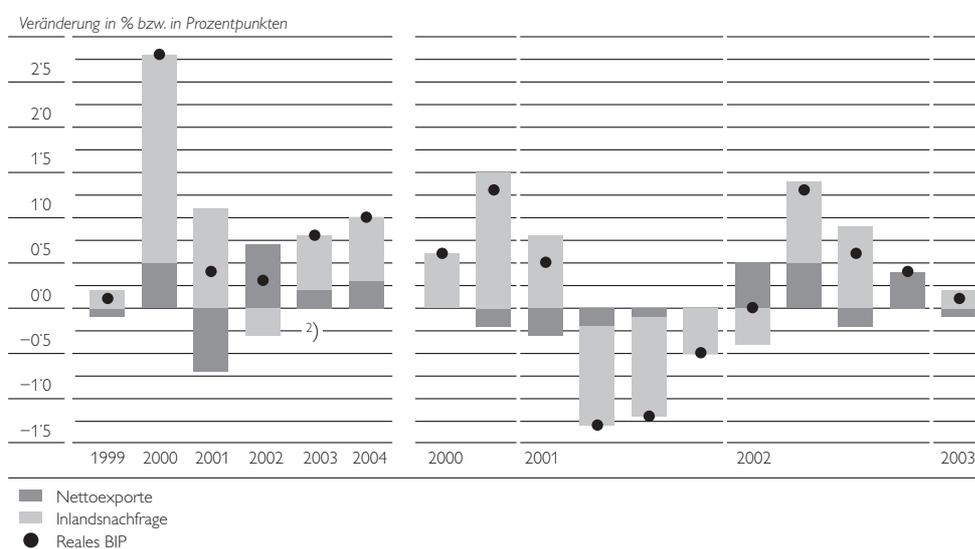
Wirtschaftswachstum stagniert, Erholung von Unsicherheiten gekennzeichnet

Das japanische Wirtschaftswachstum stagnierte im ersten Quartal 2003, nachdem sich bereits im vierten Quartal 2002 die Wachstumsdynamik mit einem Anstieg des realen BIP um 0,5% zum Vorquartal abgeschwächt hatte. Die auf Grund von Vorzieheffekten (drohender Irak-Konflikt) gestiegenen Konsumausgaben konnten den Rückgang der Exporte – erstmals seit fünf Quartalen – als Folge der globalen Wirtschaftsflaute und rückläufiger öffentlicher Investitionen ausgleichen. Die Gefahr des Abgleitens in eine neuerliche Rezession hat sich erhöht.

Johann Elsinger

Redaktionsschluss:
 6. Juni 2003

Beiträge zum realen BIP-Wachstum¹⁾



Quelle: Nationale Quellen.

¹⁾ Veränderung zur Vorperiode; saisonbereinigt.

²⁾ 2003: IWF-Prognose.

Die Bank of Japan (BoJ) geht in ihrem Monatsbericht vom Mai von höheren Unsicherheiten bei der konjunkturellen Entwicklung aus. Als Grund führt sie die Auswirkungen der Lungenkrankheit SARS (Severe Acute Respiratory Syndrome) an, die die wirtschaftliche Dynamik in Südostasien bremsen, die unsichere globale Konjunktorentwicklung sowie die Schwäche des US-Dollar. Im April 2003 hatte sich die BoJ noch optimistischer über die Konjunktorentwicklung geäußert und auf steigende Investitionen verwiesen. Noch steigen diese, doch gibt es bereits Anzeichen für ein Nachlassen. Der private Konsum könnte stagnieren; bei der Industrieproduktion und den Exporten ist eine unverändert schwache Entwicklung zu erwarten. So rechnet die BoJ in ihrem aktuellen halbjährlichen Wirtschaftsausblick für das laufende Fiskaljahr mit einem bescheidenen Wirtschaftswachstum zwischen 0,8 und 1,1% (2002/03: 1,6%) und liegt damit über der Regierungsprognose (+0,6%).

Die Prognosen vom IWF und von der OECD gehen für die Jahre 2003 und 2004 von einem Wirtschaftswachstum um jeweils rund 1% bei gleichzeitig fortgesetzter Deflation aus.

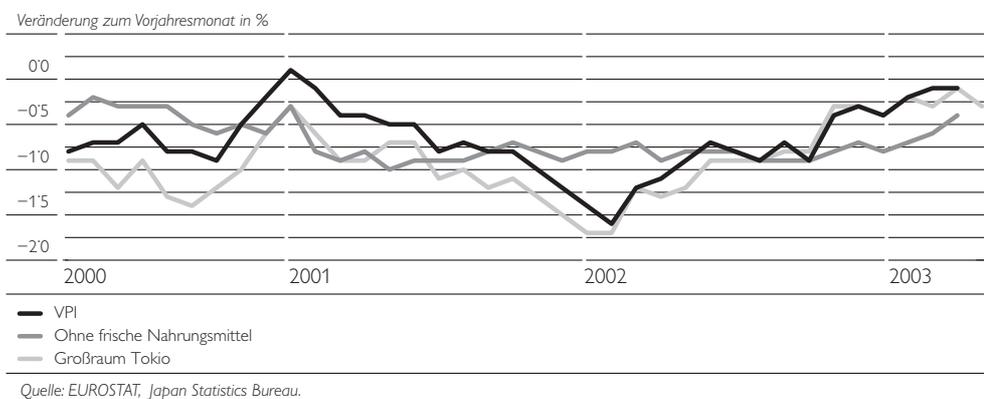
Anhaltend hohes Budgetdefizit und abgeschwächte Deflation, IWF mahnt Inflationsziel ein

Der laufende Etat sieht zwar in einigen Ausgabenbereichen wie den öffentlichen Bauaufträgen und der Entwicklungshilfe Einsparungen vor, das prognostizierte Budgetdefizit von 7,2% des BIP ist aber dennoch hoch. Auf Grund der hohen Sparquote kann das Budgetdefizit der öffentlichen Hand jedoch weitgehend aus eigener Kraft finanziert werden.

Beim Konsumentenpreisindex, bereinigt um die volatilen frischen Nahrungsmittel, fallen die Preise seit Herbst 2002 im Vergleich zum Vorjahr weniger stark (April 2003: 0,4%), der Gesamtindex ging im Berichtsmonat sogar nur um 0,1% zurück. Ein Grund für den Rückgang der Deflation in den letzten Monaten waren die gestiegenen Rohstoffpreise, vor allem bei Rohöl. Übereinstimmung zwischen offiziellen japanischen Stellen und wichtigen internationalen Finanzinstitutionen herrscht in der Annahme, dass dieser deflationäre Trend, wenngleich etwas abgeschwächt, weiter anhalten dürfte.

Der IWF fordert in seinem jüngsten Wirtschaftsausblick von der BoJ aggressivere Maßnahmen zur Deflationsbekämpfung: Sie müsse der Öffentlichkeit klar machen, dass sie alles tun werde, um relativ kurzfristig einen inflationären Prozess in Gang zu setzen. Um die Erwartungen entsprechend zu steuern, sollte die BoJ zudem ein ausreichend hohes Inflationsziel setzen, das sie mittelfristig ansteuert.

Entwicklung der Verbraucherpreise

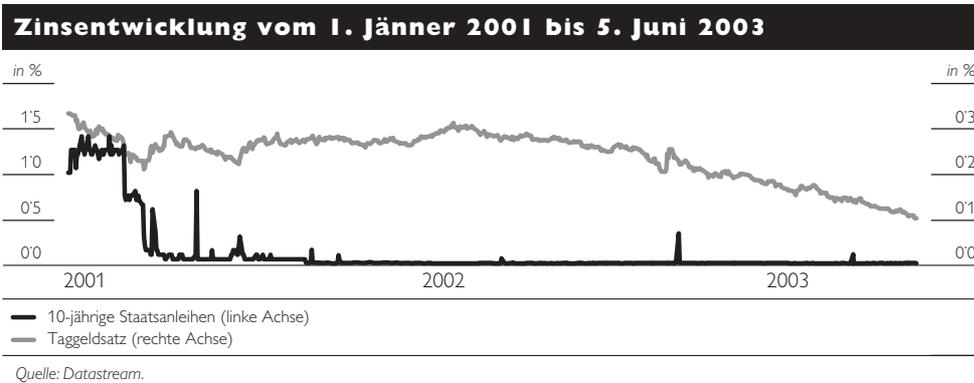


Verstärkter Druck auf BoJ brachte keine Neuausrichtung der Geldpolitik

Mit der seit Jahren von der BoJ betriebenen Niedrigzinspolitik konnte weder die Wirtschaft stimuliert noch die Deflation beendet werden. Die BoJ wird auch die im Jahr 2001 eingeführte Inflationsrichtlinie so lange aufrechterhalten, bis die jährlichen Verbraucherpreise ihre Abwärtsentwicklung beendet haben oder ein leichter Inflationsanstieg verzeichnet wird.

Das geldpolitische Entscheidungsgremium der BoJ hat bei seinem außerordentlichen Treffen am 25. März 2003 zwar über ein Inflationsziel diskutiert, seine Einführung wegen eines befürchteten Zinsanstiegs am langen Ende jedoch vorerst abgelehnt. Im April 2003 beschloss der Ausschuss mehrheitlich, die Möglichkeiten des vollständigen Kaufs von forderungsbesicherten Wertpapieren (Asset-Backed Securities) zu überprüfen. Klein- und Mittelbetriebe (KMU)

sollen auf diese Weise effektiver mit Mitteln versorgt werden, da die bisherigen geldpolitischen Maßnahmen nicht ausreichend waren. Nach der derzeitigen Regelung erwirbt die BoJ forderungsbesicherte Schuldtitel von Unternehmen unter einer Rückkaufvereinbarung und akzeptiert sie als Sicherheit für Kredite an Geschäftsbanken. Die BoJ überprüft derzeit, ob sie mit einem vollständigen Ankauf – sie wäre dabei Marktteilnehmer – einerseits den Marktmechanismus stören und andererseits die Finanzstärke der BoJ beeinträchtigen würde. Angesichts der Probleme in der Bankbranche wurde mehrmals (zuletzt am 20. Mai 2003) der Zielkorridor für Einlagen überschüssiger Bankreserven beträchtlich aufgestockt.



Zunehmende außenwirtschaftliche Orientierung Japans nach Asien

China ist im abgelaufenen Fiskaljahr (das am 31. März 2003 endete) für Japan zum größten Importpartner geworden.¹⁾ Erstmals führte Japan mehr aus dem Reich der Mitte ein als aus den USA. Während die Exporte in die USA leicht sanken, stiegen die Ausfuhren von Japan in den Rest Asiens um 18'2%. China entwickelt sich dabei zu einem großen Exportmarkt für Japan; die Ausfuhren Japans nach China (Autos und Autoteile) legten um ein Drittel zu. Auf Grund des starken Exportwachstums nach Asien stiegen die Gesamtausfuhren Japans um 8'5%. Allerdings beeinträchtigten zuletzt die Auswirkungen der Lungenkrankheit SARS die Handelsbeziehungen mit China.

Japans Großbanken bilanzieren Rekordverluste, öffentliche Finanzhilfe eingesetzt; leichte Erholung des Aktienmarktes nach 20-Jahres-Tief

Die anhaltende Herabstufung der Bonität der Unternehmen löste zahlreiche Kreditausfälle aus. Im abgelaufenen Finanzjahr (Ende März 2003) meldeten knapp 19.000 Unternehmen Insolvenz an (–5'6% gegenüber dem Vorjahr), die vierthöchste Zahl seit dem Jahr 1945. Der Anteil der notleidenden Kredite (NPLs) im Portfolio der Banken erhöhte sich damit weiter, und die restriktive Haltung bei der Kreditvergabe an den privaten Sektor setzte sich fort. Die geplante Sanierung des Bankensektors gewinnt somit weiter an Bedeutung.

1 China, seit Ende des Jahres 2001 Mitglied der WTO, verdrängte das Vereinigte Königreich vom fünften Platz der größten Handelsnationen.

Die niedrigen Aktienkurse zum Bilanzstichtag 31. März führten zu massiven unrealisierten Buchverlusten in den Bankbilanzen. Der kumulierte Bilanzverlust bei den acht japanischen Großbanken erreichte mit umgerechnet 40 Mrd USD ein Rekordausmaß. Mitte Mai 2003 kündigte Japans Regierung an, die Verluste der fünftgrößten Bank, der Resona Holding (hervorgegangen aus der Fusion von Daiwa Bank und Asahi Bank im Jahr 2001) mit öffentlichen Mitteln aufzufangen. Wie eine Buchprüfung ergab, konnte per 31. März 2003 die für den Bankbetrieb im Inland vorgeschriebene Eigenkapitalquote von 4% nicht erreicht werden und die Verluste (vor allem aus Aktienbeständen) waren deutlich höher als erwartet.

Ende April 2003 hat die Börse Tokio auf einem 20-Jahres-Tief geschlossen, da die unsicheren Konjunkturaussichten Japans Anleger von Investitionen in Aktien abhalten. Auch die abwartende Haltung institutioneller Anleger im Hinblick auf die Veröffentlichung von Bilanzergebnissen bedeutender Unternehmen trug dazu bei. Seither haben sich die Kurse wieder leicht erholt.

Rekordhöhe von Interventionen zur Schwächung des japanischen Yen gegenüber dem US-Dollar

Während der Wechselkurs des japanischen Yen zum US-Dollar seit Jahresbeginn 2003 in einer schmalen Bandbreite von 121 bis 116 JPY/USD pendelte, verlor er ab März 2003 gegenüber dem Euro laufend an Boden. Tatsächlich intervenierte die BoJ im Auftrag der Regierung im laufenden Jahr mehrmals, um die Wettbewerbsfähigkeit der japanischen Wirtschaft zu stärken.

Im Mai 2003 erreichten die Yen-Verkäufe ein Rekordausmaß. Das gesamte Interventionsvolumen belief sich laut BoJ im Zeitraum 28. April bis 28. Mai 2003 auf 3.982 Mrd JPY (28,4 Mrd EUR). Offen blieb die Frage, welche Währungen gekauft wurden; jedenfalls stieg der Wechselkurs des US-Dollar gegenüber dem japanischen Yen wieder an. Im ersten Quartal 2003 hatte Japan offiziellen Angaben zufolge nahezu 2.500 Mrd JPY verkauft.

Internationale Verschuldung und Emerging Markets

Frühjahrstreffen von IWF und Weltbank weiter im Zeichen anhaltend schleppender Weltwirtschaft, der Vermeidung von Krisen und Stärkung der internationalen Finanzarchitektur. Aus aktuellem Anlass war dem Wiederaufbau des Irak breiter Raum gewidmet.

Johann Elsinger

Redaktionsschluss:
6. Juni 2003

Bei der Frühjahrstagung des Internationalen Währungsfonds (IWF) und der Weltbank (IBRD) Mitte April 2003 waren die Unsicherheiten hinsichtlich eines nachhaltigen weltweiten Konjunkturaufschwungs ein zentrales Thema. Der IWF senkte in seinem jüngsten Ausblick seine Erwartungen über das globale Wirtschaftswachstum 2003 gegenüber der Herbstprognose um 0,5 Prozentpunkte auf 3,2%. Diskutiert wurden neben Maßnahmen zur globalen Konjunkturbelebung die Reformbemühungen des IWF zur stabileren Gestaltung der internationalen Finanzarchitektur. Dazu zählen effizientere Präventivmaßnahmen zur Vermeidung neuer Krisen sowie die Schaffung verbesserter Lösungsmechanismen für den Krisenfall.¹⁾ Auch der zögerliche Fortschritt der HIPC-Initiative²⁾ sowie die im Zusammenhang damit von den betroffenen Ländern verfassten „Poverty Reduction Strategy Papers“ standen auf der Tagesordnung. Ein weiteres Thema waren Schuldenerlass und Wiederaufbau des Irak nach dem Zusammenbruch des irakischen Regimes.

Die USA erteilten dem Vorschlag des IWF zur Schaffung einer Internationalen Insolvenzordnung für staatliche Schuldner (SDRM)³⁾ eine klare Absage: Wenn es bei Umschuldungsgesprächen zu Problemen komme, dann liege es in der Regel im Verhältnis von Schuldnerland und Gläubigern begründet. Es sei aber Sache der beteiligten Parteien und nicht einer internationalen Institution, die Verantwortung für eine einvernehmliche Lösung zu übernehmen. Beim zweiten Ansatz über den Umgang mit Zahlungsausfällen souveräner Schuldner – den so genannten Collective Action Clauses (CAC) – traten die USA hingegen für Umschuldungsklauseln in Anleiheverträgen ein, um damit potenzielle Probleme zwischen Gläubigern und Schuldnern in geordnete Bahnen zu lenken. Damit kann die Abwicklung finanzieller Krisensituationen transparenter und geordneter gestaltet und ein Beitrag zu einem effizienteren und stabileren internationalen Finanzsystem geleistet werden. In den EMEs (Emerging Market Economies bzw. aufstrebende Volkswirtschaften) übernahm Mexiko im Februar 2003 die Vorreiterrolle mit der Aufnahme von CACs in eine Bondemission, gefolgt von Brasilien im April. Auch Uruguay wird künftige Bondemissionen mit CACs ausstatten. Diese Erklärung erfolgte im Zusammenhang mit der positiven Reaktion nationaler und internationaler Anleihegläubiger auf das Angebot des Landes zum Schuldentausch von Fremdwährungsanleihen im Umfang von 5,3 Mrd USD. Es ist das erste Mal, dass ein Land eine

1 Einen entsprechenden Fortschrittsbericht dazu wird der IWF bei der diesjährigen Herbsttagung präsentieren.

2 Die Heavily Indebted Poor Countries-Initiative wurde im Jahr 1996 von IWF und IBRD ins Leben gerufen und im Jahr 1999 erweitert. Details dazu siehe: <http://www.imf.org/external/np/hipc/modify/hipc.htm>.

3 Dieses als „Sovereign Debt Restructuring Mechanism“ (SDRM) bezeichnete Verfahren sieht in Analogie zu einem nationalstaatlichen Konkursverfahren für jene Länder, die in einer Schuldenfalle stecken, eine geordnete Umschuldung, für die der Grundsatz der Gleichberechtigung aller Gläubiger angewendet wird, vor. Damit soll dem Land wieder rasch Zufluss von neuem Kapital gesichert werden und gleichzeitig Belastungen für das globale Finanzsystem frühzeitig abgewendet werden. Die Kommerzbanken sehen den SDRM als von „oben“ verordnete Kürzung ihrer Ansprüche.

Schuldenrestrukturierung auf freiwilliger Basis vor Zahlungsverzug angeboten hat. Die EU-Staaten haben sich verpflichtet, ab Juni 2003 die Klauseln bei ihren internationalen Anleiheplatzierungen aufzunehmen.

Pariser Club: Umschuldungen im Rahmen der HIPC-Initiative

Bislang gelangten 26 der 41 ärmsten Länder in den Genuss eines Schuldenerlasses im Rahmen der erweiterten HIPC-Initiative, wobei derzeit nur acht den so genannten „completion point“, an dem die Schuldenstreichung wirksam wird, erreicht haben.

Der Schuldenerlass im Rahmen der HIPC-Initiative erreicht derzeit ein Ausmaß von insgesamt 41 Mrd USD (Barwert), er reduziert den Schuldenstand dieser Länder somit um zwei Drittel. Die Kosten für die Gläubiger werden zu gleichen Teilen von bilateralen und multilateralen Gläubigern getragen.

Die im Pariser Club zusammengeschlossenen Gläubigerregierungen gewährten im Zeitraum November 2002 bis Mai 2003 folgenden vier Ländern Umschuldungen:¹⁾

Umschuldungsdatum	Land	Betrag in Mio USD	Konditionen
13. Dezember 2002	Nicaragua	579	Köln-Konditionen ¹⁾
9. Jänner 2003	Gambia	..	Köln-Konditionen ¹⁾
12. März 2003	Mali	276	Köln-Konditionen ¹⁾
23. April 2003	Benin	..	Köln-Konditionen ¹⁾

¹⁾ Schuldenstreichung 90% der Verpflichtungen des Umschuldungslandes und darüber.

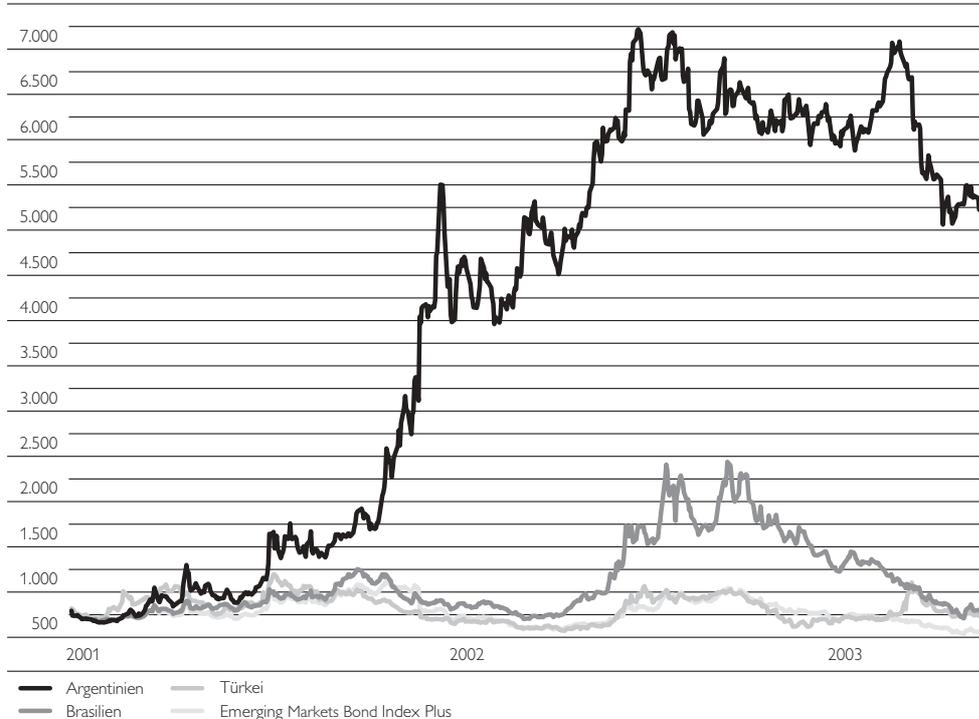
Verbesserte Wirtschaftsaussichten für die EMEs im laufenden Jahr

Die konjunkturellen Aussichten in den EMEs in Lateinamerika haben sich im Jahr 2003 leicht verbessert. Der IWF erwartet ein reales BIP-Wachstum von 1,5%, das von den Wirtschaften der meisten Länder der Region getragen wird – mit Ausnahme Uruguays und Venezuelas, deren Wirtschaftsleistung voraussichtlich weiter schrumpfen wird. Allerdings wird mit einem beschleunigten Preisauftrieb gerechnet. In Asien hingegen (ohne Japan) wird sich der Konjunkturaufschwung voraussichtlich fortsetzen (reales BIP-Wachstum: 6%). Bedingt durch die Abwertung der Landeswährungen gegenüber dem japanischen Yen konnten diese Volkswirtschaften ihre Wettbewerbsposition verbessern. In einigen Ländern wie China (mit Unsicherheitsfaktor SARS und einem angeschlagenen Bankensektor) und Indien trägt die Inlandsnachfrage – nicht zuletzt durch fiskalische Maßnahmen – zum robusten Wachstum bei. Der konjunkturelle Aufschwung wird für die Maghrebländer (Algerien, Marokko und Tunesien) auf 4,5% prognostiziert. Russlands Wirtschaft profitiert vom relativ hohen Erdölpreis und soll um 4% zulegen. Auch für die EU-Beitrittsländer (einschließlich Türkei) erwartet der IWF eine Expansion um knapp 4%. Während die türkische Wirtschaft im Jahr 2002 überraschend stark wuchs und die Inflation erfolgreich gesenkt werden konnte, gehen derzeit die Wirtschaftsreformen

1 Benin war das letzte Land, das nach Bolivien, Burkina Faso, Mali, Mauretanien, Mozambique, Tansania und Uganda im Pariser Club unter der erweiterten HIPC-Initiative umgeschuldet wurde.

Renditenabstände gegenüber US-Referenz-Schatzanleihen

in Basispunkten



Quelle: J. P. Morgan.

schleppend voran. Das reale BIP wird heuer voraussichtlich um rund 5% wachsen, wobei von der geopolitischen Lage Unsicherheiten (vor allem im Bereich Tourismus) ausgehen. Während die Renditenabstände der EMEs insgesamt zu US-Anleihen seit dem Herbst 2002 zurückgegangen sind, haben sich diese für türkische Titel im Umfeld des Irak-Konflikts vergrößert.

Anstieg von Nettokapitalströmen in die EMEs im heurigen Jahr erwartet

Allgemein gilt, dass richtig eingesetztes Auslandskapital eine wichtige Rolle bei der Finanzierung von Investitionen sowie bei der Unterstützung des Wachstums in den aufstrebenden Volkswirtschaften spielt. Während die privaten Kapitalflüsse in die EMEs laut Institute for International Finance (IIF) im Jahr 2002 deutlich schwächer ausgefallen sind als im Jahr zuvor, haben diese Flüsse aus Sicht des IWF zugenommen. Die Ursachen für diese Diskrepanz liegen im unterschiedlich großen Länderkreis und in der Erfassung des statistischen Datenmaterials. Während das IIF die privaten Nettokapitalströme über seine Mitglieder (über 300 international tätige Banken) erhebt und für 29 EMEs zu den einzelnen Komponenten (FDIs, Portfolioinvestitionen, Bankkredite und Nichtbankengläubiger) aggregiert, filtert der IWF aus den Zahlungsbilanzdatensätzen von 125 Entwicklungsländern die privaten Kapitalströme von 44 EMEs heraus. Bedingt durch die üblicherweise mehrmals durchgeführten Revisionen in den nationalen Zahlungsbilanzen, von der auch die Vorjahre betroffen sind, können die vom IWF veröffentlichten Kapitalströme nachträg-

lich starke Abweichungen aufweisen, was beim IIF nur in geringem Ausmaß gegeben ist.

Auch im Jahr 2002 sind die privaten Nettokapitalströme, bedingt durch eine neuerliche Schwäche der Weltkonjunktur, eine Zunahme der geopolitischen Unsicherheiten sowie ein langsames Reformtempo (verbunden mit Privatisierungen staatlicher Unternehmen), nur spärlich in die EMEs geflossen. Sie lagen damit weit unter dem Schnitt der vergangenen zehn Jahre und beliefen sich im Jahr 2002 auf rund 1% des BIP der EMEs (1995: über 3,5%). Das IIF prognostiziert für das Jahr 2003 eine deutliche Steigerung des Nettokapitalzuflusses, da in der zweiten Jahreshälfte mit einer leichten Verbesserung der Konjunktur in den Industrieländern bzw. in einer Reihe von EMEs gerechnet wird. Der IWF hingegen ist weniger optimistisch: Stärkere FDI- und Portfoliozuflüsse werden durch Abflüsse des breit angelegten Aggregats „andere Kapitalflüsse“ (Banken, Handelskredite und Derivative) nahezu wieder kompensiert.

Beide Institutionen stellen fest, dass die FDIs, die stabilste Form der Kapitalströme, im Jahr 2002 wegen der Turbulenzen in Lateinamerika insgesamt signifikant zurückgegangen sind. In Asien und den europäischen EMEs hingegen stiegen die FDIs leicht an. Für das Jahr 2003 erwartet der IIF eine Zunahme der privaten Nettokapitalflüsse in alle Regionen, der IWF bei Asien durch den starken Abfluss bei „anderen Kapitalflüssen“ hingegen einen Rückgang der Zuflüsse. Der Löwenanteil strömt hier weiter nach China. Da der positive Leistungsbilanzsaldo der asiatischen Region im Jahr 2003 auf Grund steigender Importe niedriger ausfallen dürfte als im Jahr zuvor, steigt der Bedarf nach Auslandskapital. Dies ist auch in Lateinamerika der Fall, wobei hier ein weiterhin negativer Leistungsbilanzsaldo, eine anhaltend niedrige Sparquote, ein schwaches fiskalisches Umfeld, sowie im positiven Sinn eine etwas stabilere politische und wirtschaftliche Lage in Brasilien und Argentinien verantwortlich sind. Erschwerend kommen die Anfälligkeit der Wirtschaft in Uruguay und die politische Krise in Venezuela hinzu. Die Anleger nehmen in verstärktem Ausmaß die EU-Beitrittsländer als „Konvergenzmärkte“ wahr. Da die wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen in diesen Ländern zunehmend von der EU definiert werden, gelten sie als weniger risikoreiche Anlageländer.

Vielen EMEs ist es gelungen, die Finanzierungslücke – seit dem Ausbruch der Asien-Krise im Jahr 1997 sind die Nettokapitalzuflüsse in die EMEs massiv zurückgegangen – durch den Auf- und Ausbau lokaler Kapitalmärkte teilweise abzudecken, um ihre externen Verpflichtungen einhalten zu können und das Wirtschaftswachstum auf den potenziellen Wachstumspfad zu bringen. Auch wenn er volatil geworden ist, so stellt der Zustrom von FDIs weiter die wichtigste externe Finanzierungsform für EMEs dar. FDIs strömten vor allem in EMEs mit einem besseren binnenwirtschaftlichen Investitionsklima, Good Governance (das heißt Demokratie, Transparenz, Rechenschaft), funktionierenden Institutionen und hoher Rechtssicherheit. Der Anteil der FDIs an den privaten Kapitalzuflüssen insgesamt dürfte heuer laut IIF jedoch zurückgehen, wengleich sowohl IIF als auch IWF von einem Anstieg in absoluten Größen ausgehen. Trotz unterschiedlicher Methodik und Länderanzahl kommen IWF sowie IIF hier zu ähnlichen Ergebnissen.

Bei den Portfolioflüssen erwartet der IWF, dass die starken Abflüsse der Jahre 2001 und 2002 heuer nahezu zum Stillstand kommen werden, da der

Rückgang der Preise für Vermögenswerte sowie das Platzen der „Aktienblase“ abgeschlossen sein dürften. Der IIF rechnet hier mit einem verstärkten Zufluss nach Lateinamerika.

Der rückläufige Trend der letzten Jahre bei Kommerzbankkrediten wird sich auch im Jahr 2003 fortsetzen. Der IIF erwartet Nettorückzahlungen an Bankinstitute im Umfang von etwa 1 Mrd USD. Der IWF rechnet bei seinen breiter angelegten „anderen Kapitalflüssen“ mit höheren Abflüssen (53,6 Mrd USD). Die Ursachen für den Rückzug der Banken liegen im gestiegenen Ausmaß notleidender Kredite in deren Bilanzen und im Umstand, dass inländische Banken und Unternehmen ihre Auslandsschulden zunehmend über Kapitalaufnahmen in inländischer Währung refinanzieren.

Private Kapitalströme in EMEs laut IWF

	1999	2000	2001	2002 ¹⁾	2003 ²⁾
<i>in Mrd USD</i>					
Nettokapitalfluss laut IIF	148,3	193,6	129,9	110,1	139,0
Nettokapitalfluss laut IWF	96,0	51,1	38,8	85,9	90,5
Nach Instrumenten					
Direktinvestitionen	156,8	149,0	170,5	139,2	147,6
Portfolioinvestitionen ³⁾	41,4	12,1	- 38,5	- 36,6	- 3,5
Andere Flüsse	-102,2	-110,1	- 93,2	- 16,7	- 53,6
Nach Regionen					
Lateinamerika ⁴⁾	50,2	50,5	34,7	2,1	27,6
Europa ⁵⁾	29,8	32,9	20,9	34,1	40,4
Afrika/Mittlerer Osten ⁶⁾	13,7	4,8	6,0	5,5	10,0
Asien/Pazifik ⁷⁾	6,3	- 18,3	15,5	69,5	18,4
Leistungsbilanzsaldo	34,0	125,7	84,1	114,3	135,7
Währungsreserven ⁸⁾	- 86,8	-113,3	-118,5	-209,0	-199,0

Quelle: IIF, IWF (WEO).

¹⁾ Schätzung.

²⁾ Prognose.

³⁾ Anteile und Schuldverschreibungen.

⁴⁾ Argentinien, Bolivien, Brasilien, Chile, Dominikanische Republik, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Kolumbien, Mexiko, Panama, Paraguay, Peru, Uruguay und Venezuela (15).

⁵⁾ Drei baltische Länder, Bulgarien, Malta, Polen, Rumänien, Slowakische Republik, Tschechische Republik, Ungarn und Zypern (11).

⁶⁾ Russland, Südafrika, Ukraine und die Türkei (4).

⁷⁾ Bangladesh, China, Hongkong, Indien, Indonesien, Korea, Malaysia, Pakistan, Philippinen, Singapur, Sri Lanka, Taiwan, Thailand und Vietnam (14).

⁸⁾ - = Anstieg.

Wiederaufbau des Irak

Am 22. Mai 2003 wurde die vom IWF einstimmig geforderte neue Resolution des UN-Sicherheitsrats zum Wiederaufbau des Irak – den ein UN-Sonderbeauftragter koordinieren soll – mit überwältigender Mehrheit verabschiedet. Bis zur Bildung einer legitimen Regierung werden die USA und das Vereinigte Königreich als die entscheidenden Autoritäten anerkannt, die auch die Kontrolle über das irakische Erdöl ausüben. Die bestehenden Sanktionen gegen den Irak werden aufgehoben. Das UN-Programm „Öl für Lebensmittel“ läuft in Etappen schließlich gänzlich aus. Österreich gehörte in der Vergangenheit zu einem wichtigen Lieferland im Rahmen dieses Programms.

Der Irak ist mit seinen Erdölvorkommen potenziell ein reiches Land, die Einnahmen daraus reichen jedoch bei weitem nicht für die überwiegend in kritischer Armut lebende irakische Bevölkerung und um den Kapitalstock wieder aufzubauen.

Mit geschätzten Kosten von bis zu 100 Mrd USD sollen die humanitäre Hilfe und der Wiederaufbau des Irak eines der größten Vorhaben dieser Art seit dem Wiederaufbau Europas nach 1945 darstellen.

Die wichtigsten Hilfsorganisationen haben noch keine Programmdetails für den Wiederaufbau des Irak bekannt gegeben. Bei der Frühjahrstagung wurde die Weltbank ermächtigt, eine Expertendelegation zur Beurteilung der nötigen Hilfsmaßnahmen in den Irak zu entsenden, um eine internationale Geberkonferenz für den Wiederaufbau ins Leben zu rufen.

Sowohl die Weltbank als auch der IWF vergeben statutengemäß Kredite an Regierungen von Mitgliedsländern (der Irak ist Mitglied) und schließen über ihre länderspezifischen Programme auch Vereinbarungen mit diesen Regierungen ab.

Die ersten Initiativen sind bereits angelaufen. Die USAID¹⁾ vergibt die aus dem US-Staatshaushalt finanzierten Aufträge an US-Unternehmen, die einschlägige Erfahrungen im Wiederaufbau sowie einen speziellen Sicherheitsstatus aufweisen.

Die im Pariser Club vertretenen Gläubigerländer haben zur Kenntnis genommen, dass IWF und Weltbank es als wichtig erachten, die externe Verschuldung des Landes zu regeln. Dazu soll als erster Schritt eine umfassende Einschätzung der Verschuldung des Irak gegenüber Gläubigerländern des Pariser Club durchgeführt werden. Die G-8-Staaten wollen dem Irak zwar keine Schulden erlassen, diese aber bis Ende des Jahres 2004 stunden. Mitentscheidend für die Aufnahme von Umschuldungsverhandlungen wird sein, dass es eine international anerkannte irakische Regierung gibt.

1 *United States Agency for International Development.*

Entwicklungen in ausgewählten Ländern Zentral- und Osteuropas

In den zentraleuropäischen Beitrittsländern entwickelte sich das Wirtschaftswachstum im Jahr 2002 uneinheitlich, aber im Durchschnitt stärker als in der Europäischen Union (EU). Die realen BIP-Wachstumsraten bewegten sich zwischen 1,3% in Polen und 4,4% in der Slowakischen Republik.

Angesichts der Wirtschaftsflaute im Haupthandelspartner EU fungierte die Inlandsnachfrage, und hier vor allem der Privatverbrauch, in den meisten zentraleuropäischen Ländern als Hauptstütze der konjunkturellen Entwicklung. In Ungarn erreichte die Expansion des Privatkonsums 2002 mit +10% gar einen Spitzenwert. Letztere Expansion dürfte hauptsächlich auf kräftige Lohnsteigerungen zurückzuführen sein. Die Investitionstätigkeit entwickelte sich uneinheitlich: Während sich das Wachstum der Bruttoanlageinvestitionen in Slowenien und Ungarn beschleunigte, war eine Abschwächung der Dynamik in der Slowakischen und der Tschechischen Republik zu registrieren. Polen hatte sogar eine starke Kontraktion (-7,3%) zu vermelden, die auch hauptverantwortlich für die Wachstumsschwäche des Landes war. Der Zuwachs des öffentlichen Konsums war in den meisten Ländern rückläufig.

Rückläufig war ferner die VPI-Inflation. In der Tschechischen Republik waren Anfang 2003 sogar deflationäre Tendenzen zu beobachten: Dort erreichte die Inflationsrate im März 2003 -0,4%. Dabei scheinen eher kurzfristige Faktoren die Hauptrolle zu spielen (niedrige Lebensmittel- und Energiepreise, sinkende Importpreise, auch dank der Aufwertung der Tschechischen Krone). Die Stärke der tschechischen Währung und die verschwindende Teuerung veranlassten die Notenbank zu Zinssenkungen sogar unter das EZB-Leitzinsniveau. Andererseits zeichneten sich die Slowakische Republik und Slowenien durch weiterhin hohe Preissteigerungsraten aus (8,0 bzw. 6,3% im März 2003 im Jahresabstand). Auslöser für Letztere waren in erster Linie administrative Preisadjustierungen und zum Teil Anhebungen indirekter Steuern.

Mit Ausnahme Sloweniens wiesen alle zentraleuropäischen Länder „Zwillingsdefizite“, das heißt Fehlbeträge bei den Staatshaushalten und in der Leistungsbilanz auf. In den meisten Ländern, insbesondere in Ungarn, dessen Budgetdefizit (ESVG 95-Definition) auf 9,1% des BIP im Jahr 2002 kletterte, besteht weiterhin erheblicher fiskalischer Konsolidierungsbedarf. Die Leistungsbilanzdefizite spiegeln vor allem anhaltende Handelsbilanzpassiva wider. Der slowakische Leistungsbilanzfehlbetrag betrug 2002 8,2% des BIP (und war damit nur geringfügig niedriger als im Vorjahr), wurde aber durch einen etwa doppelt so großen Nettozufluss ausländischer Direktinvestitionen überkompensiert. Letzterer war unter anderem durch ein dynamisches Voranschreiten der Privatisierung bedingt.

Die Direktinvestitionen spielen auch bei anderen Ländern der Region eine wichtige Rolle bei der Abdeckung der außenwirtschaftlichen Defizite, dürften aber mit dem Auslaufen der Privatisierungen an Bedeutung einbüßen. In Polen und Ungarn reichten die Direktinvestitionen im Jahr 2002 nicht zur Kompensation der Leistungsbilanzungleichgewichte aus. Slowenien schloss nach einer mehr oder weniger ausgeglichenen Leistungsbilanz 2001 im Jahr 2002 erstmals seit Jahren mit einem Aktivum ab. Dies geschah unter anderem wegen steigender Ausfuhren in sich belebende Märkte der Nachbarstaaten des Westbalkans und der GUS-Staaten. Mit Ausnahme Ungarns (Februar 2003: 6,4%) stagnierten die Arbeitslosenquoten in allen zentraleuropäischen Ländern auf zweistelli-

Stephan Barisitz,
Antje Hildebrandt,
Pawel Kowalewski,
Wolfgang Maschek,
Thomas Reininger

Redaktionsschluss:
15. Mai 2003

gem Niveau. Die von zahlreichen Institutionen prognostizierte Beschleunigung des Wachstums im Euroraum wird nach Einschätzung der OeNB das Wachstum in den Beitrittsländern in den Jahren 2003 und 2004 sowohl über die Nettoexporte als auch über ein Ansteigen der Investitionen weiter stärken.

Gestützt auf einen robusten Privatverbrauch und den seit Mitte 2002 wieder erheblich gestiegenen Erdölpreis wuchs das reale BIP Russlands im Jahr 2002 um 4,3%, was einer leichten Verringerung der Expansion gegenüber dem Vorjahr (+5,0%) entspricht, aber vor dem Hintergrund der weltwirtschaftlichen Flaute beachtlich ist. Anhaltende Lohnerhöhungen stimulierten den Privatkonsum. Nach mehreren Jahren schrumpfender realer Exportüberschüsse stabilisierten sich die russischen Nettoausfuhren im Jahr 2002 wieder. Umfangreiche Liquiditätszuflüsse aus Exporterlösen trugen zu einem nur leichten Rückgang der Inflation in den letzten Monaten bei (März 2003: 14,8% im Jahresabstand). Auch im Jahr 2002 wies Russland „Zwillingsüberschüsse“ auf. Anfang Mai 2003 erreichten die Gold- und Devisenreserven der Notenbank mit rund 53 Mrd EUR (oder acht Importmonaten) ein neues Rekordniveau. Im Jahr 2002 verlangsamte sich das Tempo der russischen Strukturreformen merklich. Als besonders hartnäckig erweisen sich Widerstände gegen Reformen des Bankwesens und der „natürlichen Monopole“. Die wichtigste treibende Kraft des russischen Wirtschaftswachstums dürfte auch in den Jahren 2003 und 2004 die interne Nachfrage, hauptsächlich der Privatkonsum, sein.

Der Prozess der EU-Erweiterung läuft bisher reibungslos und nach Plan. Beim Europäischen Rat von Kopenhagen am 12./13. Dezember 2002 wurden die Beitrittsverhandlungen mit den so genannten „Laeken-10“ – also mit Estland, Lettland, Litauen, Malta, Polen, der Slowakischen Republik, Slowenien, der Tschechischen Republik, Ungarn und Zypern – abgeschlossen. Die in den Schlussfolgerungen des Europäischen Rats aufgelisteten finanziellen Implikationen dieser Erweiterung sehen für 2004 bis 2006 jährliche Obergrenzen erweiterungsbezogener Ausgaben des EU-Budgets vor. Weiters wird an das beim Europäischen Rat in Brüssel im Oktober 2002 vereinbarte System des Monitorings und der Schutzklauseln, die in den ersten drei Jahren nach der Erweiterung angerufen werden können, erinnert. Schließlich legen die Schlussfolgerungen die Eckdaten des weiteren Fahrplans für die Erweiterung fest, die bislang eingehalten wurden. Am 16. April 2003 erfolgte die Unterzeichnung

Tabelle 1

**Zeitplan und Wahlbeteiligung der Referenden für den EU-Beitritt
am 1. Mai 2004¹⁾**

		Zustimmung in %	Wahl- beteiligung
8. März 2003	Malta	53,6	91,0
23. März 2003	Slowenien	89,6	60,3
12. April 2003	Ungarn	83,8	45,6
10./11. Mai 2003	Litauen	91,0	63,3
16./17. Mai 2003	Slowakische Republik	92,5	52,2
7./8. Juni 2003	Polen	77,5	58,9
13./14. Juni 2003	Tschechische Republik	77,3	55,2
14. September 2003	Estland		
20. September 2003	Lettland		

Quelle: Europäische Kommission.

¹⁾ Die Regierung des Südtails von Zypern plant kein Referendum.

des Beitrittsvertrags in Athen, an die sich Ratifikationsverfahren in den alten und neuen Mitgliedstaaten anschließen. Nach der für den 19./20. Juni 2003 vorgesehenen Vorlage des Ergebnisses der Arbeiten des EU-Reform-Konvents an den Europäischen Rat in Thessaloniki wird eine Regierungskonferenz zur Erarbeitung des neuen Verfassungsvertrags unter uneingeschränkter Teilnahme der zehn neuen Mitgliedstaaten (und Beobachterstatus für Bulgarien und Rumänien) in den Jahren 2003/2004 stattfinden. Am 1. Mai 2004 wird der Beitritt der neuen Mitgliedstaaten erfolgen. Als Zieldatum für den Beitritt Bulgariens und Rumäniens nannte der Europäische Rat von Kopenhagen, vorbehaltlich der weiteren Fortschritte bei der Erfüllung der Beitrittskriterien, das Jahr 2007.

Polen: Langsame, von Exporten getragene Erholung

Das reale BIP Polens wuchs im Jahr 2002 um 1,3, nach +1,0% im Jahr 2001. Einmal mehr dämpften die Bruttoanlageinvestitionen mit einem Rückgang von mehr als 7% das Wachstum; diese Entwicklung ist auf die nach wie vor hohen, wenn auch langsam sinkenden realen Zinsen und die Auswirkungen des zuvor verzeichneten Rückgangs der Exporte zurückzuführen. Gleichzeitig kam es im Vergleich zum Jahr 2001 zu einer Zunahme des privaten Konsums – was mit der Entwicklung der lohnunabhängigen Einkommen der privaten Haushalte zu erklären ist – und, trotz der Konjunkturflaute im Euroraum, zu einer Beschleunigung des realen Exportwachstums. Dank der zunehmenden privaten Nachfrage und dem anziehenden Exportwachstum begannen auch die Importe wieder zu steigen. Dennoch leistete die Entwicklung der Nettoexporte einen positiven Beitrag zum BIP-Wachstum. Zweifelsohne unterstützte der im Mai 2002 einsetzende Wertverlust des polnischen Zloty gegenüber dem Euro das Exportwachstum. Letzteres und der sich verlangsamende Rückgang der Investitionstätigkeit sorgten dafür, dass das ganze Jahr hindurch steigende BIP-Wachstumsraten zu verzeichnen waren. Mit der Trendumkehr bei der Ertragsentwicklung der Unternehmen und steigenden Exporten kam es zu einer Stabilisierung der Investitionen. Für das erste Quartal 2003 wird ein BIP-Wachstum zwischen 2,0 und 2,5% im Jahresabstand erwartet. Die aktuelle OeNB-Prognose (Mai 2003) erwartet ebenso wie die Consensus-Prognose für das Jahr 2003 ein reales BIP-Wachstum von 2,8%, während die Regierung etwas optimistischer ist und 3,5% anpeilt. Für das Jahr 2004 rechnet die OeNB mit einer Beschleunigung der ökonomischen Expansion auf 3,9%. Der niedri-

Tabelle 2

Bruttoinlandsprodukt (real): Verwendungsseite

	1999	2000	2001	2002	2002	
					1. Halbjahr	2. Halbjahr
	Veränderung zum Vorjahr in %					
Bruttoinlandsprodukt	+3,9	+ 4,1	+1,0	+1,3	+ 0,6	+1,9
Privater Konsum	+5,3	+ 2,6	+2,0	+3,3	+ 3,2	+3,3
Öffentlicher Konsum	+1,0	+ 1,1	+0,4	+1,3	+ 0,9	+1,8
Bruttoanlageinvestitionen	+8,9	- 2,9	-8,8	-7,2	-10,8	-5,2
Exporte	-2,5	+37,8	+3,1	+4,3	+ 2,6	+5,8
Importe	+1,0	+15,5	-5,3	+2,5	+ 2,0	+2,9

Quelle: EUROSTAT, nationales statistisches Amt, OeNB.

gere Wechselkurs des polnischen Zloty, niedrigere Realzinsen und ein verbessertes Geschäftsklima dürften zur höheren Dynamik beitragen.

Die Arbeitslosenquote laut Arbeitskräfteerhebung betrug im Jahr 2002 durchschnittlich knapp 20%; sie war damit annähernd doppelt so hoch wie im Jahr 1998. Der Anteil der gemeldeten Arbeitslosen erreichte im Februar 2003 mit 18,8% einen neuen Rekordwert seit dem Beginn des Reformprozesses (Februar 2002: 18,2%). Durch die markante Abnahme der Beschäftigung stieg die Arbeitsproduktivität deutlich rascher als die Löhne.

Tabelle 3

	1999	2000	2001	2002	2002	
					1. Halbjahr	2. Halbjahr
	<i>Veränderung des Periodendurchschnitts zum Vorjahr in %</i>					
Bruttoproduktion der Industrie (real)	+4,7	+ 7,8	+0,6	+1,4	-1,0	+3,8
Arbeitsproduktivität in der Industrie	+9,6	+17,9	+6,0	+7,4	+5,8	+9,0
Durchschnittlicher Bruttolohn der Industrie (nominell)	+9,4	+10,9	+6,9	+3,7	+4,4	+3,1
Lohnstückkosten der Industrie (nominell)	-0,1	- 5,9	+0,8	-3,4	-1,3	-5,4
Produzentenpreisindex (PPI) der Industrie	+5,6	+ 7,9	+1,6	+1,0	+0,4	+1,6
Verbraucherpreisindex (VPI)	+7,3	+10,1	+5,5	+1,9	+2,8	+1,1
Wechselkurs (nominell): PLN ¹⁾ / 1 EUR, + = Aufwertung des Euro	+7,8	- 5,1	-8,5	+5,1	+1,0	+9,0
EUR / 1 PLN, + = Aufwertung des polnischen Zloty	-7,2	+ 5,4	+9,3	-4,8	-1,0	-8,3
	<i>Absolutes Niveau des Periodendurchschnitts</i>					
Leitzinsen p. a. (in %)	13,7	17,9	15,9	8,5	10,0	7,40
Wechselkurs (nominell): PLN ¹⁾ / 1 EUR	4,2277	4,0113	3,6687	3,8541	3,6684	4,0398
EUR / 1 PLN	0,2365	0,2493	0,2726	0,2595	0,2726	0,2475

Quelle: Bloomberg, Datastream, nationales statistisches Amt, nationale Zentralbank, OeNB, WIIV.
1) PLN: polnischer Zloty.

Die Steigerungsrate industrieller Erzeugerpreise kletterte im ersten Quartal 2003 trotz fallender Lohnstückkosten auf 2,9% im Jahresabstand. Diese Entwicklung war auf die Abwertung des polnischen Zloty und höhere Erdölpreise zurückzuführen. Im Gegensatz dazu ließ der Anstieg der Verbraucherpreise kontinuierlich nach und belief sich im April 2003 nur mehr auf 0,3%, da die Auswirkungen der Entwicklung der industriellen Erzeugerpreise sowie der höheren Energiepreise durch die nach wie vor schwache Inlandsnachfrage und fallende Preise für landwirtschaftliche Produkte und Lebensmittel mehr als wettgemacht wurden. Die 14-tägige Interventionsrate wurde zwischen Dezember 2001 und März 2003 in mehreren kleinen Schritten um insgesamt 5,25 Prozentpunkte gesenkt. Gleichzeitig ging die Inflation im Jahresabstand um 3 Prozentpunkte zurück. In weiterer Folge gingen die realen Zinsen (basierend auf vergangenen Inflationsraten) von rund 8 auf 5,7% zurück, ein Jahresdurchschnittsniveau, das angesichts der schwachen Realwirtschaft relativ hoch ist. Andererseits haben sich die geldpolitischen Bedingungen durch die Schwächung des polnischen Zloty entspannt. Dieser Wertverlust der polnischen Währung ist vor allem auf die anhaltende Verkleinerung des nominalen Zinsabstands zwischen Polen und dem Euroraum zurückzuführen. Die Kreditvergabe der Banken an die privaten Haushalte stagnierte im Jahr 2002 nahezu, während die Kreditvergabe an die Unternehmen abnahm.

Tabelle 4

Geldmenge: Entstehungsseite

	1999	2000	2001	2002
Nominelle Veränderung des Periodendurchschnitts zum Vorjahr in %				
Geldmenge (inkl. Fremdwährungseinlagen)	+24.5	+15.1	+12.0	+1.6
Beiträge zur nominellen Veränderung der Geldmenge zum Vorjahr in Prozentpunkten				
Nettoauslandsvermögen des Bankensystems	+ 7.8	+ 7.0	+ 4.2	+0.9
Inlandsforderungen des Bankensystems	+23.2	+10.9	+ 6.8	+6.7
davon:				
Forderungen an Haushalte	+ 6.3	+ 6.9	+ 4.2	+2.8
Forderungen an Unternehmen	+10.3	+ 6.4	+ 3.3	+0.4
Nettoforderung an den öffentlichen Sektor	+ 6.6	- 2.4	- 0.6	+3.5
Sonstiges Nettovermögen des Bankensystems	- 6.6	- 2.9	+ 1.0	-6.0

Quelle: Nationale Zentralbank, OeNB.

Die aktuellsten gemäß ESVG 95 erstellten Daten für den Haushalt des Gesamtstaats zeigen – im Gegensatz zu den nationalen Daten über den Haushalt des Zentralstaats – dass die Verschlechterung des Budgetsaldos von -1.8% des BIP im Jahr 2000 auf -3.0% des BIP im Jahr 2001 beinahe ausschließlich durch die direkten Effekte der äußerst restriktiven Geldpolitik auf die Zinszahlungen hervorgerufen wurde. Der kleine Primärüberschuss konnte annähernd konstant gehalten werden, ungeachtet des Einnahmefalls durch den Rückgang des nominalen BIP-Wachstums von 15.8% im Jahr 2000 auf nur 5.2% im Jahr 2001. Allerdings konnte die implizite Verringerung von Nichtzinsausgaben nicht fortgesetzt oder gar gesteigert werden, zumal das Wachstum des nominalen BIP weiter, auf lediglich 2.7% im Jahr 2002, zurückging. Dementsprechend rutschte der Primärsaldo im Jahr 2002 in den negativen Bereich (-1.0% des BIP), während sich das Budgetdefizit auf 4.1% des BIP erhöhte. Das Primärdefizit des Gesamtstaats soll im Jahr 2003 auf 0.6% des BIP und das Budgetdefizit auf 4.0% des BIP reduziert werden.

Die Gründe für das Anwachsen der öffentlichen Schuldenquote um 4.5 Prozentpunkte auf 41.8% des BIP Ende 2002 sind das Primärdefizit (1 Prozentpunkt), die Tatsache, dass das reale Zinsniveau über dem BIP-Wachstum lag

Tabelle 5

Staatshaushalt

	1999	2000	2001	2002	2003 ¹⁾
in % des BIP					
Zentralstaat					
Einnahmen	20.5	19.0	18.8	18.7	19.7
Ausgaben	22.5	21.2	23.1	23.8	24.7
davon: Zinszahlungen	3.1	2.5	2.8	3.1	..
Saldo	- 2.0	- 2.2	- 4.3	- 5.1	- 4.9
Primärsaldo	1.0	0.4	- 1.5	- 2.0	..
Gesamtstaat					
Ökonomischer Saldo (nationale Methodologie)	- 2.9	- 2.0	- 4.9	- 5.8	- 6.4
Saldo (laut EU-Kommission) ²⁾	- 1.5	- 1.8	- 3.0	- 4.1	- 4.0
Primärsaldo (laut EU-Kommission) ²⁾	0.6	0.4	0.2	- 1.0	- 0.6
Bruttoverschuldung (laut EU-Kommission) ²⁾	42.7	37.2	37.3	41.8	43.3

Quelle: Europäische Kommission, EUROSTAT, nationales Finanzministerium, nationales statistisches Amt, OeNB, WIIW.

¹⁾ Laut Budgetgesetz.

²⁾ Basierend auf der budgetären Notifikation Polens im April 2003; Daten weitgehend gemäß ESVG 95.

Tabelle 6

Zahlungsbilanz						
	1999	2000	2001	2002	2001 2. Halbjahr	2002 2. Halbjahr
	<i>in Mio EUR</i>					
Güterexporte	24.697	30.569	33.787	34.867	17.154	18.231
Güterexporte: Veränderung zum Vorjahr in %	- 8,1	+ 23,8	+ 10,5	+ 3,2	+ 0,9	+ 6,3
Güterimporte	38.175	44.815	46.816	45.785	23.590	23.749
Güterimporte: Veränderung zum Vorjahr in %	- 2,4	+ 17,4	+ 4,5	- 2,2	- 2,1	+ 0,7
Handelsbilanz	-13.478	-14.246	-13.029	-10.918	- 6.436	- 5.519
in % des BIP	- 9,3	- 8,0	- 6,4	- 5,5	- 6,1	- 5,5
Dienstleistungsbilanz	- 1.529	- 1.824	- 1.089	- 1.059	- 480	- 490
Kapitalertragsbilanz	- 745	- 821	- 1.000	- 1.731	- 477	- 830
Unentgeltliche Übertragungen	1.513	1.819	2.216	2.304	1.332	1.302
Nettoexporte aus kleinem Grenzhandel	3.410	4.306	4.905	4.299	3.011	2.754
Leistungsbilanz	-10.829	-10.767	- 7.997	- 7.104	- 3.050	- 2.782
in % des BIP	- 7,4	- 6,1	- 3,9	- 3,6	- 2,9	- 2,8
Direktinvestitionsströme (netto)	5.954	8.838	7.732	3.957	4.622	1.891
in % des BIP	4,1	5,0	3,8	2,0	4,3	1,9

Quelle: EUROSTAT, nationales statistisches Amt, nationale Zentralbank, OeNB.

(2,1 Prozentpunkte) und der Effekt der Abwertung des polnischen Zloty auf die Fremdwährungsschulden (1,7 Prozentpunkte), während die Privatisierungseinnahmen den Anstieg um 0,3 Prozentpunkte milderten.

Dank einer Verbesserung der Handelsbilanz, die die Verschlechterung der Einkommensbilanz ausglich, schrumpfte das Leistungsbilanzdefizit im Jahr 2002 auf 3,6% des BIP. Die Entwicklung dieser beiden Teilbilanzen ist unter anderem mit der Abwertung des polnischen Zloty zu erklären. Im ersten Quartal 2003 lag das Leistungsbilanzdefizit knapp über 1,5 Mrd USD (Vergleichszeitraum 2002: 2,3 Mrd USD). Gleichzeitig kam es im Jahr 2002 zu einem Rückgang der Nettodirektinvestitionszuflüsse, was zum Teil auf geringere Privatisierungserlöse zurückzuführen ist. Die ausländischen Direktinvestitionen deckten also einen kleineren Teil des Leistungsbilanzdefizits ab als noch im Jahr 2001. Die Verringerung der Währungsreserven ist in erster Linie auf die Stärkung des Euro gegenüber dem US-Dollar zurückzuführen.

Im Rahmen der Strukturreformen wird der Reform der öffentlichen Finanzen oberste Priorität eingeräumt. Dazu legte die Regierung je einen Programm-entwurf vom Finanzministerium und vom Ministerium für Wirtschaft, Arbeit und Soziales vor, die unter anderem einen Vorschlag zur Senkung der Ein-

Tabelle 7

Bruttoreserven und Bruttoauslandsverschuldung				
	1999	2000	2001	2002
	<i>Jahresendstand in Mio EUR</i>			
Bruttoreserven der Zentralbank (exkl. Gold)	26.192	28.179	28.835	27.316
Bruttoauslandsschulden der Gesamtwirtschaft	64.962	73.687	80.668	78.103
	<i>in % des BIP</i>			
Bruttoreserven der Zentralbank (exkl. Gold)	18,0	15,9	14,1	13,7
Bruttoauslandsschulden der Gesamtwirtschaft	44,6	41,5	39,5	39,1
	<i>in Monatsimporten an Gütern und Dienstleistungen</i>			
Bruttoreserven der Zentralbank (exkl. Gold)	7,3	6,7	6,6	6,4

Quelle: EUROSTAT, nationales statistisches Amt, nationale Zentralbank, OeNB, WIW.

kommensteuersätze enthalten. Weiters heißt es darin, dass ein höheres Wirtschaftswachstum für eine Verbesserung der öffentlichen Finanzen unabdingbar ist. Ebenfalls eine große Rolle spielen die Finanztransfers, die Polen von der EU erwarten kann.

Slowakische Republik: Neu gewählte Regierung bringt Reformen weiter voran

Die Slowakische Republik konnte den negativen Auswirkungen der wirtschaftlichen Abkühlung bei ihrem wichtigen Handelspartner EU trotzen und verzeichnete im Jahr 2002 mit 4,4% Wachstum einen höheren realen BIP-Anstieg als im Vorjahr (2001: 3,3% BIP-Wachstum). Die wesentlichen Quellen des Wachstums waren allerdings in den beiden Jahren unterschiedlich. Während im Jahr 2001 positive Entwicklungen bei der Investitionstätigkeit einen wichtigen Wachstumsbeitrag lieferten, resultierte das BIP-Wachstum 2002 überwiegend aus einem verstärkten privaten Konsum (+5,3%) und einem anhaltend hohen öffentlichen Konsum (+4,3%). Der Privatverbrauch profitierte im Wahljahr 2002 in erheblichem Maß vom Stillstand bei der Anpassung administrierter Preise und von steigenden Löhnen im öffentlichen Sektor. Die Bruttoanlageinvestitionen schrumpften im Jahr 2002 leicht (-1,9%).

Tabelle 8

Bruttoinlandsprodukt (real): Verwendungsseite

	1999	2000	2001	2002	2002	
	Veränderung zum Vorjahr in %				1. Halbjahr	2. Halbjahr
Bruttoinlandsprodukt	+ 1,3	+ 2,2	+ 3,3	+4,4	+3,9	+ 4,8
Privater Konsum	+ 3,4	- 1,8	+ 3,9	+5,3	+5,5	+ 5,0
Öffentlicher Konsum	- 7,7	+ 0,7	+ 5,0	+4,3	+6,7	+ 2,0
Bruttoanlageinvestitionen	-18,3	+ 2,0	+ 9,9	-1,9	-0,3	- 3,4
Exporte	+ 5,3	+13,8	+ 6,7	+5,9	+0,5	+11,2
Importe	- 6,3	+10,2	+12,1	+5,1	-0,6	+10,9

Quelle: EUROSTAT, nationales statistisches Amt, OeNB.

Im Vergleich zu den meisten anderen Transformationsländern ist die Arbeitslosenquote in der Slowakischen Republik nach wie vor sehr hoch und sank im vergangenen Jahr trotz hohem Wirtschaftswachstum nur leicht auf 18,5% (ILO-Methode). Ungeachtet anstehender Arbeitsmarktreformen der neu gewählten Regierung ist in den nächsten Jahren nicht mit einem wesentlichen Rückgang der Arbeitslosenquote zu rechnen, da vielen Unternehmen noch grundlegende Restrukturierungsmaßnahmen bevorstehen, die mit Entlassungen verbunden sein könnten.

Im Jahr 2002 verzeichnete die Slowakische Republik einen starken Rückgang der Teuerungsrate. Der VPI (Jahresdurchschnitt) sank von 7,1% im Jahr 2001 auf 3,4% im Jahr 2002. Als Hauptursache für den starken Inflationsrückgang kann der Stillstand bei der Anpassung administrierter Preise im Wahljahr 2002 gesehen werden. Im Jänner 2003 wurden bereits Erhöhungen der regulierten Preise durchgeführt, die zu einem Preisauftrieb führten. Im März 2003 stieg der VPI im Jahresabstand um 8%. Die slowakische Notenbank hat zum Ziel, für das Jahr 2003 eine Inflationsrate im Jahresdurchschnitt von 7,7 bis 7,9% zu erreichen.

Tabelle 9

Produktivität, Löhne, Preise, Wechselkurs und Leitzinssatz						
	1999	2000	2001	2002	2002	
					1. Halbjahr	2. Halbjahr
	Veränderung des Periodendurchschnitts zum Vorjahr in %					
Bruttoproduktion der Industrie (real)	- 2'0	+ 8'3	+ 7'3	+6'5	+3'6	+9'5
Arbeitsproduktivität in der Industrie	+ 1'0	+11'8	+ 6'2	+6'3	+3'8	+8'8
Durchschnittlicher Bruttolohn der Industrie (nominell)	+ 7'9	+ 9'1	+10'2	+7'3	+8'0	+6'7
Lohnstückkosten der Industrie (nominell)	+ 6'8	- 2'4	+ 3'7	+0'9	+4'0	-2'0
Produzentenpreisindex (PPI) der Industrie	+ 4'2	+10'9	+ 6'5	+2'0	+1'9	+2'1
Verbraucherpreisindex (VPI)	+10'5	+12'1	+ 7'1	+3'4	+3'9	+2'8
Wechselkurs (nominell):						
SKK ¹⁾ / 1 EUR, + = Aufwertung des Euro	+11'4	- 3'4	+ 1'7	-1'4	-1'9	-1'0
EUR / 1 SKK, + = Aufwertung der Slowakischen Krone	-10'2	+ 3'5	- 1'7	+1'4	+1'9	+1'0
	Absolutes Niveau des Periodendurchschnitts					
Leitzinsen p. a. (in %)	8'8	8'5	7'8	7'8	8'0	7'6
Wechselkurs (nominell):						
SKK ¹⁾ / 1 EUR	44'10	42'59	43'31	42'69	42'61	42'76
EUR / 1 SKK	0'0227	0'0235	0'0231	0'0234	0'0235	0'0234

Quelle: Bloomberg, Datastream, nationales statistisches Amt, nationale Zentralbank, OeNB, WIIV.

¹⁾ SKK: Slowakische Krone.

Tabelle 10

Geldmenge: Entstehungsseite				
	1999	2000	2001	2002
	Nominelle Veränderung des Periodendurchschnitts zum Vorjahr in %			
Geldmenge (inkl. Fremdwährungseinlagen)	+ 8'6	+15'0	+11'9	+ 8'3
	Beiträge zur nominellen Veränderung der Geldmenge zum Vorjahr in Prozentpunkten			
Nettoauslandsvermögen des Bankensystems	- 4'7	+ 6'6	+ 2'3	+14'1
Inlandsforderungen des Bankensystems	+12'8	+ 7'9	+11'3	- 0'6
davon:				
Forderungen an Haushalte	+ 1'8	+ 1'9	+ 1'2	+ 1'4
Forderungen an Unternehmen	+ 0'4	+ 0'0	-15'9	- 2'3
Nettoforderung an den öffentlichen Sektor	+ 7'6	+ 6'4	+24'7	+ 0'2
Sonstiges Nettovermögen des Bankensystems	..	..	..	..

Quelle: Nationale Zentralbank, OeNB.

Die slowakische Notenbank bezieht bei ihrer geldpolitischen Strategie Inflations- und Geldmengenrichtwerte ein, orientiert sich aber auch an Wechselkursentwicklungen (Managed Float). Die letzten Zinsänderungen der slowakischen Notenbank wurden im Herbst 2002 vorgenommen. Seitdem beträgt der Satz für 14-tägige Repo-Operationen 6'5%. Nachdem der Wechselkurs der Slowakischen Krone gegenüber dem Euro im Verlauf des Vorjahres zwischen 41 und 45 SKK/EUR lag, wertete die Währung im April 2003 auf unter 41 SKK/EUR auf. Das führte Anfang Mai 2003 zu Interventionen seitens der slowakischen Notenbank, die den Wechselkurs (vorerst) wieder auf über 41 SKK/EUR stabilisierten (Stand: Mitte Mai 2003).

Das Haushaltsdefizit des Gesamtstaats stieg von 5'4% im Jahr 2001 auf 7'2% des BIP im Wahljahr 2002 an (auf ESVG 95-Basis). Ein ursprünglich anvisiertes Haushaltsdefizit um 4% des BIP wurde somit deutlich verfehlt. Die im September 2002 gewählte Mitte-Rechts-Regierung plant eine umfassende Finanz-

Tabelle 11

Staatshaushalt

	1999	2000	2001	2002	2003 ¹⁾
	<i>in % des BIP</i>				
Zentralstaat					
Einnahmen	25·9	23·5	20·8	20·5	..
Ausgaben	27·7	26·5	25·2	25·3	..
davon: Zinszahlungen	..	..	..	..	..
Saldo	- 1·8	- 3·0	- 4·5	- 4·8	..
Primärsaldo	..	..	..	..	..
Gesamtstaat					
Saldo (nationale Methodologie)	- 3·5	- 3·3	- 3·9	7·2	- 5·0
Saldo (laut EU-Kommission) ²⁾	- 6·4	-10·4	- 7·3	- 7·2	- 4·9
Primärsaldo (laut EU-Kommission) ²⁾	- 3·1	- 6·3	- 3·7	- 3·1	..
Bruttoverschuldung (laut EU-Kommission) ²⁾	43·8	46·9	48·1	42·6	41·8

Quelle: Europäische Kommission, EUROSTAT, nationales Finanzministerium, OeNB, WIW.

¹⁾ Laut Budgetgesetz.

²⁾ Basierend auf der budgetären Notifikation der Slowakischen Republik im April 2003; Daten weitgehend gemäß ESVG 95.

reform, die zu einer Reduzierung des Budgetfehlbetrags und einer weiteren Verringerung des Schuldenstands führen soll. Wesentlicher Bestandteil der Reformen soll die Erhebung einer pauschalen Einkommensteuer sein, bei der sowohl private Haushalte als auch Unternehmen mit einem einheitlichen Satz von 19% besteuert werden. Weiterhin wird die Einführung einer vereinfachten Mehrwertsteuer geplant. Alle Güter und Dienstleistungen sollen mit einem einheitlichen Satz von 20% besteuert werden. Ferner ist beabsichtigt, diesen Steuersatz auch für Kapitalgewinne anzuwenden. Die slowakische Regierung sieht vor, das neue Steuersystem im Jänner 2004 einzuführen und damit ein Budgetdefizit von 3·4% zu erreichen. Für das Jahr 2003 wird mit einem Fehlbetrag von 5·0% gerechnet.

Die Jahre 2001 und 2002 waren durch hohe außenwirtschaftliche Ungleichgewichte mit Leistungsbilanzdefiziten von 8·6% (2001) und 8·2% (2002) des BIP gekennzeichnet, die vor allem durch verschlechterte Handelsbilanzen hervorgerufen wurden. Dem Leistungsbilanzfehlbetrag im Jahr 2002 steht jedoch

Tabelle 12

Zahlungsbilanz

	1999	2000	2001	2002	2001 2. Halbjahr	2002 2. Halbjahr
	<i>in Mio EUR</i>					
Güterexporte	9.558	12.841	14.097	15.256	7.031	8.063
Güterexporte: Veränderung zum Vorjahr in %	+ 0·4	+ 34·4	+ 9·8	+ 8·2	+ 4·3	+ 14·7
Güterimporte	10.592	13.833	16.479	17.519	8.447	9.342
Güterimporte: Veränderung zum Vorjahr in %	- 8·4	+ 30·6	+ 19·1	+ 6·3	+ 12·9	+ 10·6
Handelsbilanz	- 1.034	- 992	- 2.382	- 2.263	-1.416	-1.279
in % des BIP	- 5·5	- 4·6	- 10·4	- 9·0	- 12·0	- 9·8
Dienstleistungsbilanz	140	475	535	484	357	286
Kapitalertragsbilanz	- 282	- 382	- 349	- 485	- 145	- 224
Unentgeltliche Übertragungen	162	127	236	205	116	125
Leistungsbilanz	- 1.015	- 771	- 1.960	- 2.059	-1.088	-1.092
in % des BIP	- 5·4	- 3·6	- 8·6	- 8·2	- 9·2	- 8·4
Direktinvestitionsströme (netto)	657	2.227	1.630	4.256	895	3.954
in % des BIP	3·5	10·4	7·1	16·9	7·6	30·4

Quelle: EUROSTAT, nationale Zentralbank, OeNB

ein hoher Zufluss ausländischer Direktinvestitionen gegenüber, der von 7,1% im Jahr 2001 auf 16,9% des BIP im Jahr 2002 zulegte. Die voranschreitende Privatisierung (z. B. der Verkauf von 49% des Naturgasverteilers SPP) der slowakischen Wirtschaft kann als wesentlicher Grund für diese starke Zunahme gesehen werden. Darüber hinaus waren aber auch Green Field-Projekte für den FDI-Zufluss verantwortlich. Für das kommende Jahr kann mit einer Fortsetzung der Privatisierung (unter anderem auf dem Energiesektor) gerechnet werden, aber auch mit ausländischen Erweiterungsinvestitionen (wie z. B. des PKW-Herstellers PSA Peugeot Citroën, der Anfang 2003 ankündigte, bis zum Jahr 2006 bis zu 700 Mio EUR in der Slowakischen Republik zu investieren).

Insgesamt verfolgt die slowakische Regierung eine reformorientierte Pro-Europa-Politik. Sie ist bestrebt, das Geschäftsklima zu verbessern, das Land für ausländische Investoren attraktiv zu machen und auf den EU-Beitritt vorzubereiten. Ein wesentlicher Bestandteil der beabsichtigten Maßnahmen sind die bereits erwähnten Steuerreformen, aber auch dringend erforderliche Verbesserungen der slowakischen Infrastruktur. Mitte Mai 2003 stimmte die slowakische Bevölkerung bei einem Referendum für einen EU-Beitritt.

Tabelle 13

Bruttoreserven und Bruttoauslandsverschuldung				
	1999	2000	2001	2002
<i>Jahresendstand in Mio EUR</i>				
Bruttoreserven der Zentralbank (exkl. Gold)	3.404	4.325	4.709	8.764
Bruttoauslandsschulden der Gesamtwirtschaft	10.453	11.461	12.415	12.570
<i>in % des BIP</i>				
Bruttoreserven der Zentralbank (exkl. Gold)	18,0	20,3	20,6	34,8
Bruttoauslandsschulden der Gesamtwirtschaft	55,2	53,7	54,3	50,0
<i>in Monatsimporten an Gütern und Dienstleistungen</i>				
Bruttoreserven der Zentralbank (exkl. Gold)	3,3	3,3	3,0	5,3

Quelle: EUROSTAT, nationale Zentralbank, OeNB, WIIV.

Slowenien: Inflation erweist sich als hartnäckig

Die slowenische Ökonomie verzeichnete im Jahr 2002 dank einer kräftig gestiegenen Investitionsnachfrage ein reales BIP-Wachstum von 3,1% (2001: 3,0%). Die Bruttoanlageinvestitionen wuchsen im Jahr 2002 real um 3,3%, nachdem sie im Jahr 2001 um fast 2% zurückgegangen waren. Ein weiterer, wenn auch

Tabelle 14

Bruttoinlandsprodukt (real): Verwendungsseite						
	1999	2000	2001	2002	2002	
					1. Halbjahr	2. Halbjahr
	<i>Veränderung zum Vorjahr in %</i>					
Bruttoinlandsprodukt	+ 5,2	+ 4,7	+3,0	+3,1	+2,8	+3,3
Privater Konsum	+ 6,1	+ 0,8	+1,7	+2,0	+1,7	+2,4
Öffentlicher Konsum	+ 4,6	+ 3,1	+3,2	+2,4	+3,3	+1,5
Bruttoanlageinvestitionen	+19,1	+ 0,2	-1,9	+3,3	+2,9	+3,8
Exporte	+ 1,7	+12,7	+6,2	+6,6	+4,9	+8,2
Importe	+ 8,2	+ 6,1	+2,1	+5,4	+3,8	+7,0

Quelle: EUROSTAT, nationales statistisches Amt, OeNB.

im Vergleich zu 2001 geschrumpfter Wachstumsbeitrag kam von den Nettoexporten. Die Entwicklung des Außenhandels war vor allem durch die starke Nachfrage aus den GUS-Staaten bzw. den Staaten des Westbalkans und durch eine deutliche Verbesserung der Terms of Trade gekennzeichnet. Die sich steigende Inlandsnachfrage stimulierte im zweiten Halbjahr 2002 aber auch das Importwachstum.

Die Arbeitslosenquote gemäß Labor Force Survey lag im Jahr 2002 im Durchschnitt bei 6,4%. Die Quote der registrierten Arbeitslosen nach nationaler Methodologie betrug zum Jahresende hingegen 11,3% (2001: 11,8%). Hauptaugenmerk legt die Regierung derzeit vor allem auf die Inflation: Mit durchschnittlich 7,5% lag diese im Jahr 2002 höher als in den übrigen EU-Beitrittsländern. Als Ursachen für die hohe Inflationsrate kommen Anhebungen der Mehrwert- bzw. Verbrauchsteuersätze auf Tabak und Alkohol sowie Anpassungen administrierter Preise (Telekommunikation, öffentliche Versorgungseinrichtungen) und ein hohes Geldmengenwachstum in Frage.

Tabelle 15

Produktivität, Löhne, Preise, Wechselkurs und Leitzinssatz

	1999	2000	2001	2002	2002	
					1. Halbjahr	2. Halbjahr
<i>Veränderung des Periodendurchschnitts zum Vorjahr in %</i>						
Bruttoproduktion der Industrie (real)	-0,5	+ 6,3	+ 3,1	+2,5	+2,2	+ 2,7
Arbeitsproduktivität in der Industrie	+1,3	+ 7,2	+ 2,3	+4,0	+3,4	+ 4,7
Durchschnittlicher Bruttolohn der Industrie (nominell)	+9,3	+11,7	+10,8	+9,9	+8,8	+10,8
Lohnstückkosten der Industrie (nominell)	+7,9	+ 4,2	+ 8,3	+5,6	+5,3	+ 5,8
Produzentenpreisindex (PPI) der Industrie	+2,2	+ 7,6	+ 9,0	+5,2	+5,7	+ 4,6
Verbraucherpreisindex (VPI)	+6,2	+ 8,9	+ 8,4	+7,5	+7,8	+ 7,1
Wechselkurs (nominell): SIT ¹⁾ / 1 EUR, + = Aufwertung des Euro	+4,0	+ 5,9	+ 5,9	+4,2	+4,3	+ 4,0
EUR / 1 SIT, + = Aufwertung des slowenischen Tolars	-3,8	- 5,6	- 5,6	-4,0	-4,1	- 3,9
<i>Absolutes Niveau des Periodendurchschnitts</i>						
Leitzinsen p. a. (in %)	8,0	8,7	10,8	9,8	9,5	10,0
Wechselkurs (nominell): SIT ¹⁾ / 1 EUR	193,63	205,03	217,19	226,22	224,10	228,35
EUR / 1 SIT	0,00516	0,00488	0,00460	0,00442	0,00446	0,00438

Quelle: Bloomberg, Datastream, nationales statistisches Amt, nationale Zentralbank, OeNB, WIIV.

¹⁾ SIT: slowenischer Tolar.

Die slowenische Notenbank (BoS) verfolgt seit Ende 2001 ein Inflationsziel. Anfang November 2002 revidierte die BoS ihr Inflationsziel nach oben und steuert nun für Ende 2003 eine Inflationsrate von 5,3% an. Im Juni 2004 soll eine Inflationsrate von 4% angepeilt werden. Um dieses Inflationsziel zu erreichen, dürfte von Seiten der Geldpolitik ein stärkerer Einsatz des Wechselkursinstruments notwendig sein. Die Regierung verfolgt ihrerseits die Strategie, einen Großteil der administrierten Preise einzufrieren, solange das Inflationsziel gefährdet ist. Die (reale) Lohnentwicklung ist mit einer Steigerungsrate von 2% im Jahr 2002 relativ moderat und stellt damit keine Gefahr für das Erreichen des Inflationsziels dar. Der Slowenische Tolar wertete nominell weiterhin entlang dem bisherigen Trend gegenüber dem Euro leicht ab. Der starke Anstieg der Geldmenge im Jahr 2002 ist unter anderem auf erhöhte ausländische Kapitalzuflüsse zurückzuführen.

Tabelle 16

Geldmenge: Entstehungsseite				
	1999	2000	2001	2002
	<i>Nominelle Veränderung des Periodendurchschnitts zum Vorjahr in %</i>			
Geldmenge (inkl. Fremdwährungseinlagen)	+16'1	+14'0	+20'8	+23'6
	<i>Beiträge zur nominellen Veränderung der Geldmenge zum Vorjahr in Prozentpunkten</i>			
Nettoauslandsvermögen des Bankensystems	+ 1'8	+ 3'4	+10'1	+11'1
Inlandsforderungen des Bankensystems	+16'9	+15'3	+15'5	+14'1
davon:				
Forderungen an Haushalte	+ 7'3	+ 4'4	+ 2'1	+ 1'6
Forderungen an Unternehmen	+ 8'4	+ 9'9	+10'6	+ 7'2
Nettoforderung an den öffentlichen Sektor	+ 1'2	+ 1'0	+ 2'9	+ 5'3
Sonstiges Nettovermögen des Bankensystems	- 2'6	- 4'7	- 4'9	- 1'6

Quelle: Nationale Zentralbank, OeNB.

Das gesamtstaatliche Budgetdefizit nach der Maastricht-relevanten ESVG 95-Methodologie reduzierte sich im Jahr 2002 auf 1'8% des BIP (2001: 2'5%). Ein Nachtragshaushalt für das Jahr 2003, der im Mai im Parlament beschlossen wurde, sieht auf Grund der schwachen internationalen Konjunkturlage eine leichte Ausweitung des geplanten gesamtstaatlichen Defizits 2003 von ursprünglich 1'0 auf 1'3% vor.

Tabelle 17

Staatshaushalt					
	1999	2000	2001	2002	2003 ¹⁾
	<i>in % des BIP</i>				
Zentralstaat					
Einnahmen	25'8	24'6	25'1	23'1	24'7
Ausgaben	26'4	25'5	26'2	25'8	25'9
Saldo	- 0'5	- 0'9	- 1'1	- 2'8	- 1'3
Gesamtstaat					
Saldo (nationale Methodologie)	- 0'6	- 1'4	- 1'4	- 3'1	- 1'3
Saldo (laut EU-Kommission) ²⁾	- 2'2	- 3'3	- 2'8	- 2'6	- 1'4
Primärsaldo (laut EU-Kommission) ²⁾	0'2	- 0'9	- 0'5	- 0'1	0'4
Bruttoverschuldung (laut EU-Kommission) ²⁾	26'4	27'6	27'5	28'3	27'8

Quelle: Europäische Kommission, EUROSTAT, nationales Finanzministerium, OeNB, WIIV.
¹⁾ Laut Budgetgesetz.
²⁾ Basierend auf der budgetären Notifikation Sloweniens im April 2003; Daten weitgehend gemäß ESVG 95.

Nachdem das Leistungsbilanzdefizit im Jahr 2001 auf einen geringen Betrag gesunken war (-0'4% des BIP), wies Slowenien im Jahr 2002 einen Leistungsbilanzüberschuss von 1'8% des BIP auf. Der Überschuss lässt sich vor allem auf eine gestiegene Exporttätigkeit in die GUS-Staaten und in den Westbalkan zurückführen. Zugleich verzeichnete Slowenien durch verstärkte Privatisierungsmaßnahmen eine Vervielfachung ausländischer Direktinvestitionen. Diese erreichten im Jahr 2002 ein Volumen von 8'2% des BIP (2001: 2'0%).

Die hohen Kapitalzuflüsse im Jahr 2002 (darunter die ausländischen Direktinvestitionen) spiegeln sich auch in den kräftig gestiegenen Bruttoreserven der slowenischen Notenbank wider.

Die Sozialpartner einigten sich im Jahr 2002 auf eine Neuindexierung von Transferleistungen bzw. von Löhnen im privaten wie auch im öffentlichen

Tabelle 18

Zahlungsbilanz

	1999	2000	2001	2002	2001 2. Halbjahr	2002 2. Halbjahr
<i>in Mio EUR</i>						
Güterexporte	8.082	9.529	10.427	11.075	5.136	5.567
Güterexporte: Veränderung zum Vorjahr in %	- 0'4	+ 17'9	+ 9'4	+ 6'2	+ 4'6	+ 8'4
Güterimporte	9.249	10.761	11.118	11.332	5.464	5.697
Güterimporte: Veränderung zum Vorjahr in %	+ 4'9	+ 16'3	+ 3'3	+ 1'9	- 1'0	+ 4'3
Handelsbilanz	-1.167	- 1.232	- 691	- 257	- 328	- 130
in % des BIP	- 6'2	- 6'3	- 3'3	- 1'1	- 3'0	- 1'1
Dienstleistungsbilanz	331	487	560	587	287	257
Kapitalertragsbilanz	- 23	- 27	- 83	- 76	36	15
Unentgeltliche Übertragungen	115	125	143	142	79	90
Leistungsbilanz	- 734	- 662	- 75	397	74	231
in % des BIP	- 3'9	- 3'4	- 0'4	1'8	0'7	2'0
Direktinvestitionsströme (netto)	55	76	413	1.849	175	1.193
in % des BIP	0'3	0'4	2'0	8'2	1'6	10'4

Quelle: EUROSTAT, nationale Zentralbank, OeNB.

Tabelle 19

Bruttoreserven und Bruttoauslandsverschuldung

	1999	2000	2001	2002
<i>Jahresendstand in Mio EUR</i>				
Bruttoreserven der Zentralbank (exkl. Gold)	3.148	3.390	4.868	6.653
Bruttoauslandsschulden der Gesamtwirtschaft	5.367	6.595	7.551	8.386
<i>in % des BIP</i>				
Bruttoreserven der Zentralbank (exkl. Gold)	16'7	17'2	23'2	29'6
Bruttoauslandsschulden der Gesamtwirtschaft	28'5	33'5	35'9	37'3
<i>in Monatsimporten an Gütern und Dienstleistungen</i>				
Bruttoreserven der Zentralbank (exkl. Gold)	3'5	3'3	4'6	6'1

Quelle: EUROSTAT, nationale Zentralbank, OeNB, WIIV.

Sektor für den Zeitraum 2003 bis 2005. Ab April 2003 wird die durchschnittliche Inflationsrate (HVPI) in der EU als Benchmark für die Indexierung herangezogen. Als weitere Grenze wurde vereinbart, dass die Lohnsteigerungen jedenfalls 1 Prozentpunkt hinter dem Produktivitätszuwachs bleiben müssen. Mitte 2002 wurde die Indexierung von Finanzkontrakten aufgegeben.

Die Unternehmens- und Bankenprivatisierung läuft weiterhin nach Plan. Nach dem Verkauf der größten Bank Sloweniens (Nova Ljubljanska Banka, NLB) an großteils ausländische Investoren und dem Verkauf des zweitgrößten pharmazeutischen Unternehmens des Landes (Lek) an den Schweizer Konzern Novartis beschloss die neue Regierung Ende Dezember 2002 ein Programm für die weitere Privatisierung staatlicher Unternehmen. So sollen im Zeitraum 2003 bis 2004 Teile der Schwerindustrie, wie der Aluminiumproduzent Talum oder der Erdölversorger Nafta, veräußert werden. Verhandelt wird derzeit (Mitte Mai 2003) auch der Verkauf der Slovenska Investicijska Banka (SIB). Die Nova Kreditna Banka Maribor (NKBM) und die Abanka Vipa sind die aussichtsreichsten Übernahmekandidaten. Geplant ist, durch eine größere Finanzgruppe in slowenischem Besitz eine Art „Gegengewicht“ zur NLB zu schaffen.

Tschechische Republik: Abgeschwächtes Wirtschaftswachstum bei rückläufiger Inflation

Nachdem sich im Jahr 2001 die wirtschaftliche Erholung der Tschechischen Republik fortsetzte, schwächte sich das Wachstum im Jahr 2002 deutlich ab. Die Verringerung des BIP-Wachstums von 3·1% im Jahr 2001 auf 2·0% im Jahr 2002 lässt sich im Wesentlichen mit der konjunkturellen Entwicklung in der EU, insbesondere in Deutschland als wichtigstem Außenhandelspartner der Tschechischen Republik, sowie mit negativen Auswirkungen resultierend aus der Aufwertung der Tschechischen Krone erklären. Neben der nachlassenden Exportdynamik beeinträchtigte die schwache Entwicklung exportinduzierter Investitionen das Wirtschaftswachstum.

Tabelle 20

	Bruttoinlandsprodukt (real): Verwendungsseite					
	1999	2000	2001	2002	2002	
					1. Halbjahr	2. Halbjahr
	<i>Veränderung zum Vorjahr in %</i>					
Bruttoinlandsprodukt	+05	+ 3·3	+ 3·1	+20	+23	+1·6
Privater Konsum	+17	+ 2·5	+ 3·6	+40	+42	+3·8
Öffentlicher Konsum	+2·4	- 0·9	+ 5·4	+5·6	+47	+6·5
Bruttoanlageinvestitionen	-11	+ 5·3	+ 5·5	+07	+13	+0·1
Exporte	+61	+17·1	+12·2	+28	+38	+17
Importe	+53	+16·9	+14·0	+43	+30	+5·5

Quelle: EUROSTAT, nationales statistisches Amt, OeNB.

Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass im Jahr 2001 beträchtliche Militärausgaben nicht wie üblich als öffentlicher Konsum sondern als Investitionen verbucht worden sind. Das führte dazu, dass das Investitionswachstum im Jahr 2001 stark zunahm und 2002 hingegen erheblich abnahm.¹⁾ Weiterhin belastete die Flutkatastrophe im August 2002 in geringem Maß das BIP-Wachstum (rund 0·1 bis 0·3 Prozentpunkte des BIP 2002). Die inländische Nachfrage, sowohl die private als auch die öffentliche, konnte die wirtschaftliche Abkühlung mäßigen. Dabei leistete der öffentliche Konsum, beeinflusst durch landesweite Wahlen im August 2002, einen wesentlichen Beitrag. Der höhere Privatverbrauch ist vor allem auf gestiegene Löhne im öffentlichen Sektor, Pensionen und Sozialleistungen zurückzuführen. Die rückgängige Wirtschaftsdynamik in der Tschechischen Republik wurde von einem Anstieg der Arbeitslosenquote (bis März 2003 auf 10·0%) begleitet. Die OeNB prognostiziert für das Jahr 2003 eine Stabilisierung der realen BIP-Zunahme auf 2·1%, für 2004 wird eine exportgetragene Beschleunigung auf +3·0% erwartet.

Die Inflationsrate ist im Verlauf des Jahres 2002 kontinuierlich gesunken (im Jahresabstand von 3·7% im Jänner 2002 auf 0·6% im Dezember 2002), wobei die durchschnittliche Inflationsrate 2002 bei 1·8% lag. Im März 2003 sank das Preisniveau im dritten Monat in Folge gegenüber dem Vorjahr um 0·4%. Der rückläufige Preisanstieg war auf kurzfristige Faktoren (niedrigere Lebensmittel- und Energiepreise), sinkende Importpreise, einschließlich der Aufwertung der Tschechischen Krone, zurückzuführen. Der Rückgang der Energiepreise

¹ Nach Schätzungen der OECD betrug im Jahr 2002 das tatsächliche Investitionswachstum 2·1% (statt 0·7%) und der Zuwachs des öffentlichen Konsums belief sich nur auf 2·8% (statt 5·6%).

Tabelle 21

Produktivität, Löhne, Preise, Wechselkurs und Leitzinssatz

	1999	2000	2001	2002		
					1. Halbjahr	2. Halbjahr
	Veränderung des Periodendurchschnitts zum Vorjahr in %					
Bruttoproduktion der Industrie (real)	-3,1	+5,4	+6,7	+ 4,9	+ 4,5	+5,3
Arbeitsproduktivität in der Industrie	+3,6	+9,1	+6,1	+ 6,7	+ 5,7	+7,6
Durchschnittlicher Bruttolohn der Industrie (nominell)	+6,6	+7,1	+6,4	+ 6,7	+ 6,9	+6,5
Lohnstückkosten der Industrie (nominell)	+3,0	-1,8	+0,3	+ 0,0	+ 1,1	-1,1
Produzentenpreisindex (PPI) der Industrie	+1,0	+4,9	+2,9	- 0,5	- 0,2	-0,9
Verbraucherpreisindex (VPI)	+2,1	+3,9	+4,7	+ 1,8	+ 3,0	+0,6
Wechselkurs (nominell): CZK ¹ / 1 EUR, + = Aufwertung des Euro	+2,0	-3,4	-4,3	- 9,5	-10,0	-9,0
EUR / 1 CZK, + = Aufwertung der Tschechischen Krone	-1,9	+3,6	+4,5	+10,6	+11,2	+9,9
Absolutes Niveau des Periodendurchschnitts						
Leitzinsen p. a. (in %)	6,8	5,3	5,1	3,5	4,1	3,0
Wechselkurs (nominell): CZK ¹ / 1 EUR	36,88	35,61	34,07	30,82	31,08	30,56
EUR / 1 CZK	0,0271	0,0281	0,0294	0,0324	0,0322	0,0327

Quelle: Bloomberg, Datastream, nationales statistisches Amt, nationale Zentralbank, OeNB, WIIV.

¹) CZK: Tschechische Krone.

erfolgte trotz ansteigender Erdölpreise im zweiten Halbjahr 2002 und lag vor allem an der fortschreitenden Liberalisierung von Netzwerkindustrien. Die Teuerungsrate liegt somit weit unter dem Inflationsziel (dieses lag bei 3 bis 5% im Jänner 2002 (Jahresabstand) und fällt gleichmäßig auf 2 bis 4% bis Dezember 2005.) Am 30. Jänner 2003 senkte die tschechische Notenbank die Leitzinsen um 25 Basispunkte. Der zweiwöchige Repo-Satz entspricht nun mit 2,5% dem Interventionssatz der EZB.

Tabelle 22

Geldmenge: Entstehungsseite

	1999	2000	2001	2002
Nominelle Veränderung des Periodendurchschnitts zum Vorjahr in %				
Geldmenge (inkl. Fremdwährungseinlagen)	+9,0	+6,4	+11,1	+6,7
Beiträge zur nominellen Veränderung der Geldmenge zum Vorjahr in Prozentpunkten				
Nettoauslandsvermögen des Bankensystems	+13,2	+7,8	+8,1	+7,8
Inlandsforderungen des Bankensystems	-4,8	-1,0	-0,0	-9,8
davon:				
Forderungen an Haushalte	+0,2	+0,3	+1,1	+1,8
Forderungen an Unternehmen	-4,0	-5,3	-7,2	-13,6
Nettoforderung an den öffentlichen Sektor	+0,7	+3,9	+6,0	+2,0
Sonstiges Nettovermögen des Bankensystems	+0,6	-0,4	+3,1	+8,7

Quelle: Nationale Zentralbank, OeNB.

Trotz der Jahrhundertflut im August 2002, steigenden Kosten für die Sozialsysteme, aber auch landesweiten Wahlen betrug – gemäß den neuesten Daten, die soweit wie möglich gemäß ESVG 95-Methode erstellt wurden – das gesamtstaatliche Defizit 2002 nur 3,9% im Vergleich zu 5,5% im Jahr 2001. Die Budgetpolitik der Tschechischen Republik kann dennoch nicht als restriktiv bezeichnet werden. Vielmehr können niedrigere Ausgaben des *National Property*

Tabelle 23

Staatshaushalt					
	1999	2000	2001	2002	2003 ¹⁾
	in % des BIP				
Zentralstaat					
Einnahmen	29·8	29·5	28·8	29·6	28·3
Ausgaben	31·4	31·9	31·9	32·4	32·9
davon: Zinszahlungen	0·9	1·0	0·8	0·6	0·9
Saldo	- 1·6	- 2·3	- 3·1	- 2·8	- 4·6
Primärsaldo	- 0·7	- 1·3	- 2·3	- 2·2	- 3·7
Gesamtstaat					
Saldo (nationale Methodologie)	- 2·8	- 4·4	- 5·1	- 6·7	- 7·4
Saldo (laut EU-Kommission) ²⁾	- 3·7	- 4·0	- 5·5	- 3·9	- 5·8
Primärsaldo (laut EU-Kommission) ²⁾	- 2·6	- 3·0	- 4·3	- 2·5	- 4·5
Bruttoverschuldung (laut EU-Kommission) ²⁾	14·3	16·6	23·3	27·1	29·6

Quelle: Europäische Kommission, EUROSTAT, nationales Finanzministerium, OeNB, WIIW.

¹⁾ Laut Budgetgesetz.

²⁾ Basierend auf der budgetären Notifikation der Tschechischen Republik im April 2003; Daten weitgehend gemäß ESVG 95.

Fund auf Grund von Verzögerungen bei geplanten Privatisierungsvorhaben als ein wesentlicher Grund für den relativ geringen Fehlbetrag gesehen werden. Auch wird für das Jahr 2003 mit einer starken Ausweitung des Staatsdefizits gerechnet. Im Vergleich zu den anderen Beitrittsländern, mit Ausnahme der baltischen Länder und Sloweniens, ist die Bruttoverschuldung mit 27·1% des BIP zwar noch niedrig, in den nächsten Jahren wird jedoch ein weiterer Anstieg erwartet.

Sowohl die Import- als auch die Exportdynamik nahmen im Jahr 2002 stark ab. Das Leistungsbilanzdefizit lag im Jahr 2002 bei 5·4% des BIP und verzeichnete somit eine leichte Verbesserung gegenüber dem Vorjahr (2001: 5·7%). Die Überschüsse der Dienstleistungsbilanz sind im zweiten Halbjahr 2002 erheblich zurückgegangen, was mit der Flutkatastrophe erklärt werden kann (sinkende Tourismuseinnahmen). Eine positive Entwicklung ist bei den Nettozuflüssen ausländischer Direktinvestitionen zu verzeichnen; sie stiegen von 9·6% des BIP im Jahr 2001 auf 11·9% im Jahr 2002. Hauptgrund dafür ist die fort-

Tabelle 24

Zahlungsbilanz						
	1999	2000	2001	2002	2001 2. Halbjahr	2002 2. Halbjahr
	in Mio EUR					
Güterexporte	24.651	31.509	37.271	40.631	18.673	20.284
Güterexporte: Veränderung zum Vorjahr in %	+ 6·9	+ 27·8	+ 18·3	+ 9·0	+ 12·9	+ 8·6
Güterimporte	26.448	34.918	40.705	43.055	20.635	22.042
Güterimporte: Veränderung zum Vorjahr in %	+ 4·1	+ 32·0	+ 16·6	+ 5·8	+ 9·7	+ 6·8
Handelsbilanz	- 1.797	- 3.409	- 3.434	- 2.423	- 1.962	- 1.758
in % des BIP	- 3·5	- 6·1	- 5·4	- 3·3	- 5·9	- 4·6
Dienstleistungsbilanz	1.130	1.536	1.706	706	1.026	103
Kapitalertragsbilanz	- 1.265	- 1.490	- 2.450	- 3.168	- 1.303	- 1.613
Unentgeltliche Übertragungen	552	403	524	934	341	748
Leistungsbilanz	- 1.379	- 2.960	- 3.653	- 3.953	- 1.898	- 2.521
in % des BIP	- 2·7	- 5·3	- 5·7	- 5·4	- 5·7	- 6·6
Direktinvestitionsströme (netto)	5.879	5.356	6.121	8.817	2.866	2.474
in % des BIP	11·4	9·6	9·6	11·9	8·6	6·5

Quelle: EUROSTAT, nationale Zentralbank, OeNB.

schreitende Privatisierung der tschechischen Wirtschaft. Der starke Zufluss ausländischen Kapitals übte jedoch einen starken Aufwertungsdruck auf die Tschechische Krone aus (insbesondere im ersten Halbjahr). Darauf reagierte die tschechische Nationalbank mit Zinssenkungen und Devisenmarktinterventionen.

Wesentliche Strukturveränderungen wurden – wie bereits im letzten Berichtszeitraum – durch Privatisierungsvorhaben bestimmt. Im Jahr 2002 erfolgte die Veräußerung des größten Erdgasanbieters sowie des größten Stahlherstellers der Tschechischen Republik. Die Privatisierung der tschechischen Fernmeldegesellschaft und des Erdöl- und Chemiekonzerns Unipetrol wurden erneut angekündigt. Mittelfristig will die tschechische Regierung ein verstärktes Augenmerk auf die öffentlichen Haushalte legen. Laut Regierungsangaben soll ein gesamtstaatliches Haushaltsdefizit von 4% des BIP im Jahr 2006, insbesondere durch Maßnahmen in der öffentlichen Verwaltung (moderate Lohnsteigerungen, Einfrieren des Personalstands), aber auch durch Einsparungen bei den Sozialsystemen, nicht überschritten werden.

Tabelle 25

Bruttoreserven und Bruttoauslandsverschuldung

	1999	2000	2001	2002
<i>Jahresendstand in Mio EUR</i>				
Bruttoreserven der Zentralbank (exkl. Gold)	12.745	13.937	16.261	22.597
Bruttoauslandsschulden der Gesamtwirtschaft	22.473	22.671	25.153	25.048
<i>in % des BIP</i>				
Bruttoreserven der Zentralbank (exkl. Gold)	24,7	25,0	25,5	30,6
Bruttoauslandsschulden der Gesamtwirtschaft	43,6	40,7	39,4	33,9
<i>in Monatsimporten an Gütern und Dienstleistungen</i>				
Bruttoreserven der Zentralbank (exkl. Gold)	4,8	4,1	4,2	5,4

Quelle: EUROSTAT, nationale Zentralbank, OeNB, WIIW.

Ungarn: Expansive Fiskalpolitik prägt Konjunktorentwicklung

Nach einer leichten Abschwächung im ersten Halbjahr 2002 hat das BIP-Wachstum im Verlauf der zweiten Jahreshälfte wieder angezogen. Auslöser dieses Wachstumsimpulses war der kräftige Anstieg des privaten Konsums von rund 10% im Jahresabstand, der vor allem durch Lohnsteigerungen hervorgerufen wurde. Die Nettoexporte trugen im Jahr 2002 negativ zum BIP-Wachstum bei,

Tabelle 26

Bruttoinlandsprodukt (real): Verwendungsseite

	1999	2000	2001	2002	2002	
					1. Halbjahr	2. Halbjahr
<i>Veränderung zum Vorjahr in %</i>						
Bruttoinlandsprodukt	+ 4,1	+ 5,3	+3,9	+ 3,3	+2,9	+ 3,6
Privater Konsum	+ 5,6	+ 5,5	+5,7	+10,0	+9,4	+10,6
Öffentlicher Konsum	+ 1,5	+ 1,9	+4,3	+ 2,2	+1,2	+ 3,2
Bruttoanlageinvestitionen	+ 5,9	+ 7,5	+3,6	+ 6,1	+6,9	+ 5,4
Exporte	+12,3	+20,9	+9,6	+ 3,8	+5,3	+ 2,3
Importe	+13,3	+19,1	+7,0	+ 6,1	+4,6	+ 7,6

Quelle: EUROSTAT, nationales statistisches Amt, OeNB.

da einerseits die Nachfrage auf den Hauptexportmärkten fehlte, andererseits eine nominelle Aufwertung des ungarischen Forint von knapp 6% im Jahresdurchschnitt die Exporte verteuerte.

Die Arbeitslosenquote ist im Lauf des zweiten Halbjahres 2002 auf 5·9% angestiegen. Problematisch erscheinen nach wie vor der Mangel an Facharbeitskräften sowie starke regionale Disparitäten. Die Nominallöhne stiegen im Gesamtjahr 2002 deutlich stärker als die Arbeitsproduktivität, wodurch die Lohnstückkosten zunahmen. Die Inflationsrate betrug im Jahresdurchschnitt 5·3% und befand sich mit 4·8% im Dezember 2002 innerhalb des von der ungarischen Notenbank (MNB) angestrebten Inflationsziels. Die OeNB-Prognose sieht eine leichte Zunahme des realen BIP-Wachstums im Jahr 2003 auf 3·6% und eine weitere Beschleunigung auf 4·1% im Jahr 2004 vor. Die Belebung dürfte vor allem auf steigende Exporte zurückzuführen sein.

Tabelle 27

	Produktivität, Löhne, Preise, Wechselkurs und Leitzinssatz					
	1999	2000	2001	2002	2002	
					1. Halbjahr	2. Halbjahr
	<i>Veränderung des Periodendurchschnitts zum Vorjahr in %</i>					
Bruttoproduktion der Industrie (real)	+10·1	+18·5	+ 4·0	+ 2·7	+ 0·5	+ 4·8
Arbeitsproduktivität in der Industrie	+ 5·1	+17·0	+ 5·6	+ 4·5	+ 2·4	+ 6·7
Durchschnittlicher Bruttolohn der Industrie (nominell)	+13·4	+15·0	+14·5	+12·4	+13·1	+11·8
Lohnstückkosten der Industrie (nominell)	+ 7·9	- 1·7	+ 8·4	+ 7·6	+10·5	+ 4·8
Produzentenpreisindex (PPI) der Industrie	+ 5·1	+11·6	+ 5·2	- 1·8	- 2·2	- 1·4
Verbraucherpreisindex (VPI)	+10·0	+ 9·8	+ 9·2	+ 5·3	+ 5·9	+ 4·7
Wechselkurs (nominell):						
HUF ¹⁾ /1 EUR, + = Aufwertung des Euro	+ 4·9	+ 2·9	- 1·3	- 5·4	- 6·9	- 3·8
EUR /1 HUF, + = Aufwertung des ungarischen Forint	- 4·7	- 2·8	+ 1·3	+ 5·7	+ 7·4	+ 3·9
	<i>Absolutes Niveau des Periodendurchschnitts</i>					
Leitzinsen p. a. (in %)	15·2	11·5	11·1	9·0	8·8	9·2
Wechselkurs (nominell):						
HUF ¹⁾ /1 EUR	252·78	260·06	256·65	242·88	243·50	242·25
EUR /1 HUF	0·00396	0·00385	0·00390	0·00412	0·00411	0·00413

Quelle: Bloomberg, Datastream, nationales statistisches Amt, nationale Zentralbank, OeNB, WIIW.

¹⁾ HUF: ungarischer Forint.

Ungarn verzeichnete seit dem Spätherbst 2002 namhafte Portfoliokapitalzuflüsse, die sich im Jänner 2003 massiv beschleunigten. Die Zuflüsse wurden durch einen hohen Zinsabstand zum Euroraum bzw. zu anderen Beitrittsländern, den bevorstehenden Beitritt zur EU sowie durch ein verbessertes Rating ausgelöst. Das ambivalente makroökonomische Umfeld (beachtliche Defizite im Staatshaushalt und in der Leistungsbilanz) konnte diesen Trend nicht stoppen. Als Folge wertete der ungarische Forint Mitte Jänner 2003 bis an die obere Grenze des Fluktuationsbandes von +15% auf. Die ungarische Notenbank reagierte vorerst mit Interventionen auf dem Devisenmarkt, danach mit Leitzinssenkungen von insgesamt 200 Basispunkten. Noch deutlicher fiel die Reduzierung des Overnight-Einlagezinssatzes aus, der kurzfristig sogar von 7·5 auf 3·5% adjustiert wurde. Damit gelang es, den Druck auf das Fluktuationsband abzubauen. Seit dieser Intervention schwankt der ungarische Forint relativ stabil um einen Kurs von 245 HUF/EUR.

Tabelle 28

Geldmenge: Entstehungsseite

	1999	2000	2001	2002
Nominelle Veränderung des Periodendurchschnitts zum Vorjahr in %				
Geldmenge (inkl. Fremdwährungseinlagen)	+177	+174	+137	+168
Beiträge zur nominellen Veränderung der Geldmenge zum Vorjahr in Prozentpunkten				
Nettoauslandsvermögen des Bankensystems	+11.4	+12.3	+ 9.3	+ 0.0
Inlandsforderungen des Bankensystems	+ 4.8	+14.5	+ 9.6	+14.3
davon:				
Forderungen an Haushalte	+ 1.7	+ 3.1	+ 4.2	+ 6.6
Forderungen an Unternehmen	+ 7.4	+19.0	+12.6	+ 9.2
Nettoforderung an den öffentlichen Sektor	- 4.3	- 7.7	- 7.2	- 1.4
Sonstiges Nettovermögen des Bankensystems	+ 1.5	- 9.4	- 5.2	+ 2.4

Quelle: Nationale Zentralbank, OeNB.

Das Budgetdefizit des gesamten öffentlichen Sektors betrug im Jahr 2002 9.1% des BIP (ESVG 95). Dieses hohe Defizit enthält aber bewusst einige „Einmalmaßnahmen“ und Reklassifizierungen einzelner Budgetposten im Ausmaß von rund 3% des BIP, die keine Folgebelastung für das Budget 2003 erwarten lassen. Die Erhöhung der Löhne im öffentlichen Sektor anlässlich der Parlamentswahlen im April 2002 wird das Budget hingegen längerfristig belasten. Die aktuelle Entwicklung lässt das Budgetdefizitziel des Finanzministeriums von 4.5% des BIP für das Jahr 2003 ambitioniert erscheinen, da bereits in den ersten beiden Monaten 2003 schon 25% des veranschlagten Defizitvolumens für das Gesamtjahr erwirtschaftet wurden.

Tabelle 29

Staatshaushalt

	1999	2000	2001	2002	2003 ¹⁾
in % des BIP					
Zentralstaat					
Einnahmen	28.3	28.0	27.4	25.7	27.3
Ausgaben	31.3	30.8	30.2	34.4	30.5
davon: Zinszahlungen	..	6.0	4.9	4.3	..
Saldo	- 3.0	- 2.8	- 2.9	- 8.7	- 3.3
Primärsaldo	..	..	2.0	- 4.4	..
Gesamtstaat					
Saldo (nationale Methodologie)	- 3.4	- 3.4	- 3.1	- 9.5	..
Saldo (laut EU-Kommission) ²⁾	- 5.6	- 3.0	- 4.7	- 9.2	- 4.5
Primärsaldo (laut EU-Kommission) ²⁾	1.9	2.7	0.2	- 5.3	- 0.5
Bruttoverschuldung (laut EU-Kommission) ²⁾	61.2	55.5	53.4	56.3	56.8

Quelle: Europäische Kommission, EUROSTAT, nationales Finanzministerium, OeNB, WIW.

¹⁾ Laut Budgetgesetz

²⁾ Basierend auf der budgetären Notifikation Ungarns im April 2003; Daten weitgehend gemäß ESVG 95.

Das Leistungsbilanzdefizit Ungarns lag im Jahr 2002 bei 4.0% des BIP (2001: 3.4% des BIP). Vor allem im zweiten Halbjahr 2002 stieg der Fehlbetrag auf Grund der Wechselkursentwicklung und der kräftigen Inlandsnachfrage stark an. Die auf 0.9% des BIP geschrumpften Nettozuflüsse an ausländischen Direktinvestitionen konnten das Defizit in der Leistungsbilanz nur mehr zu einem Viertel abdecken (im Jahr 2001 war das Defizit noch voll abgedeckt worden).

Tabelle 30

Zahlungsbilanz						
	1999	2000	2001	2002	2001 2. Halbjahr	2002 2. Halbjahr
	<i>in Mio EUR</i>					
Güterexporte	24.059	31.278	34.697	36.821	17.510	18.242
Güterexporte: Veränderung zum Vorjahr in %	+ 14,3	+ 30,0	+ 10,9	+ 6,1	+ 2,9	+ 4,2
Güterimporte	26.102	34.457	37.193	39.024	18.603	19.741
Güterimporte: Veränderung zum Vorjahr in %	+ 14,8	+ 32,0	+ 7,9	+ 4,9	- 1,6	+ 6,1
Handelsbilanz	- 2.044	- 3.180	- 2.496	- 2.203	- 1.093	- 1.499
in % des BIP	- 4,5	- 6,3	- 4,3	- 3,2	- 3,5	- 4,1
Dienstleistungsbilanz	834	1.230	1.643	636	1.168	396
Kapitalertragsbilanz	- 1.464	- 1.545	- 1.513	- 1.679	- 570	- 691
Unentgeltliche Übertragungen	372	343	399	475	220	229
Leistungsbilanz	- 2.301	- 3.152	- 1.967	- 2.771	- 274	- 1.565
in % des BIP	- 5,1	- 6,2	- 3,4	- 4,0	- 0,9	- 4,3
Direktinvestitionsströme (netto)	1.658	1.215	2.518	633	1.246	192
in % des BIP	3,7	2,4	4,4	0,9	4,0	0,5

Quelle: EUROSTAT, nationale Zentralbank, OeNB.

Von Ende 2001 bis Ende 2002 fielen die offiziellen Bruttodevisenreserven von 12,1 Mrd EUR auf 9,9 Mrd EUR. Die Bruttoauslandsverschuldung stieg hingegen leicht von 37,3 Mrd EUR auf 38,5 Mrd EUR. Auf Grund des Anstiegs des in Euro gemessenen BIP, mitunter auch ein Resultat der nominellen Aufwertung des ungarischen Forint gegenüber dem Euro im vergangenen Jahr, fielen die entsprechenden Verhältniszahlen zum BIP noch deutlicher, und zwar von 20,9 auf 14,1% bzw. von 64,4 auf 55,1%.

Tabelle 31

Bruttoreserven und Bruttoauslandsverschuldung				
	1999	2000	2001	2002
	<i>Jahresendstand in Mio EUR</i>			
Bruttoreserven der Zentralbank (exkl. Gold)	10.757	11.883	12.072	9.873
Bruttoauslandsschulden der Gesamtwirtschaft	29.010	32.093	37.286	38.523
	<i>in % des BIP</i>			
Bruttoreserven der Zentralbank (exkl. Gold)	23,9	23,5	20,9	14,1
Bruttoauslandsschulden der Gesamtwirtschaft	64,4	63,4	64,4	55,1
	<i>in Monatsimporten an Gütern und Dienstleistungen</i>			
Bruttoreserven der Zentralbank (exkl. Gold)	4,2	3,6	3,3	2,5

Quelle: EUROSTAT, nationale Zentralbank, OeNB, WIIW.

Die Regierung Medgyessy präsentierte Mitte Februar 2003 einen Zehn-Punkte-Plan, der Ungarn in den kommenden Jahren zu einem Zentrum für Technologie, Dienstleistung und Logistik in Zentral- und Osteuropa entwickeln soll. Auch die Privatisierungspläne sollen weiter vorangetrieben werden. Von den rund 180 unter der Kontrolle der Privatisierungs- und Staatsbeteiligungsgesellschaft APV Rt. stehenden Unternehmen sollen in den nächsten zwei Jahren rund 100 (teil)privatisiert werden. 45 weitere Unternehmen sollen 2005 und 2006 an die Reihe kommen. Die Privatisierung der ungarischen Elektrizitätswerke MVM wurde aber verschoben. Mit Jahresende 2003 plant Finanzminister Laszlo, die Postabank in einem mehrstufigen Ausschreibungsverfahren

zu verkaufen. Die ungarische Bodenkredit- und Hypothekenbank (FHB) soll an die Budapester Börse gebracht werden.

Der noch von der vorherigen Regierung eingeführte „Széchenyi-Plan“ wird von der neuen Regierung in Form des „Széchenyi-Plan plus“ weiter verfolgt. Im Jahr 2002 wurde ein Volumen von insgesamt rund 330 Mrd HUF (rund 1·4 Mrd EUR) in die folgenden sechs Bereiche investiert: Ausbau des Straßennetzes, Förderung des privaten Hausbaus, Unterstützung von Klein- und Mittelunternehmen, Forschung und Entwicklung, Informationstechnologie, Tourismus und Regionalentwicklung.

Russland profitiert vom hohen Erdölpreisniveau, aber Wirtschaftsstruktur weiter fragil

Vor allem vom robusten Privatverbrauch vorangetrieben, expandierte das russische BIP im Jahr 2002 real um 4·3%. Das ist zwar niedriger als die im Jahr 2001 erzielte Wachstumsrate (5·0%), aber angesichts der weltwirtschaftlichen Flaute und im Vergleich mit anderen Übergangsländern durchaus beachtlich. Die in den letzten Jahren erfolgten umfangreichen Lohn- und Gehaltserhöhungen stimulierten den Privatkonsum. Enttäuschender entwickelten sich die für den wirtschaftlichen Aufholprozess Russlands wichtigen Bruttoanlageinvestitionen (+3·0%).

Tabelle 32

Bruttoinlandsprodukt (real): Verwendungsseite

	1999	2000	2001	2002	2002	
					1. Halbjahr	2. Halbjahr
	Veränderung zum Vorjahr in %					
Bruttoinlandsprodukt	+ 6·4	+10·0	+ 5·0	+ 4·3	+ 3·6	+ 4·9
Privater Konsum	- 2·9	+ 7·3	+ 9·9	+ 8·6	+ 8·5	+ 8·8
Öffentlicher Konsum	+ 3·1	+ 2·0	- 1·7	+ 2·4	+ 1·8	+ 2·9
Bruttoanlageinvestitionen	+ 6·4	+18·1	+10·5	+ 3·0	+ 2·7	+ 3·1
Exporte	+11·2	+ 9·5	+ 3·6	+10·2	+ 9·1	+11·3
Importe	-17·0	+32·4	+18·0	+19·1	+17·2	+21·0

Quelle: Nationales statistisches Amt.

In der zweiten Jahreshälfte 2002 und insbesondere im ersten Quartal 2003 wirkten sich steigende Erdöl- und Rohstoffpreise sowie expandierende Exportvolumina im Sinne einer Beschleunigung des Wirtschaftswachstums aus. So legte die aggregierte Produktion von fünf Hauptsektoren der russischen Ökonomie (Bauwirtschaft, Einzelhandel, Verkehr, Industrie und Landwirtschaft) in den ersten drei Monaten 2003 um über 6% im Jahresabstand zu. Die Investitionstätigkeit wuchs in diesem Zeitraum um rund 10%, wengleich ihre starke Konzentration auf den Energie- und Metallsektor nicht den Diversifizierungsbestrebungen der russischen Regierung entsprach. Die OeNB prognostiziert für das Jahr 2003 mit +4·3% eine Fortsetzung des realen Wachstumstempos der Ökonomie aus dem Jahr 2002; für 2004 wird trotz einer erwarteten Verbesserung der Konjunktur im Euroraum und der Welt nur eine leichte Beschleunigung auf +4·5% erwartet, auch weil von einem Rückgang des Erdölpreises ausgegangen wird.

Die Arbeitslosenquote stagnierte und belief sich im März 2003 auf 8·6%. Die seit dem Jahr 2000 beträchtlich steigenden realen Lohnstückkosten könnten

Tabelle 33

Produktivität, Löhne, Preise, Wechselkurs und Leitzinssatz						
	1999	2000	2001	2002	2002	
					1. Halbjahr	2. Halbjahr
<i>Veränderung des Periodendurchschnitts zum Vorjahr in %</i>						
Bruttowertschöpfung (real)	+ 5'4	+ 9'1	+ 5'0	+ 4'0	+ 3'8	+ 4'2
Arbeitsproduktivität in der Gesamtwirtschaft	+ 5'0	+ 8'3	+ 3'9	+ 2'3	+ 2'7	+ 2'0
Durchschnittlicher Bruttolohn der Industrie (nominell)	+ 42'6	+42'5	+45'7	+34'5	+37'8	+31'8
Lohnstückkosten der Gesamtwirtschaft (nominell)	+ 35'9	+31'6	+40'2	+31'4	+34'2	+29'3
BIP-Deflator	+ 59'1	+40'7	+23'3	+15'2	+12'7	+17'3
Verbraucherpreisindex (VPI)	+ 85'7	+20'8	+21'6	+16'0	+16'9	+15'1
Wechselkurs (nominell):						
RUR ¹⁾ / 1 EUR, + = Aufwertung des Euro	+137'2	- 0'8	+ 0'4	+13'5	+ 7'8	+19'0
EUR / 1 RUR, + = Aufwertung des russischen Rubels	- 57'8	+ 0'8	- 0'4	-11'9	- 7'2	-16'0
<i>Absolutes Niveau des Periodendurchschnitts</i>						
Leitzinsen p. a. (in %)	57'1	32'0	25'0	22'7	24'0	21'3
Wechselkurs (nominell):						
RUR ¹⁾ / 1 EUR	26'24	26'03	26'13	29'65	27'86	31'43
EUR / 1 RUR	0'0381	0'0384	0'0383	0'0337	0'0359	0'0318

Quelle: Bloomberg, Datastream, nationales statistisches Amt, nationale Zentralbank, OeNB, RECEP (Russian European Centre for Economic Policy), WIIW.
¹⁾ RUR: russischer Rubel.

die Wettbewerbsfähigkeit verschiedener Branchen der verarbeitenden Industrie gefährden.

Die Geldpolitik hielt an ihrem restriktiven Kurs fest. Allerdings gelang es der russischen Notenbank (CBR) in den ersten Monaten 2003 wegen der starken Devisenzuflüsse, einer weniger restriktiven Budgetpolitik und des fortbestehenden Mangels an eigenen effizienten Sterilisierungsinstrumenten nicht, das Wachstum der Geldmenge voll unter Kontrolle zu bekommen. Dagegen hatte in den vergangenen Jahren das Bundesbudget mit zum Teil hohen Überschüssen wichtige Sterilisierungsaufgaben übernommen und damit die Geldpolitik unterstützt. Die Jahresinflation des VPI verharrte im April 2003 auf 14'6%. Der umfangreiche Liquiditätszustrom ebenso wie sinkende Risikoprämien auf russische Anlagen zogen deutlich fallende Zinsen nach sich. Die

Tabelle 34

Geldmenge: Entstehungsseite				
	1999	2000	2001	2002
<i>Nominelle Veränderung des Periodendurchschnitts zum Vorjahr in %</i>				
Geldmenge (inkl. Fremdwährungseinlagen)	+56'7	+58'4	+43'4	+31'2
<i>Beiträge zur nominellen Veränderung der Geldmenge zum Vorjahr in Prozentpunkten</i>				
Nettoauslandsvermögen des Bankensystems	+32'3	+63'5	+39'9	+18'5
Inlandsforderungen des Bankensystems	+57'4	+17'8	+23'6	+30'8
davon:				
Forderungen an Haushalte	+29'5	-17'3	+ 5'7	+ 4'5
Forderungen an Unternehmen	+23'1	+32'3	+28'8	+24'5
Nettoforderung an den öffentlichen Sektor	+ 4'9	+ 2'8	-10'9	+ 1'8
Sonstiges Nettovermögen des Bankensystems	-33'0	-22'8	-20'1	-18'1

Quelle: Nationale Zentralbank, OeNB, RECEP.

Tendenz zur Belebung der immer noch bescheidenen Aktivität der Banken als Finanzintermediäre setzte sich fort. Bankeinlagen ebenso wie Bankkredite expandierten im Jahr 2002 real um rund ein Fünftel. Experten weisen jedoch auf die vergleichsweise geringe Qualität der neuen Kredite auf Grund der noch beschränkten Risikoanalysekapazitäten des Bankenapparats hin.

Infolge der nominellen Abwertung des US-Dollar gegenüber dem Euro in der zweiten Jahreshälfte 2002 wurde die langsame reale Aufwertungstendenz des im Rahmen eines Managed Float am US-Dollar orientierten russischen Rubels zum Stillstand gebracht. Im Jahr 2002 gab der real-effektive Wechselkurs des russischen Rubels insgesamt um etwa 2% nach. Anfang 2003 wurde die Orientierung des russischen Rubels am US-Dollar als Referenzwährung etwas gelockert und die Notenbank ließ eine gewisse nominelle Aufwertung gegenüber der amerikanischen Währung zu. Die CBR-Führung erklärte im Februar 2003, der Verringerung der Inflation als wirtschaftspolitisches Ziel größeres Gewicht als bisher einräumen zu wollen. In diesem Sinne scheint man nun bereit zu sein, dem Aufwertungsdruck des Marktes etwas mehr nachzugeben, selbst wenn damit die Konkurrenzfähigkeit der russischen Industriebetriebe sinkt.

Tabelle 35

Staatshaushalt

	1999	2000	2001	2002	2003 ¹⁾
	in % des BIP				
Zentralstaat					
Einnahmen	12,7	15,4	17,6	20,3	18,5
Ausgaben	13,8	13,0	14,7	18,9	18,0
davon: Zinszahlungen	3,4	2,3	2,6	2,1	2,1
Saldo	- 1,2	2,4	2,9	1,4	0,6
Primärsaldo	2,2	4,7	5,5	3,5	2,7
Gesamtstaat					
Saldo (nationale Methodologie)	- 1,2	2,8	3,2	1,5	..

Quelle: OeNB, RECEP, WIIW.

¹⁾ Laut Budgetgesetz.

Der Überschuss des Bundeshaushalts schrumpfte im Jahr 2002 auf 1,4% des BIP. Auch das Aktivum des Gesamtstaats verringerte sich. Der Primärüberschuss des Bundes ging auf 3,5% des BIP zurück. Die Entwicklung stand weitgehend im Einklang mit dem Budgetplan und wurde vor allem durch steigende Staatsausgaben (unter anderem Lohnanpassungen für öffentlich Bedienstete) herbeigeführt. Für das Jahr 2003 sieht das Bundesbudget ein Aktivum von nur noch 0,6% des BIP vor. Probleme für den relativ hohen im Jahr 2003 anstehenden Schuldendienst sind nicht zu erwarten, da Letzterer zum einen durch Vorauszahlungen bereits verringert wurde und ferner die Gold- und Devisenreserven Russlands Anfang Mai 2003 mit rund 53 Mrd EUR einen Umfang erreichten (ungefähr acht Importmonate), der den Schuldendienst auch bei einem substantiellen Erdölpreisverfall reibungslos sichern sollte.

Treibende Kraft der Zunahme des „Devisenpolsters“ sind fortwährend hohe Handels- und Leistungsbilanzüberschüsse Russlands. Das Leistungsbilanzaktivum betrug im Jahr 2002 33,5 Mrd EUR (rund 9% des BIP). Die günstigen Terms of Trade-Entwicklungen führten im ersten Quartal 2003 zu einer Steigerung des Aktivums um über ein Drittel im Vergleich zur entsprechenden

Tabelle 36

Zahlungsbilanz

	1999	2000	2001	2002	2001 2. Halbjahr	2002 2. Halbjahr
<i>in Mio EUR</i>						
Güterexporte	70.861	113.598	113.386	113.045	55.834	59.628
Güterexporte: Veränderung zum Vorjahr in %	+ 6,7	+ 60,3	- 0,2	- 0,3	- 11,7	+ 6,8
Güterimporte	37.024	48.577	60.041	64.190	32.225	33.742
Güterimporte: Veränderung zum Vorjahr in %	- 28,5	+ 31,2	+ 23,6	+ 6,9	+ 16,3	+ 4,7
Handelsbilanz	33.743	65.129	53.456	49.067	23.497	25.886
in % des BIP	18,4	23,1	15,4	13,4	12,5	13,4
Dienstleistungsbilanz	- 4.030	- 7.249	- 9.263	- 9.200	- 5.259	- 4.835
Kapitalertragsbilanz	-15.091	- 40.787	- 27.565	- 24.322	- 8.839	- 9.569
Leistungsbilanz	23.058	50.632	38.837	33.522	15.217	16.821
in % des BIP	12,6	18,0	11,2	9,2	8,1	8,7
Direkt- und Portfolioinvestitionsströme (netto)	1.968	- 7.790	1.897	5.922	783	4.935
in % des BIP	1,1	- 2,8	0,5	1,6	0,4	2,6

Quelle: Nationale Zentralbank, OeNB, RECEP, WIIV.

Vorjahresperiode. Ein im weiteren Verlauf des Jahres 2003 vermutlich niedrigerer Erdölpreis wird diese Entwicklung aber einbremsen. Ausländische Direktinvestitionen bewegten sich im Jahr 2002 weiterhin auf bescheidenem Niveau; im Februar 2003 beschloss jedoch British Petroleum die mit Abstand größte Auslandsinvestition (6,3 Mrd EUR) in Russland seit der Wende. Durch die gestiegene ökonomische Attraktivität des Landes stimuliert, erreichte der RTS-Index der Moskauer Aktienbörse im April 2003 ein neues seit 1997 nicht mehr ausgewiesenes Rekordniveau.

Tabelle 37

Bruttoreserven

	1999	2000	2001	2002
<i>Jahresendstand in Mio EUR</i>				
Bruttoreserven der Zentralbank (exkl. Gold)	8.406	25.739	36.585	41.988
<i>in % des BIP</i>				
Bruttoreserven der Zentralbank (exkl. Gold)	4,6	9,1	10,6	11,5
<i>in Monatsimporten an Gütern</i>				
Bruttoreserven der Zentralbank (exkl. Gold)	2,7	6,4	7,3	7,8

Quelle: Nationale Zentralbank, OeNB, RECEP, WIIV.

Die russische Bruttoauslandsschuld ging bis September 2002 auf 152,7 Mrd EUR (rund 43% des BIP) zurück. Langfristige staatliche Fremdwährungsverbindlichkeiten Russlands belegen bei Moody's ein Rating von Ba2 und bei Standard & Poor's ein Rating von BB (beide seit Dezember 2002). Beide Ratings sind das Ergebnis von Höherstufungen.

Im Jahr 2002 verlangsamte sich das Tempo der Strukturreformen gegenüber dem Vorjahr. Dies dürfte unter anderem auf die bevorstehenden Parlaments- und Präsidentschaftswahlen (Dezember 2003 bzw. Frühjahr 2004) zurückzuführen sein. Im Dezember 2002 konnten erhebliche Privatisierungserlöse aus dem Verkauf der Staatsanteile an den Erdölkonzernen Lukoil (790 Mio EUR) und Slavneft (1,95 Mrd EUR) lukriert werden. Im Zuge der Vorbereitungen für den WTO-Beitritt senkten und vereinfachten die Behörden die Einfuhrzölle.

Nur geringfügige Fortschritte konnten bei der Reform/Liberalisierung der „natürlichen Monopole“ (Elektrizitätswirtschaft, Gasversorgung und Eisenbahn), der kommunalen Dienstleistungen und des Bankwesens erzielt werden. Während die Behörden in den letzten Monaten Anstrengungen zur Verschärfung der Bankenaufsicht und der Inspektionen unternahmen, wurde die für 2004 vorgesehene Einführung internationaler Buchhaltungsvorschriften (IAS) für Kreditinstitute abermals (auf 2006 oder 2007) verschoben.

Zusammenarbeit im internationalen Währungs- und Finanzsystem

Andrea Hofer

Redaktionsschluss:
31. Mai 2003

IWF

Der Internationale Währungsfonds (IWF) gewährte Afghanistan am 12. März 2003 erstmals seit der sowjetischen Invasion im Jahr 1979 einen Kredit von 108 Mio USD zum Aufbau der Transportinfrastruktur.

Laut dem World Economic Outlook vom 9. April 2003 erwartete der IWF, dass die Weltwirtschaft im Jahr 2003 weniger stark wachsen wird, als noch im September 2002 prognostiziert, und erst im Jahr 2004 eine Konjunkturbelebung einsetzen wird. Der IWF rechnete mit einem weltweiten Wachstum von 3,2% des BIP für das Jahr 2003 und 4,1% im Jahr 2004; für den Euroraum erwartete der IWF ein Wirtschaftswachstum von 1,1% des BIP im Jahr 2003 und von 2,3% im Jahr 2004. Risiken sah der IWF insbesondere in den Unsicherheiten im Zusammenhang mit dem Fortgang des Irak-Kriegs und dem folgenden Wiederaufbau sowie in der Gefahr weiterer Kurseinbrüche auf den Finanzmärkten mit möglicherweise erheblichen Folgen für die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und die Investitionen.

Beim Frühjahrstreffen des IWF und der Weltbank in Washington am 12. und 13. April 2003 wurde beschlossen, die Arbeiten an einem internationalen Insolvenzrecht für Staaten (SDRM) auf Grund mangelnder politischer Unterstützung einzustellen. Der IWF wurde aber aufgefordert, einzelne Teilaspekte wie Transparenz, Aggregation von Schulden, Gleichbehandlung von Gläubigern weiterzuverfolgen. Ein Fortschrittsbericht soll für die Jahrestagung erstellt werden. Statt des Insolvenzrechts sprach sich der IWF für die verstärkte Anwendung von Umschuldungsklauseln bei Anleihen (CACs) sowie für die Fortsetzung der Arbeiten an der Formulierung von Standardumschuldungsklauseln aus. Betreffend die Verbesserung der Krisenprävention wurde festgestellt, dass die Instrumente wie Report on the Observance of Standards and Codes (ROSCs) und Financial Sector Assessment Program (FSAP) sehr positive Auswirkungen auf die Mitgliedsländer zeigten.

Den Irak betreffend unterstützte das International Monetary and Financial Committee (IMFC) eine weitere UN-Sicherheitsresolution mit dem Ziel, der Weltbank und dem IWF eine breite Unterstützung durch die Völkergemeinschaft beim Wiederaufbau des Landes zu sichern. Der IWF und die Weltbank bekräftigten, sobald wie möglich den Wiederaufbau des Irak mitzugestalten.

Der Chefökonom des IWF, Kenneth Rogoff, gab am 29. April 2003 bekannt, dass er nach dem IWF-Jahrestreffen im September 2003 von seiner Funktion zurücktreten und seine Lehrtätigkeit an der Harvard Universität wieder aufnehmen wird.

Der IWF empfahl der Schweiz anlässlich seiner am 23. Mai 2003 abgeschlossenen Art.-IV-Konsultationen eine weiterhin lockere Geldpolitik, die durch die Aufwertung des Schweizer Franken teils aufgehoben wurde und die Deflationserwartungen verhindern sollte. Der IWF rechnet für das Jahr 2003 mit einem Wirtschaftswachstum von 0,6% und einer Teuerung von 0,7%. Die langsame Liberalisierung des Schweizer Marktes sei weiterhin ein Wachstumshemmnis.

Der IWF schloss am 28. Mai 2003 seine Art.-IV-Konsultationen mit den Ländern des Euroraums ab. Angesichts fortgesetzter Unsicherheit über die

globale Wirtschaftsentwicklung erreichte das BIP-Wachstum im Euroraum seit über zwei Jahren nur rund 0,75%, und die jüngsten Entwicklungen (hohe Leverage Ratio im Unternehmenssektor, stark steigender Eurowechselkurs, schwache mittel- und langfristige Aussichten) lassen eine Verschiebung des Aufschwungs erwarten.

Der IWF eröffnete am 29. Mai 2003 sein zweites regionales Zentrum für technische Hilfe (West Africa Regional Technical Assistance Center – West AFRITAC) in Bamako (Mali, Afrika). Das Zentrum wird sich insbesondere der Armutsbekämpfung in den acht Mitgliedstaaten der Westafrikanischen Währungsunion (UEMOA) widmen. Im Oktober 2002 war in Dar-es-Salaam das erste Zentrum dieser Art in Afrika eröffnet worden.

Der Geschäftsführende Direktor des IWF, Horst Köhler, gab am 30. Mai 2003 dem Exekutivdirektorium bekannt, dass der IWF eine Fact-Finding Mission in den Irak entsenden wird, die die wirtschaftliche Situation des Landes untersuchen soll. Der IWF will zunächst nur technische und beratende Hilfe leisten.

OECD

Die Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) senkte am 6. März 2003 ihre Wachstumsprognose für das BIP im Euroraum für das erste Quartal 2003 signifikant von 1,8 auf 0,3%.

Trotz der deutlichen Revision der Konjunkturprognose nach unten rechnete die OECD in ihrer Frühjahrsprognose vom 24. April 2003 mit einem langsamen Aufschwung gegen Jahresende 2004, sodass das BIP in den OECD-Staaten im Jahr 2003 um 1,9% und im Jahr 2004 um 3% wachsen werde, wobei ein stabiler Erdölpreis von unter 25 USD unterstellt wurde. Für Österreich erwartete die OECD im Jahr 2003 ein BIP-Wachstum von 1,1% und im Jahr 2004 von 2,0%. Für die österreichische Arbeitslosenquote prognostizierte die OECD für die Jahre 2003 und 2004 jeweils 5,9%.

Im Mittelpunkt der jährlichen Ministerratstagung der OECD in Paris am 29. und 30. April 2003 standen die Perspektiven der Wirtschaftsentwicklung angesichts der weltweiten Konjunkturlaute und die geopolitischen Spannungen. Bei der Ministerratssitzung wurden vor allem auch die strukturellen Probleme der Volkswirtschaften der Mitgliedsländer analysiert, um langfristige Lösungsmodelle zu orten und das Wirtschaftswachstum im kommenden Jahrzehnt anzukurbeln.

Vom 26. bis 28. Mai 2003 fand die OECD-Länderprüfung Österreichs statt. Schwerpunkte der Prüfung im Bereich Wirtschafts- und Währungspolitik waren die makroökonomische Entwicklung, die Zahlungsbilanz sowie die Finanzmarktstabilität.

Sonstige internationale Gruppen und Gremien

Beim Treffen der Gouverneure der Notenbanken der G-10-Staaten am 10. März 2003 bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) in Basel waren sich die Teilnehmer einig, dass die mit einem möglichen Irak-Krieg verbundenen Unsicherheiten Prognosen schwieriger machten. Die Konjunkturerholung im Euroraum dürfte daher langsamer als erwartet, aber mit einem weiterhin moderat positiven Wirtschaftswachstum vonstatten gehen.

Bei einer gemeinsamen Veranstaltung der European Banking Association (EBA) und der Oesterreichischen Nationalbank (OeNB) in Wien am 12. März 2003 wurden österreichische Bankenvertreter über die neue paneuropäische Plattform für Massenzahlungen (EBA STEP2) informiert. EBA STEP2, das ab 1. Juli 2003 in Echtbetrieb gehen wird, stellt einen zentralen Baustein für den von der Europäischen Kommission und der EZB geplanten einheitlichen Zahlungsverkehrsraum in Europa (Single European Payment Area – SEPA) dar.

Der spanische Notenbankgouverneur Jaime Caruana tritt – wie am 18. März 2003 bekanntgegeben wurde – ab 1. Juli 2003 die Nachfolge von William McDonough als Vorsitzender des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht an.

Auf der gemeinsamen Pressekonferenz der OeNB und den Vereinten Nationen (UNCTAD – United Nations Conference on Trade and Development) in Wien am 9. April 2003 wurde das „World Investment Directory für Zentral- und Osteuropa“ der UNCTAD, das detaillierte statistische Daten zu den Direktinvestitionen in diese Region für den Zeitraum 1989 bis 2002 enthält, präsentiert.

Die Finanzminister und Notenbankchefs der sieben führenden Industriestaaten (G-7) sprachen sich am 12. April 2003 auf ihrem Treffen in Washington unmittelbar vor der Frühjahrstagung des IWF und der Weltbank für multilaterale Bemühungen sowie für eine UNO-Resolution zum Wiederaufbau des Irak aus. Weiters unterstützten die Minister eine Politik zur Förderung des weltweiten Wirtschaftswachstums.

Bei der Jahrestagung der Europäischen Bank für Wiederaufbau und Entwicklung (EBRD) in Taschkent (Usbekistan) am 4. Mai 2003 erklärte die Bank, dass sie ihren Schwerpunkt von den zentraleuropäischen Reformländern auf die Staaten Zentralasiens (Usbekistan, Kasachstan, Kirgisische Republik, Tadschikistan und Turkmenistan) verlagert hat und betonte die Notwendigkeit marktwirtschaftlicher und demokratischer Reformen sowie regionaler Kooperation in dieser Region.

Beim G-8-Treffen im französischen Deauville am 17. Mai 2003 vereinbarten die Finanzminister der G-7 und Russlands, dass der IWF und die Weltbank nach dem Ende des Irak-Kriegs die tatsächliche wirtschaftliche Lage prüfen sollten. Anstatt einer von den USA favorisierten ersatzlosen Streichung der irakischen Auslandsschulden verständigten sich die G-8-Finanzminister auf eine Aussetzung der irakischen Rückzahlungen bis zum Jahr 2005. Weitere Themen der Beratungen waren die Zusammenarbeit zur Überwindung der weltweiten Wirtschaftskrise, die Weltwirtschaftslage nach dem Irak-Krieg, der Höhenflug des Euro und die Gefährdung durch den Terrorismus.

INSTITUTIONELLE ENTWICKLUNGEN
IM ESZB

Anpassung der Stimmrechtsmodalitäten im EZB-Rat¹⁾

Sandra Dvorsky,
Isabella Lindner

Redaktionsschluss:
31. Mai 2003

Neben einer Reihe institutioneller Reformen schuf der Europäische Rat von Nizza in Form einer Ermächtigungsklausel die Möglichkeit, Änderungen im Bereich der Stimmrechtsmodalitäten der Ratsmitglieder der Europäischen Zentralbank (EZB) vorzunehmen. Nicht zuletzt nach der bevorstehenden Erweiterung der Europäischen Union (EU) ist schlussendlich auch eine Erweiterung des Euro-Währungsgebiets zu erwarten, wodurch sich die Anzahl der Mitglieder im höchsten geldpolitischen Gremium, dem EZB-Rat, entsprechend erhöhen wird.

Im vorliegenden Beitrag werden die Rechtsgrundlagen für eine Reform der Abstimmungsregeln dargestellt, das gewählte Rotationsmodell präsentiert und die Ziele sowie Grundprinzipien beschrieben, die bei der Modellkonzeption berücksichtigt wurden. Weiters wird das gewählte Modell vor dem Hintergrund alternativer Lösungsansätze aus der Literatur sowie im Hinblick auf die Stellungnahmen des Europäischen Parlaments und der Europäischen Kommission kritisch gewürdigt.

I Rechtliche Grundlagen

Der Vertrag von Nizza sieht eine Ermächtigungsklausel in Form des neu eingeführten Art. 10.6 der Satzung des ESZB und der EZB²⁾ vor, die den EZB-Rat in Zusammensetzung der Staats- und Regierungschefs zur Änderung des Art. 10.2 der Satzung in folgender Weise ermächtigt: „Artikel 10.2 kann vom Rat in der Zusammensetzung der Staats- und Regierungschefs entweder auf Empfehlung der EZB nach Anhörung des Europäischen Parlaments und der Kommission oder auf Empfehlung der Kommission nach Anhörung des Europäischen Parlaments und der EZB einstimmig geändert werden.“ Ohne eine solche Ermächtigungsklausel hätte die Abänderung der Satzung, die Bestandteil des Vertrags über die EU ist, die neuerliche Einberufung einer Regierungskonferenz erfordert. Der Europäische Rat von Nizza forderte zugleich, dass möglichst rasch eine Empfehlung zur Änderung der Stimmrechtsmodalitäten im EZB-Rat vorgelegt werde.³⁾

Der abzuändernde Art. 10.2 der Satzung enthält Bestimmungen in Bezug auf Abstimmungsmodalitäten im EZB-Rat wie Mehrheitserfordernisse, Teilnehmerzahl für die Beschlussfähigkeit und dergleichen und bildet damit zugleich den Rahmen für das maximale Ausmaß einer inhaltlichen Änderung: Die Mitgliedschaft aller nationalen Notenbankgouverneure⁴⁾ des Euroraums im EZB-Rat und damit deren Recht auf Teilnahme an allen Sitzungen sowie auf aktive Beteiligung an den dort geführten Diskussionen ist in Art. 10.1 der Satzung

1 Eine detaillierte Darstellung der geänderten Abstimmungsmodalitäten im EZB-Rat findet sich auch im EZB-Monatsbericht vom Mai 2003.

2 Im Folgenden kurz „Satzung“ genannt.

3 Dieser „Zeitdruck“ ergab sich aus folgender, dem Vertrag von Nizza beigefügten Erklärung: „Die Konferenz geht davon aus, dass so rasch wie möglich eine Empfehlung im Sinne des Artikels 10.6 der Satzung vorgelegt wird“ (Erklärung 19 zu Art. 10.6 der Satzung, Vertrag von Nizza, 2001).

4 Die korrekte, in der Satzung verwendete Terminologie für die Mitglieder der nationalen Zentralbanken im EZB-Rat lautet „Präsidenten der nationalen Zentralbanken“. Da aber das österreichische Nationalbankgesetz diese Funktion als „Gouverneur“ bezeichnet und die Bezeichnung „Präsident“ für die Funktion des Vorsitzenden des Generalrats verwendet wird, wird im Folgenden, um Missverständnisse zu vermeiden, der Terminus „Gouverneur“ bzw. „Notenbankgouverneur“ verwendet.

geregelt und wird damit nicht von der Ermächtigungsklausel erfasst. Nicht betroffen von der Ermächtigungsklausel sind weiters alle Beschlüsse im Rahmen der Art. 28, 29, 30, 32, 33 und 51 der Satzung,¹⁾ wofür wie bisher die Stimmen im EZB-Rat nach den Anteilen der nationalen Zentralbanken am gezeichneten Kapital der EZB gewichtet werden (siehe Art. 10.3 der Satzung). Der Vorschlag der EZB zur Abänderung des Art. 10.2 der Satzung musste gemäß Art. 10.6 der Satzung einstimmig erfolgen.

Am 3. Februar 2003, also wenige Tage nach dem In-Kraft-Treten des Vertrags von Nizza, einigte sich der EZB-Rat auf eine formelle Empfehlung für ein Rotationsmodell der Stimmrechte. Damit wurde die erstere der beiden prozeduralen Vorgangsweisen gemäß Art. 10.6 der Satzung gewählt und zugleich dem Wunsch Rechnung getragen, möglichst rasch einen Vorschlag zu präsentieren. Am 19. Februar 2003 verabschiedete die Europäische Kommission ihre Stellungnahme und beurteilte das vorgelegte Modell grundsätzlich positiv. Die Europäische Kommission stellte fest, dass es ein wichtiger Schritt für die Anpassung des Entscheidungsverfahrens im Hinblick auf die Erweiterung sei (Europäische Kommission, 2003). In einer Entschließung des Europäischen Parlaments am 12. März 2003 wurde das vom EZB-Rat vorgeschlagene Rotationsmodell als zu komplex abgelehnt. Das Europäische Parlament forderte den Europäischen Konvent auf, im Rahmen der nächsten Regierungskonferenz einen neuen Vorschlag vorzulegen (Europäisches Parlament, 2003). Am 21. März 2003 verabschiedete der EZB-Rat in Zusammensetzung der Staats- und Regierungschefs einstimmig die vorgeschlagene Änderung der Abstimmungsregeln im EZB-Rat. Die Änderungen werden in Kraft treten, sobald diese von allen Mitgliedstaaten gemäß ihren jeweiligen verfassungsrechtlichen Vorschriften ratifiziert worden sind.

2 Modellbeschreibung

Der EZB-Rat hat derzeit 18 permanent stimmberechtigte Mitglieder, das sind die 6 Mitglieder des EZB-Direktoriums und die nationalen Notenbankgouverneure jener 12 Länder, die den Euro eingeführt haben.²⁾ Für geldpolitische Entscheidungen ist de iure eine einfache Mehrheit des EZB-Rats notwendig, wobei in der Praxis Entscheidungen bisher im Konsensweg getroffen wurden (Lindner und Olechowski-Hrdlicka, 2002).

Nach den derzeit vorhersehbaren Erweiterungsrunden der Währungsunion könnte der EZB-Rat schlussendlich bis zu 33 stimmberechtigte Mitglieder umfassen – 6 EZB-Direktoren und bis zu 27 Notenbankgouverneure.³⁾ Um weiterhin effiziente geldpolitische Entscheidungen zu gewährleisten, sieht das neue Modell vor, die Anzahl der Stimmrechte mit insgesamt 21 zu limitieren – das heißt 6 permanente Stimmrechte für die Mitglieder des EZB-Direktoriums und 15 rotierende Stimmrechte für die Gouverneure der nationalen Zentral-

1 Diese Artikel beziehen sich insbesondere auf das Kapital der EZB, den Schlüssel für die Kapitalzeichnung, die Übertragung von Währungsreserven auf die EZB, die Verteilung der monetären Einkünfte der nationalen Zentralbanken sowie auf die Verteilung der Nettogewinne und Verluste der EZB.

2 Für einen Überblick über die Entscheidungsgremien des ESZB bzw. der EZB siehe Europäische Zentralbank, 1999.

3 Zum denkbaren Zeithorizont von WWU-Erweiterungsrunden siehe Baldwin et al. (2001a).

banken. Demnach werden von bis zu 33 EZB-Ratsmitgliedern immer nur 21 gleichzeitig stimmberechtigt sein.

Die nationalen Notenbankgouverneure werden ihr Stimmrecht je nach der relativen Größe der jeweiligen Volkswirtschaften im Euroraum unterschiedlich häufig ausüben. Die 27 nationalen Notenbankgouverneure und deren 15 Stimmrechte werden auf drei Gruppen verteilt, wobei die Reihung der Gouverneure nach der relativen Wirtschaftskraft ihrer Länder innerhalb des Euroraums erfolgt. Zu diesem Zweck wurde ein so genannter Kompositindikator entwickelt, der sich zu fünf Sechstel aus dem jeweiligen Anteil des Bruttoinlandsprodukts (BIP) eines Landes am aggregierten BIP des Euroraums und zu einem Sechstel aus dem Anteil des Landes an der gesamten aggregierten Bilanz der monetären Finanzinstitute des Euroraums zusammensetzt (im Folgenden: GAB-MFI). Da bei der Konzeption des Kompositindikators die Darstellung der wirtschaftlichen Größe der einzelnen Länder im Vordergrund stand, stellt das BIP die wesentlichste Komponente des Indikators dar. Zusätzlich bildet der GAB-MFI die Größe der jeweiligen Finanzsektoren ab, wodurch der besonderen Bedeutung der Finanzsektoren für geldpolitische Entscheidungen Rechnung getragen wird (Europäische Zentralbank, 2003). Die Anteile der Mitgliedsstaaten am BIP bzw. an der Bilanz der Finanzinstitute sollen alle fünf Jahre angepasst werden – analog zur Frequenz bei der Anpassung des Schlüssels für die Kapitalzeichnung gemäß Art. 29.3 der Satzung – oder bei jeder Erhöhung der Zahl der nationalen Notenbankgouverneure.

In ihrer Stellungnahme zum vorgeschlagenen Modell merkte die Europäische Kommission zum Kompositindikator an, dass sie neben dem Kriterium der Wirtschaftskraft (ausgedrückt im BIP) auch das Kriterium der Bevölkerungszahl als besonders relevant für die Neufassung der Abstimmungsregeln in anderen Organen der EU empfohlen hatte (Europäische Kommission, 2003). Dazu ist festzuhalten, dass insbesondere währungspolitische Entscheidungen für Länder mit vergleichsweise hohem wirtschaftlichen Output eine größere Relevanz haben als für relativ kleine Volkswirtschaften. Unter diesem Aspekt erscheint der vom Eurosystem gewählte Kompositindikator als geeigneter Kompromiss, um eine Reihung der Gouverneure gemäß der Wirtschaftskraft ihrer Länder vorzunehmen.

In der ersten der drei Gruppen befinden sich die 5 wirtschaftlich größten EU-Mitgliedstaaten, das sind Deutschland, das Vereinigte Königreich, Frankreich, Italien und Spanien, denen gemeinsam 4 Stimmrechte zugeteilt werden. Österreich befindet sich, zusammen mit anderen mittelgroßen Volkswirtschaften wie etwa den Niederlanden oder Belgien, in der zweiten Gruppe. Dort verfügen 14 nationale Notenbankgouverneure über 8 Stimmrechte. In der dritten Gruppe befinden sich schließlich 8 sehr kleine Volkswirtschaften, die 3 Stimmrechte innehaben (siehe Tabelle 1). Die Rotation der Stimmrechte in drei Gruppen setzt ein, sobald 22 nationale Notenbanken an der Währungsunion teilnehmen (siehe Tabelle 3). Für den Zeitraum, in dem die Anzahl der nationalen Notenbankgouverneure 15 übersteigt und die Anzahl von 22 Gouverneuren noch nicht erreicht ist, wurde eine Übergangsregelung gefunden, wonach die Gouverneure zunächst in zwei Gruppen eingeteilt werden. In der ersten Gruppe teilen sich die 5 Länder mit der größten Wirtschaftskraft gemäß Kompositindikator 4 Stimmrechte, in der zweiten Gruppe befinden sich die

übrigen Gouverneure, die zusammen über 11 Stimmrechte verfügen. Als zusätzliche Bedingung dürfen die nationalen Notenbankgouverneure, die der ersten Gruppe zugeteilt wurden, nicht weniger häufig stimmberechtigt sein als jene der zweiten Gruppe. Daraus ergeben sich theoretisch – in der Konstellation von 16, 17 oder 18 nationalen Notenbankgouverneuren – vorübergehend permanente Stimmrechte für die Länder der ersten Gruppe (siehe Tabelle 2a). Um dies zu verhindern, wurde folgende Zusatzbestimmung eingeführt: Der EZB-Rat kann mit Zweidrittelmehrheit sämtlicher Mitglieder beschließen, den Beginn der Stimmrechtsrotation bis zu jenem Zeitpunkt zu verschieben, an dem die Anzahl der Gouverneure 18 übersteigt (siehe Tabelle 2b). Ob dieser Beschluss in der Praxis zum Tragen kommt, hängt unter anderem von der Anzahl neuer Beitritte zum Eurosystem ab.

Die Frequenz der Rotation sowie der Reihenfolge der Rotation innerhalb der einzelnen Gruppen kann der EZB-Rat zu einem späteren Zeitpunkt mit einer Zweidrittelmehrheit sämtlicher, das heißt stimmberechtigter und nicht stimmberechtigter Mitglieder, festlegen.

3 Ziele und Grundprinzipien der Reform

Bei der Reform der Abstimmungsmodalitäten wurde Wert auf eine möglichst große Kontinuität bei den geldpolitischen Entscheidungen gelegt. Dies wird einerseits durch die Teilnahme und das Rederecht sämtlicher Notenbankgouverneure an den EZB-Ratssitzungen sowie andererseits durch die Festlegung permanenter Stimmrechte für die Direktoriumsmitglieder der EZB gewährleistet.

Die reformierten Abstimmungsmodalitäten entsprechen weiters jenen bekannten und wesentlichen Grundprinzipien, die schon im Maastricht-Vertrag implizit festgelegt sind. So bleibt der Grundsatz „*ein Mitglied – eine Stimme*“ insofern bestehen, als er für jene Mitglieder des EZB-Rats gilt, die gerade ein Stimmrecht ausüben. Wie schon bisher nehmen sämtliche Mitglieder des EZB-Rats „*persönlich und in Unabhängigkeit*“ – und nicht als nationale Notenbankvertreter – an den Sitzungen des EZB-Rats teil. Eine Renationalisierung der Geldpolitik ist damit ausgeschlossen.

Darüber hinaus wurde mit dem Prinzip der „*Repräsentativität*“ ein neuer, ganz wesentlicher Grundsatz eingeführt: Durch die Einteilung der Länder in Gruppen sowie die Rotation innerhalb der Gruppen wird auch nach der Erweiterung sichergestellt, dass jede geldpolitische Entscheidung des EZB-Rats tatsächlich durch einen angemessenen Teil der Volkswirtschaften des Euroraums „gestützt“ wird. In der nunmehr vorgeschlagenen Rotationslösung kommen nur Voten zu Stande, die zumindest 60% der Wirtschaftskraft des Euroraums repräsentieren. Die Berücksichtigung des Repräsentativitätsprinzips sollte allerdings keinesfalls dahin gehend missverstanden werden, dass nationale Interessen in die Geldpolitik einfließen könnten. Dieser Ansatz stellt lediglich ein Hilfsmittel dar, das festlegt, welche Notenbankgouverneure wann stimmberechtigt sind (Duisenberg, 2003).

Weiters ist das Rotationssystem so gestaltet, dass eine Anpassung der Funktionsweise des Modells an den Prozess der Erweiterung des Euro-Währungsgebiets, das heißt bis zu 27 Mitgliedstaaten, automatisch erfolgen kann, und zwar unabhängig davon, in welcher Reihenfolge die EU-Mitgliedstaaten mit

einer Ausnahmeregelung dem Eurosystem beitreten. Damit wird dem ebenfalls neu eingeführten Grundsatz des „Automatismus“ Rechnung getragen.

Schließlich ist das Modell robust in Bezug auf denkbare Konstellationen des Beitritts neuer Mitglieder zur Währungsunion: So ist beispielsweise ein Auf-rücken einzelner Länder in eine andere Gruppe möglich, falls auf Grund der Reihenfolge des Beitritts neuer Mitgliedstaaten zur Währungsunion „Plätze“ frei bleiben (siehe Tabelle 1).

Mit der Berücksichtigung dieser Ziele und Grundprinzipien liegt nunmehr ein Kompromiss vor, der die Entscheidungsfähigkeit der einheitlichen Geld-politik des Eurosystems sicherstellt und auch in einem erweiterten Euro-Währungsgebiet die Stabilität des Euro gewährleistet.

4 Debatte in der Literatur

In der Literatur werden verschiedene Aspekte möglicher Auswirkungen der Erweiterung auf Entscheidungsstrukturen im EZB-Rat behandelt. In der Folge werden diese Debattenbeiträge anhand der dargestellten Ziele und Grund-prinzipien kritisch analysiert und im Hinblick auf ihre praktische Relevanz überprüft.

Ein Teil der einschlägigen Literatur beschäftigt sich mit den theoretischen Konsequenzen einer Erweiterung des Euroraums ohne eine Anpassung der Ent-scheidungsstrukturen im EZB-Rat und leitet daraus die Begründung für eine zeitgerechte Reform ab. Berger (2002) kommt zu der Einschätzung, dass in einem auf bis zu 30 Mitgliedern vergrößerten EZB-Rat auf Grund des „Pro-blems der großen Zahl“ von Entscheidungsträgern voraussichtlich komplizier-tere und zeitaufwändigere Entscheidungsprozesse zu erwarten wären, was die Kosten der Entscheidungsfindung deutlich erhöhen würde (ähnlich argumen-tiert De la Dehesa, 2003). Weiters weist er darauf hin, dass bei Nichtstattfinden einer Reform die vergleichsweise kleinen Volkswirtschaften im EZB-Rat in Bezug auf ihr politisches Gewicht überrepräsentiert wären (Berger, 2002). Baldwin et al. (2001b) stellen ähnliche Überlegungen an und kommen zum Ergebnis, dass ein nicht reformierter EZB-Rat aller Voraussicht nach Schwierig-keiten bei der Entscheidungsfindung hätte. Der Einfluss der EZB-Direktoriums-mitglieder würde – je nach Gesamtzahl der EZB-Ratsmitglieder – schwächer und es könnten sich, nach Ansicht der Autoren, Allianzen zwischen nationalen Notenbanken herausbilden, die zu für den gesamten Euroraum suboptimalen geldpolitischen Entscheidungen führen könnten. Dazu ist allerdings festzuhal-ten, dass die Mitglieder des EZB-Rats grundsätzlich – und zwar vor und nach der Reform der Stimmrechtsmodalitäten – „persönlich und in Unabhängigkeit“ nominiert werden, sodass derartige Allianzen nationaler Interessen von vorn-herin auszuschließen sind.

Basierend auf diesen Überlegungen werden und wurden in der Literatur eine Reihe von denkbaren Lösungsansätzen zu institutionellen Anpassungen der Entscheidungsstrukturen diskutiert. Diese theoretischen Überlegungen umfassen eine breite Palette von Varianten und kommen zu unterschiedlichen Empfehlungen für den Euroraum.

Baldwin et al. (2001b) unterscheiden als denkmögliche Varianten zwischen dem Rotationsverfahren, der Repräsentation – über Stimmrechtsgruppen ähn-lich wie im Internationalen Währungsfonds (IWF) – oder der Delegation geld-

politischer Entscheidungen, beispielsweise an einen einzurichtenden geldpolitischen Rat. Nach Abwägung von Vor- und Nachteilen der verschiedenen Varianten kommen die Autoren zu dem Schluss, dass die Einrichtung eines geldpolitischen Rats als Lösungsansatz zu favorisieren sei, womit nationale Notenbankgouverneure im künftigen geldpolitischen Entscheidungsprozess nicht mehr eingebunden wären (Baldwin et al., 2001b). Anders die Einschätzung von Berger (2002), der zwischen dem „Extremmodell“ einer vollständigen Zentralisierung geldpolitischer Entscheidungen, der Möglichkeit einer gewichteten Stimmabgabe, den Repräsentationsmodellen über Stimmrechtsgruppen sowie den Rotationsverfahren unterscheidet. Berger argumentiert, dass ein Rotationsverfahren die bestmögliche Lösung darstelle, weil damit einerseits das „Problem der großen Zahl“ von Entscheidungsträgern gelöst werde und andererseits das Prinzip „ein Mitglied – eine Stimme“ für die jeweils an der Abstimmung teilnehmenden Vertreter beibehalten werden könne.¹⁾

Im Zusammenhang mit alternativen Lösungsvorschlägen muss nochmals festgehalten werden, dass die Formulierung der „Ermächtigungsklausel“ im Vertrag von Nizza insofern inhaltliche Beschränkungen mit sich bringt, als der vorzulegende Reformvorschlag lediglich den Art. 10.2 der Satzung betreffen darf – also die Abstimmungsmodalitäten im EZB-Rat. Damit kam etwa die Delegation geldpolitischer Entscheidungen an ein eigenes Gremium als denkbare Lösungsvariante ex ante nicht in Frage. Eine weitere Beschränkung hinsichtlich des zu wählenden Modells brachte die geforderte Berücksichtigung der bereits beschriebenen Ziele und Grundprinzipien mit sich: So schließt etwa das Prinzip „ein Mitglied – eine Stimme“ jegliches Modell von Stimmrechts- bzw. Wahlgruppen sowie von Stimmengewichtungen von vornherein aus.

Ein anderer Themenbereich in der Literatur hinterfragt, inwieweit das Grundprinzip der Nominierung nationaler Notenbankgouverneure „in persönlicher Kapazität“ ausreichend ist, um einen möglichen Einfluss nationaler Interessen auf die Geldpolitik des Euroraums völlig auszuschließen. So etwa vertreten Berger und De Haan (2002) die Auffassung, dass einstimmige Entscheidungen im EZB-Rat angesichts des unterschiedlichen wirtschaftlichen Entwicklungsstands einzelner WWU-Mitgliedstaaten – insbesondere nach einer Erweiterung des Euroraums – tendenziell unwahrscheinlicher bzw. schwieriger zu erzielen sein werden, was die Forderung nach ausreichender Repräsentativität bei den Stimmrechtsmodalitäten unterstützt. Trotz Nominierung der nationalen Notenbankgouverneure „in persönlicher Kapazität“ in den EZB-Rat sehen Berger und De Haan die Notwendigkeit, die Möglichkeit nationaler Einflussnahmen auf die europäische Geldpolitik zu reduzieren und schlagen dafür verschiedene Lösungsansätze vor, die von einer möglichen Mitbestimmung bei der Ernennung nationaler Notenbankgouverneure durch die EZB bis hin zum Modell einer nach Wirtschaftskraft gewichteten Stimmrechtsabgabe reichen. Wie bereits erwähnt, stünde letzteres Modell aber im Widerspruch zum Grundsatz „ein Mitglied – eine Stimme“.

1 Ähnliche Überlegungen stellen Lommatzsch und Tober (2002) an, die ebenfalls ein Rotationsmodell favorisieren.

5 Stellungnahmen des Europäischen Parlaments und der Europäischen Kommission

Die Stellungnahmen des Europäischen Parlaments und der Europäischen Kommission brachten zum Teil neue Aspekte in die Debatte ein.

Ein neuartiges Modell zur Reform der Entscheidungsstrukturen entwickelte das Europäische Parlament, das in seiner Stellungnahme vorschlug, die Entscheidungsbefugnisse je nach Art der Entscheidung unterschiedlichen Gremien zu übertragen. Demnach könnte zwischen operationalen – von einem auf neun Mitglieder erweiterten EZB-Direktorium zu treffenden – Entscheidungen einerseits und strategischen und allgemeinen geldpolitischen Beschlüssen andererseits unterschieden werden. Diese strategischen Entscheidungen wären weiterhin vom EZB-Rat nach Maßgabe der Bevölkerung der Mitgliedstaaten, des Gesamtumfangs der Wirtschaft und des relativen Umfangs des Finanzsektors auf der Grundlage einer doppelten Mehrheit – in Analogie zum Entscheidungsverfahren im Rat der EU¹) – zu treffen (Europäisches Parlament, 2003). Diese Lösung ist aus zwei Gründen problematisch: Erstens dürfte die Differenzierung zwischen operationalen und strategischen Entscheidungen und die damit verbundene Zuweisung an das jeweils zuständige Gremium in der Praxis schwierig werden. Zweitens würde das Erfordernis einer doppelten Mehrheit, also die Feststellung, ob eine einfache Mehrheit der Notenbankgouverneure den Euroraum gemäß einem definierten Indikator in ausreichendem Maße repräsentiert, dem Grundprinzip „ein Mitglied – eine Stimme“ klar widersprechen.

Die Stellungnahme der Europäischen Kommission fiel wie bereits erwähnt grundsätzlich positiv aus und enthielt folglich keinen alternativen Lösungsvorschlag, sondern lediglich einige Anmerkungen zu Details des vorgelegten Rotationsmodells. Neben der bereits erwähnten Kritik an der Zusammensetzung des Kompositindikators gab die Europäische Kommission noch die Empfehlung ab, die Obergrenze für die Gesamtzahl der Stimmrechte, die in einer Übergangsphase auf bis zu 24 ansteigen könnte (siehe Tabelle 2b) weiter hinabzusetzen, um die Effizienz der geldpolitischen Entscheidungen weiter zu stärken. Darüber hinaus merkte die Europäische Kommission an, dass die Entscheidungen des EZB-Rats hinsichtlich der Frequenz der Rotation und der Reihenfolge der Zuweisung der Stimmrechte innerhalb der Gruppen im Sinne der Transparenz möglichst zeitgerecht getroffen werden sollten (Europäische Kommission, 2003).

6 Schlussbemerkung

Aus Sicht der Oesterreichischen Nationalbank ist zu betonen, dass das nach intensiven Debatten gewählte Rotationsmodell einen für alle Mitgliedstaaten der EU tragbaren Kompromiss darstellt. Dies ist insofern bemerkenswert, als man bei der Modellkonzeption enge rechtliche Rahmenbedingungen zu erfüllen hatte, dabei zusätzlich dem Idealbild der geforderten Grundprinzipien möglichst nahe kommen wollte und für die Entscheidung Einstimmigkeit gefordert

¹ Gemäß dem Vertrag von Nizza kann auf Antrag eines Mitgliedstaats überprüft werden, ob eine im EU-Ministerrat getroffene Mehrheit zusätzlich mindestens 62% der EU-Gesamtbevölkerung repräsentiert (doppelte Mehrheit, siehe Lindner und Olechowski-Hrdlicka, 2002).

war – und zwar sowohl bei Verabschiedung der EZB-Empfehlung im EZB-Rat als auch im Rat der Staats- und Regierungschefs.

Alternative, in der Literatur diskutierte oder vom Europäischen Parlament vorgeschlagene Lösungsansätze waren teils auf Grund der inhaltlichen Vorgaben der Ermächtigungsklausel nicht umsetzbar, teils wären sie im Widerspruch zu den geforderten Zielen und Grundprinzipien gestanden. Mit dem Entwurf eines Rotationssystems in drei Gruppen hat das Eurosystem im Hinblick auf Abstimmungsmechanismen neue, möglicherweise sogar richtungweisende Wege in der EU beschritten.

Letztendlich konnte mit der Anpassung der Stimmrechtsmodalitäten sichergestellt werden, dass geldpolitische Entscheidungen weiterhin effizient getroffen werden und die Stabilität des Euro auch in einem erweiterten Euroraum gewährleistet bleibt.

Literaturverzeichnis

- Baldwin, R. E., E. Berglöf, F. Giavazzi und M. Widgrén. 2001a.** Eastern Enlargement and ECB Reform. In: Swedish Economic Policy Review 8 (2001), 15–49.
- Baldwin, R. E., E. Berglöf, F. Giavazzi und M. Widgrén. 2001b.** Preparing the ECB for Enlargement. CEPR Policy Paper Nr. 6.
- Berger, H. 2002.** The ECB and Euro-Area Enlargement. IMF Working Paper WP/02/175.
- Berger, H. und J. De Haan. 2002.** Are Small Countries Too Powerful Within The ECB? In: Atlantic Economic Journal 30(3). September: 263–282.
- De la Dehesa, G. 2003.** The New Governing Rules of the ECB. Working Paper: European Parliament.
- Duisenberg, W. F. 2003.** Testimony Before the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament with the President of the European Central Bank. Brussels. Februar.
- Europäische Kommission. 2003.** Stellungnahme der Kommission zur EZB-Empfehlung EZB/2003/1 vom 3. Februar für einen Beschluss des Rates zur Änderung von Artikel 10.2 der Satzung des ESZB und der EZB. 19. Februar.
- Europäisches Parlament. 2003.** Legislative Entschließung zu der Empfehlung für einen Beschluss des Rates über eine Änderung des Artikels 10.2 der Satzung des ESZB und der EZB. 13. März.
- Europäische Zentralbank. 1999.** Der institutionelle Rahmen des Europäischen Systems der Zentralbanken. In: EZB-Monatsheft. Juli. 59–67.
- Europäische Zentralbank. 2003.** Empfehlung der Europäischen Zentralbank für einen Beschluss des Rates über eine Änderung des Artikels 10.2 der Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank. 3. Februar.
- Europäische Zentralbank. 2003.** Änderung der Abstimmungsregeln im EZB-Rat. In: EZB-Monatsheft. Mai. 79–90.
- Gildea, J. A. 1992.** The Regional Representation of Federal Reserve Bank Presidents. In: Money, Credit and Banking 24(2). 215–225.
- Lindner, I. und K. Olechowski-Hrdlicka. 2002.** Institutionelle Auswirkungen der EU-Erweiterung im Bereich der Wirtschafts- und Währungspolitik. In: Berichte und Studien 2. OeNB. 177–193.
- Lommatzsch, K. und S. Tober. 2002.** Monetary Policy Aspects of the Enlargement of the Euro Area. In: Deutsche Bank Research, Research Notes Nr. 4, 7. August.
- Meade, E. und D. N. Sheets. 2002.** Regional Influences on U.S. Monetary Policy: Some Implications for Europe. Board of Governors of the Federal Reserve System. International Finance Discussion Paper Nr. 721.

Protokoll (Nr. 18) über die Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank. 1992. Protokoll zum Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft.

Vertrag über die Europäische Union, 7. Februar 1992.

Vertrag von Nizza zur Änderung des Vertrags über die Europäische Union, der Verträge zur Gründung der Europäischen Gemeinschaften sowie einiger damit zusammenhängender Rechtsakte inkl. Protokolle und der Schlussakte beigefügten Erklärungen. 26. Februar 2001.

Anhang

Tabelle 1

Länderreihung nach dem Kompositindikator

(⁵/₆ BIP; ¹/₆ GAB-MFI – Finanzsektor)

	in %
1 Deutschland	23,45
2 Vereinigtes Königreich	17,86
3 Frankreich	16,00
4 Italien	12,19
5 Spanien	6,48
6 Niederlande	4,59
7 Belgien	2,82
8 Schweden	2,52
9 Österreich	2,31
10 Dänemark	1,91
11 Polen	1,66
12 Finnland	1,31
13 Griechenland	1,30
14 Portugal	1,29
15 Irland	1,25
16 Luxemburg	0,69
17 Tschechische Republik	0,57
18 Ungarn	0,49
19 Rumänien	0,38
20 Slowakische Republik	0,21
21 Slowenien	0,20
22 Bulgarien	0,13
23 Litauen	0,11
24 Zypern	0,10
25 Lettland	0,07
26 Estland	0,05
27 Malta	0,04

Quelle: BIP: EUROSTAT; Anteile am BIP zu Marktpreisen 1998 bis 2001; Daten sind Durchschnittswerte für 1998 bis 2001, berechnet in Übereinstimmung mit den Bestimmungen des Art. 29.1 des Statuts. Das Jahr 2002 wurde in den Berechnungen nicht berücksichtigt, da nur Prognosedaten verfügbar waren. Finanzsektor: Anteil an der gesamten aggregierten Bilanz der Monetären Finanzinstitute (GAB-MFI); von der EZB aggregierte Bilanzdaten des Finanzsektors für den Euroraum; EZB-Berechnungen und NZB-Publikationen / Website von „Pre-In“-Ländern; NZB-Publikationen / Website und IWF International Financial Statistics (IFS) für Beitrittsländer. Bei den Länderdaten handelt es sich um Anteile an den Monatsendständen für 2001.

Tabelle 2a

Rotation der Stimmrechte in zwei Gruppen

ab dem 16. Notenbankgouverneur

Übergangsphase	Anzahl der Notenbankgouverneure im EZB-Rat							→
	16	17	18	19	20	21	22	
1. Gruppe Stimmrechtsfrequenz	5/5 100%	5/5 100%	5/5 100%	4/5 80%	4/5 80%	4/5 80%	Endgültiges Rotations- system (drei Gruppen)	→
2. Gruppe Stimmrechtsfrequenz	10/11 91%	10/12 83%	10/13 77%	11/14 79%	11/15 73%	11/16 69%		→
Σ Stimmrechte	15	15	15	15	15	15		15

Quelle: EZB, 2003.

Tabelle 2b

Rotation der Stimmrechte in zwei Gruppen

ab dem 19. Notenbankgouverneur (Verschiebung der Rotation)

Übergangsphase	Anzahl der Notenbankgouverneure im EZB-Rat							→
	16	17	18	19	20	21	22	
1. Gruppe Stimmrechtsfrequenz	100%	100%	100%	4/5 80%	4/5 80%	4/5 80%	Endgültiges Rotations- system (drei Gruppen)	→
2. Gruppe Stimmrechtsfrequenz	100%	100%	100%	11/14 79%	11/15 73%	11/16 69%		→
Σ Stimmrechte	16	17	18	15	15	15		15

Quelle: OeNB.

Tabelle 3

Rotation der Stimmrechte in drei Gruppen

nach Einführung des Euro in 22 Mitgliedstaaten

Rotationssystem	Anzahl der Notenbankgouverneure im EZB-Rat					
	22	23	24	25	26	27
1. Gruppe Stimmrechtsfrequenz	4/5 80%	4/5 80%	4/5 80%	4/5 80%	4/5 80%	4/5 80%
2. Gruppe Stimmrechtsfrequenz	8/11 73%	8/12 67%	8/12 67%	8/13 62%	8/13 62%	8/14 57%
3. Gruppe Stimmrechtsfrequenz	3/6 50%	3/6 50%	3/7 43%	3/7 43%	3/8 38%	3/8 38%
Σ Stimmrechte	15	15	15	15	15	15

Quelle: EZB, 2003.

Anmerkung zu den Tabellen 2a bis 3: Vor dem Schrägstrich wird jeweils die Anzahl der Stimmrechte, nach dem Schrägstrich die Anzahl der Notenbankgouverneure angegeben.

Zusammenarbeit im ESZB und europäische Integration

Andrea Hofer

Redaktionsschluss:
31. Mai 2003

ESZB

Der EZB-Rat beschloss am 6. März 2003, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems, die als Zinstender durchgeführt werden, um 25 Basispunkte von 2,75 auf 2,50% zu senken. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität wurden ebenfalls um jeweils 25 Basispunkte auf 3,50 bzw. 1,50% gesenkt. EZB-Präsident Wim Duisenberg begründete diesen Schritt damit, dass sich die Aussichten für die mittelfristige Erreichung von Preisstabilität während der letzten Monate insbesondere auf Grund des schwachen Wachstums und der Wechselkursaufwertung des Euro verbessert hätten.

Die Europäische Kommission und die Europäische Zentralbank (EZB) vereinbarten am 10. März 2003 eine enge Zusammenarbeit in der Wirtschafts- und Finanzstatistik für den Euroraum, um hochwertige Statistiken auf Gemeinschaftsebene zu fördern und damit das Vertrauen der Bürger zu den Verfahren zur Überwachung der Haushaltsdisziplin im Euroraum zu erhöhen.

Die Bankenaufsichtsbehörden und Notenbanken aller 15 EU-Mitgliedstaaten einigten sich am 11. März 2003 in einem „Memorandum of Understanding“ auf wichtige Grundsätze der Zusammenarbeit im Krisenmanagement. Der Kernpunkt der Vereinbarung, die am 1. März 2003 in Kraft getreten ist, ist die gemeinsame Gewährleistung der Stabilität des Finanzsystems.

Das Plenum des Europäischen Parlaments lehnte am 13. März 2003 die geplante Reform der Abstimmungsregeln im EZB-Rat ab. Da das Europäische Parlament kein Mitbestimmungsrecht in dieser Frage hatte, konnte es nur eine rechtlich unverbindliche Empfehlung abgeben.

Die EZB bestätigte und präziserte am 8. Mai 2003 im Rahmen einer Überprüfung ihrer geldpolitischen Strategie ihre Definition des Inflationsziels, wonach die mittelfristige Inflationsrate im Euro-Währungsgebiet unter, aber nahe 2% liegen sollte. Weiters beschloss der EZB-Rat, an der Zwei-Säulen-Strategie festzuhalten. Die Überprüfung des Referenzwerts für das Geldmengenwachstum wird künftig nicht mehr jährlich vorgenommen.

Die EZB veröffentlichte am 15. Mai 2003 erstmals einen in Zukunft quartalsweise erscheinenden Bericht über die Ergebnisse der Umfrage zum Bankkreditgeschäft im Euroraum (Bank Lending Survey). Während 46% der Banken im Euroraum eine Verknappung bei Kreditvergaben an Unternehmen konstatierten, meldeten nur 14% der Banken einen Rückgang bei Krediten an private Haushalte.

Der am 31. Mai 2003 planmäßig aus der EZB ausscheidenden Finnin, Sirkka Hämmäläinen, folgte am 1. Juni 2003 die bisherige OeNB-Vize-Gouverneurin, Gertrude Tumpel-Gugerell, als Mitglied im Direktorium und Rat der EZB nach; ihre Amtszeit beträgt acht Jahre.

ECOFIN-Rat/Euro-Gruppe

Die Finanzminister der Euro-Gruppe berieten am 6. März 2003 in Brüssel über die schwache Konjunktur in den zwölf Ländern des Euroraums und die Haushaltsslage in einigen Staaten. Im Mittelpunkt stand Frankreich, wo das Defizit im Jahr 2002 knapp über dem Grenzwert von 3% lag und im Jahr 2003 mit voraussichtlich 3,4% des BIP deutlich darüber liegen wird.

Bei der ECOFIN-Tagung am 7. März 2003 in Brüssel billigten die EU-Finanzminister die Grundzüge der Wirtschaftspolitik, den Jahresbericht des

Ausschusses für Wirtschaftspolitik über Strukturreformen, den Bericht über die Verstärkung der haushaltspolitischen Koordinierung, den Bericht über angemessene und nachhaltige Renten und den Bericht über die Unterstützung der nationalen Strategien für die Zukunft des Gesundheitswesens und der Altenpflege.

Weiters diskutierten die Finanzminister die aktualisierten Stabilitätsprogramme von Luxemburg und Portugal. Portugal, das im Jahr 2001 ein Budgetdefizit von 4,1% ausgewiesen hatte und gegen das von der Europäischen Kommission am 25. September 2002 ein Verfahren bei einem übermäßigen Defizit (Art. 104 EG-V) eröffnet worden war, verringerte sein gesamtstaatliches Defizit im Jahr 2002 auf 2,8% des BIP.

Betreffend Steuerfragen einigten sich die EU-Finanzminister, dass die neuen Bestimmungen zum Umgang mit Zinserträgen am 1. Jänner 2005, also ein Jahr später als bisher angenommen, in Kraft treten sollen.

Die EU-Finanzminister trafen sich in Vorbereitung des Europäischen Rats am 20. und 21. März 2003 bei einer Sondersitzung des ECOFIN-Rats in Brüssel am 19. März 2003 zur geplanten Zinssteuerregelung und zu damit zusammenhängenden Fragen. Auf Grund eines allgemeinen Vorbehalts Italiens – Junktimierung mit der Lösung des Milchquotenproblems – konnte das EU-Steuerpaket nicht verabschiedet werden, womit auch der Vertragsentwurf für ein Zinssteuerabkommen mit der Schweiz vorerst nicht finalisiert werden konnte.

Dem Kompromissvorschlag der Präsidentschaft betreffend die Energiebesteuerung stimmten die EU-Finanzminister zu, nachdem Österreich seinen Vorbehalt in Bezug auf die Möglichkeit der Unterschreitung der Mindeststeuersätze zurückgezogen hatte. Die Richtlinie wird am 1. Jänner 2004 in Kraft treten und sieht Mindeststeuersätze für alle Energiearten vor.

Beim informellen Treffen der Euro-Gruppe in Vouliagmeni bei Athen am 4. April 2003 ersuchten die zwölf Finanzminister EZB-Präsidenten Wim Duisenberg einstimmig, solange weiter im Amt zu bleiben, bis ein Nachfolger gefunden ist. Präsident Duisenberg wird der Bitte nachkommen.

Beim informellen ECOFIN-Rat in Chania auf Kreta am 5. und 6. April 2003 äußerten sich die EU-Finanzminister über die Auswirkungen des Irak-Kriegs auf die Konjunktur vorsichtig optimistisch. Bei einem Erdölpreis von weiterhin unterhalb 30 USD je Fass rechnete EU-Wirtschaftskommissar Pedro Solbes mit einem durchschnittlichen Wirtschaftswachstum im Euroraum von 1% im Jahr 2003 und von 2,25% im Jahr 2004. Mit strukturellen Reformen vor allem auf dem Arbeitsmarkt sollte das Wachstumspotenzial deutlich erhöht werden.

Weiters beschlossen die Finanzminister, die Hindernisse, die einer reibungslosen, grenzüberschreitenden Abwicklung von Wertpapiergeschäften in der EU im Wege stehen, bis spätestens zum Jahr 2005 abzubauen.

Hinsichtlich der auf Grund der bevorstehenden EU-Erweiterung notwendigen Reform des Wirtschafts- und Finanzausschusses (WFA) verständigten sich die Finanzminister darauf, dass die Vertreter der Zentralbanken ab September 2003 sechsmal jährlich an den für sie relevanten Beratungen des WFA teilnehmen werden.

Beim Treffen der Euro-Gruppe in Brüssel am 12. Mai 2003 wurde allgemein anerkannt, dass das Zieldatum 2006 zur Erreichung ausgeglichener natio-

naler Haushalte unrealistisch sei, ohne dadurch den Stabilitäts- und Wachstumspakt in Frage zu stellen. EU-Wirtschafts- und Finanzkommissar Pedro Solbes rief die EU-Mitgliedstaaten dazu auf, das Haushaltsdefizit im kommenden Jahr unter 3% zu bringen und das strukturelle Defizit jährlich um ½ Prozentpunkt zu verringern.

Bei der ECOFIN-Ratstagung in Brüssel am 13. Mai 2003 befassten sich die EU-Finanzminister mit dem Vorentwurf des Haushaltsplans der EU für das Haushaltsjahr 2004 (für die EU-15 ab 1. Jänner 2004 und für die EU-25 ab 1. Mai 2004), den erstmals für drei Jahre gültigen Grundzügen der Wirtschaftspolitik 2003 bis 2005, den wirtschaftlichen und steuerlichen Auswirkungen der Überalterung der Bevölkerung, der Schaffung einer neuen internationalen Finanzierungsfazität sowie der Mehrwertsteuerrichtlinie.

Weiters fand eine Prüfung des aktualisierten Stabilitätsprogramms für Österreich statt, wobei die österreichische Regierung trotz Einsparungen vor allem im Verwaltungsbereich mit einem Ansteigen des Budgetdefizits von 0,7 auf 1,5% des BIP nach der Steuerreform im Jahr 2005 rechnet. Der Kommissar für Wirtschafts- und Finanzfragen, Pedro Solbes, stellte fest, dass die Steuerreform ausgabenseitig nicht ausreichend abgedeckt sei. Da auch die Verschuldung erst im Jahr 2007 wieder unter 60% fallen werde, entspreche das österreichische Stabilitätsprogramm nur zum Teil dem Stabilitäts- und Wachstumspakt.

Die EU-Finanzminister einigten sich auf eine Sondervereinbarung mit der Schweiz im Rahmen des Steuerpakets.

EU - weitere Ereignisse

53,65% der Wahlberechtigten Maltas stimmten in einem Referendum am 8. März 2003 für den Beitritt zur EU. Die Wahlbeteiligung lag bei 91%. Der Ausgang der Volksabstimmung ist für die Regierung rechtlich nicht bindend.

Die Statistikbehörde EUROSTAT meldete am 17. März 2003 eine offizielle französische Defizitquote von 3,1% des BIP und somit über der 3-Prozent-Grenze gemäß Stabilitäts- und Wachstumspakt für das Jahr 2002. Die Europäische Kommission leitete daher ein Defizitverfahren wegen überhöhter Neuverschuldung gegen Frankreich ein.

Die Statistikbehörde EUROSTAT meldete am 17. März 2003, dass sich das öffentliche Defizit des Euroraums von 1,6% des BIP im Jahr 2001 auf 2,2% des BIP im Jahr 2002 erhöhte, in der EU-15 stieg das Defizit von 0,9% im Jahr 2001 auf 1,9% im Jahr 2002.

Im Zentrum der Beratungen bei der diesjährigen Frühjahrstagung des Europäischen Rats in Brüssel am 20. und 21. März 2003 standen der Irak anlässlich des Kriegsausbruchs und die Lissabon-Strategie als eigentliches Hauptthema jeder Frühjahrstagung.

Bezüglich des Irak einigte sich der Europäische Rat auf ein Bekenntnis zur politischen Stabilität des Irak und zur vollständigen und tatsächlichen Abrüstung des Landes sowie auf die künftige aktive Rolle der EU im humanitären Bereich und Flüchtlingsbereich und in Bezug auf den Nahost-Friedensprozess.

Die Staats- und Regierungschefs der EU stimmten weiters dem geplanten EZB-Modell zur Reform der Abstimmungsregeln im EZB-Rat zu. Die EZB-Reform muss nunmehr von den EU-Mitgliedstaaten ratifiziert werden.

Eine Mehrheit von 89,6% der slowenischen Stimmbürger votierte im Volksentscheid am 23. März 2003 für den Beitritt Sloweniens zur EU. Die slowenische EU-Zustimmung war die höchste, die je in einem Referendum in einem Beitrittsland erzielt wurde.

Beim EU-Mercosur-Gipfel in Athen am 27. März 2003 berieten die Minister der EU-Mitgliedstaaten und Lateinamerikas über die Intensivierung ihrer Zusammenarbeit auf politischer und wirtschaftlicher Ebene. Außerdem fanden politische und wirtschaftliche Beratungen im Rahmen von drei bilateralen Räten zwischen der EU einerseits und Chile, der Anden-Gemeinschaft und Mexiko andererseits statt.

Die EU erneuerte am 7. April 2003 ihre Beitrittspartnerschaft mit Rumänien und Bulgarien. Vorrangige Anliegen in den kommenden ein bis zwei Jahren bleiben die Reform der öffentlichen Verwaltung und des Justizwesens sowie die Fortführung der Wirtschaftsreformen in diesen Ländern.

Nach der schwachen Wachstumsentwicklung der letzten Quartale rechnete die Europäische Kommission in ihrer Frühjahrsprognose am 8. April 2003 mit einer moderaten Erholung in der zweiten Jahreshälfte 2003. Die Europäische Kommission prognostizierte ein BIP-Wachstum für das Eurogebiet von 1% im Jahr 2003 (nach 0,8% im Jahr 2002) und von 2,3% im Jahr 2004. Die Inflationsrate wird im Jahr 2003 mit 2,1% etwas höher und im Jahr 2004 mit 1,7% etwas niedriger ausfallen als in der Herbstprognose 2002 angenommen. Die Arbeitslosenquote dürfte im Jahr 2003 auf 8,8% ansteigen und im Jahr 2004 auf diesem Wert verharren. Das gesamtstaatliche Defizit wird sich im Jahr 2003 auf 2,5% des BIP ausweiten, wobei die Defizitquote im Jahr 2003 in Deutschland, Frankreich und Portugal und im Jahr 2004 in Frankreich, Portugal und erstmals auch in Italien über der 3-Prozent-Grenze liegen wird.

Für Österreich erwartete die Europäische Kommission ein BIP-Wachstum von 1,2 bzw. 2,0% im Jahr 2003 bzw. 2004, eine Inflationsrate von 1,8 bzw. 1,7%, eine Arbeitslosenquote von 4,5 bzw. 4,4% und ein Budgetdefizit von 1,1 bzw. 0,4%.

Für die zehn Beitrittsländer prognostizierte die Europäische Kommission ein Wachstum von 3,1% und für alle Bewerberländer von 3,5% im Jahr 2003 und von 4 bzw. 4,3% im Jahr 2004.

Das Europäische Parlament ratifizierte am 9. April 2003 mit großer Mehrheit die Beitrittsverträge der zehn neuen Mitgliedstaaten, nachdem am Vortag Einigung über die Finanzierung der Erweiterung erzielt worden war.

Die EU schloss am 11. April 2003 ihre Verhandlungen mit Island, Liechtenstein und Norwegen über die Anpassung des EWR an die Erweiterung im Finanzkapitel ab. Die Solidaritätsbeiträge der drei EWR-Staaten zur Reduktion der wirtschaftlichen und sozialen Disparitäten innerhalb der EU wurden von bisher 24 auf 233 Mio EUR pro Jahr erhöht, wobei der Anteil Norwegens rund 97% betrug.

83,76% der Wahlberechtigten Ungarns stimmten am 12. April 2003 in einem Referendum für den Beitritt zur EU. Die Wahlbeteiligung lag bei 45,6%.

Die informelle Tagung des Europäischen Rats in Athen am 16. April 2003, an der auch die zehn künftigen EU-Mitgliedstaaten teilnahmen, war dem EU-Reform-Konvent gewidmet. Bei dem Treffen diskutierten die EU-Staats- und Regierungschefs fünf Themenkreise: Präsidentschaftssystem, Größe und

Zusammensetzung der Europäischen Kommission, Bestellung des Präsidenten der Europäischen Kommission, Europäischer Außenminister, Europäischer Kongress.

Im Anschluss an den informellen Europäischen Rat fand die Unterzeichnung des Beitrittsvertrags mit den zehn neuen Mitgliedstaaten statt.

An der erweiterten Europakonferenz in Athen am 17. April 2003 nahmen neben den EU-Mitgliedstaaten die zehn künftigen Mitglieder, die drei Beitrittskandidaten (Bulgarien, Rumänien, Türkei), die EFTA/EWR-Staaten, die Staaten des westlichen Balkans, die Ukraine, die Republik Moldau und Russland teil. Die Delegationen begrüßten die „Neue Nachbarn/Wider Europe“-Initiative zum Aufbau eines die erweiterte EU umgebenden „Ring of Friends“. Der Präsident des Europäischen Rats, Costas Simitis, versicherte, dass nach der Erweiterung um zehn neue Staaten der Beitrittsprozess weitergeführt werde.

Die Europäische Kommission beschloss am 30. April 2003 eine Empfehlung an den Rat der EU zum aktualisierten österreichischen Stabilitätsprogramm für den Zeitraum 2003 bis 2007. Das Stabilitätsprogramm ist nur teilweise in Übereinstimmung mit den Grundzügen der Wirtschaftspolitik und dem Stabilitäts- und Wachstumspakt, da vom „nahezu ausgeglichenen Budget“ abgegangen wird.

Die Europäische Kommission gelangte am 7. Mai 2003 in einer Stellungnahme zur Haushaltslage gemäß Art. 104 Abs. 5 EG-V zu dem Schluss, dass in Frankreich ein übermäßiges Defizit besteht. Die Europäische Kommission setzte der französischen Regierung eine Frist bis 3. Oktober 2003, um entsprechende Sparmaßnahmen einzuleiten.

Eine überwältigende Mehrheit von 89,9% der Wahlberechtigten Litauens stimmte am 10. und 11. Mai 2003 in einem Referendum für den Beitritt zur EU. Die Wahlbeteiligung lag bei 63,3% und überschritt somit deutlich die von der Verfassung vorgeschriebene Mindestbeteiligung von 50%.

Eine überwiegende Mehrheit von 92,46% der Wahlberechtigten der Slowakischen Republik stimmte am 16. und 17. Mai 2003 in einem Referendum für den Beitritt zur EU. Die Wahlbeteiligung lag bei 52,15% und überschritt somit die erforderliche Mindestbeteiligung von 50%.

Die Europäische Kommission legte am 23. Mai 2003 einen Aktionsplan zur Modernisierung des Gesellschaftsrechts und zur Verstärkung der Corporate Governance in der EU mit dem Ziel der Stärkung des Vertrauens an den Finanzmärkten vor.

An der EU-Mittelmeer-Konferenz (EUROMED) in Heraklion auf Kreta am 26. und 27. Mai 2003 nahmen die EU-Außenminister, ihre Kollegen aus zwölf Anrainerländern südlich und östlich des Mittelmeers sowie erstmals auch die zehn künftigen EU-Mitglieder teil. Im Mittelpunkt dieses EUROMED-Treffens, das eine jährliche regelmäßige Bestandsaufnahme über die Fortschritte des im Jahr 1995 beschlossenen Barcelona-Prozesses zur Stärkung der gemeinsamen Wirtschafts- und Handelsbeziehungen ist, standen die Vorbereitungen zur Schaffung einer Freihandelszone bis zum Jahr 2010.

Bei der Plenartagung des Europäischen Reform-Konvents in Brüssel am 30. und 31. Mai 2003 legte das Präsidium erstmals einen Gesamtentwurf des Verfassungsvertrags vor. Neben einer generellen Debatte zur Grundrechtscharta und den Politikbereichen standen jene Bereiche, die bisher noch nicht

Gegenstand von Plenardebatten waren, im Mittelpunkt der Beratungen: Verstärkte Zusammenarbeit, Wirtschafts- und Währungspolitik, steuerliche Vorschriften sowie Eigenmittel und Haushaltsverfahren. Die Neuerungen im Bereich der WWU sahen insbesondere eine direkte Frühwarnung durch die Europäische Kommission bei Unvereinbarkeit der Wirtschaftspolitik eines Mitgliedstaats mit den Grundzügen der Wirtschaftspolitik, ein Vorschlagsrecht (statt wie bisher Empfehlungsrecht) der Europäischen Kommission bei einem Verfahren bei übermäßigem Defizit sowie die Einführung eines Protokolls zur Euro-Gruppe vor. Über den endgültigen Verfassungstext soll letztlich die nachfolgende Regierungskonferenz entscheiden, die Mitte Oktober 2003 in Rom eröffnet wird.

Beim elften EU-Russland-Gipfel in Strelna bei St. Petersburg am 31. Mai und 1. Juni 2003, an dem erstmals auch die Staats- und Regierungschefs der zehn künftigen EU-Mitgliedstaaten teilnahmen, verständigten sich die Staats- und Regierungschefs der EU und Russlands auf die langfristige Abschaffung der Visumpflicht sowie grundsätzlich auf die Schaffung eines gemeinsamen Wirtschaftsraums. Breite Zustimmung fand der russische Vorschlag zur Einrichtung eines Partnerschaftsrats zur Verstärkung der beiderseitigen Beziehungen. Zur Regelung der Beziehungen zur russischen Enklave Kaliningrad innerhalb der erweiterten Grenzen der EU wurde ein bilaterales Abkommen geschlossen.

REFORM DER PENSIONSFINANZIERUNG:
FROM PUBLIC TO FINANCIAL ECONOMICS

Johann K. Brunner¹⁾

I Einleitung

Dass die Sozialversicherungssysteme, die in den meisten Ländern auf einem Umlageverfahren beruhen, durch die Alterung der Bevölkerung schwer in Mitleidenschaft gezogen werden, ist bereits zu einem Gemeinplatz geworden. Zur Veranschaulichung der Lage sei nur eine Zahl genannt, nämlich das Verhältnis der Bevölkerung über 64 Jahre zur Bevölkerung im Alter zwischen 20 und 64. Im Jahr 2000 betrug dieses Verhältnis in Österreich 0,25. Laut jüngsten demografischen Prognosen wird es bis 2050 auf 0,53 ansteigen. Für die meisten Industrieländer sind ähnliche Verhältniszahlen zu erwarten. Bekanntlich sind für diese Entwicklung zwei Faktoren verantwortlich: einerseits die steigende Lebenserwartung (bis 2050 ist mit einem Anstieg um etwa sechs Jahre bei Frauen und um sieben Jahre bei Männern zu rechnen) und andererseits rückläufige Geburtenraten.

Diese Entwicklung hat sowohl unter Wissenschaftlern als auch unter Politikern Anlass zu zahlreichen Diskussionen über die Möglichkeiten einer adäquaten Reform des Sozialversicherungssystems gegeben. Die Vorschläge reichen von einem radikalen Umbau des gesamten Systems bis zur Veränderung bestimmter Parameterwerte. Zum Abwägen dieser Vorschläge ist es hilfreich, sie in einem einheitlichen Modellrahmen zu betrachten, um Art und Ausmaß der Veränderungen aufzuzeigen, die sie beinhalten. Mit der vorliegenden Studie wird daher die Absicht verfolgt, die Hauptmerkmale des Sozialversicherungssystems und der verschiedenen Reformvorschläge aus einer gemeinsamen Perspektive zu analysieren, die im Lauf der vergangenen Jahrzehnte entwickelt wurde. Im Sinne eines wohlfahrtstheoretischen Ansatzes werden vorrangig die sich aus Änderungen realer Variabler, wie etwa des Konsums, ergebenden Wohlfahrtseffekte behandelt. Auf die Auswirkungen auf den Geld- und Kapitalmarkt gehe ich nicht näher ein.

Selbstverständlich kann die vorliegende Studie keinen umfassenden Überblick über alle für die Pensionsreform relevanten Aspekte, die in der äußerst umfangreichen Literatur zu diesem Thema behandelt werden, bieten. Sie beschränkt sich vielmehr auf einige grundlegende Fragestellungen, die Kern jedes Reformvorschlags sind.²⁾ Auch auf politisch-ökonomische Fragen, wie die zunehmende politische Macht der älteren Generationen, die Entscheidungen über die Sozialversicherungssysteme natürlich wesentlich beeinflusst, wird hier nicht näher eingegangen.

Zunächst einmal ist es interessant, die Frage zu erörtern, warum es überhaupt ein staatliches Pensionssystem gibt,³⁾ wenn doch in einer Marktwirtschaft staatliche Eingriffe gemeinhin nur dort als gerechtfertigt angesehen werden, wo es um wichtige Effizienz- oder Verteilungsziele geht, die der freie Markt nicht erfüllen kann. Die Standardantwort darauf lautet, dass es eine Pflichtversicherung geben muss, da die Menschen von sich aus nicht ausreichend privat vorsorgen würden. Dafür werden in diesem Zusammenhang üblicherweise zwei

1 Johannes Kepler Universität Linz, Institut für Volkswirtschaftslehre.

2 Eine breit angelegte, eingehende Untersuchung der Auswirkungen von Pensionsreformen bietet z. B. die jüngste Studie von Lindbeck und Persson (2003).

3 Laut Mulligan und Sala-i-Martin (1999) besteht in 166 Ländern irgendeine Form staatlicher Alterspensionen.

Hauptgründe genannt: Erstens könnten sich Menschen als „Schwarzfahrer“ verhalten, das heißt sich darauf verlassen, dass sie im Alter ohnehin von staatlichen Sozialsystemen erhalten werden; zweitens könnten manche Menschen kurzsichtig agieren, da im Alter von 20 oder 30 Jahren viele nicht in der Lage sind, ihre zukünftigen Bedürfnisse richtig einzuschätzen. In Abwandlung des zweiten Arguments wird auch vorgebracht, dass die Menschen zu inkonsistentem Verhalten im Lauf des Lebens neigen. Sie sind zwar grundsätzlich bereit, für die Zukunft vorzusorgen, schieben konkrete Vorsorgeaktivitäten aber immer wieder auf. Jedenfalls beruht dieses Argument ganz klar auf einer paternalistischen Haltung, die unter Ökonomen im Allgemeinen als problematisch gilt und sehr zurückhaltend vertreten werden sollte, da sie dem Prinzip der Konsumentensouveränität widerspricht. Aber auch mit dem „Schwarzfahrer“-Argument lässt sich nur ein bescheidener Teil des staatlichen Pensionssystems – jener, der erforderlich ist, um Altersarmut zu verhindern – rechtfertigen.

Nichtpaternalistische Argumente für ein Pflichtversicherungssystem beziehen sich etwa auf Unvollkommenheiten der Kapitalmärkte, wie z. B. das Problem der asymmetrischen Information, oder das Ziel einer Umverteilung zwischen oder innerhalb von Generationen. Einige Überlegungen zu letzteren Punkten werden in den folgenden Kapiteln behandelt.

2 Umlageverfahren gegenüber Kapitaldeckungsverfahren

In diesem Kapitel formulieren wir einige grundlegende Beziehungen, die die Funktionsweise des Umlageverfahrens beschreiben, in einem einfachen Modell mit überlappenden Generationen. Dabei steht $N_t, t = 0, 1, \dots$ für die Zahl der (identischen) Individuen, die in Periode t in die Ökonomie eintreten und arbeiten und sich in Periode $t + 1$ in Pension befinden. τ_t bezeichnet im Umlagesystem den Beitragssatz in der Periode t und w_t die Lohnhöhe. Wenn x_t die Pensionsleistungen pro Kopf darstellt, erhalten wir für $t + 1$ für das Umlagesystem die Budgetgleichung

$$\tau_{t+1} w_{t+1} N_{t+1} = x_{t+1} N_t \quad (1)$$

bzw.

$$x_{t+1} = \tau_{t+1} w_{t+1} \frac{N_{t+1}}{N_t}.$$

Vergleicht man dies mit dem Beitrag einer in Periode t geborenen Person, die im Alter die Pension x_{t+1} bezieht, erhalten wir

$$\frac{x_{t+1}}{\tau_t w_t} = \frac{\tau_{t+1}}{\tau_t} \frac{w_{t+1}}{w_t} \frac{N_{t+1}}{N_t}. \quad (2)$$

Damit ist die Rentabilität des Umlagesystems von der Steigerung des Beitragssatzes, dem Lohnwachstum (das heißt dem Produktivitätswachstum) und der Zunahme der Erwerbsbevölkerung abhängig. Bei konstanten Beitragssätzen und Wachstumsraten $\hat{w}_{t+1}, \hat{N}_{t+1}$, wird der interne Zinsfuß i_{t+1} im Umlagesystem implizit durch das Verhältnis

$$1 + i_{t+1} = (1 + \hat{w}_{t+1})(1 + \hat{N}_{t+1}) \approx 1 + \hat{w}_{t+1} + \hat{N}_{t+1} \quad (3)$$

bestimmt. Er entspricht damit dem Wachstum der Lohneinkommen, das durch die Wachstumsrate der Produktivität und der Bevölkerung bestimmt wird. Vergleichen wir diesen internen Zinsfuß mit dem Marktzinssatz r_t , den eine Person durch Veranlagung des in das Umlagesystem eingezahlten Betrags auf dem Kapitalmarkt erzielt hätte, erhalten wir die bekannte Aaron-Bedingung:

$$r_{t+1} \lesseqgtr \hat{w}_{t+1} + \hat{N}_{t+1}.$$

Durch die Einzahlung von Beiträgen in ein Umlagesystem, statt sie auf dem Kapitalmarkt zu investieren (mit anderen Worten: statt private Ersparnisse zu bilden oder Beiträge zu einem kapitalgedeckten System zu leisten), vermindert/erhöht sich das Lebenseinkommen, wenn der Zinssatz höher/niedriger als das Wachstum der Lohneinkommen ist. Nach der vorherrschenden Sichtweise trifft langfristig Ersteres zu, da die Volkswirtschaft andernfalls durch eine so genannte dynamische Ineffizienz gekennzeichnet wäre, was bedeuten würde, dass eine Reduzierung des Kapitals zu Wohlfahrtssteigerungen führen würde.¹⁾

Aber selbst wenn man dieses Argument akzeptiert (siehe z. B. Abel et al., 1989), gibt uns die Theorie keine Auskunft darüber, wie groß die Differenz zwischen r und $\hat{w} + \hat{N}$ ist. In konkreten Prognosen wird für das Produktivitätswachstum üblicherweise ein Wert von 0,015 bis 0,025 angenommen, während die Schätzungen für den realen Kapitalertrag zwischen 0,02 und 0,1 liegen, wobei der letztere Wert für riskantere Investitionen gilt und eine Risikoprämie enthält.

Wäre es jemandem freigestellt, ein Altersvorsorgemodell nach eigenem Gutdünken zu wählen, würde er oder sie sich auf Grund der Aaron-Bedingung vermutlich für Kapitalmarktanlagen entscheiden. Allerdings wurde die Entscheidung bereits für das Umlageverfahren und damit zu Gunsten der ersten Generation getroffen. Damit wurde es Personen, die in der Periode 0 in Pension gingen, ermöglicht, eine Pension x_0 zu beziehen, ohne jemals einen Beitrag zu diesem System geleistet zu haben. Für diese Generation war das Umlageverfahren also unabhängig von der Aaron-Bedingung von Vorteil.

Es ist interessant, den Gewinn der ersten Generation mit den Verlusten späterer Generationen auf Basis der Annahme $r_t > i_t$ in Beziehung zu setzen. Dabei nehmen wir der Einfachheit halber an, dass der Zinssatz r und die Wachstumsraten \hat{w} and \hat{N} – und damit auch i – im Lauf der Zeit konstant bleiben. Für eine zum Zeitpunkt t eintretende Generation betrachten wir den durch die Beiträge zum Umlagesystem, an Stelle einer Veranlagung auf dem Kapitalmarkt, verursachten diskontierten Verlust:

$$\frac{\tau w_t N_t (r - i)}{(1 + r)}. \quad (4)$$

Bei Summierung des Barwerts dieser Verluste bis ins Unendliche erhalten wir

$$\sum_{t=0}^{\infty} \frac{\tau w_t N_t (r - i)}{(1 + r)(1 + r)^t}.$$

¹⁾ Zu beachten ist, dass wir den Zinssatz als exogen festgesetzt betrachten (kleine, offene Volkswirtschaft). Die meisten Feststellungen haben jedoch auch für endogen festgesetzte Zinssätze Gültigkeit.

Unter Verwendung der Wachstumsraten und (3) ergibt sich:

$$\frac{\tau w_0 N_0}{1+r} (r-i) \sum_{t=0}^{\infty} \frac{(1+i)^t}{(1+r)^t} = \tau w_0 N_0. \quad (5)$$

Damit entspricht die den Rentnern in der Periode 0 ($x_0 N - 1 = \tau w_0 N_0$) geschenkte Leistung genau dem Barwert der abgezinsten Verluste aller späteren Generationen (Spremann, 1984; Sinn, 2000; Lindbeck und Persson, 2003).¹⁾

Diese Beziehung gibt uns auch einen Hinweis darauf, wie eine Frage zu beantworten ist, die Ökonomen und NichtökonomInnen bereits seit einiger Zeit beschäftigt: Geht man von der Annahme $r > i$ aus, profitieren offensichtlich spätere Generationen vom Umstieg von einem Umlage- auf ein Kapitaldeckungssystem. Die Übergangsgenerationen werden hingegen benachteiligt, weil sie aus dem Umlagesystem keine oder unerwartet niedrige Pensionen beziehen, obwohl sie während ihrer Erwerbsphase Beiträge dazu geleistet haben. Sollte es nicht möglich sein, einen Teil des Profits zukünftiger Generationen durch eine Steuer abzuschöpfen, um damit die Übergangsgenerationen zu entschädigen? Mit anderen Worten: Ist eine Umstellung auch möglich, ohne dass eine Generation verliert? Die Antwort lautet: nein (Breyer, 1989). Der Grund dafür ist in Formel 5 zu suchen: Bei einem bestehenden Umlagesystem ist ein bestimmter Gesamtbetrag und ein zeitlicher Verlauf der Verluste festgelegt: Jede Änderung des Systems könnte nur den Zeitverlauf (nicht aber die Gesamthöhe der Verluste) ändern, wovon manche Generationen Vorteile, andere hingegen Nachteile hätten.

3 Effizienzverluste auf Grund des Umlageverfahrens

Sehen wir uns nun einen weiteren Vorschlag an, wie ein Pareto-verbessernder Umstieg von einem Umlage- auf ein Kapitaldeckungssystem gestaltet werden könnte (Homburg, 1990; Breyer und Straub, 1993). Dieser geht von einer Erweiterung des obigen Modells aus, das auf der Annahme eines fixen Arbeitskräfteangebots $I = 1$ basiert. Ist das Angebot an Arbeitskräften variabel, führt die Finanzierung staatlicher Maßnahmen über Steuern zu einem Effizienzverlust. Wenn die Beiträge zum Umlagesystem auch als eine Art Steuer betrachtet werden können, dann würde deren Abschaffung durch den Umstieg auf ein kapitalgedecktes System auch den Effizienzverlust beseitigen und damit einen Überschuss schaffen, der zur Entschädigung jener Generationen herangezogen werden könnte, die andernfalls auf Grund der Umstellung Verluste erleiden würden.

Bei einem variablen Arbeitskräfteangebot l kann das abgezinste verfügbare Arbeitseinkommen (Bruttoeinkommen abzüglich Beiträge plus abgezinste Pensionszahlungen) für ein Individuum unter der Annahme eines Umlagesystems mit $r > i$ wie folgt dargestellt werden; siehe Formel 4:

$$w_t l_t \left(1 - \tau \frac{r-i}{1+r}\right), \quad (6)$$

¹⁾ Gleiches gilt natürlich auch für Pensionsansprüche in späteren Perioden.

wobei $\tau(r - i)/(1 + r)$ den effektiven Steuersatz darstellt. Es ist zumindest denkbar, dass eine Abschaffung der Steuer tatsächlich zu einem Wohlfahrtsgewinn führen würde, dessen Geldwert zur Entschädigung potenzieller Verlierer herangezogen werden könnte.

Man sollte sich jedoch im Klaren sein, dass in der Realität verzerrende Steuern an Stelle von Pauschalsteuern deswegen eingehoben werden, weil es sich bei den Menschen eben nicht um identische Individuen handelt. In einer Welt mit identischen Individuen (wie im Kapitel 2 für Modellzwecke angenommen) sind verzerrende Steuern nicht sinnvoll; man könnte genau so gut eine Kopfsteuer einführen, die keinerlei Effizienzverluste mit sich bringt. Eine sinnvolle Diskussion der obigen Idee ist daher nur dann möglich, wenn man von der Vorstellung identischer Individuen und damit – im gegebenen Zusammenhang – identischer Löhne abgeht.

Unter der Annahme, dass Individuen verschieden sind, sind im Rahmen eines Umlagesystems (mindestens) zwei Leistungsvarianten für Rentner möglich: Entweder erhält jede Person eine einheitliche Pauschalleistung x_{t+1} , oder die Leistungen werden nach den eingezahlten Beiträgen – und damit nach dem Arbeitseinkommen – bemessen. Im letzteren Fall, wenn die Leistungen streng proportional den eingezahlten Beiträgen entsprechen (was als individuell „faïres“ System bezeichnet werden könnte), stellt die Formel 6 immer noch den Grenzsteuersatz dar, wobei w_t^k und l_t^k mit dem Index k versehen werden sollten, um verschiedene Personen zu bezeichnen. Für den ersteren Fall gilt dies jedoch nicht mehr. Wegen des starken Umverteilungseffekts stellt τ vielmehr den effektiven Grenzsteuersatz dar, da die Leistung x_{t+1} ein vom Arbeitseinkommen unabhängiger Pauschalbetrag ist. Es ist klar, dass bei einem solchen System der Effizienzverlust viel höher ausfällt.

Wichtig ist nun die Tatsache, dass jedes System eine gewisse Verteilung von Beiträgen, Leistungen und Effizienzverlusten auf die einzelnen Personen mit sich bringt. Jeder Versuch, das Umlagesystem zwecks Verringerung von Effizienzverlusten abzubauen, kann nur eine Senkung des Beitragssatzes und die Einführung einer Einheitskomponente bedeuten. Damit werden die Effizienzverluste auch tatsächlich verringert, doch gleichzeitig kommt es zu Veränderungen in der Verteilung von Abgaben und Leistungen. Man kann zeigen, dass – außer in besonderen Fällen¹⁾ – eine Änderung der Beitragseinhebung, durch die die Effizienzverluste reduziert, gleichzeitig aber genug Mittel eingenommen werden, um die Renten der Pensionisten zu finanzieren, ohne Schlechterstellung mancher Personengruppen nicht möglich ist (Brunner, 1994, 1996). Das heißt, dass es dabei zu einer Umverteilung innerhalb einer Generation kommt.

1) Im Wesentlichen: Wenn Beiträge in einem bestehenden Umlagesystem ineffizient eingehoben werden. Eine solche Ineffizienz könnte selbstverständlich auch ohne Systemumstellung behoben werden.

4 Reaktionen auf die Überalterung

Bisher haben wir im Wesentlichen zwei Vorstellungen diskutiert, wie ein Umlagesystem in ein Kapitaldeckungssystem überzuleiten wäre, ohne einzelne Personen oder Generationen zu benachteiligen. Leider hat sich erwiesen, dass diese Vorstellungen in die Praxis nicht umsetzbar sind. In der Literatur wurden noch weitere Vorschläge für eine schmerzlose Umstellung genannt, doch können auch diese bei fairer Betrachtung nicht als realistische Alternative bewertet werden.

Wie sollte dann aber angesichts der erwarteten Überalterung unserer Gesellschaft eine angemessene Reaktion aussehen?

Zunächst einmal schließt die Unmöglichkeit einer Pareto-verbessernden Reform die Durchführung von Reformen ja nicht aus. Da jedoch jede Reform bestimmte Umverteilungseffekte zwischen (und vermutlich auch innerhalb von) Generationen mit sich bringt, sollten diese Effekte klar ersichtlich und im Sinne anerkannter Standards gerechtfertigt sein. Nachdem sich – wie schon einleitend erwähnt – eines der Hauptargumente für das Bestehen einer Pflichtversicherung auf paternalistische Anschauungen stützt, sollte dieses Argument ferner nicht übermäßig hervorgestrichen werden.

Wie aus unserem einfachen, im Kapitel 2 beschriebenen Modell leicht abzuleiten ist, führt ein Rückgang des Bevölkerungswachstums in der Periode $t + 1$ zu einem Sinken der internen Rendite des Umlagesystems (sofern dieser Effekt nicht durch eine beschleunigte Produktivitätssteigerung ausgeglichen wird, wofür es allerdings keine überzeugenden Anhaltspunkte gibt). Darauf gibt es drei mögliche Reaktionen:

- a) Man akzeptiert die niedrigere Rendite und damit die geringere Pension x_{t+1} .
- b) Man erhöht den Beitragssatz τ_{t+1} , um die Rendite i_{t+1} auf jenem Niveau zu halten, das vor dem Rückgang der Zuwachsrates bei den Erwerbstätigen zu verzeichnen war.
- c) Man zwingt die Individuen in der Periode t durch die Einhebung eines Beitrags zu einem neu geschaffenen kapitalgedeckten System zum Ansparen zusätzlicher Mittel, sodass die (niedrigere) Leistung x_{t+1} aus dem Umlagesystem zusammen mit der Leistung aus dem neuen kapitalgedeckten System annähernd jenes Niveau erreicht, das das Umlagesystem bei unverändertem Bevölkerungswachstum geboten hätte.

Was kann hinsichtlich der Wohlfahrtseffekte dieser Alternativen gesagt werden? Zunächst einmal ist klar, dass bei der ersten Alternative die aus dem Rückgang von \hat{N} entstehende Belastung der in der Periode t geborenen Generation auferlegt wird, während diese Generation von der zweiten Alternative profitieren würde.

Kehrt man jedoch zur zuvor genannten Formel 5 zurück, erkennt man sofort, dass dieser Gewinn zu Lasten späterer Generationen geht; der Barwert der Summe der Verluste, die sich für sie aus einer Teilnahme am Umlagesystem ergeben, erhöht sich.

Ob man Variante a) oder Variante b) bevorzugt, hängt von Werturteilen ab; dies zu entscheiden, ist nicht Sache eines Wirtschaftswissenschaftlers. Die Antwort ist sicherlich nicht einfach, wie das folgende Beispiel zeigt: Unter der Annahme eines zukünftigen technischen Fortschritts könnte man nach

dem Rawls-Kriterium geneigt sein, eine gewisse Last auf zukünftige Generationen, denen es ohnehin besser gehen wird, zu übertragen (Breyer, 2000). Eine solche Lösung würde man aber sicherlich nur sehr zögernd vorschlagen, da es unfair erscheint, zukünftige Generationen zu belasten.

Zweitens bezieht sich eine weitere Beobachtung auf die dritte der zuvor genannten Varianten: Es ist schwer zu erkennen, wieso c) einen Vorteil gegenüber a) bieten könnte, da dieser Ansatz neben der Akzeptanz der niedrigeren internen Rendite des Umlagesystems auch noch Zwangssparen bedeutet, was die Wohlfahrt der betroffenen Generation – zumindest in unserem Standardmodell zum Verhalten der privaten Haushalte – sicherlich nicht steigert. Um eine solche Maßnahme zu rechtfertigen, muss man weitere Argumente vorbringen (Kurzsichtigkeit, unvollkommene Finanzmärkte etc.). Von einem liberalen Standpunkt aus könnte man sagen, dass ein weiteres Pflichtsystem kaum zu rechtfertigen ist, solange das bestehende Umlagesystem auch bei einer reduzierten internen Rendite noch eine ausreichende Mindestpension sichert. Was wichtiger erscheint, ist eine klare und zeitgerechte Prognose der aus dem Umlagesystem zu erwartenden zukünftigen Leistungen, damit die Menschen ihre Eigenvorsorge entsprechend anpassen können.¹⁾

Schließlich sollte noch erwähnt werden, dass es mit unserem einfachen, nur zwei Perioden umfassenden Overlapping-Generations-Modell nicht möglich ist, eine weitere mögliche Reaktion auf eine Abnahme der Bevölkerung (des Bevölkerungswachstums) zu untersuchen, nämlich eine Erhöhung des Pensionsantrittsalters. Im Prinzip unterscheidet sich diese Maßnahme nicht allzu sehr von der zuvor genannten Variante a), da sie in gewisser Weise die aus einer niedrigeren Rendite resultierende Belastung durch jene einer längeren Arbeitszeit ersetzt, ohne dass dadurch höhere Leistungen anfallen würden. Wie man diese Varianten bewertet, hängt natürlich von dem Verhältnis zwischen dem negativen Grenznutzen der Arbeit bei Pensionsantritt und dem Grenznutzen des Einkommens in der Pension ab. Am vernünftigsten erscheint es, den Menschen eine Wahlmöglichkeit zwischen späterem Pensionsantritt oder niedrigeren Pensionszahlungen einzuräumen. Die Bestimmung geeigneter Anreize für eine solche Wahl ist allerdings keine einfache Aufgabe.

5 Makroökonomische Überlegungen

Im letzten Kapitel wenden wir uns verschiedenen makroökonomischen Fragen im Zusammenhang mit einer Reform des Pensionssystems zu. Wir gehen von der bekannten, wenn auch oft kritisierten Mackenroth-These aus, wonach der Konsum der Pensionisten jeweils aus dem Bruttosozialprodukt der laufenden Periode zu finanzieren ist. Wörtlich genommen ist diese Feststellung zutreffend, aber bedeutet das auch, dass das Pensionssystem an sich gar keine Rolle spielt? Gelegentlich wird dies jedenfalls so interpretiert.

Die Mackenroth-These gilt natürlich in jeder Periode für ein gegebenes Produktionsniveau. Es stellt sich jedoch die Frage, ob das Pensionssystem in einer Volkswirtschaft im Lauf der Zeit das Produktionsniveau beeinflusst. Die

¹ Es ist natürlich auch möglich, an Stelle der Einhebung von Pflichtbeiträgen die Ersparnisbildung durch steuerliche Anreize zu fördern. Doch auch eine solche staatliche Maßnahme muss durch entsprechende Argumente gerechtfertigt werden.

theoretische Überlegung verläuft folgendermaßen: Wenn in der Periode, in der das Umlageverfahren eingeführt wurde, die Beiträge der Erwerbsbevölkerung gespart worden wären, statt damit den Konsum der Pensionisten zu finanzieren, hätte dies den verfügbaren Kapitalstock erhöht. Als Folge davon wären Produktion (und Einkommen) in den Folgeperioden höher gewesen (siehe z. B. Homburg, 1988). Auch hier zeigt sich wieder, dass der Gewinn der ersten Pensionistengeneration auf Kosten späterer Generationen geht.

Gleichermaßen ergibt sich aus diesem Argument, dass jeder Versuch, eine höhere Kapitaldeckung des Pensionssystems zu erreichen – ob durch Zwangssparen oder Sparanreize – nur dann einen realen positiven Effekt erzeugt, wenn er in der Zukunft zu einem höheren verfügbaren Einkommen führt. Andernfalls kann er den Anteil der Alten und der Jungen am Konsum beeinflussen, wobei jedoch jede Ausweitung auf der einen Seite Einschränkungen auf der anderen bedeutet.

Man muss sich daher zwei Fragen stellen:

Erstens: Erhöht eine zusätzliche verpflichtende (oder durch Steuerbegünstigungen induzierte) Ersparnisbildung tatsächlich auch die Ersparnisbildung in der Volkswirtschaft insgesamt? Die Annahme, dass dies im Verhältnis eins zu eins geschieht, erscheint nicht sehr realistisch. Ein Teil der für die Pension zusätzlich angesparten Mittel wird einfach andere Formen der Vermögensbildung ersetzen (vgl. z. B. Mitchell und Zeldes, 1996). Dies deutet wiederum darauf hin, dass Maßnahmen, die auf eine zusätzliche Kapitalbildung abzielen, auf die Garantie der erforderlichen Mindestpension beschränkt sein sollten, um Schwarzfahrertum und kurzfristigem Verhalten vorzubeugen.

Zweitens: Steigt bei einer höheren volkswirtschaftlichen Ersparnisbildung tatsächlich auch das künftige Einkommen? Entscheidend ist natürlich nicht die Ersparnisbildung an sich, sondern die Höhe der realen Investitionen. Aus (neo-)klassischer Sicht lautet die Antwort auf diese Frage eindeutig „ja“: Ersparnisse sind eine Vorbedingung für Investitionen. Aus keynesianischer Sicht liegen die Dinge nicht so klar, da höhere Ersparnisse eine geringere Gesamtnachfrage bedeuten: Ersparnisbildung kann auch eine geringere Produktion statt höherer Investitionen bedeuten. Allgemein wird argumentiert, dass langfristig gesehen – wie es für Pensionsreformen angebracht ist – die klassische Sichtweise zutrifft. Andererseits lässt sich auch die Sichtweise vertreten, dass eine langfristige Perspektive aus einer Abfolge kurzfristiger Perspektiven besteht, womit doch die kurzfristigen Perspektiven ausschlaggebend sind.

Unabhängig davon, welche Sichtweise die richtige ist, wirft die Berücksichtigung dieser makroökonomischen Aspekte sicherlich ein zusätzliches Licht auf das Problem der Finanzierung des Pensionssystems. Sie unterstreicht insbesondere, dass letztlich nicht die Veranlagung von Geld in einem Investmentfonds das in der Zukunft verfügbare Einkommen bestimmt, sondern die Auswirkungen solcher Veranlagungen auf realwirtschaftliche Variable wie Investition und Produktion.

Literaturverzeichnis

- Abel, A. B., N. G. Mankiw, L. H. Summers und R. J. Zeckhauser. 1989.** Assessing Dynamic Efficiency: Theory and Evidence. *Review of Economic Studies* 56. 1–20.
- Breyer, F. 1989.** On the Intergenerational Pareto Efficiency of Pay-As-You-Go Financed Pension System. *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 145(4). 643–658.
- Breyer, F. 2000.** Kapitaldeckungs- versus Umlageverfahren, Perspektiven der Wirtschaftspolitik 1 (4). 383–405.
- Breyer, F. und M. Straub. 1993.** Welfare Effects of Unfunded Pension Systems When Labor Supply is Endogenous. *Journal of Public Economics* 50. 77–91.
- Brunner, J. K. 1994.** Redistribution and the Efficiency of the Pay-As-You-Go Pension Scheme. *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 150. 511–523.
- Brunner, J. K. 1996.** Transition from a Pay-As-You-Go to a Fully Funded Pension System: The Case of Differing Individuals and Intragenerational Fairness. *Journal of Public Economics* 60. 131–146.
- Homburg, S. 1988.** Theorie der Alterssicherung. Berlin: Springer.
- Homburg, S. 1990.** The Efficiency of Unfunded Pension Schemes. *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 146. 640–647.
- Lindbeck, A. und M. Persson. 2003.** The Gains From Pension Reform. *Journal of Economic Literature* 61. 74–112.
- Mitchell, O. S. und S. P. Zeldes. 1996.** Social Security Privatisation: A Structure for Analysis. *American Economic Review* 86. 363–367.
- Mulligan, C. B. und X. Sala-i-Martin. 1999.** Social Security in Theory and Practice (1). Facts and Political Theories. Working Paper 384. Department of Economics, Universität Pompeu Fabra.
- Sinn, H.-W. 2000.** Why a Funded Pension System is Useful and Why It Is Not Useful. *International Tax and Public Finance* 7. 389–410.
- Spremann, K. 1984.** Intergenerational Contracts and Their Decomposition. *Zeitschrift für Nationalökonomie* 44(3). 237–253.

Kommentar zur Studie „Wohlfahrtseffekte der Pensionsreform“

Thomas Steinberger¹⁾

Die Studie von Johann Brunner bietet eine aufschlussreiche Auseinandersetzung mit den volkswirtschaftlichen Grundlagen der staatlichen Altersvorsorge. Im Rahmen eines Overlapping-Generations-Modells (OLG) werden der intertemporale Aspekt der Altersvorsorge und die durch ein nicht kapitalgedecktes Umlageverfahren geschaffenen Beziehungen zwischen verschiedenen Generationen erfasst. Der konsequente mathematische Ansatz sowie ein stilisiertes theoretisches Modell ermöglichen die Vermittlung profunder Erkenntnisse über die Wohlfahrtseffekte von Sozialversicherungssystemen in ihrer Gesamtheit. Die wesentlichste von Johann Brunner vorgestellte Erkenntnis ist die Feststellung, dass eine Änderung oder Abschaffung eines bestehenden nicht kapitalgedeckten Umlageverfahrens kaum zu einer Pareto-Verbesserung²⁾ führen wird und dass eine Reform des Sozialversicherungswesens manche Generationen eher belasten, andere aber begünstigen wird. Der interessanteste Punkt ist der Umstand, dass diese Feststellung auch dann gilt, wenn die Rendite eines kapitalgedeckten Systems höher als die implizite Rendite des nicht kapitalgedeckten Systems ist und daher die Gesellschaft insgesamt mit einem kapitalgedeckten Pensionssystem besser fahren würde.

Wie bei jeder These ist dieses Ergebnis natürlich von den speziellen im Modell enthaltenen Annahmen abhängig. Hier wird nur auf jene beiden eingegangen, die für das oben genannte Ergebnis am relevantesten sind. Die erste entscheidende, von Johann Brunner zum Teil angesprochene Annahme betrifft die Elastizität des Arbeitskräfteangebots gegenüber der Höhe des Sozialversicherungsbeitragssatzes. Im Standardmodell wird angenommen, dass diese Elastizität null beträgt und eine bestimmte Anzahl privater Haushalte erwerbstätig ist. Da weiters angenommen wird, dass der technische Fortschritt exogen und das Verhältnis von Kapital und Arbeit optimal gewählt ist, bedeutet diese Annahme, dass die laufende und zukünftige Wirtschaftsleistung durch die Art des Pensionssystems unbeeinflusst ist. Daraus folgt, dass in diesem Modell eine höhere Wirtschaftsleistung als Folge einer Senkung der Beitragssätze zur Sozialversicherung nicht als Quelle von Wohlfahrtszuwächsen wirken kann. Bei einer positiven Elastizität wirkt sich jedoch eine Erhöhung des Arbeitskräfteangebots als Reaktion auf eine Senkung der Beitragssätze zur Sozialversicherung in der Zukunft wachstumsfördernd aus, wodurch Spielraum für eine Pareto-Verbesserung geschaffen wird. Wie von Johann Brunner richtigerweise hervorgehoben, hängt die Erzielung einer Pareto-Verbesserung in der Praxis auch von den dem Staat für Umverteilungszwecke zur Verfügung stehenden politischen Instrumenten ab. Wenn der Staat keine vollständigen Informationen über die Grenzproduktivität der privaten Haushalte besitzt, können Probleme im Zusammenhang mit der intragenerationellen Umverteilung den Pareto-verbessernden Charakter der politischen Maßnahme zunichte machen.

Die zweite wesentliche Annahme, auf der die Ableitung des Ergebnisses beruht, betrifft die Nichtbesteuerung von Kapitalerträgen. Bei Bestehen einer Kapitalertragsteuer τ^{cap} entspricht nicht der Grenzkapitalertrag r , sondern der Kapitalertrag nach Steuern $r^{eff} = (1 - \tau^{cap})r$ dem Abzinsungsfaktor ρ . Das bedeutet, dass in der Volkswirtschaft zu wenig Kapital vorhanden ist und

1 Die hier vertretene Meinung des Verfassers stellt nicht die Sichtweise der Oesterreichischen Nationalbank dar.

2 Eine politische Maßnahme gilt dann als Pareto-verbessernd, wenn nach ihrer Umsetzung jeder Akteur (in diesem Fall: jede Generation) mindestens so gut gestellt ist wie davor.

eine höhere private Ersparnisbildung die zukünftige Wirtschaftsleistung steigern wird. Zur Erklärung ist es hilfreich, jenen Ausdruck zu betrachten, der die Beiträge der jungen Generation zum Zeitpunkt der Schaffung des Systems (Periode 0)¹ erfasst. Dieser lautet:

$$\bar{L}_0 = -\tau w_0 N_0 + \frac{(1+r)\tau w_0 N_0 - (1+i)\tau w_0 N_0}{1+\rho}.$$

Der anwendbare Abzinsungssatz ρ ist nun kleiner als r . Bei Summierung der Verluste aller Generationen bis ins Unendliche erhält man

$$L_0 \sum_{t=0}^{\infty} \frac{(r-i)\tau w_t N_t}{(1+\rho)(1+\gamma)^t} > \sum_{t=0}^{\infty} \frac{(r-i)\tau w_t N_t}{(1+r)(1+r)^t} = \tau w_0 N_0.$$

Damit überschreiten die Verluste zukünftiger Generationen auch in diesem Fall den Gewinn der ersten Generation. Wenn wir weiterhin die Aaron-Bedingung als gültig ansehen und $r > \gamma$, kann der Effizienzverlust eines Umlageverfahrens ganz beträchtlich sein. Von Feldstein und Liebman (2001) durchgeführte Simulationen weisen darauf hin, dass der mit Verzerrungen des Arbeitskräfteangebots verbundene Effizienzverlust viel geringer als der durch eine Kapitalbesteuerung verursachte ist, wobei Letzterer sich auf etwa das Doppelte des Gewinns der ersten Generation beläuft.

Zusätzlich sollten zwei weitere Argumente genannt werden, denen zufolge die Reform des gegenwärtigen Sozialversicherungssystems eine positive Auswirkung auf die soziale Wohlfahrt haben könnte. Das erste bezieht sich auf die Altersunabhängigkeit des Beitragssatzes zur Sozialversicherung. Wenn die privaten Haushalte Liquiditätsbeschränkungen unterliegen und nicht in der Lage sind, Kredite unter Berufung auf zukünftiges Einkommen aufzunehmen, kann die Wohlfahrt durch eine Flexibilisierung der Sozialversicherungsabgaben gesteigert werden. Mit dem Lebensalter steigende Beitragssätze ermöglichen den Haushalten, ihre Beiträge entsprechend ihrem altersbedingten Einkommensprofil zu leisten. Das zweite Argument betrifft den Umstand, dass Beiträge, die in ein nach dem Umlageverfahren organisiertes Sozialversicherungssystem eingezahlt werden, bestimmten Risiken unterliegen. Diese Risiken beziehen sich hauptsächlich auf die zukünftige Stabilität des Systems und das Wachstum der Beitragsgrundlage (hauptsächlich Steigerungen der Reallöhne und der Beschäftigung). Während diese Nichtstandardrisiken Pensionsansprüche im Rahmen eines Umlageverfahrens für Diversifizierungszwecke interessant erscheinen lassen, stellt die Konzentration eines großen Teils des persönlichen Vermögens auf eine einzige Anlageform im Allgemeinen eine suboptimale Strategie dar. Risikoaverse Haushalte vermeiden lieber Situationen, in denen die Renditen in manchen Staaten der Welt niedrig, in anderen aber hoch sind. Eine Diversifizierung der Altersvorsorge durch Einbeziehung von ausländischen Kapitalanlagen verbessert daher mit hoher Wahrscheinlichkeit die Gesamtwohlfahrt.

¹ Es sollte hier darauf hingewiesen werden, dass alle Argumente auch für die Erweiterung des Umfangs eines bestehenden Umlageverfahrens gelten, da die Erweiterung auch als Schaffung eines zusätzlichen neuen Systems gesehen werden kann.

Im Rahmen eines einfachen OLG-Modells sind solche Überlegungen aber nicht relevant. In diesem Modell hängt die Möglichkeit einer Pareto-verbessernden Reform der Sozialversicherung ganz entscheidend vom Spielraum für eine Ausweitung der Wirtschaftsleistung ab. Daher geht es bei einem Pareto-verbessernden Übergang hauptsächlich darum, ob eine zusätzliche private Ersparnisbildung zukünftige Produktionsniveaus erhöhen wird. Ob eine solche Steigerung in der Praxis realisiert werden kann, ist in der Literatur allerdings noch Gegenstand von Diskussionen. Während die zuvor genannten Argumente theoretisch für die Schlussfolgerung sprechen könnten, dass Spielraum für eine Produktionsausweitung besteht, konnten empirische Untersuchungen bisher noch keine zuverlässigen Schätzungen für die Größe eines solchen Effekts liefern.

Literaturverzeichnis

- Campbell J. und M. Feldstein (Hrsg.). 2001.** Risk Aspects of Investment-Based Social Security Reform. Chicago: University of Chicago Press.
- Feldstein M. und J. B. Liebman. 2001.** Social Security. NBER Working Paper 8451.

„Varieties of Capitalism“ und Pensionsreform: Wird die Riester-Rente Deutschlands koordinierte Marktwirtschaft transformieren?

Sigurt Vitols¹⁾

I „Varieties of Capitalism“ und Pensionsreform

Ein Zweig der vergleichenden politischen Ökonomie, dessen Popularität rasch zunimmt, ist die von Hall und Soskice (2001) vorgestellte Theorie der „Varieties of Capitalism“. Dieser Ansatz basiert auf einer Reihe prägnanter Thesen zur Funktionsweise hoch industrialisierter Volkswirtschaften. Die erste These ist, dass das nationale institutionelle Gefüge die Organisation und das Verhalten der in diesem Rahmen agierenden Unternehmen wesentlich mitbestimmt. Zweitens lassen sich die Volkswirtschaften nach dieser Theorie analytisch in eine Reihe diskreter Subsysteme unterteilen, als deren Wesentlichste das Finanzsystem, das berufliche Aus- und Weiterbildungssystem, das System der Arbeitsbeziehungen sowie die F&E/Technologietransfersysteme zu nennen sind. Drittens zeichnen sich diese Subsysteme durch starke Komplementaritäten aus. Marktwirtschaften mit gut abgestimmten institutionellen Subsystemen genießen komparative Vorteile, während eine unzureichende Abstimmung das reibungslose Funktionieren der Marktwirtschaft beeinträchtigen kann. Aus Sicht der Theorie der „Varieties of Capitalism“ lassen sich fortgeschrittene kapitalistische Wirtschaftssysteme in zwei große Gruppen unterteilen: Liberale Marktwirtschaften (LME-Systeme), wie die USA oder das Vereinigte Königreich, in denen die Koordination der Akteure im Wesentlichen über den Markt zu Stande kommt oder koordinierte Marktwirtschaften (CME-Systeme), wie Deutschland, Japan und Österreich, in denen marktfremde Mechanismen in der Economic Governance eine besonders wichtige Rolle spielen. Die institutionellen Rahmenbedingungen von LME-Ländern gelten als speziell günstiges Umfeld für radikale Produkt- und Verfahrensinnovationen, z. B. im Hochtechnologiesektor; CME-Systeme hingegen werden als besonders förderlicher Rahmen vor allem für sukzessive Innovationen in Mitteltechnologiebranchen wie dem Fahrzeug- oder Maschinenbausektor gesehen.

Ein wichtiger Unterschied zwischen CME- und LME-Systemen besteht in der Art der Unternehmensfinanzierung. In einem LME-System läuft die Kapitalbeschaffung vorwiegend über die Finanzmärkte, deren Vorgaben (vor allem jene des Aktienmarktes) die Corporate Governance der Unternehmen wesentlich mitbestimmen. CME-Systeme hingegen finanzieren sich primär über die Banken, das heißt, das Finanzsystem ist durch das Primat der Banken geprägt und die Corporate-Governance-Vorgaben der Aktienmärkte spielen eine untergeordnete Rolle. Bankendominierte Systeme scheinen auf Grund ihrer längerfristigen Ausrichtung bei der Kreditfinanzierung von Großunternehmen wie auch von Klein- und Mittelbetrieben (KMUs) einen komparativen Vorteil zu bieten; langfristige Finanzierungen sind vor allem für kapitalintensive Produktionssektoren von Bedeutung. LME-Systeme dagegen erweisen sich als besser geeignet, wenn es um die Bereitstellung von Risikokapital für radikal innovative Technologie- und Großunternehmen geht (Eigenkapitalfinanzierung durch Venture-Capital und wachstumsorientierte Märkte wie die Nasdaq).

Bisher wurden im Rahmen der „Varieties of Capitalism“-Theorie kaum Forschungsarbeiten im Zusammenhang mit Alterssicherungssystemen durch-

¹ Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung.

geführt, doch liegen eine Reihe allgemeiner Stellungnahmen zu diesem Thema vor (Jackson und Vitols, 2000). Erstens wirken sich umlagefinanzierte staatliche Alterssicherungssysteme positiv auf bankendominierte Finanzsysteme aus, weil diese Form der Vorsorge die Bevölkerung nicht in großem Umfang zur Geldvermögensbildung in Form von Kapitalanlagen veranlasst, die den Finanzmarkt stärken (z. B. durch Investitionen in Unternehmensaktien). Hingegen sind kapitalgedeckte Altersvorsorgesysteme in CME-Systemen eine wichtige Stütze für starke und liquide Finanzmärkte. Zweitens werden die Effekte umlagefinanzierter staatlicher Pensionssysteme durch so genannte „eingebettete“ betriebliche Altersvorsorgepläne unter Umständen noch zusätzlich verstärkt. Im Rahmen derartiger Systeme bilden die Unternehmen Bilanzrückstellungen für zukünftige Pensionsverbindlichkeiten, anstatt die Ansprüche an selbstständige Pensionskassen auszulagern. Zahlreiche aktuelle Reformen zielen auf eine Verlagerung der Pensionsfinanzierung von umlagefinanzierten zu kapitalgedeckten Systemen ab; diese Verlagerung könnte jedoch die Dauerhaftigkeit und Stabilität von CME-Systemen wie der deutschen Marktwirtschaft empfindlich beeinflussen.

2 Beispiel Deutschland

Das deutsche Alterssicherungssystem stützt sich bekanntlich vergleichsweise stärker als andere Systeme auf die erste Säule der Rentenfinanzierung aus dem staatlichen Sozialversicherungssystem. Ein sehr hoher Prozentsatz der Einkünfte aus der Alterspension ist durch staatliche Renten gedeckt. Mitte der Neunzigerjahre war dem deutschen staatlichen Rentensystem eine Ersatzrate von 70% zu Grunde gelegt; in anderen Industrieländern war dieser Satz weit geringer. Nach einer schon etwas älteren Schätzung beliefen sich die staatlichen Leistungen unter der gesetzlichen Rentenversicherung in den Achtzigerjahren auf etwa 10 bis 11% des BIP; dieser Ziffer stehen jeweils 6 bis 7% in den USA und im Vereinigten Königreich und 4% in Japan gegenüber. Tatsächlich stammen in Deutschland 80% der gesamten Einkünfte aus der Altersrente aus staatlichen Quellen (Jackson und Vitols, 2000).

Außerdem wird das staatliche Alterssicherungssystem nach dem Umlageverfahren und fast zur Gänze aus den auf Löhne und Gehälter (in der Regel monatlich) abgeführten gesetzlichen Sozialversicherungsbeiträgen finanziert. Fehlbeträge werden durch Transferzahlungen aus dem Staatshaushalt ausgeglichen. Der Beitragssatz, der als Prozentsatz der Löhne bzw. Gehälter festgelegt ist, wird jedoch regelmäßig in dem Maß angepasst, das zur Sicherstellung eines grob ausgeglichenen Haushalts notwendig ist.

Das Volumen der im staatlichen Alterssicherungssystem für Investitionen frei werdenden Mittel ist daher sehr begrenzt. Außerdem konzentrieren sich die Investitionen bei kurzfristigen Liquiditätsüberschüssen (diese Überschüsse waren bisher zumeist auf das Einnahmenvolumen von ein bis zwei Monaten beschränkt) vorwiegend auf sehr liquide Finanzinstrumente.

Unter den legislativen Rahmenbedingungen der zweiten Säule der gesetzlichen Alterssicherung standen den Unternehmen bisher vier Optionen der betrieblichen Altersvorsorge zur Verfügung, die nachfolgend kurz zusammengefasst werden. Jackson und Vitols (2000) beschreiben das deutsche System der betrieblichen Altersvorsorge als „organisatorisch eingebettet“ im Gegensatz

zu „kapitalmarktdominiert“, weil die Unternehmen bei der Finanzierung der Pensionen eine wichtigere Rolle spielen als Kapitalmarktinstrumente:

- Die Direktzusage (Anteil im Jahr 2000: 59%) ist die häufigste Form der betrieblichen Altersvorsorge. Dabei werden die Renten durch Bilanzrückstellungen finanziert und unmittelbar von den Unternehmen ausbezahlt. Dieses System entwickelte sich in der Wiederaufbauphase der Nachkriegszeit und sollte es den Unternehmen unter anderem ermöglichen, Gewinnrücklagen zu bilden und im Unternehmen zu investieren. Dieses funktionierte gut, solange die Beschäftigung anstieg, aber mit der Verlangsamung des Wirtschaftswachstums in den Neunzigerjahren und der Überalterung der Bevölkerung zeichneten sich zunehmend Probleme ab.
- Unterstützungskassen (Anteil: 7%) werden intern mittels von Löhnen und Gehältern einbehaltenen Beiträgen finanziert, aber extern verwaltet. Diese Vorsorgepläne sind in manchen Fällen durch Rückversicherungen abgedeckt, werden aber von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) nicht beaufsichtigt und sind häufig unterfinanziert.
- Pensionskassen (Anteil: 21%) sind ebenfalls extern verwaltete, speziell zur Finanzierung von Betriebsrenten eingerichtete Fonds. Sie unterscheiden sich von den Pensionsfonds nach angloamerikanischem Muster vor allem durch hohe Anlagebeschränkungen in Bezug auf Anlageklassen. Pensionskassen dürfen den sie mitfinanzierenden Unternehmen Kredite in Höhe von bis zu einem Drittel des Fondsvermögens gewähren. Wie die Unterstützungskassen unterliegen sie nicht der Beaufsichtigung durch die BaFin und sind häufig unterfinanziert.
- Direktversicherungen (Anteil: 13%) werden von Versicherungen angeboten und vorwiegend von kleinen Unternehmen, für die die Verwaltungskosten eigener Vorsorgepläne zu hoch sind, und vom öffentlichen Sektor in Anspruch genommen.

Im Jahr 1990 waren die betrieblichen Altersvorsorgepläne fast ausschließlich (98%) als leistungs- und nicht als beitragsorientierte Systeme organisiert. Die Verbreitung dieser Vorsorgepläne war relativ hoch (35% der Unternehmen mit 65% der Beschäftigten), ging jedoch im Lauf der Neunzigerjahre Hand in Hand mit dem Anstieg der Kosten zurück.

Bis vor kurzem fehlten in der dritten Säule des Sozialversicherungssystems – der privaten Pensionsvorsorge – speziell für die Eigenvorsorge konzipierte, steuerlich absetzbare Instrumente nach in den USA oder im Vereinigten Königreich gängigem Muster. Eine beliebte Vorsorgevariante für Privatpersonen, die für die Altersabsicherung ansparen wollten, war die steuerlich absetzbare Kapitallebensversicherung. Diese Versicherungen werden üblicherweise für sechs Jahre abgeschlossen, also nicht bis zum Pensionsantritt, allerdings hat sich die laufende Erneuerung der Policen als gängige Praxis etabliert. Durch diese Entwicklung konzentrierte sich die „informelle“ individuelle Altersvorsorge stark auf den Versicherungssektor.

Eine Folgeerscheinung der 1. überwältigenden Dominanz des umlagefinanzierten öffentlichen Pensionssystems und 2. der starken „Einbettung“ betrieblicher Altersvorsorgesysteme in den jeweiligen Unternehmen ist, dass in Deutschland eine in LME-Systemen wichtige Finanzierungsgrundlage für die Kapitalmärkte fehlt. So weist Deutschland eine auffallend geringe Markt-

kapitalisierung auf (27% des BIP verglichen mit über 100% in Ländern wie den USA und dem Vereinigten Königreich im Jahr 1996), und der industrielle Sektor finanziert sich vorwiegend über die Banken (Deutsche Bundesbank, 1997).

3 Rentenreform 2001 und Einführung der „Riester-Rente“

Im Jahr 2001 wurde im deutschen Bundesrat ein umfangreiches Rentenreformpaket verabschiedet. Die von dieser Reform neu geschaffenen Altersabsicherungsprodukte sind, benannt nach dem Minister für Arbeit und Sozialordnung Walter Riester, der die Reform eingeleitet hatte, unter der Bezeichnung „Riester-Rente,“ bekannt geworden.

Der Auslöser der Reform war die zunehmend kritische Situation des gesetzlichen Altersversicherungssystems. In Folge 1. der Überalterung der Bevölkerung (geringe Geburtenraten gekoppelt mit höherer Lebenserwartung), 2. der zunehmenden Bedeutung vorgezogener Pensionierungen, und 3. der hohen Arbeitslosenrate waren die Arbeitgeber-/Arbeitnehmerbeitragsätze angestiegen, und hätten noch weiter steigen müssen, um die dem System zu Grunde gelegte Ersatzrate von 70% des Letztbezugs sicherstellen zu können. Gleichzeitig hatte sich die neue Regierung die Reduktion der Sozialversicherungskosten (Kranken- und Arbeitslosenversicherung sowie gesetzliche Altersvorsorge) auf weniger als 40% der Lohnkosten zum Ziel gesetzt (das Niveau liegt seit einigen Jahren bei etwa 41%). Um das Reduktionsziel auf unter 40% erreichen zu können, war es erforderlich, die Beiträge zur gesetzlichen Altersrentenversicherung als eine der Hauptkomponenten dieser Lohnnebenkosten zu senken oder zumindest auf einem konstanten Niveau zu halten.

Wenn auch die kritische Situation im Hinblick auf die Finanzierbarkeit des staatlichen Alterssicherungssystems den Hauptgrund für die Reform bildete, so bestand ein Nebenziel (und wichtiges Anliegen zahlreicher politisch Verantwortlicher und der Finanzdienstleistungswirtschaft) auch darin, eine zusätzliche Finanzierungsgrundlage und Liquiditätsquelle für die deutschen Kapitalmärkte zu schaffen. Vor allem im Hinblick auf die Entwicklung der Aktienmärkte wurden zusätzliche Finanzierungsquellen zur Förderung von 1. IPOs von Unternehmen der New Economy und 2. der Umwandlung mittelständischer Gesellschaften mit beschränkter Haftung in Aktiengesellschaften als notwendige Voraussetzung gesehen. Mit dem Eintritt zehntausender Nachkriegsunternehmensgründer in den Ruhestand und der schrumpfenden Eigenkapitalbasis vieler dieser Unternehmen dürfte der Umwandlungsprozess im mittelständischen Sektor noch weiter an Dynamik gewinnen.

Tatsächlich brachte die Einführung der Riester-Produkte (bzw. das Altersvermögensgesetz 2001) umfangreiche Änderungen im deutschen Rentenversicherungssystem mit sich.

Das erste Element des Reformprogramms besteht in der schrittweisen Absenkung der Ersatzraten der gesetzlichen Renten von 70 auf 67% in den nächsten Jahren. Dadurch soll der Beitragssatz zur gesetzlichen Rentenversicherung auf einem angemessenen Niveau gehalten werden. Gleichzeitig wird der Tatsache Rechnung getragen, dass durch diese Kürzung in der ersten Säule des Alterssicherungssystems eine „Versorgungslücke“ entsteht (bzw. nach

Meinung mancher Experten eine bereits bestehende Lücke vergrößert wird). Daher sind Maßnahmen zur Stärkung der zweiten und der dritten Säule des Alterssicherungssystems erforderlich.

Die öffentliche Aufmerksamkeit konzentriert sich bislang vor allem auf die Bemühungen um eine Stärkung der dritten Säule durch die im Jahr 2002 eingeführten privaten Altersvorsorgepläne. Diese beinhalten ein steuerbegünstigtes und ein staatlich gefördertes Element. In den Jahren 2002 und 2003 steht es den privaten Sparern frei, bis zu 1% des Einkommens in diese Pläne einzubezahlen. Ab 2004 steigt das geförderte Beitragsniveau um jährlich 1% auf letztlich 4% bis 2008 an. Die Initiative für diese Art der Altersvorsorge geht vom einzelnen Versicherungswerber aus, der durch ein Finanzdienstleistungsunternehmen um einen Vorsorgeplan ansuchen muss. Die Programme werden von einer Vielzahl von Finanzdienstleistungsgesellschaften angeboten und müssen bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht registriert werden. Bisher wurden etwas über 3.000 derartige Pläne genehmigt. Grundsätzlich gibt es zwei Hauptvarianten, 1. die konventionelle Altersvorsorgeversicherung, die in der Ansparphase einen Mindestertrag garantiert (und einen erwarteten Ertrag in Aussicht stellt) und 2. die Investmentfondsvariante, die potenziell höhere Erträge verspricht, aber auch ein höheres Risiko birgt, das durch die „Kapital-zurück-Garantie“ (die Fonds müssen zumindest die Rückzahlung der vom betreffenden privaten Anleger und dem Staat geleisteten Beiträge garantieren) abgefedert wird. Ein wichtiger Aspekt der privaten Altersvorsorgepläne ist schließlich, dass der staatliche Förderungsbeitrag auch Arbeitslosen, Studenten und auf Elternurlaub befindlichen Personen gewährt wird.

Das dritte Element besteht in der Stärkung der betrieblichen Altersvorsorgesäule durch 1. die Definition eines Rechtsanspruchs der Arbeitnehmer auf Rücklage eines Teils des Arbeitseinkommens für Alterssicherungszwecke und 2. die Schaffung eines fünften betrieblichen Altersvorsorgevehikels, nämlich dem Pensionsfonds nach angloamerikanischem Muster, das heißt privat kapitalisierte Pensionsfonds, die keinerlei Anlagebeschränkungen unterliegen und Altersrenten auf Basis von leistungs- oder beitragsbezogenen Vorsorgeplänen ausschütten. Ein wichtiger Aspekt der Änderungen in dieser Säule ist, dass derartige Pläne zwischen den Arbeitgebern und den Gewerkschaften ausgehandelt werden müssen – ein Zugeständnis des arbeiterfreundlichen Ministers und der rot-grünen Regierung an die Gewerkschaften.

4 Reaktion der Öffentlichkeit und erste Auswirkungen der „Riester-Rente“

Obwohl von einigen Seiten Befürchtungen laut geworden waren, dass Haushalte mit geringerem Einkommen durch die Einschränkung des staatlichen Alterssicherungssystems benachteiligt würden, konnte letztlich ein zufrieden stellender Ausgleich zwischen den verschiedenen Interessen gefunden werden. Die Absenkung der Ersatzrate von 70 auf 67% ist als relativ moderat zu sehen; außerdem zielen eine Reihe von Maßnahmen speziell auf den Schutz von Haushalten mit geringerem Einkommen ab. Diese umfassen unter anderem eine Besserstellung von nicht vollzeitbeschäftigten Versicherten unter dem staatlichen Versorgungssystem, staatliche Zuschüsse für alle Teilnehmer an privaten Altersvorsorgeplänen, und die Einbeziehung der Gewerkschaften bei der Aus-

handlung betrieblicher Vorsorgepläne. Die Notwendigkeit einer Reform des gesetzlichen Alterssicherungssystems, ebenso wie die Grundprinzipien der schließlich erlassenen Maßnahmen, hat breite Zustimmung gefunden.

Die öffentliche Debatte – und die Hauptkritik der Finanzdienstleistungswirtschaft und einiger Interessengruppen – im Zusammenhang mit den freiwilligen Altersvorsorgeplänen konzentriert sich jedoch vor allem auf Fragen der Regulierung. Zum Beispiel unterliegen diese neuen Produkte elf speziellen Vorschriften, die diese sehr komplex und schwer durchschaubar machen. Insbesondere die Bestimmungen betreffend 1. die Ertragsgarantien (Mindestertragserfordernis bei Versicherungsprodukten und die „Kapital-zurück-Garantie“ bei fondsgebundenen Produkten) und 2. deren Auszahlung in Form lebenslanger Renten nach Erreichen des Ruhestandsalters haben dazu beigetragen, speziell im Fall fondsgebundener Vorsorgevarianten sehr komplexe Produkte entstehen zu lassen. Die Fondsportfolios bestehen üblicherweise aus unterschiedlichen Anteilen aus Aktien und Anleihen; die genaue Zusammensetzung ist aber nicht nur vom Alter des Versicherten abhängig, sondern häufig auch von der Einschätzung der jeweiligen Marktlage durch den Fondsmanager.

Auf Grund der komplexen Natur der Produkte sowie des anfänglich relativ niedrigen Beitragssatzes (2002 und 2003 bis zu 1% des Einkommens) belaufen sich die Verwaltungsgebühren auf 2 bis 3% des unter den privaten Vorsorgeplänen investierten Kapitals. Die Produkte selbst sind viel komplizierter konzipiert als die einfachen Investmentfonds, die z. B. in den USA verbreitet sind und 1. wesentlich höhere Flexibilität hinsichtlich der Form der Leistungen nach Erreichen der Altersgrenze und eventueller Umschichtungen innerhalb der Ansparperiode gestatten sowie 2. eine höhere Transparenz in der Anlagepolitik und, 3. insbesondere im Fall von Index-Fonds, geringere Verwaltungsgebühren bieten.

Aus diesen Gründen raten zahlreiche Anlageberater nur Personen aus niedrigen Einkommensklassen, vor allem Familien mit Kindern, zum Abschluss einer privaten Riester-Rentenversicherung. Bei diesen Personengruppen sind die staatlichen Zuschüsse (Einzel- und Kinderzuschüsse) im Vergleich zur persönlichen Beitragsleistung unter Umständen recht hoch, sodass die zuvor angeführten Nachteile zum Teil aufgewogen werden. Im Fall höherer Einkommensklassen empfehlen die Anlageberater einen genauen Vergleich der Alternativen, wie etwa betrieblicher Altersvorsorgepläne und Kapitallebensversicherungen, die normalerweise attraktivere Merkmale aufweisen als private Rentenversicherungen.

Ein zweites Problem besteht in der Tatsache, dass die Riester-Produkte auf Grund ihres geringen Anlagevolumens für Finanzdienstleister aus Rentabilitätsüberlegungen nicht sehr attraktiv sind. Bislang bieten Finanzdienstleistungsunternehmen diese Pläne vielfach in der Hoffnung an (und vermarkten sie teilweise sogar recht aggressiv), dass ihnen das neue Produkt Zugang zu neuen Kunden schafft, denen sie letztlich lukrativere Produkte verkaufen können. Sehen sie sich in dieser Hoffnung enttäuscht, so ziehen sie mitunter ihre Angebote für private Riester-Produkte sogar zurück.

Da die Reform vor allem versicherungsartige Sparpläne unterstützt, die in Form lebenslanger Renten ausbezahlt werden, ist eine weitere Folge, dass die Mittelflüsse in die Kapitalmärkte, insbesondere die Aktienmärkte gering blei-

ben. Aktienfonds könnten zu 100% in Aktien investieren, Versicherungsunternehmen hingegen dürfen maximal 35% der verwalteten Vermögenswerte in Aktien anlegen.

Aus diesen Gründen ist der bisher nicht überwältigende Markterfolg der privaten Riester-Produkte nicht unbedingt überraschend. Daher wären weitere Reformschritte zu überlegen, die auf eine Vereinfachung der angebotenen Produkte, die Förderung fondsgebundener Ansparmodelle, und eine bessere Positionierung im Vergleich zu etablierten Konkurrenzprodukten abzielen müssten.

Die zweite Etappe der Riester-Reformen, die Stärkung der betrieblichen Vorsorgesysteme, hat in der Öffentlichkeit keine besondere Beachtung erfahren, könnte aber langfristig wesentlich wichtiger werden als die privaten Altersvorsorgepläne. Ein Grund für die verspätete Beachtung ist, dass die Pläne zwischen Arbeitgebern und den Gewerkschaften ausgehandelt werden mussten, und dieser Prozess nahm den Großteil des Jahres 2002 in Anspruch. Da den branchenweiten Verhandlungen der Sozialpartner in Deutschland nach wie vor große Bedeutung zukommt, und die Anzahl der involvierten Gewerkschaften relativ gering ist, betreffen die für die Altersvorsorgepläne getroffenen kollektivvertraglichen Vereinbarungen einen hohen Prozentsatz der Erwerbsbevölkerung. Die Vermarktung dieser Pläne wurde erst vor wenigen Monaten ernsthaft in die Wege geleitet, nachdem ein erster massiver Vorstoß zur Rekrutierung von Mitgliedern vor Ende des Jahres 2002 gestartet worden war.

Außerdem gibt es in diesem Bereich weniger Beschwerden in Bezug auf einschränkende Bestimmungen. Ein Problem, nämlich die Regelung, dass die Pensionsfonds die Pensionen in Form lebenslanger Renten auszahlen müssen, wurde bereits entschärft. Inzwischen wurde neben einer lebenslangen Rente die Möglichkeit einer einmaligen Auszahlung von 20% des akkumulierten Kapitals geschaffen.

Interessant ist jedoch, dass Ende des Jahres 2002 von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht erst 18 Pensionsfonds genehmigt worden waren. Die Mehrzahl der kollektivvertraglichen Vereinbarungen bezieht sich auf Pläne, die auf einem Konsortium von Versicherungsgesellschaften aufbauen. Somit gilt auch hier im Wesentlichen, was schon in Bezug auf die privaten Altersvorsorgepläne gesagt wurde, nämlich dass nur ein geringer Teil der angesammelten Altersvorsorgeersparnisse in die Aktienmärkte fließen wird.

5 Schlussfolgerungen: Implikationen für das deutsche CME-System

Im Prinzip stellt die Einführung der „Riester-Rente“ im Jahr 2002 einen wesentlichen Schritt in der Reform des deutschen Alterssicherungssystems dar. In ihrer gegenwärtigen Fassung dürfte die Riester-Reform jedoch kaum nennenswerte Auswirkungen auf die Finanzmärkte haben und nicht zu einer umfassenden Transformation von einem bankendominierten zu einem kapitalmarktdominierten Finanzsystem führen. Dafür gibt es zweierlei Gründe.

Erstens wird die Verlagerung von der ersten Säule (der staatlichen Alterssicherung) zur zweiten und dritten Säule betrieblicher und privater Altersvorsorge im Einklang mit der Natur des deutschen politischen Systems, das eher zu Kompromisslösungen als zu radikalen Veränderungen tendiert, nur allmählich vor sich gehen und in ihrem Ausmaß beschränkt bleiben. Bis 2008 steigt der

Umfang der im Rahmen der Riester-Produkte geförderten privaten Altersvorsorge auf 4% des Einkommens. Verglichen mit liberalen Marktwirtschaften wie den USA und dem Vereinigten Königreich ist dies ein bescheidener Prozentsatz. Außerdem ist der Markterfolg der Produkte bisher nicht überwältigend (etwa ein Viertel der Anspruchsberechtigten haben sich bislang dafür entschieden) und über ein Drittel der Befragten geben an, dass sie kein Interesse an einer Beteiligung haben. Das Mittelaufkommen über Riester-Produkte dürfte daher gering bleiben.

Zweitens beinhalten die speziellen Regelungen der Riester-Reform eine „Kapital-zurück-Garantie“ und Auszahlungspläne analog zur klassischen Rente. Diese Bestimmungen fördern den bestehenden Finanzdienstleistungssektor und die bereits etablierten Muster. Der große Gewinner der Riester-Reform ist vor allem die Versicherungswirtschaft und nicht Pensionsfonds nach anglo-amerikanischem Muster. Versicherungsgesellschaften investieren traditionell vorwiegend in festverzinsliche Wertpapiere, wobei sich Bankschuldverschreibungen besonders großer Beliebtheit erfreuen. Die Veranlagung in Aktien hingegen ist auf 35% der Vermögenswerte beschränkt, und erreicht derzeit (weil in den letzten Jahren rückläufig) auch dieses Niveau bei weitem nicht. Somit ist kaum damit zu rechnen, dass aus dem Mittelaufkommen über Riester-Produkte nennenswerte Beträge auf den Aktienmärkten investiert werden oder dass diese Kapitalflüsse erhebliche Auswirkungen auf das Finanzsystem haben. Die Riester-Reform ist daher ein typisches Beispiel für ein CME-System, in dem – wie im Fall Deutschlands – wichtige politische und wirtschaftliche Hindernisse einer grundlegenden Transformation im Weg stehen.

Literaturverzeichnis

- Deutsche Bundesbank. 1997.** Die Aktie als Finanzierungs- und Anlageinstrument. Monatsbericht, Jänner: 27–41.
- Hall, P. A. und D. Soskice. 2001.** Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage. Oxford: Oxford University Press.
- Jackson, G. und S. Vitols. 2000.** Pension Regimes and Financial Systems: Between Social Security, Market Liquidity and Corporate Governance. In: Ebbinghaus, B. und P. Manow (Hrsg.). Varieties of Welfare Capitalism. London: Routledge.

Kommentar zur Studie

„Varieties of Capitalism und Pensionsreform: Wird die Riester-Rente Deutschlands koordinierte Marktwirtschaft transformieren?“

Helene Schubert

Bisher hat sich die Debatte über die Sinnhaftigkeit einer verstärkten Ausrichtung auf kapitalmarktdominierte Finanzsysteme in erster Linie um Fragen der allokativen Effizienz gedreht. Allerdings gilt es in diesem Zusammenhang eine Vielzahl anderer Aspekte zu berücksichtigen. In ihrer einflussreichen Arbeit stellen Peter Hall and David Soskice (2001) die These auf, dass in koordinierten Marktwirtschaften eine weitere Deregulierung der Finanzmärkte auch zu Veränderungen wesentlicher institutioneller Merkmale des Systems führen kann. Diese Veränderungen betreffen Bereiche wie *die soziale Sicherheit, die Individualisierung von Risiken und die Bedeutung des Korporatismus*. Die Autoren stellen daher fest, dass die Transformation der Finanzsysteme in Europa nicht nur im Hinblick auf Fragen der wirtschaftlichen Effizienz beurteilt werden sollte.

In seiner Richtung weisenden Studie zeigt Sigurt Vitols auf, dass *zwischen dem Pensionssystem, der Finanzstruktur und der Corporate Governance einer Volkswirtschaft Komplementaritäten* bestehen – und zwar insofern, als eine Reform zu Gunsten einer kapitalgedeckten Pensionsfinanzierung mit Schwerpunkt auf der freiwilligen (betrieblichen und privaten) Pensionsvorsorge die Entwicklung eines kapitalmarktdominierten Finanzsystems unterstützt, und dass dieser Effekt im Fall großer, extern verwalteter Systeme ausgeprägtere Formen annimmt. Außerdem ist in Ländern mit kapitalgedeckten Alterssicherungssystemen eine zunehmend stärkere Tendenz in Richtung von Corporate-Governance-Systemen zu beobachten, die den Shareholder-Value-Ansatz betonen.

Welche Einsichten eröffnet uns das Konzept der *Komplementaritäten* zwischen Institutionen (die auch Sigurt Vitols in seiner Studie hervorhebt)? Grundsätzlich gibt es zwei Aspekte, einen positiven und einen normativen:

- Der positive Aspekt besteht darin, dass dieser Ansatz wertvolle Schlussfolgerungen hinsichtlich der Auswirkungen einer Konvergenz der Finanzsysteme in Europa zulässt: Wenn die Komplementaritäten zwischen Institutionen einen wesentlichen Aspekt eines Systems darstellen, dann sollte sich auf Grund von „path dependence“-Effekten entweder *keine Konvergenz* oder – als gegenteiliges Extrem – eine *abrupte Konvergenz* (z. B. durch Änderung des gesetzlichen Rahmens) in Richtung eines kapitalmarktdominierten Systems herausbilden. Im letzteren Fall ist damit zu rechnen, dass Unvereinbarkeiten mit anderen institutionellen Merkmalen zu Instabilitäten führen und ein Gleichgewicht nur schwer wieder herstellbar ist. Ein gutes Beispiel dafür ist die jüngste Entwicklung in Japan.
- Aus normativer Sicht kann im Hinblick auf die Reform der Pensionssysteme gesagt werden, dass, wenn Komplementaritäten ein wesentliches Merkmal darstellen, konkrete Entscheidungen für und wider parametrische und strukturelle Reformen nicht nur die unmittelbaren Auswirkungen auf den sozialen Wohlstand, die wirtschaftliche Effizienz und die finanzielle Tragfähigkeit der Systeme berücksichtigen müssten, sondern auch politische Fragestellungen. Strukturelle Reformen der Alterssicherungssysteme wirken sich auf das Finanzsystem und das politische System koordinierter Marktwirtschaften in zweierlei Hinsicht aus:

Erstens stärkt der Übergang zu kapitalgedeckten Systemen die Kapitalmärkte und schwächt gleichzeitig die Rolle der Banken bei der Unternehmensbewertung. Die stärkere Betonung des Shareholder-Value-Ansatzes relativiert

außerdem die Bedeutung langfristiger Arbeitsverträge und die Bedeutung der Sozialpartnerschaft.

Wichtiger noch ist die zweite Art der Auswirkungen. Bei Angleichung an die angelsächsische Finanzmarktstruktur fallen dem Bestreben nach Erreichung gesteckter Finanzvorgaben, die angemessene Alterspensionen garantieren oder auch nicht garantieren können, unter Umständen bedeutende Traditionen und Solidaritätsgrundsätze, soziale Gerechtigkeit und wichtige Schutzprinzipien (durch Übertragung des Risikos an den Leistungsempfänger) zum Opfer. Ein bisher völlig vernachlässigter Ansatz ist eine Untersuchung der Komplementaritäten zwischen dem Pensionssystem, dem Finanzsystem und der *Einkommens- und Vermögensverteilung* und den daraus ableitbaren Erkenntnissen hinsichtlich einer Koalitionsbildung zwischen verschiedenen Einkommensklassen. Zu diesem Punkt liefert Sigurt Vitols einen wichtigen Beitrag, indem er die möglichen Auswirkungen von Pensionssystemen in Bezug auf die Bildung politischer Bündnisse zwischen verschiedenen Einkommensgruppen aufzeigt. Die Studie könnte durch empirische Untersuchungen eines weiteren Aspekts erweitert werden, nämlich der *Ungleichheiten* in der Verteilung von Einkommen und Vermögen (die Teil der institutionellen Kohärenz bildet), die vermutlich eng mit kapitalgedeckten Pensionssystemen und kapitalmarktdominierten Finanzstrukturen zusammenhängen.

Literaturverzeichnis

Hall, Peter A. und David Soskice. 2001. Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage. Oxford: Oxford University Press.

Pensionsreformen, steuerliche Anreize für private Pensionsversicherungen und das Problem der *adversen* Selektion

Susanne Pech¹⁾

I Einleitung

In zahlreichen Industrieländern bringt die Alterung der Bevölkerung, also die Zunahme des Anteils älterer Menschen im Verhältnis zur Erwerbsbevölkerung auf Grund sinkender Fertilitätsraten und einer längeren Lebenserwartung, die nach dem Umlageverfahren aufgebauten Pensionssysteme zunehmend unter Druck. Zur Bewältigung der erwarteten Auswirkungen wurden Pensionsreformen vorgeschlagen und in Angriff genommen. Diese Reformen zielen zunächst darauf ab, durch Änderung der Parameter des öffentlichen Pensionssystems dessen Finanzierbarkeit aufrecht zu erhalten. Als Hauptinstrumente einer solchen Politik dienen eine Anhebung des Pensionsantrittsalters und eine Kürzung der Pensionsleistungen. Zusätzlich oder alternativ dazu kann sich auch eine Erhöhung der Beitragssätze als notwendig erweisen.

Als weiteres Element beinhalten viele Reformen steuerliche Anreize für den Abschluss privater Pensionsversicherungen. Das Hauptargument, das von Politikern für die Förderung der Eigenvorsorge vorgebracht wird, ist die Vermeidung von „Versorgungslücken“ und Altersarmut, die ansonsten als Folge der geplanten Kürzung der staatlichen Pensionen auftreten könnten. Diese Logik ist in Einklang mit dem meritorischen Argument, dass die Menschen aus Kurzsichtigkeit ihren zukünftigen Konsumbedarf zu niedrig einschätzen und daher zu wenig Eigenvorsorge treffen. Auf politischer Ebene dürfte diese Begründung maßgeblich für die Gewährung staatlicher Zuschüsse zu privaten Pensionsversicherungen sein. Die Frage, ob solche Förderungen tatsächlich den gewünschten Effekt haben, wurde in der Literatur bisher allerdings noch nicht beantwortet.

Die Klärung dieser Frage ist die erste Zielsetzung dieser Studie. Zu diesem Zweck betrachten wir eine Pensionsreform, die die folgenden Maßnahmen umfasst: eine steuerliche Förderung von Privatpensionen, eine Kürzung der staatlichen Pensionsleistungen und eine Erhöhung der Pensionsbeiträge. In einem einfachen Modell, das bezüglich der individuellen Lebenserwartung Unsicherheit annimmt, untersuchen wir, wie eine solche Reform die Nachfrage nach privater Pensionsversicherung und das Konsumverhalten während der Erwerbs- und der Pensionsperiode beeinflusst. Diese Analyse ermöglicht es uns abzuschätzen, ob Steuerbegünstigungen für private Pensionsversicherungen ihren Zweck erfüllen, das heißt, ob sie die Versorgungslücke tatsächlich verringern können.

Diese Analyse beruht allerdings auf der Annahme, dass bei privaten Pensionsversicherungen der Prämiensatz (das heißt der Gleichgewichtspreis) konstant ist. Im zweiten Teil dieser Studie wird diese Annahme fallengelassen, um sich der Fragestellung nach den Auswirkungen der drei Reforminstrumente auf das Problem der *adversen* Selektion bei privaten Pensionsversicherungen zu widmen. *Adverse* Selektion ist die Folge asymmetrischer Information zwischen der Nachfrage- und der Angebotsseite. Das bedeutet konkret, dass die Individuen über ihre eigene Lebenserwartung besser informiert sind als die Versicherungsgesellschaften. Als Folge davon bildet sich ein ineffizient hoher Gleichgewichtspreis, der als eine Haupterklärung dafür gilt, warum in manchen Ländern eine sehr niedrige Nachfrage nach Eigenvorsorge zu beobachten ist. Daher wird eine Förderung der Eigenvorsorge im Zuge einer Pensionsreform

1 Johannes Kepler Universität Linz, Institut für Volkswirtschaftslehre.

nur dann gelingen, wenn die Pensionsreform das Problem der adversen Selektion nicht noch verschärft und als Folge den Prämienatz von Privatversicherungen nicht erhöht.

Die vorliegende Studie ist wie folgt gegliedert: Das Kapitel 2 beschreibt das grundlegende Entscheidungsmodell für ein Individuum und behandelt die Auswirkungen der drei Reforminstrumente auf die Nachfrage nach einer privaten Pensionsversicherung und das Konsumverhalten im Lebensverlauf. Der Abschnitt 3.1 behandelt das Phänomen der adversen Selektion anhand zweier verschiedener Risikotypen und erklärt, warum Ineffizienz des privaten Pensionsversicherungsmarktes die Folge ist. Im Abschnitt 3.2 analysieren wir schließlich den Einfluss der Pensionsreform auf die adverse Selektion.

2 Können steuerliche Anreize für private Pensionsversicherungen tatsächlich eine „Versorgungslücke“ im Alter verhindern?

In diesem Kapitel stellen wir die Frage, ob steuerliche Anreize für den Abschluss privater Pensionsversicherungen die Eigenvorsorge tatsächlich fördern und damit den Auswirkungen einer Kürzung der staatlichen Pensionen oder einer Erhöhung des Beitragssatzes entgegenwirken. Dazu formulieren wir ein einfaches Modell, das die Analyse der Konsumententscheidung eines Individuums über seine Lebenszeit ermöglicht: Angenommen, eine Person lebt maximal zwei Perioden $t = 0, 1$ lang. In der Arbeitsperiode 0, die sie mit Sicherheit erlebt, bezieht sie ein fixes Arbeitseinkommen w . Am Ende der Arbeitsperiode 0 erfolgt die Pensionierung. Die Pensionsperiode 1 erlebt die Person mit einer Wahrscheinlichkeit π , wobei $0 < \pi < 1$ gilt.

Die Vorsorge für den zukünftigen Konsum wird durch ein nach dem Umlageverfahren organisiertes Pensionssystem garantiert. Das Individuum zahlt einen fixen Beitragssatz τ auf das Einkommen in der Erwerbsperiode und erhält in der Pensionsperiode eine einkommensabhängige Pensionsauszahlung $S(w)$. Um den Konsum über die unsichere Lebenszeit entsprechend zu glätten, kann das Individuum zusätzlich privat vorsorgen, um nicht allein auf die staatliche Pension angewiesen zu sein. Private Pensionsversicherungen bieten (abhängig vom Erleben) eine Auszahlung A in der Pensionsperiode 1, die zu einem Preis Q pro Einheit der Auszahlung erworben werden kann. Vereinfachend wird angenommen, dass kein Vererbungswunsch besteht. Damit stellt eine Ersparnisbildung keine attraktive Vorsorgestrategie dar, da Pensionsversicherungen eine höhere Rendite bieten als risikolose Anleihen. Pensionsversicherungen ermöglichen es nämlich, unbeabsichtigte Erbschaften zu vermeiden (und stattdessen dieses Vermögen implizit an die überlebenden Versicherungsnehmer auszuzahlen).¹⁾

Der Abschluss von privaten Pensionsversicherungen kann steuerlich gefördert werden. In diesem Fall unterscheidet sich der an die Versicherungsgesell-

1 Die Erklärung für dieses Ergebnis, die auf Yaari (1965) zurückgeht, lautet wie folgt: Wenn eine Person zur Altersvorsorge Vermögensakkumulation betreibt, hinterlässt sie im Falle eines frühen Ablebens ein unbeabsichtigtes Erbe. Das Vermögen des/r Verstorbenen wird dann an die Erben verteilt. Investiert hingegen diese Person das Vermögen in eine private Pensionsversicherung und stirbt jung, können ihre eingezahlten Versicherungsprämien in Form von Pensionsauszahlungen an die überlebenden Versicherungsnehmer verteilt werden. Dies erklärt, warum die Rendite von Pensionsversicherungen höher ist als der Kapitalzinssatz.

schaften bezahlte Preis Q vom Konsumentenpreis R , der als $Q(1 - b)$ definiert ist, wobei b den Subventionssatz darstellt. In diesem Kapitel betrachten wir den Produzentenpreis Q als konstant. Änderungen im Gleichgewichtspreis werden im Kapitel 3 behandelt. Die Budgetbeschränkung für die einzelnen Perioden $t = 0, 1$ lautet

$$c_0 = w(1 - \tau) - RA, \quad (1)$$

$$c_1 = A + S. \quad (2)$$

Die Präferenzen eines Individuums hinsichtlich seiner zeitlichen Konsumstruktur werden durch eine Erwartungsnutzenfunktion dargestellt. Der entsprechende Ausdruck lautet

$$U = u(c_0) + \frac{\pi}{1 + \alpha} u(c_1), \quad (3)$$

wobei u den Periodennutzen in Abhängigkeit vom Konsum c_t , $t = 0, 1$ beschreibt und α die Zeitpräferenzrate bezeichnet. Je höher α , umso stärker ist die Präferenz für den laufenden Konsum zu Lasten des zukünftigen Konsums. Man beachte, dass die bereits erwähnte Kurzsichtigkeit eines Individuums damit erklärt werden kann, dass die Zeitpräferenzrate für den laufenden Konsum zu groß ist. Wie üblich, wird ein abnehmender Grenznutzen des Periodenkonsums angenommen.

Bei unsicherer Lebenserwartung wird der geplante Konsum durch Maximierung des Erwartungsnutzens (3) unter den Budgetbeschränkungen (1) und (2) bestimmt. Die Bedingung erster Ordnung für ein inneres Optimum dieses Maximierungsproblems lautet:

$$Ru'(w(1 - \tau) - RA^*) = \frac{\pi}{1 + \alpha} u'(A^* + S). \quad (4)$$

Sie bestimmt die Pensionsversicherungsnachfrage $A^*(R, \pi, \alpha, \tau, w, S(w))$.¹ A^* steigt sowohl, wenn steuerliche Anreize für den Abschluss von Pensionsversicherungen eingeführt werden (das heißt R sinkt) als auch, wenn die staatlichen Pensionsleistungen S reduziert werden. Hingegen verringert sich die Nachfrage nach privater Pensionsversicherung, wenn der Beitragsatz τ erhöht wird. Formal geht dies aus der Optimalitätsbedingung (4) hervor: Man nehme z. B. an, dass S sinkt. Bei unveränderter Nachfrage A^* nach privater Pensionsversicherung wird der Konsum während der Pensionsperiode sinken. Die rechte Seite von (4) erhöht sich daher auf Grund der Annahme eines abnehmenden Grenznutzens des Periodenkonsums. Um zwischen der linken und der rechten Seite der Optimalitätsbedingung (4) wieder Gleichheit herzustellen, muss die Nachfrage A^* nach Pensionsversicherungen steigen. Die Auswirkungen der beiden anderen Reforminstrumente ergeben sich aus analogen Überlegungen.

¹ Man beachte jedoch, dass Personen, die (mehr als) genug staatliche Pensionen beziehen, um im Alter ihren Konsum bestreiten zu können, keine privaten Pensionsversicherungen abschließen. Im Folgenden wird diese Randlösung nicht berücksichtigt.

Aber wie beeinflussen diese Änderungen bei der Pensionsversicherungsnachfrage das Konsumverhalten über die Lebenszeit? Reagieren die Individuen auf die drei Reforminstrumente jeweils durch Ausweitung oder Einschränkung des Konsums in den einzelnen Lebensperioden?¹⁾ Betrachten wir als Erstes eine Kürzung der staatlichen Pensionen. Da diese Reformmaßnahme zu einer Erhöhung der Nachfrage nach privater Pensionsversicherung führt, ergibt sich aus der Budgetbeschränkung (1), dass das Konsumniveau c_0 in der Erwerbsperiode sinkt.

Doch auch wenn eine Person jetzt mehr Pensionsversicherung kauft, gleicht diese Zunahme bei der privaten Altersvorsorge die staatliche Pensionskürzung nicht völlig aus, das heißt $\Delta A < |-\Delta S|$. Somit sinkt auch c_1 in der Pensionsperiode (siehe (2)). Analog dazu passen die Individuen ihren Konsum auch an eine Erhöhung des Beitragssatzes τ an: Sie entscheiden sich für ein geringeres Niveau an privater Pensionsversicherung und damit für einen niedrigeren Konsum c_1 in der Pension. Auch in der Erwerbsperiode werden die Individuen weniger konsumieren, da die niedrigere Nachfrage nach Pensionsversicherung den Rückgang des Nettoeinkommens nicht kompensiert.

Diese Anpassung des Konsumverhaltens kann wie folgt erklärt werden: Beide Reforminstrumente verringern das verfügbare Lebenseinkommen, das aus dem Erwerbseinkommen abzüglich der gesetzlichen Pensionsbeiträge $w(1 - \tau)$ plus den staatlichen Pensionsleistungen S besteht. Um seinen Konsum über die Lebenszeit entsprechend zu glätten, teilt das Individuum die Reduktion seines Lebenseinkommens durch Einschränkung seines Konsums auf beide Lebensabschnitte auf.²⁾

Andererseits verringern Steuerbegünstigungen für private Pensionsversicherungen den relativen Preis des Konsums im Alter. Wenn die Pensionsversicherungsnachfrage steigt, steigt auch der Konsum im Alter. Zu beachten ist allerdings, dass die Größenordnung dieses Effekts davon abhängt, wie die Steueranreize finanziert werden. Werden diese über eine Erhöhung der Einkommensteuer finanziert (wodurch das verfügbare Lebenseinkommen sinken würde), ist die positive Auswirkung auf den Alterskonsum niedriger als in Fällen, in denen die Subventionen durch eine Senkung der Ausgaben für andere staatliche Leistungen finanziert werden.

Die Auswirkungen auf den Konsum in der Erwerbsperiode sind nicht eindeutig und hängen vom Verhältnis zwischen dem negativen Substitutionseffekt und dem positiven Einkommenseffekt ab.³⁾ Ein Individuum erhöht sein Konsumniveau auch in der Erwerbsperiode 0, wenn seine Eigenvorsorge bereits vor Einführung der steuerlichen Anreize für Pensionsversicherungen hinreichend hoch und der Konsum in der Erwerbsperiode daher hinreichend niedrig war. War allerdings ursprünglich die private Vorsorge hinreichend niedrig, tritt der gegenteilige Effekt ein.

Zusammenfassend kann gesagt werden, dass eine steuerliche Förderung der Eigenvorsorge den Konsum in der Pensionsperiode erhöht, während eine Kür-

1 Siehe Pech (2002) bezüglich der formalen Ableitung der folgenden Ergebnisse.

2 Dies entspricht der Feststellung, dass der Konsum in beiden Lebensabschnitten ein normales Gut ist.

3 Man beachte, dass die Opportunitätskosten des Konsums in der Erwerbsperiode durch Einführung von steuerlichen Anreizen für private Pensionsversicherungen steigen.

zung der staatlichen Pensionsleistungen und eine Erhöhung der Pensionsbeiträge den Konsum im Alter reduzieren. Betrachtet man den Gesamteffekt einer Pensionsreform, die alle drei Maßnahmen umfasst, können wir folgenden Schluss ziehen: Steuerliche Anreize beleben die Nachfrage nach Pensionsversicherungen und wirken den negativen Effekten der beiden anderen Reformmaßnahmen auf den Konsum im Alter, die zur Bewältigung der finanziellen Probleme des Pensionssystems erforderlich sein könnten, entgegen. Wenn man unterstellt, dass die Individuen auf Grund einer zu hohen Zeitpräferenz α ihren zukünftigen Konsumbedarf zu niedrig einschätzen und daher zu wenig Eigenvorsorge treffen, können steuerliche Anreize für den Abschluss privater Pensionsversicherungen als geeignete Maßnahme einer Pensionsreform betrachtet werden.

In einigen empirischen Studien wurde versucht, die schwierige Frage zu beantworten, ob Kurzsichtigkeit tatsächlich zu einer unzureichenden Eigenvorsorge führt. So kommt Disney (2000) zu dem Schluss, dass diese These durch verschiedene Hinweise aus dem Vereinigten Königreich und den USA bestätigt wird. Besonders Bezieher kleiner Einkommen erreichen nicht jene Sparquote, die erforderlich ist, um entsprechend der Lebenszyklushypothese den Konsum über die Lebenszeit zu glätten. Jüngere Studien aus dem Vereinigten Königreich bestätigen diese Feststellungen (Disney et al., 2001a; Disney et al., 2001b). Aus Deutschland liegen allerdings gegenteilige Resultate vor: Börsch-Supan et al. (1999, 2001) und Schnabel (1999) stellen fest, dass selbst Rentner noch sparen, wenn auch in geringerem Ausmaß als während der Erwerbsperiode. Dies deutet darauf hin, dass ältere Menschen gegenwärtig (mehr als) genug Pensionseinkommen zur Verfügung haben. Auch die Tatsache, dass im Jahr 2002 nur 10% der Anspruchsberechtigten eine so genannte Riester-Rente – die in diesem Jahr in Deutschland eingeführte staatlich geförderte Pensionsversicherung – abgeschlossen haben, kann als Bestätigung dieser Meinung herangezogen werden.

3 Problem der adversen Selektion auf privaten Pensionsversicherungsmärkten

3.1 Theoretisches Modell und empirische Evidenz

Im Kapitel 2 konzentrierten wir uns auf die Nachfrageseite und analysierten das Konsumverhalten bei einem gegebenen Verkaufspreis Q . Nun führen wir die Angebotsseite ein, um uns der Analyse des Marktgleichgewichts zu widmen. Mit anderen Worten, wir gehen der Frage nach, wie sich der Preis von Pensionsversicherungen anpasst, um Nachfrage- und Angebotsentscheidungen in Einklang zu bringen. Dabei wird der Umstand berücksichtigt, dass zwischen den Wirtschaftsakteuren Informationsasymmetrie besteht. Darunter versteht man, dass die Individuen auf Grund privater Informationen ihre eigene Lebenserwartung besser einschätzen können als die Versicherungsgesellschaften, die nicht in der Lage sind, die Individuen nach ihrem Langlebigkeitsrisiko zu unterscheiden.¹⁾

Die Tatsache, dass die Menschen selbst mehr Information über ihre eigene Lebenserwartung besitzen als die Versicherungsgesellschaften führt zum Pro-

¹ Bezüglich empirischer Evidenz siehe z. B. Studien von Hamermesh (1985), Hurd und McGarry (1995).

blem der adversen Selektion: Personen, die ein langes Leben erwarten, fragen mehr Pensionsversicherung nach als Personen, die ihre Lebenserwartung gering einschätzen. Dieser überproportional hohe Nachfrageanteil von Individuen mit einer hohen Lebenserwartung an der Gesamtnachfrage nach Pensionsversicherung wird von den Versicherungsgesellschaften in ihren Kalkulationen berücksichtigt. Um keine Verluste zu erwirtschaften, verlangen sie Prämien, die über dem auf Basis der durchschnittlichen Lebenserwartung der Bevölkerung versicherungsmathematisch fairen Preis liegen. Der ineffizient hohe Preis veranlasst besonders Personen mit einer geringen Lebenserwartung, ihre Nachfrage zu reduzieren oder den Markt zu verlassen. Das Phänomen der adversen Selektion gilt als eine Hauptklärung dafür, dass die Nachfrage nach Lebensversicherungen in vielen Ländern gering ist.¹⁾

Zur Veranschaulichung der Folgen asymmetrischer Information erweitern wir das im Kapitel 2 vorgestellte Modell um die folgenden Annahmen: Die ansonsten identischen Individuen unterteilen sich in zwei Gruppen $i = L, H$, die sich voneinander durch verschieden hohe Überlebenswahrscheinlichkeiten $\pi_H > \pi_L$ unterscheiden. Dabei bezeichnet γ den Anteil der Personen mit hohem Langlebigkeitsrisiko und $(1 - \gamma)$ den Anteil jener mit niedrigem Risiko, wobei $0 < \gamma < 1$ gilt. Die Wahrscheinlichkeiten π_i und γ sind öffentliche Information und daher auch den Versicherungsgesellschaften bekannt. Aber das Wissen, welcher Risikotyp man ist, das heißt, ob man eine niedrige oder eine hohe Lebenserwartung hat, ist die private Information eines jeden Individuums.

Weiters nehmen wir an, dass unter den Versicherungsgesellschaften Preiswettbewerb besteht. Das bedeutet, dass die Versicherungsgesellschaften nur den Preis fixieren und die Individuen jede beliebige Menge an Pensionsversicherung kaufen können. Bekanntlich kann in diesem Modellrahmen nur ein Pooling-Gleichgewicht existieren, in dem alle Versicherungsnehmer den gleichen Preis pro Einheit Versicherungsleistung bezahlen.²⁾ Schließlich wird der Zinssatz mit null angenommen und anfänglich ebenfalls die Subvention für private Pensionsversicherungen. Letzteres bedeutet, dass sich der Produzentenpreis Q nicht vom Konsumentenpreis R unterscheidet. Beide Annahmen haben keine Auswirkung auf die qualitativen Ergebnisse und vereinfachen die Analyse.

Zunächst ist festzuhalten, dass auf Grund asymmetrischer Information das optimale Ergebnis, bei dem jeder Risikotyp $i = L, H$ einen Preis entsprechend seiner Überlebenswahrscheinlichkeit bezahlt (das heißt $Q_i = \pi_i$), nicht realisiert

1 In der Literatur werden auch der Vererbungswunsch und die Existenz eines großzügigen staatlichen Pensionsystems als zwei weitere wichtige Gründe für eine schwache Nachfrage nach Eigenvorsorgeprodukten angeführt: Wenn die Individuen (mehr als) genug staatliche Pensionsleistungen für den Konsum im Alter erhalten, schließen sie keine Privatvorsorge ab. Wenn die Individuen Präferenzen haben, Vermögen Familienangehörigen zu hinterlassen, werden sie Eigenvorsorge nicht nur mit Pensionsversicherung, sondern auch mit anderen Anlageformen treffen.

2 Für die Analyse des Pensionsversicherungsmarktes wird üblicherweise Preiswettbewerb unterstellt (siehe Pauly, 1974; Abel, 1986; Brugiavini, 1993; Walliser, 2000; Brunner und Pech, 2000, 2002). Dieser wird für den Pensionsversicherungsmarkt als plausible Annahme betrachtet als der so genannte Preis-Mengen-Wettbewerb. Letzterer setzt im Gegensatz zum traditionellen Preiswettbewerb voraus, dass jedes Individuum nur einen Versicherungsvertrag abschließen kann. Diese Voraussetzung ist hingegen für viele Arten von Schaden- und Unfallversicherungen passend und, wie von Rothschild und Stiglitz (1976) sowie Wilson (1977) dargelegt, erlaubt nur die Möglichkeit eines separierenden Gleichgewichts.

werden kann. Dieser so genannte „individuell faire Preis“ würde garantieren, dass für jede Person i die erwartete Pensionsauszahlung $\pi_i A_i$ der eingezahlten Prämie $Q_i A_i$ entspricht. Falls die Versicherungsgesellschaften diese Preise anbieten würden, aber nicht zwischen den beiden Risikotypen unterscheiden können, würden alle Personen ihre Versicherungen zum niedrigeren Preis Q_L abschließen. In diesem Fall würden die Versicherungsgesellschaften einen Verlust erleiden. Sie werden daher von allen Versicherungsnehmern einen einheitlichen Preis verlangen. Da dieser einheitliche Preis ein gewichteter Durchschnitt der beiden individuell fairen Preise sein muss, sind Individuen mit einer hohen Lebenserwartung besser und Individuen mit einer niedrigen Lebenserwartung schlechter gestellt (im Vergleich zu einer Situation, in der jeder Risikotyp seinen individuell fairen Preis bezahlt).

Da vollkommene Konkurrenz herrscht, betragen die erwarteten Gewinne aus dem Verkauf von Pensionsversicherungen zu einem einheitlichen Preis Q null. Dies bedeutet, dass die Gesamteinnahmen $Q(\gamma A_H^* + (1 - \gamma)A_L^*)$ gleich den erwarteten Gesamtausgaben $\gamma\pi_H A_H^* + (1 - \gamma)\pi_L A_L^*$ sein müssen. Der Gleichgewichtspreis \tilde{Q} ergibt sich daher als

$$\tilde{Q} = \frac{\gamma\pi_H A_H^* + (1 - \gamma)\pi_L A_L^*}{\gamma A_H^* + (1 - \gamma)A_L^*}. \quad (5)$$

Die Auswirkung der adversen Selektion kann wie folgt beschrieben werden: Die Gleichgewichtsprämie \tilde{Q} ist höher als der versicherungsmathematisch faire Preis $\bar{Q} \equiv \gamma\pi_H + (1 - \gamma)\pi_L$, der der durchschnittlichen Überlebenswahrscheinlichkeit entspricht. Dies lässt sich wie folgt erklären: Wenn alle Personen den gleichen Preis Q bezahlen, fragt eine Person mit einer höheren Überlebenswahrscheinlichkeit eine größere Menge an Pensionsversicherung nach als jemand mit einer niedrigeren Lebenserwartung, also $A_H^* > A_L^*$.¹⁾ Da Individuen mit hohem Risiko mehr Versicherungsleistungen nachfragen als Individuen mit niedrigem Risiko, sind Erstere in der Gesamtnachfrage nach Pensionsleistungen überrepräsentiert. Um Verluste zu vermeiden, müssen die Versicherungsgesellschaften daher einen Preis vorschreiben, der über dem versicherungsmathematisch fairen Preis liegt, der der durchschnittlichen Überlebenswahrscheinlichkeit entsprechen würde.²⁾

Man beachte, dass dieses Ergebnis auch dann gilt, wenn (an Stelle von nur zwei) viele verschiedene Risikotypen berücksichtigt werden, oder wenn das Modell durch Berücksichtigung eines Vererbungswunsches (siehe z. B. Abel, 1986) erweitert wird. Außerdem bleibt das Problem der adversen Selektion auch dann bestehen, wenn man heterogene Einkommen berücksichtigt, falls

- 1 Dies ist sofort aus der individuellen Optimalitätsbedingung (4) erkennbar: Wenn die Überlebenswahrscheinlichkeit π steigt, muss die Nachfrage nach Pensionsversicherungsleistungen ebenfalls steigen, um wieder Gleichheit zwischen der rechten und linken Seite von (4) herzustellen.
- 2 Zum Nachweis, dass $\tilde{Q} > \bar{Q}$, bestimmen wir die Differenz $\tilde{Q} - \bar{Q}$. Als Ergebnis unserer Berechnungen erhalten wir

$$\tilde{Q} - \bar{Q} = \frac{\gamma(1 - \gamma)(A_H^* - A_L^*)(\pi_H - \pi_L)}{\gamma A_H^* + (1 - \gamma)A_L^*}.$$

Dieser Ausdruck ist positiv, da $\pi_H > \pi_L$ und $A_H^* > A_L^*$.

die Einkommenshöhe – wie durch empirische Evidenz belegt¹⁾ – einen positiven Einfluss auf die Lebenserwartung hat (siehe z. B. Walliser, 2000; Pech, 2002). In diesem erweiterten Rahmen ist die Pensionsversicherungsnachfrage von Personen mit hohem Risiko höher, wenn die staatlichen Pensionsleistungen nicht überproportional zum Einkommen steigen. Diese Eigenschaft ist vermutlich fast in jedem staatlichen Pensionssystem zu finden. Insgesamt liefern diese Studien deutliche theoretische Hinweise auf die Existenz des Phänomens der adversen Selektion auf dem Markt für Pensionsversicherungen.

Aber wie relevant ist das Problem der adversen Selektion unter realen Bedingungen wirklich? Empirische Untersuchungen, die für den gut entwickelten US-amerikanischen Pensionsversicherungsmarkt durchgeführt wurden, haben ergeben, dass die Prämien auf Grund der adversen Selektion um rund 7 bis 15% über dem versicherungsmathematisch fairen Preis liegen (Walliser, 2000; Mitchell et al., 1999; Friedman und Warshawsky, 1988, 1990).²⁾ Finkelstein und Poterba (2002) stellen fest, dass auch bei den freiwilligen Pensionsversicherungen im Vereinigten Königreich eine adverse Selektion etwa ähnlichen Ausmaßes zu beobachten ist. Für die meisten europäischen Länder sind allerdings keine empirischen Studien verfügbar. In diesen Ländern ist der Markt für private Pensionsversicherungen auf Grund großzügiger staatlicher Pensionssysteme nur sehr schwach ausgeprägt (siehe z. B. Brunner und Pech, 2001). Trotzdem lässt sich aus Handbüchern mit Kalkulationshinweisen für Versicherungsgesellschaften schließen, dass sie sich des Problems der adversen Selektion bewusst sind und die Prämien für Pensionsversicherungen auch entsprechend kalkulieren (Winkler und Mattar, 1999; Fessel, 1997). Insgesamt darf man daraus schließen, dass das Phänomen der adversen Selektion auf dem Markt für private Altersvorsorge ein bekanntes und relevantes Problem ist, das zu ineffizient hohen Preisen und zu einer geringen Nachfrage nach Pensionsversicherungen insbesondere bei Menschen mit geringer Lebenserwartung führt.

3.2 Auswirkungen einer Pensionsreform auf die adverse Selektion

Schließlich untersuchen wir die Auswirkungen, die eine Reform des staatlichen Pensionswesens gemäß Kapitel 2 auf das Problem der adversen Selektion bei privaten Pensionsversicherungen hat.³⁾ Die Klärung dieser Frage ist nicht nur

1 Empirische Evidenz für einen positiven Einfluss der Einkommenshöhe auf die Lebenserwartung wurde z. B. von Attanasio und Hoynes (2000), Lillard und Panis (1998), Lillard und Waite (1995), Menchik (1993) festgestellt.

2 Laut diesen Studien sind für die hohen Prämien neben der adversen Selektion aber auch Verwaltungskosten, Steuern und Monopolgewinne verantwortlich. Die Gemeinkosten tragen zu dem ineffizient hohen Preisniveau etwa gleich viele Prozentpunkte wie das Problem der adversen Selektion bei.

3 Dieses Kapitel basiert auf Pech (2002), einer Arbeit, in der eine präzise Analyse und die formalen Argumente enthalten sind. Ähnliche Arbeiten, die sich mit privaten Pensionsversicherungen bei Bestehen eines staatlichen Pensionssystems befassen, wurden von Walliser (2000) und Abel (1986) verfasst. Walliser berechnet die Auswirkungen einer Privatisierung, das heißt einer Abschaffung des staatlichen Pensionssystems, auf den Gleichgewichtspreis in einem kalibrierten Lebenszyklusmodell mit 75 Perioden. Er zeigt, dass der Abbau des Pensionssystems die adverse Selektion in geringem Ausmaß reduziert. Andererseits untersucht Abel die Auswirkungen eines staatlichen kapitalgedeckten Systems, das auf Basis der durchschnittlichen Mortalität der Bevölkerung eine versicherungsmathematisch faire Rendite bieten kann. In einem Overlapping-Generations-Modell zeigt Abel, dass die Einführung eines kapitalgedeckten Pensionssystems die adverse Selektion auf dem privaten Pensionsversicherungsmarkt noch verschärft.

aus Effizienzgründen von Bedeutung. Sie ist auch von großer Relevanz für eine Pensionsreform, die die staatlichen Pensionen reduzieren und die Eigenvorsorge fördern will: Wenn die Reforminstrumente das Problem der adversen Selektion verschärfen, verlieren private Pensionsversicherungen als Vorsorgestrategie für die Altersvorsorge noch mehr an Attraktivität, was bedeutet, dass die Nachfrage nach Pensionsversicherungen sogar zurückgehen würde.

Hinsichtlich der Auswirkungen der Pensionsreform auf die adverse Selektion auf dem Markt für private Pensionsversicherungen kommt es entscheidend darauf an, in welchem Ausmaß die verschiedenen Risikotypen ihre Nachfrage anpassen, da dies die Firmengewinne und damit auch den Gleichgewichtspreis beeinflusst. Zum besseren Verständnis dieser Beziehung erinnere man sich daran, dass – wie im Abschnitt 3.1 ausgeführt – der ineffizient hohe Gleichgewichtspreis eine Folge des überproportional hohen Nachfrageanteils von Personen mit hohem Risiko an der Gesamtnachfrage ist. Wenn daher der Nachfrageanteil dieser Risikotypen ansteigt, wird das Problem der adversen Selektion verschärft und der Gleichgewichtspreis weiter erhöht.¹⁾ Andererseits wird aus demselben Grund das Problem der adversen Selektion gemildert und fällt der Gleichgewichtspreis, wenn der Anteil der Personen mit hohem Risiko an der Gesamtnachfrage nach Pensionsversicherung sinkt. Schließlich bleibt der Gleichgewichtspreis unverändert, wenn die Nachfrageanteile aller Risikotypen gleich bleiben.

Aber wie beeinflusst die Einführung der drei Reforminstrumente die Zusammensetzung der Gesamtnachfrage nach Pensionsversicherungen? Diese Frage wird in einem ähnlichen Rahmen wie in den vorangegangenen Kapiteln analysiert, dabei aber auf N Personentypen erweitert, die sich voneinander durch ihre Lebenserwartung und auch durch die Einkommenshöhe unterscheiden, wobei angenommen wird, dass diese beiden Variablen nicht negativ korrelieren. Für eine spezifische, wenn auch breite Klasse von Periodennutzenfunktionen – nämlich jenen, die einen konstanten Arrow-Pratt-Koeffizienten für die relative Risikoaversion aufweisen²⁾ – erhält man die folgenden eindeutigen Ergebnisse: Wenn der gesetzliche Beitragssatz angehoben wird, ist der prozentuelle Rückgang der Nachfrage nach Pensionsversicherungen bei Personen mit niedrigem Risiko höher als der prozentuelle Rückgang der Nachfrage nach Pensionsversicherungen bei Personen mit hohem Risiko. Damit nimmt der bereits überproportional hohe Anteil von Personen mit hohem Risiko noch weiter zu. Zusammen mit den bereits genannten Überlegungen hinsichtlich der Auswirkungen auf die Firmengewinne bedeutet das, dass der Gleichgewichtspreis steigt. Andererseits löst eine Kürzung der staatlichen Pensionsleistungen bei Personen mit niedrigem Risiko einen prozentuell höheren

- 1 Man beachte, dass bei einem unveränderten Gleichgewichtspreis diese Verschiebung in der Zusammensetzung der Gesamtnachfrage nach Pensionsversicherungen in Richtung hohes Risiko negative Gewinne zur Folge hätte. Um wieder ein Gewinnniveau von null zu erreichen, muss der Gleichgewichtspreis steigen.
- 2 Eine solche Periodennutzenfunktion hat die Form

$$u(c_{ti}) = \frac{c_{ti}^{1-\rho} - 1}{1-\rho},$$

wobei ρ den konstanten Koeffizienten für die relative Risikoaversion bezeichnet; $\rho \equiv -c_{ti}u''(c_{ti})/u'(c_{ti})$ für $t = 0, 1$. Da Risikoaversion unterstellt wird, gilt $\rho > 0$.

Anstieg der Nachfrage nach Pensionsversicherungen aus als bei Personen mit hohem Risiko, wodurch sich die Zusammensetzung der Gesamtnachfrage nach Pensionsversicherungen zu den „rentablen“ Personen mit kürzerer Lebenserwartung verlagert. Als Folge davon sinkt der Gleichgewichtspreis. Gleiches gilt für eine steuerliche Förderung von privaten Pensionsversicherungen, wenn die Risikoaversion der Individuen nicht allzu hoch ist.¹⁾

Die Größenordnung der letztgenannten Auswirkung hängt wiederum davon ab, ob die Förderung von Pensionsversicherungen durch eine Einschränkung der Ausgaben für andere staatliche Leistungen oder über eine Anhebung der Einkommensteuer finanziert wird. Die Reduktion der adversen Selektion fällt bei der Finanzierung über die Einkommensteuer geringer aus. Dies ist deswegen der Fall, da die Erhöhung einer proportionalen Einkommensteuer denselben Effekt wie die Anhebung des zuvor besprochenen proportionalen Beitragssatzes hat. Dieser Effekt fällt bei einer Finanzierung über eine progressive Einkommensteuer nicht so stark aus, wenn man eine positive Korrelation zwischen Lebenserwartung und Einkommen unterstellt: Die prozentuelle Reduktion des Nettoeinkommens wäre für langlebige (und wohlhabende) Menschen höher, was (gegenüber einer proportionalen Einkommensteuer) eine geringere Steigerung ihres Anteils an der Gesamtnachfrage nach Pensionsversicherungsleistungen zur Folge hätte.

Daraus können wir den folgenden Schluss ziehen: Eine Kürzung der staatlichen Pensionen mildert das Problem der adversen Selektion auf dem Markt der privaten Pensionsversicherungen. Gleiches gilt für steuerliche Anreize für den Abschluss von privaten Pensionsversicherungen, wenn die Risikoaversion nicht zu hoch ist. Im Gegensatz dazu verschärft eine Erhöhung des Beitragssatzes das Problem der adversen Selektion.

Diese Ergebnisse deuten darauf hin, dass eine Regierung zur Erhöhung der Effizienz des privaten Pensionsversicherungsmarktes eher die staatlichen Pensionen kürzen als die Pensionsbeiträge erhöhen sollte, wenn Probleme mit der Finanzierbarkeit des Pensionssystems eine Reform erforderlich machen. Bisher wurden derartige Überlegungen in der politischen Debatte noch kaum angestellt. Sie sollten jedoch angesichts jüngster Trends auf politischer Ebene, private Pensionsversicherungen durch die Gewährung von staatlichen Zuschüssen zu fördern, von besonderem Interesse sein. Reformwillige Regierungen sollten sich der Tatsache bewusst sein, dass solche Anreize nur dann wirksam werden, wenn eine Pensionsreform das Problem der adversen Selektion nicht verschärft und damit die Prämien privater Pensionsversicherungen nicht erhöht.

1 Der konstante Koeffizient für die Risikoaversion darf einen kritischen Wert ρ^* , der größer als 1 ist, nicht überschreiten. Numerische Simulationen zeigen jedoch, dass ρ^* in den meisten Fällen weit über 5 liegt.

Literaturverzeichnis

- Abel, A. B. 1986.** Capital Accumulation and Uncertain Lifetime with Adverse Selection. *Econometrica* 54. 1079–1097.
- Attanasio, O. P. und H. W. Hoynes. 2000.** Differential Mortality and Wealth Accumulation. *Journal of Human Resources* 35(1). 1–29.
- Börsch-Supan, A., A. Reil-Held, R. Rodepeter, R. Schnabel und J. Winter. 1999.** Ersparnisbildung in Deutschland: Messkonzepte und Ergebnisse. *Allgemeines Statistisches Archiv* 83(4).
- Börsch-Supan, A., A. Reil-Held, R. Rodepeter, R. Schnabel und J. Winter. 2001.** The German Savings Puzzle. *Research in Economics* 55(1). 15–38.
- Brugiavini, A. 1993.** Uncertain Resolution and the Timing of Annuity Purchases. *Journal of Public Economics* 50. 31–62.
- Brunner, J. K. und S. Pech. 2000.** Adverse Selection in the Annuity Market When Payoffs Vary over the Time of Retirement. Working Paper 0030. Institut für Volkswirtschaftslehre, Universität Linz.
- Brunner, J. K. und S. Pech. 2001.** Die dritte Säule der Altersvorsorge – Sparen und Versichern? *Wirtschaftspolitische Blätter* 48(4). 401–411.
- Brunner, J. K. und S. Pech. 2002.** Adverse Selection in the Annuity Market With Sequential and Simultaneously Insurance Demand. Working Paper 0204. Institut für Volkswirtschaftslehre, Universität Linz.
- Disney, R. 2000.** Reforming our Pension Systems, Declining Public Pensions in an Era of Demographic Ageing: Will Private Provision Fill the Gap? *European Economic Review* 44. 957–973.
- Disney, R., C. Emmerson und M. Wakefield. 2001a.** Pension Reform and Saving in Britain. *Oxford Review of Economic Policy* 17. 70–94.
- Disney, R., C. Emmerson und S. Smith. 2001b.** Pension Reform and Economic Performance in Britain in the 1980s and 1990s. Mimeo. März.
- Fessel, M. 1997.** Preferred Risks in der Lebensversicherung – Eine Untersuchung der Sterblichkeit 1958–1994. Zürich: Swiss Re.
- Finkelstein, A. und J. Poterba. 2002.** Selection Effects in the United Kingdom Individual Annuities Market. *Economic Journal* 112(476). 28–50.
- Friedman, B. M. und M. J. Warshawsky. 1988.** Annuity Prices and Saving Behavior in the United States. In: Zvi Bodie, John Shoven und David Wise (Hrsg.). *Pensions in the U.S. Economy*. Chicago: University of Chicago Press. 53–77.
- Friedman, B. M. und M. J. Warshawsky. 1990.** The Cost of Annuities: Implications for Saving Behavior and Bequests. *Quarterly Journal of Economics* 105. 135–154.
- Hamermesh, D. S. 1985.** Expectations, Life Expectancy and Economic Behavior. *Quarterly Journal of Economics* 99. 389–408.
- Hurd, M. D. und K. McGarry. 1995.** Evaluation of the Subjective Probabilities of Survival in the Health and Retirement Survey. *Journal of Human Resources* 30. 268–292.
- Lillard, L. A. und C. W. A. Panis. 1998.** Panel Attrition from the Panel Study of Income Dynamics: Household Income, Marital Status, and Mortality. *Journal of Human Resources* 33 (2). 437–457.
- Lillard, L. A. und L. J. Waite. 1995.** Till Death Do Us Part: Marital Disruption and Mortality. *American Journal of Sociology* 100. 1131–1156.
- Menchik, P. L. 1993.** Economic Status as a Determinant of Mortality Among Black and White Older Men: Does Poverty Kill? *Population Studies* 47. 427–436.
- Mitchell, O. S., J. M. Poterba, M. J. Warshawsky und J. R. Brown. 1999.** New Evidence on the Money's Worth of Individual Annuities. *American Economic Review* 89. 1299–1318.
- Pauly, M. V. 1974.** Overinsurance and Public Provision of Insurance: The Roles of Moral Hazard and Adverse Selection. *Quarterly Journal of Economics* 88. 44–62.

- Pech, S. 2002.** Tax Incentives for Private Life Annuities and the Social Security Reform: Effects on Consumption and on Adverse Selection. Working Paper 0209. Institut für Volkswirtschaftslehre, Universität Linz.
- Rothschild, M. und J. Stiglitz. 1976.** Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of Imperfect Information. Quarterly Journal of Economics 90(4). 630–649.
- Schnabel, R. 1999.** Vermögen und Ersparnis im Lebenszyklus in Westdeutschland. SFB 504 – Discussion Paper 99–43. Universität Mannheim.
- Walliser, J. 2000.** Adverse Selection in the Annuities Market and the Impact of Privatizing Social Security. Scandinavian Journal of Economics 102. 373–393.
- Wilson, Ch. 1977.** A Model of Insurance Markets with Incomplete Information. Journal of Economic Theory 16. 167–207.
- Winkler, M. und K. Mattar 1999.** Was lange währt, wird schließlich teuer – Langlebigkeit und Rentenversicherungen in Europa. Zürich: Swiss Re.
- Yaari, M. E. 1965.** Uncertain Lifetime, Life Insurance, and the Theory of the Consumer. Review of Economic Studies 32. 137–150.

Kommentar zur Studie „Pensionsreformen, steuerliche Anreize für private Pensionsversicherungen und das Problem der adversen Selektion“

Claudia Kwapil

In ihrer Studie geht Susanne Pech der Frage nach, wie sich ausgewählte Instrumente von Pensionsreformen auf die Nachfrage nach privater Pensionsvorsorge und damit auf den Konsum im Alter auswirken. Eine Studie der OECD (Casey und Yamada, 2002) beschreibt, dass die meisten älteren Menschen in den untersuchten Ländern ein Niveau von 80% des Einkommens der arbeitenden Bevölkerung erreichen.¹⁾ Dies wird unter Berücksichtigung der Tatsache, dass arbeitsbezogene Ausgaben wegfallen, als kein dramatischer Abfall im Lebensstandard im dritten Lebensabschnitt angesehen. Auf Grund der Überalterung der Bevölkerung, die Probleme bei der Finanzierung der staatlichen Pensionsysteme in den meisten Industriestaaten mit sich bringt, wird jedoch das Bestreben, den Lebensstandard im Alter weitgehend zu erhalten, erschwert. Die Sicherung des Konsums im Alter wird allgemein als meritorisches Gut angesehen (siehe z. B. Gruat, 1997), womit argumentiert wird, dass dem Staat in dieser Frage eine zentrale Rolle zukommt. Aus diesem Grund werden Pensionsreformen in den meisten Industrieländern als wichtige Aufgabe angesehen. Die Europäische Kommission (2001) erstellt einen Überblick über die Reformmaßnahmen sämtlicher Länder des Europäischen Wirtschaftsraums, wobei für Österreich die Stärkung von kapitalgedeckten Zusatzsystemen empfohlen wird. Die Studie von Susanne Pech geht in diesem Zusammenhang der Frage nach, ob ausgewählte Reforminstrumente, wie z. B. Kürzungen der Pensionsleistungen, die Anhebung der Pensionsbeiträge bzw. Steueranreize für das Ansparen von Privatpensionen die Nachfrage nach privater Pensionsvorsorge erhöhen und damit den Konsum im Alter sichern.

Im Zentrum dieser Fragestellung steht das Problem der asymmetrischen Information auf dem Markt für private Pensionsversicherungen. Geht man davon aus, dass es für das Versicherungsunternehmen nicht möglich ist, herauszufinden, ob die einzelne Person eine geringe oder hohe Lebenserwartung hat, während die betroffene Person sehr wohl Informationen zu ihrem eigenen Risikotyp hat, dann besteht auf diesem Markt das Problem asymmetrischer Information. Unter der weiteren Annahme, dass Preisdiskriminierung zwischen Versicherungsnehmern nicht möglich ist, führt dieser Informationsunterschied zu adverser Selektion. Das heißt, dass vermehrt Individuen mit einer hohen Lebenserwartung (schlechte Risikotypen für den Versicherungsanbieter) Pensionsversicherungen nachfragen. Das Problem der adversen Selektion führt im Extremfall zum Zusammenbruch des Marktes (siehe dazu Akerlof, 1970). Susanne Pech führt das „Lemon-Problem“ als Grund dafür an, dass der Markt für private Pensionsvorsorge in vielen Ländern klein und die Nachfrage nach Pensionsversicherungen gering ist. Aus diesem Grund ist es wichtig herauszufinden, wie Pensionsreformen auf das Problem der adversen Selektion wirken. Führt eine Reformmaßnahme bei unterschiedlichen Risikotypen (lange bzw. kurze Lebenserwartung) zu unterschiedlichen Reaktionen, das heißt verändert sich deren relative Nachfrage, kann das Problem adverser Selektion verstärkt bzw. gemildert werden. Würden zum Beispiel Steueranreize für das Ansparen von Privatpensionen dazu führen, dass vermehrt Menschen mit einer kurzen

¹ Casey und Yamada (2002) untersuchen die wirtschaftliche Situation älterer Menschen in neun OECD-Ländern, nämlich Kanada, Finnland, Deutschland, Italien, Japan, den Niederlanden, Schweden, dem Vereinigten Königreich und den USA.

Lebenserwartung Pensionsversicherungen nachfragen, dann würden die Auswirkungen der Informationsasymmetrie verringert werden und der Preis auf dem Markt für private Pensionsvorsorge sinken. Auf diese Weise würde man dem politischen Ziel der Sicherung des Lebensstandards im Alter einen Schritt näher kommen.

Im zweiten Teil ihrer Studie geht Susanne Pech näher auf das Problem der adversen Selektion ein. Sie stellt zwei alternative Bedingungen auf und zeigt, dass die Erfüllung jeweils einer dieser Bedingungen eine Voraussetzung für das Bestehen des Problems adverser Selektion auf dem Markt für Pensionsversicherungen ist.¹⁾ Die Erfüllung jeder Annahme für sich genommen stellt somit eine hinreichende Bedingung dar. Beide Annahmen sollen in der Folge besprochen und auf ihre Plausibilität für den österreichischen Fall untersucht werden.

Die erste Annahme besteht darin, dass alle Individuen in ihrer Zeit als Erwerbstätige das gleiche Einkommen erwirtschaften $w_i = w_j$, wobei w_i das Aktiveinkommen des Individuums i darstellt. Das Beispiel eines Vergleichs der Medianeinkommen zwischen Arbeitern, Angestellten und Beamten, die im Jahr 2000 pro Monat 1.659, 2.043 bzw. 2.339 EUR verdienten (siehe Hauptverband der österreichischen Sozialversicherungsträger, 2002), zeigt, dass diese Annahme in Österreich nicht zutrifft.

Die zweite Bedingung besteht darin, dass $\frac{S_i(w_i)}{w_i} \geq \frac{S_j(w_j)}{w_j}$ gilt, wobei w_i abermals das Einkommen aus Arbeit in der ersten Lebenshälfte und $S_i(w_i)$ die staatliche Pensionsleistung, die von der Höhe des Aktiveinkommens abhängt, darstellt. Diese Annahme ist weniger strikt, da sie unterschiedliche Aktiveinkommen zulässt. Doch muss die Höhe der Pensionsleistung weniger als proportional mit der Höhe des Einkommens steigen. Um diese Bedingung für Österreich zu überprüfen, müsste die Summe der Aktivbezüge von Versicherten der Summe ihrer Pensionsbezüge nach Einkommenshöhe unterschieden gegenübergestellt werden. Da dies über den hier vorgegebenen Rahmen hinausgehen würde, sollen beispielhafte Berechnungen Hinweise auf die Erfüllung der Bedingung geben. Tabelle 1, die das letzte Nettoeinkommen der ersten Nettopension gegenüberstellt, kann insofern nur einen Anhaltspunkt und keine endgültige Antwort auf diese Frage liefern.

Tabelle 1

Verhältnis letztes Nettoeinkommen – erste Nettopension

Alterspension von Arbeitern

	253'08 EUR	1.169'40 EUR	1.972'73 EUR
40 Jahre	83%	87%	85%
35 Jahre	72%	78%	77%
25 Jahre	52%	61%	61%

Quelle: Die österreichische Sozialversicherung in Zahlen (2003).

In Tabelle 1 werden drei hypothetische Fälle dargestellt, in denen das Einkommen der ersten Person in ihrem gesamten Arbeitsleben an der Geringfügigkeitsgrenze liegt, die zweite Person in den für die Berechnung der Pension relevanten 15 Jahren das Durchschnittseinkommen verdient und das Ein-

1 Für eine ausführliche, technische Behandlung dieser Voraussetzungen siehe Pech (2002).

kommen der dritten Person in diesem Zeitraum an der Grenze der Höchstbemessungsgrundlage liegt. Zusätzlich wird die Anzahl der Versicherungsjahre berücksichtigt, was allerdings für diesen Zweck nicht erforderlich wäre. Ein Vergleich dieser drei Fälle zeigt, dass ein höheres letztes Nettoeinkommen nicht nur zu einer höheren ersten Nettopension führt, sondern tendenziell auch eine höhere Ersatzquote bedeutet. In der dargestellten Tabelle gilt dies insbesondere im Vergleich zwischen Einkommen an der Geringfügigkeitsgrenze und Einkommen darüber, in den beiden Fällen Durchschnittseinkommen und Höchstbemessungsgrundlage ist der Anstieg der Ersatzquote unter Berücksichtigung der Versicherungsjahre nicht eindeutig. Die zweite Bedingung scheint folglich in einzelnen Abschnitten der Einkommensverteilung zuzutreffen, wie z. B. im Bereich über der Höchstbemessungsgrundlage, es gibt jedoch Hinweise, dass sie nicht allgemein und nicht ohne Berücksichtigung der Versicherungsjahre erfüllt ist.

Zusammenfassend kann folglich festgehalten werden, dass Susanne Pech in ihrer Studie zwei unterschiedliche Bedingungen findet, wobei eine davon erfüllt werden muss, um das Bestehen des Problems der adversen Selektion auf dem Markt für Annuitäten nachweisen zu können. Dieser Kommentar beschränkt sich auf eine Gegenüberstellung dieser theoretischen Erkenntnis mit dem österreichischen Pensionsversicherungssystem. Zu anderen Ländern werden keine Aussagen getroffen. Für den österreichischen Fall scheinen beide Bedingungen keine uneingeschränkte Gültigkeit zu besitzen. Während hier eine Diskrepanz zwischen dem theoretischen Konzept und der Empirie aufgezeigt wird, soll daraus nicht geschlossen werden, dass das Problem adverser Selektion auf dem österreichischen Markt für Pensionsversicherungen nicht existiert.

Literaturverzeichnis

- Akerlof, G. 1970.** The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. In: Quarterly Journal of Economics, Vol. 84(3), August.
- Bundesministerium für soziale Sicherheit und Generationen. 2002.** Bericht über die soziale Lage 2001-2002 – Analysen und Ressortaktivitäten. Wien.
- Casey, B. und A. Yamada. 2002.** Getting Older, Getting Poorer? A Study of the Earnings, Pensions, Assets and Living Arrangements of Older People in Nine Countries. In: OECD Labour Markets and Social Policy – Occasional Papers Nr. 60.
- Europäische Kommission. 2001.** Alterssicherung in Europa. Generaldirektion Beschäftigung und Soziales.
- Gruat, V. 1997.** Adequacy and Social Security Principles in Pension Reform. In: OECD Aging Working Papers AWP 3.1.
- Hauptverband der österreichischen Sozialversicherungsträger. 2002.** Die österreichische Sozialversicherung in Zahlen. 12. Ausgabe, März.
- Hauptverband der österreichischen Sozialversicherungsträger. 2003.** Die österreichische Sozialversicherung in Zahlen. 13. Ausgabe, März.
- Pech, S. 2002.** Tax Incentives for Private Life Annuities and the Social Security Reform: Effects on Consumption and on Adverse Selection. Working Paper Nr. 0209, Department of Economics, Universität Linz.

Pensionsfonds und die europäischen Finanzmärkte¹⁾

E. Philip Davis²⁾

I Einleitung

In der vorliegenden Studie untersuchen wir die Zusammenhänge zwischen der Pensionsfinanzierung über Fonds (Kapitaldeckungsverfahren) und der Entwicklung der Finanzmärkte in Europa. So steht der Ausbau der kapitalgedeckten Altersvorsorge in unmittelbarem Zusammenhang mit der zunehmenden Verbreitung von Pensionsfonds; generell dürften aber auch Zuwächse bei den institutionellen Anlegern wie Investmentfonds und Lebensversicherungen direkt oder indirekt durch Pensionsvorsorgemaßnahmen bedingt sein. Wie diese Studie aufzeigt, handelt es sich bei den Marktanteilsgewinnen institutioneller Anleger in Europa um einen allgemein etablierten Trend, während sich das starke Wachstum der Pensionsfonds regional noch recht unterschiedlich verteilt. Unter dem Einfluss der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) und eines Institutionalisierungstrends sind die Finanzmärkte der Europäischen Union (EU) im Umbruch und nähern sich in punkto Marktstruktur und -verhalten immer mehr dem angelsächsischen Markt an. Hinsichtlich der Veranlagung in Pensionsfonds sind auf EU-Ebene noch eine Reihe aufsichtspolitischer Fragen ungelöst – außerdem wurden erst vereinzelt Reformen durchgeführt, obwohl sich abzeichnet, dass die umlagefinanzierten Pensionssysteme in Schwierigkeiten geraten. Schließlich zeigt die Studie, dass innerhalb der EU die Pensionssysteme besonders in Ländern, in denen Reformen unterbleiben, mit zunehmender Alterung der Bevölkerung ein erhebliches Risiko für die Finanzmarktstabilität darstellen. Diese Studie fasst die Ergebnisse einer Reihe von Forschungsarbeiten und Analysen des Autors und anderer Publikationen zusammen. Detailliertere Informationen können den im Literaturverzeichnis angeführten Arbeiten entnommen werden.

2 Langfristige Entwicklung der Finanzmärkte in Europa

Bemerkenswert für die Entwicklung der europäischen Finanzmärkte in der jüngsten Vergangenheit ist – wie überall in den G-7 – das gemessen am BIP hohe Wachstum institutioneller Anleger (Pensionsfonds, Investmentfonds und Lebensversicherungsgesellschaften; Tabelle 1). Zum Teil erklärt sich dieses Phänomen durch das beträchtliche Wachstum des Finanzsektors insgesamt (Tabelle 2); daneben zeigt sich strukturell aber auch ein Trend weg von der direkten Veranlagung hin zur Veranlagung über Finanzintermediäre (Tabelle 3) und innerhalb der Finanzintermediäre eine Verlagerung von den Banken zu den institutionellen Anlegern (Tabelle 4) – eine Entwicklung, die auf lange Sicht zu einer Institutionalisierung der Finanzmärkte führt. Bei Privatanlagen ist eine zunehmende Umschichtung von Bankeinlagen und direkten Wertpapierinvestitionen auf Produkte institutioneller Anleger zu be-

1 Diese Studie basiert auf einer Präsentation bei einem Workshop der Oesterreichischen Nationalbank zum Thema „Pension Finance Reform: From Public to Financial Economics (Wien, 6. Dezember 2002). E. Philip Davis: Department of Economics and Finance, Brunel University, Uxbridge, Middlesex UB3 4PH, United Kingdom (e-mail: e_philip_davis@msn.com). Visiting Fellow am National Institute of Economic and Social Research, Associate Member der Financial Markets Group an der LSE, Associate Fellow am Royal Institute of International Affairs und Research Fellow des Pensions Institute am Birkbeck College, London. Die Mehrzahl der angeführten Studien des Autors können von seiner Website www.geocities.com/e_philip_davis heruntergeladen werden.

2 Brunel University, West London.

obachten. Auffallend an der Marktstruktur in der EU ist die starke Rolle, die Investmentfonds und Lebensversicherungen ebenso wie Pensionsfonds spielen (Tabelle 5).

Wie in anderen Finanzmärkten lässt sich das starke Wachstum der institutionellen Anbieter auf eine Kombination von angebots- und nachfrageseitigen Faktoren zurückführen (Davis und Steil, 2001). Angebotsseitig dürften institutionelle Anbieter die Banken und direkten Wertpapierinvestitionen in punkto Effizienz übertreffen und damit die Funktionen des Finanzsystems effektiver erfüllen. Nachfrageseitig legen die privaten Haushalte offensichtlich auf Finanzmarktfunktionen, die gerade institutionelle Anleger erfüllen können, besonderen Wert. Wesentliche angebotsseitige Vorteile der institutionellen Anleger sind unter anderem die bessere Diversifizierungsmöglichkeit über diese Schiene wie auch die potenziell hohe Liquidität der Forderungen und die leichtere Einflussnahme auf die Geschäftsführung. Dazu kommen die durch die Deregulierung geschaffenen Vorteile und die Möglichkeit, vom neuesten Stand der Technik profitieren zu können, sowie der starke Wettbewerb in der Branche, steuerliche Anreize und Probleme der staatlichen Pensionssysteme. Nachfrageseitig sind demografische Aspekte (vor allem die durch die Überalterung der Bevölkerung bedingte vermehrte Nachfrage nach kapitalgedeckter Altersvorsorge) und steigender Wohlstand zu nennen. Wie zuvor erwähnt sind die Pensionsfonds nicht die einzigen institutionellen Anleger, die von der Überalterung profitieren; vor allem in Ländern, in denen das Kapitaldeckungsverfahren weniger verbreitet ist, wird häufig über Investmentfonds und Lebensversicherungen für die Pension angespart.

3 Pensionsfonds in der EU

Der europäische Pensionsfondsmarkt befindet sich langfristig auf einem Wachstumskurs: Laut Prognosen wird das Veranlagungsvolumen in dieser Sparte von 2.500 Mrd EUR im Jahr 2000 auf 3.500 Mrd EUR im Jahr 2005 anwachsen. Zuwächse wird es jedoch hauptsächlich in jenen Ländern geben, in denen Pensionsfonds bereits stark etabliert sind. Im Rahmen der Deregulierung und verstärkt durch den Wettbewerb in der Vermögensverwaltungsbranche ist auf lange Sicht eine Umschichtung von Rentenwerten in Aktien zu erwarten. Tabelle 6 zeigt die derzeitige Portfoliostruktur der Pensionsfonds in der EU. Die im Vergleich zu vor fünf Jahren bereits wesentlich stärkere Rolle des Aktiensegments ist augenfällig. Unserer Ansicht nach wird sich dieser Trend durch die aktuelle Baisse auf den Aktienmärkten höchstens vorübergehend umkehren (Davis, 2003).

Die WWU dürfte Pensionsreformen aus einer Reihe von Gründen vorantreiben und das Wachstum der Pensionsfonds stimulieren. Einer dieser Gründe ist der Stabilitäts- und Wachstumspakt, der den Defizitpielraum der Regierungen einschränkt und damit Alternativen erforderlich macht, wenn bestehende Umlagesysteme mit der zunehmenden Überalterung der Bevölkerung unfinanzierbar werden. Damit verbunden sind auch die von Anlegern und Ratingagenturen vorgebrachten Bedenken, dass bei der Bonitätsbeurteilung von Staaten langfristige öffentliche Leistungszusagen entsprechend zu berücksichtigen sind. Darüber hinaus macht die WWU auch die Unternehmenskosten in den verschiedenen Ländern des Euroraums leichter vergleichbar. Dies erlaubt den

Unternehmen, die Regierungen mit der impliziten Drohung von Produktionsverlagerungen unter Druck zu setzen, um überhöhte Belastungen durch Sozialversicherungsbeiträge zu vermeiden.

Unternehmen, die Pensionsrückstellungen in der Bilanz bilden, sind um eine Reduktion dieser Rückstellungen bemüht, um sich auf dem wachsenden Rentenmarkt des Euroraums bessere Bonitätsratings zu sichern. Auch die Situation bestehender Pensionsfonds verbessert sich durch die WWU. Unter anderem profitieren die Fonds von der im Vergleich zu den engen nationalen Märkten günstigeren Risiko-/Ertragsrelation des WWU-weiten Marktes. Außerdem ist der Veranlagungsspielraum, der durch Währungskongruenzregelungen vorgegeben ist, durch die Einführung des Euro breiter geworden. Weiters steigt der Wettbewerb unter den Vermögensverwaltungsgesellschaften, da sich der Schwerpunkt der Veranlagung von den nationalen Märkten auf den gesamten Euroraum verlagert (wie in weiterer Folge erläutert), Kostenvergleiche durch höhere Transparenz erleichtert werden und passiv verwaltete Fonds zunehmend Verbreitung finden.

Die Auswirkungen dieser Trends auf die Bedeutung der kapitalgedeckten Altersvorsorge dürfen jedoch nicht überbewertet werden; wie aus Tabelle 5 hervorgeht, konzentriert sich das von Fonds verwaltete Pensionsvermögen und dessen Wachstum trotz Reformen in einer Reihe von Ländern bisher auf nur wenige Länder, wie vor allem das Vereinigte Königreich, Schweden, die Niederlande und Dänemark. Zum Teil zeigen die Reformen nur bescheidene Auswirkungen, wie z. B. in Deutschland, wo auf Grund des bisher geringen Beitragsaufkommens und der schlechten Marktaufnahme kaum mit einem raschen Vermögensaufbau zu rechnen ist, zum Teil stehen die Reformen (wie z. B. in Frankreich) größtenteils noch aus. Zugleich ist offensichtlich, wie schon zuvor erwähnt, auch die zunehmende Veranlagung in Lebensversicherungen und Investmentfonds – in Form von Sparplänen oder als Vorsorgesparen – in Ländern wie Deutschland und Frankreich im Zusammenhang mit der Altersvorsorge zu sehen. Wie auch aus den in Tabelle 5 enthaltenen Kennzahlen hervorgeht, könnten in derzeit noch vom Umlageverfahren abhängigen EU-Ländern die institutionell verwalteten Vermögenswerte gemessen am BIP der EU um bis zu 100% anwachsen, wenn sich die Pensionsfonds und sonstige institutionelle Sektoren auf ein Niveau entwickeln, wie es im Vereinigten Königreich bereits erreicht wird.

Die Währungskongruenzregelungen fallen seit der Einführung des Euro nicht mehr so stark ins Gewicht. Allerdings gelten in vielen Ländern nach wie vor restriktive Veranlagungsvorschriften im Hinblick auf die Portfoliostrukturierung (z. B. sind hohe Anteile von Staatsanleihen vorgeschrieben), was die Wertentwicklung der Portfolios bremst (Tabelle 7). Ausnahmen bilden Länder wie das Vereinigte Königreich, die Niederlande und Irland, wo der Vorsichtsprinzip gilt, der insofern zweckmäßiger ist, als er mehr Flexibilität bei Anlageentscheidungen und höhere Erträge sichert (Davis, 2002a); entsprechend umfangreich sind in diesen Ländern die Pensionsfondssektoren. Die kürzlich verabschiedete EU-Pensionsfonds-Richtlinie über die Tätigkeiten und die Beaufsichtigung von Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung (IORPs) sollte die Effekte der bestehenden Veranlagungsvorschriften abschwächen (wie später besprochen).

Vorläufig wird die Anlagetätigkeit weiter von den oligopolistischen nationalen Banken dominiert, die von der Kontrolle über die Vertriebskanäle, ihrem guten Ruf und dem Hausbanksystem profitieren und auf Grund des fehlenden Wettbewerbs relativ hohe Gebühren verrechnen (oft in versteckter Form). In Tabelle 8 sind wesentliche Markteintrittsbarrieren im Vermögensverwaltungsbereich – entnommen aus einer bei Davis and Steil (2001) zitierten Umfrage – aufgelistet; als besonders wichtige Barriere wird die Kontrolle über die Vertriebskanäle genannt. Neben diesen Faktoren verhindert auch das Fehlen unabhängiger Performancebewertung eine verbesserte Transparenz und einen effektiven, grenzüberschreitenden Wettbewerb unter Vermögensverwaltungsgesellschaften. Wie aus Tabelle 9 hervorgeht, erreichen die Vermögensverwaltungsgesellschaften in Spanien, Italien und Portugal vergleichsweise hohe Rentabilitätswerte, was auf eine hohe Marktmacht hinweist. Das Gebührenniveau in Irland und den Niederlanden lässt auf starken Wettbewerb schließen; dagegen dürfte die Schweiz unter einem Oligopol leiden (Tabelle 10).

4 Pensionsfondswachstum und Entwicklung der EU-Finanzmärkte

Will man den Zusammenhang zwischen der Pensionsfinanzierung über das Kapitaldeckungsverfahren und der Marktentwicklung in der EU derzeit und in den nächsten Jahren beurteilen, so muss die Entwicklung der Pensionsfonds und institutionellen Anleger vor dem Hintergrund der WWU als Auslöser kumulativer und synergetischer Effekte betrachtet werden (Davis, 1999). Beide Faktoren stärken unter anderem die Rolle der Wertpapiermärkte, kurbeln grenzüberschreitende Investitionen an, drücken die Rentabilität im Bankgeschäft und führen zu einer stärkeren Konzentration der Handelstätigkeit sowie zu einer Annäherung der Corporate-Governance-Strukturen an angelsächsische Muster (feindliche Übernahmen und direkte Druckausübung der institutionellen Anleger auf die Unternehmen).

Zwei Beispiele wechselseitiger Einflüsse – Corporate Governance und Handelstätigkeit – sollen hier genauer untersucht werden. Bislang waren die Corporate-Governance-Strukturen vom Primat der Banken (als Kreditgeber und Aktionäre) geprägt, aber mit der zunehmenden Bedeutung institutioneller Anleger wie der Pensionsfonds verschiebt sich das Schwergewicht zu Gunsten institutioneller Aktionäre. Der innerhalb der WWU verschärfte Wettbewerb der Banken untereinander könnte die Rolle der traditionellen Hausbankbeziehungen schwächen. Außerdem werden die Unternehmen in den integrierten WWU-Aktienmärkten von den Aktionären in Bezug auf eine angemessene Eigenkapitalrentabilität stärker unter Druck gesetzt. In dem Maß, in dem die Hausbankbeziehungen schwächer werden, dürften die Unternehmen verstärkt die Aktienmärkte im Euroraum beanspruchen, um Restrukturierungsmaßnahmen zu finanzieren und ihre Bilanzen zu entlasten, wodurch der Einfluss der Aktionäre ebenfalls steigt. Gleichzeitig zeigen die institutionellen Anleger hohe Flexibilität hinsichtlich der Handelsplätze und bevorzugen Märkte mit ausreichender Liquidität für Großtransaktionen. Fragen des Anlegerschutzes sind für institutionelle Anleger weniger ein Schlüsselthema als für Privatanleger, und die WWU schafft den Rahmen, in dem sich die Handelstätigkeit auf eine geringere Anzahl von Handelsplätzen konzentrieren kann.

Analysiert man die seit 1999 gemachten Erfahrungen, so findet man bereits jetzt deutliche Anzeichen dafür, dass sich die EU-Kapitalmarktstruktur und das Marktverhalten unter dem Einfluss des Pensionsfondswachstums sowie der Einführung des Euro verändert haben. Forciert durch eine hohe Nachfrage von Seiten institutioneller Investoren und den Euro – und niedrige Budgetdefizite – ist auf den Wertpapiermärkten des Euroraums ein massiver Anstieg der Emissionen von Unternehmensanleihen zu beobachten. Kräftig gestiegen sind auch die grenzüberschreitenden Investitionen, wie aus der Tatsache hervorgeht, dass die auf nationale Märkte beschränkten Mandate der Vermögensverwaltungsgesellschaften im Zeitraum 1999 bis 2001 im Aktienbereich europaweit um 60% und im Rentenbereich um 92% reduziert worden sind (Davis, 2002d). Die Pensionsfonds investieren grenzüberschreitend, vor allem im Euroraum, wo das Wechselkursrisiko weggefallen ist. Brancheninvestments und Indexierung entwickeln sich zu Schlüsselstrategien auf dem WWU-Markt und lassen die Wettbewerbsvorteile von auf nationale Märkte beschränkten Vermögensverwaltern weiter schrumpfen. In der Periode 1999 bis 2000 engagierten sich schon 41 führende Vermögensverwaltungsgesellschaften – gegenüber nur 17 im Jahr 1996 – in fünf oder mehr Ländern.

Hinsichtlich der Gewinnsituation der Banken ist in vielen Ländern der EU ein ständig wachsender Rentabilitätsdruck zu beobachten – eine Entwicklung, die mit einer Verengung der Zinsmargen einhergeht und teilweise mit der Ausweitung institutioneller Sparformen, aber auch mit dem durch die WWU geförderten grenzüberschreitenden Wettbewerb und der Tendenz zur Disintermediation, – zur Finanzierung über die Rentenmärkte – zusammenhängt. Universalbanken wie die Deutsche Bank AG gehen zunehmend vom traditionellen Hausbankkonzept ab und verlagern ihren Schwerpunkt auf die Sparten Kapitalanlage und Vermögensverwaltung; bestehende Beteiligungen werden veräußert, was der Entwicklung der institutionellen Anleger und Wertpapiermärkte zusätzlich Auftrieb verleiht. Tatsächlich ist auch die derzeit aktuelle Diskussion um eine Kreditverknappung in Deutschland als Indiz der zu erwartenden Verlagerung vom Hausbank- zum Transaktionsbankkonzept zu sehen.

In den Wertpapierhandelszentren ist das Geschehen – unterstützt durch die nicht standortgebundene Natur des Pensionsfondsgeschäfts und des übrigen institutionellen Wertpapierhandels – durch den Ausbau alternativer Handelssysteme sowie von Privatisierungen, Fusionen und geplanten Börsenzusammenschlüssen geprägt. Wie prognostiziert führt die WWU zu einer verstärkten Konzentration der Handelsaktivitäten.

Auch am kontinentaleuropäischen Unternehmenssektor – in dem sich Pensionsfonds stark engagieren – ist eine massive Intensivierung der Fusions-tätigkeit zu beobachten (typische Beispiele sind Mannesmann, Olivetti und Société Générale-Paribas). Im Zuge dieser Entwicklung ist der Aktienanteil in den Pensionsfondsportfolios ebenfalls gestiegen. Der Spielraum europäischer Unternehmen wird auch durch Corporate-Governance-Vorgaben (im Hinblick auf die Ertragslage, Aktionärsrechte, Managementstrukturen) immer stärker eingengt. Auf einigen kontinentaleuropäischen Aktienmärkten ist der Anteil ausländischer Investoren bereits recht hoch – in Frankreich etwa lag er im Jahr 2000 bei 20%, in Deutschland bei 16%. Vor allem US-Fonds, deren ausländi-

sche Vermögenswerte ein Volumen von über 800 Mrd USD erreichen, üben über Corporate-Governance-Vorgaben starken Einfluss aus. Ein Beispiel ist CALPERS, das Pensionssystem für den öffentlichen Dienst Kaliforniens, das Corporate-Governance-Richtlinien für internationale Konzerne veröffentlicht. Schließlich gehen die Unternehmen immer mehr von der Bildung von Pensionsrückstellungen ab und schließen stattdessen Pensionskassenvereinbarungen ab, da ihnen dies bessere Bonitätsratings sichert und – z. B. in Deutschland – Pensionskassenlösungen überdies durch Steuerreformen erleichtert werden.

Der EU-weite Wandel im Anlageverhalten zu Gunsten institutioneller Anbieter dürfte, nach bei Davis (2002b) detailliert beschriebenen Untersuchungen, von weiter reichenden makroökonomischen Auswirkungen begleitet sein. Ökonometrische Analysen liefern Hinweise dafür, dass ein Anstieg der Beteiligung in- und ausländischer institutioneller Investoren an Unternehmen Hand in Hand mit höheren Dividenden und Produktivitätszuwächsen bei einem gleichzeitigen Rückgang der Investitionen geht. Abgesehen von Vorteilen für Aktionäre in Form höherer Dividenden geht eine Beteiligung institutioneller Anleger folglich mit einer Steigerung der wirtschaftlichen Effizienz in Form verbesserter Produktivität einher, die sich wahrscheinlich durch den auf die Unternehmensleitungen ausgeübten Druck zur Gewinnmaximierung erklärt. Der Rückgang bei Anlageinvestitionen ist nicht unbedingt als negativer Aspekt zu deuten, da bei schwachen Corporate-Governance-Strukturen das Risiko besteht, dass einbehaltene Gewinne unrentabel investiert werden.

Mit der zunehmenden Überalterung der Bevölkerung und dem damit einhergehenden Wachstum der Pensionsfonds und sonstiger institutioneller Anleger werden sich die vorher beschriebenen Effekte in der Zukunft noch verstärken. Auf der Basis von Datensätzen aus dem Jahr 1995 veranschaulicht Tabelle 11, wie sich die Finanzmarktstruktur der EU im Fall einer Angleichung an das US-System verändern würde. Von der Größenordnung insgesamt sind die Märkte durchaus vergleichbar, aber in den meisten EU-Ländern wäre dieser Prozess mit umfangreichen Umschichtungen von den Banken hin zu Wertpapierinvestitionen und institutionellen Anlegern verbunden. Noch ausgeprägter wären die Verlagerungen im Fall einer Angleichung der Marktstrukturen an den britischen Markt. Das Ausmaß und die Vorteile derartiger Veränderungen wären vom Fortschritt der Pensionsreformen und der Schaffung des erforderlichen regulatorischen Rahmens abhängig. Daher wenden wir uns nun aktuellen aufsichtspolitischen Fragen innerhalb der EU zu.

5 Aufsichtspolitische Fragen im Zusammenhang mit Pensionsfondsveranlagungen

Die Pensionsfonds-Richtlinie der EU enthält eine Reihe konstruktiver Punkte (Davis, 2001a); sie führt den so genannten Vorsichtsgrundsatz ein (eine Voraussetzung für optimale Veranlagung) und schließt vor allem nationale Bestimmungen aus, wonach Pensionsfonds nicht bis zu 70% des Fondsvolumens in Aktien und Unternehmensanleihen und 30% in nicht kongruenten Währungen anlegen dürften. Diese Änderung sollte nicht nur den Pensionsfonds, sondern auch den Finanzmärkten der EU zugute kommen. Allerdings lässt die Richtlinie den Ländern einen gewissen Spielraum für quantitative Beschränkungen. So besteht

z. B. für die Regierungen die Möglichkeit, die Pensionsfonds direkt oder indirekt zu zwingen, entgegen den Interessen ihrer Mitglieder hauptsächlich in öffentliche Schuldtitel zu investieren. Die Richtlinie enthält Auflagen für eine Mindestdeckung, die für grenzüberschreitende Fonds mit leistungsorientierten Pensionszusagen besonders streng sind und deren Entwicklung hintanhaltend könnten. Das Problem der Unverfallbarkeitsbestimmungen sowie Steuerfragen, die für die Marktintegration eine wesentliche Barriere bilden, werden von der Richtlinie nicht angesprochen.

Tatsächlich bleiben für WWU-weite Pensionsfonds steuerlich bedingte Hemmnisse in der grenzüberschreitenden betrieblichen Altersversorgung auch nach der Implementierung der Pensionsfonds-Richtlinie ein wesentliches Problem. Die Europäische Kommission erkundet derzeit Möglichkeiten zur Schaffung der für das Funktionieren WWU-weiter Altersversorgungssysteme unerlässlichen gemeinsamen Basis in Steuerfragen (Steuerfreistellung von Beiträgen und Anlageerträgen sowie Veräußerungsgewinnen – „EET-Prinzip“). WWU-weite Fonds bilden vor allem für effiziente Pensionssysteme von multinationalen Konzernen eine wichtige Voraussetzung. Derzeit haben internationale Unternehmen keine andere Wahl, als die administrative Abwicklung sowie auch die Vermögensverwaltung je nach Mitgliedstaat unterschiedlich zu organisieren. Die steuerliche Harmonisierung dürfte allerdings nur langsam voranschreiten. Gleichzeitig gibt die Entscheidung des Europäischen Gerichtshofs im Fall Danner Hoffnung auf Fortschritte bei der Beseitigung steuerlicher Diskriminierungen im grenzüberschreitenden Handel mit Finanzdienstleistungen wie Lebensversicherungen.

Dagegen ist die Aushöhlung der EU-Übernahme-Richtlinie als eine äußerst unerwünschte Entwicklung zu sehen, weil sie für Minderheitsaktionäre wie Pensionsfonds zu wenig, für das Management der Firmen aber zu viel Schutz vorsieht, wodurch das Risiko schlechter Erträge für die Leistungsberechtigten erhöht wird. Vor kurzem wurden von der Expertengruppe der Europäischen Kommission radikale Vorschläge in Bezug auf eine „Squeeze-out-Regelung“ gemacht, die bei einem bestimmten Niveau die Außerkraftsetzung von Stimmrechtsbegrenzungen vorsieht – dies könnte ein viel versprechender Ansatz sein (ESFRC, 2002), der aber vor allem in den skandinavischen Ländern auf massiven Widerstand stößt. Ein weiteres Thema ist die vorgeschlagene Umsetzung von Basel II in europäisches Recht. Im Gegensatz zu den Vereinigten Staaten werden in der EU die Basler Eigenkapitalregeln auch für Vermögensverwaltungsgesellschaften gelten, die im Besitz von Banken stehen. Das im ursprünglichen Vorschlag für das operationelle Risiko von Vermögensverwaltungsfirmen angesetzte Eigenmittelerfordernis von 20 Basispunkten hätte für Banken agierende Indexmanager veranlasst, sich aus dem EU-Markt zurückzuziehen.

Letztlich wird der Wettbewerb unter Vermögensverwaltungsgesellschaften und institutionellen Anlegern auch durch die nationale Gesetzgebung im Rahmen der Pensionsreform und der Einführung kapitalgedeckter Vorsorgepläne behindert. Die deutsche „Riester-Rente“ zum Beispiel lässt nur Investmentfonds zu, die auf dem deutschen Markt etabliert sind oder Merkmale aufweisen, die den grenzüberschreitenden Vertrieb verhindern (wie auf Deutschland beschränkte Mindestertragsgarantien).

Die zuvor angesprochenen Regelungen beinhalten wichtige Aspekte für die weitere effiziente Entwicklung der Pensionsfonds in der EU, der wichtigste Aspekt aber bleibt die Pensionsreform selbst, mit der wir uns im nächsten Abschnitt befassen werden.

6 Überalterungsproblematik und Pensionsreformen in der EU

Das Problem der Überalterung der Bevölkerung bedarf in diesem Zusammenhang keiner eingehenden Erläuterung. Es sei lediglich darauf hingewiesen, dass in der EU mit einem starken Anstieg des Bevölkerungsanteils der über 65-Jährigen zu rechnen ist (Tabelle 12). Dieser Anstieg ist im Wesentlichen eine Folge des Geburtenrückgangs unter die Ersatzrate in der Mehrzahl der EU-Länder (vor allem in Süd- und Mitteleuropa), ist zum Teil aber auch auf die höhere Lebenserwartung und die geringe Nettomigration zurückzuführen. Sofern das Pensionsantrittsalter unverändert bleibt, führt eine derartige demografische Verschiebung bei umlagefinanzierten Pensionssystemen notwendigerweise zu einem Anstieg der Transferzahlungen (Tabelle 13). Das Problem wird noch zusätzlich durch die Tatsache verschärft, dass die Leistungszusagen im Rahmen staatlicher Pensionssysteme auch in hohen Einkommensgruppen in einer Reihe von EU-Ländern extrem großzügig sind; die Nettoersatzrate in der Pensionsversicherung (Pension/Einkommen bei Pensionsantritt) liegt üblicherweise über 50%, und dies gleichfalls bei Einkommen in Höhe des zweifachen Durchschnittseinkommens. Ausnahmen bilden Dänemark, die Niederlande, Irland und das Vereinigte Königreich; dies sind auch jene Länder, in denen das Kapitaldeckungs-system am besten ausgebaut ist.

Demzufolge ist in einer Anzahl von EU-Ländern, trotz einiger Fortschritte, mit einem starken und möglicherweise nicht finanzierbaren Anstieg der Pensionsversicherungsausgaben zu rechnen. Nach in Tabelle 13 dargestellten Schätzungen von Dang et al. (2001) werden die Pensionskosten bei unveränderter Pensionspolitik bis zum Jahr 2040 in allen EU-Ländern außer Schweden, Irland und dem Vereinigten Königreich auf mindestens 13% des BIP oder höher steigen. Diese Schätzungen der zukünftigen Pensionsverpflichtungen beruhen auf relativ hohen Produktivitätsannahmen und könnten demnach sogar eine Untergrenze darstellen. Bemerkenswert ist, dass das höchste Niveau im Jahr 2040 für Österreich prognostiziert wird.

In kapitalgedeckten Systemen besteht der „Ertrag“ im Wesentlichen aus dem Ertrag des Finanzvermögens multipliziert mit der Passivitätsquote (Zahl der Jahre im Ruhestand dividiert durch die Zahl der Jahre der Erwerbstätigkeit), während der „Ertrag“ umlagefinanzierter Systeme als Wachstumsrate des durchschnittlichen Arbeitseinkommens multipliziert mit der Pensionsbelastungsquote (Anzahl der Pensionsempfänger durch Anzahl der Beitragszahler) definiert wird (Davis, 1997). Eine Gegenüberstellung der Anlagerenditen in einer Reihe von OECD-Ländern außerhalb und innerhalb der EU mit dem Anstieg des durchschnittlichen Einkommens spricht für den Ausbau kapitalgedeckter Pensionssysteme ergänzend zum Umlageverfahren (Tabelle 14). In allen Fällen liegen die Erträge der Pensionsfonds und eines zu gleichen Teilen aus Anleihen und Aktien bestehenden Portfolios höher als das durchschnittliche Einkommenswachstum, und dies selbst vor Berücksichtigung demografischer Faktoren –

die bei umlagefinanzierten Systemen stärker ins Gewicht fallen als bei kapitalgedeckten Systemen.

In der Diskussion um die Pensionsreform zeichnen sich zwei alternative Ansätze ab. Ein Ansatz besteht in einem radikalen Umbau des Systems – der Umstellung von der leistungsorientierten auf die beitragsorientierte Pensionszusage oder umgekehrt, bzw. der Umstellung vom Umlageverfahren auf das Kapitaldeckungsverfahren oder umgekehrt (Schwarz und Demircuc-Kunt, 1999). Zur Wahl stehen folgende Möglichkeiten: Ein System verpflichtender Eigenvorsorge, das beitragsorientiert gestaltet ist und entweder dezentralisiert von Versicherungsgesellschaften (wie in Lateinamerika und Osteuropa) oder zentral von öffentlich-rechtlichen Körperschaften (Hongkong, Singapur) verwaltet wird; der verpflichtende Beitritt zu einem Betriebspensionssystem, das beitragsorientiert organisiert ist (Australien, Schweiz); oder eine Umstellung auf beitragsorientierte, umlagefinanzierte Pensionskonten (Schweden, Italien, Polen), bei denen die Pensionen auf Grundlage der Lebenserwartung indiziert werden. Welches Modell am besten geeignet ist, hängt von den jeweiligen nationalen Verhältnissen ab (Davis, 1998a). Mit Blick auf die EU-Länder erscheint uns das in der Schweiz und in Australien angewandte Modell beitragsorientierter betrieblicher Vorsorgepläne von Vorteil, da diese geringere Gebühren berechnen als Einzelfonds, effizienter investieren als staatlich verwaltete Systeme (Davis, 1998b) und im Gegensatz zu den nach dem Umlageverfahren verwalteten beitragsorientierten Pensionskonten die kapitalgedeckte Vorsorge forcieren. Ein Problem beitragsorientierter betrieblicher Fonds besteht darin, dass die Portfoliostrukturierung in den Händen der Arbeitgeber, das Risiko aber bei den Arbeitnehmern liegt, sodass den Ersteren möglicherweise der nötige Anreiz zur Optimierung der Investitionen fehlt.

Alternativ zu einem radikalen Umbau des Systems können auch die Parameter des bestehenden Pensionssystems geändert werden. Im Fall umlagefinanzierter Systeme könnten diese Reformen eine Anhebung des Pensionsantrittsalters, Änderungen der Indexierungsregeln, die Reduktion der Ersatzquote, die Ausweitung der Beitragsperiode und generell eine Verminderung der Anreize für Frühpensionierungen beinhalten. Das Problem vorgezogener Pensionierungen ist in der EU ein brisantes Thema, da die Erwerbsbeteiligung älterer Bevölkerungsgruppen generell bedeutend geringer ist als in den USA und in Japan. Die Tragfähigkeit umlagefinanzierter Pensionssysteme würde sich schon deutlich verbessern, wenn eine Erwerbsbeteiligung bis zum gesetzlichen Pensionsantrittsalter durchgesetzt werden würde. Auch ein Abbau der Privilegien der öffentlich Bediensteten, Einschränkungen bei Berufsunfähigkeitspensionen und bei der Anrechenbarkeit von Ausbildungszeiten würden die Finanzierbarkeit nicht kapitalgedeckter staatlicher Pensionssysteme erleichtern. Die EU-Länder begannen in den letzten Jahren mit der Umsetzung einiger dieser Ansätze, allerdings in den meisten Fällen ohne eine radikale Kürzung der Leistungszusagen der umlagefinanzierten Systeme. Bei kapitalgedeckten Vorsorgesystemen sind im Rahmen parametrischer Reformen eine Lockerung der Anlagebeschränkungen, höhere Steuerbegünstigungen sowie die Schaffung der Möglichkeit, aus der einkommensabhängigen staatlichen Pflichtversicherung auszustiegen (wie im Vereinigten Königreich und in Japan) vorstellbar. Alle diese Maßnahmen würden zur Entlastung der staatlichen Sozialversiche-

rungssysteme beitragen. Eine andere Möglichkeit bestünde darin, dass die öffentliche Hand ihre „Nachfragemacht“ für den Kauf von Vermögensverwaltungsdienstleistungen zu Gunsten von Privatpersonen nutzt. Dieses System, das den Versicherten – abgesehen von wesentlich geringeren Gebühren – erlaubt, Fonds nach eigenen Präferenzen zu wählen, gibt es in Schweden. Ferner ist die Einrichtung eines Reservefonds zur Stützung des umlagefinanzierten Systems denkbar, wie etwa in Frankreich debattiert. Aber ein Reservefonds ist nur sinnvoll, wenn die Mittel in privatwirtschaftlichen Vermögenswerten angelegt werden. Werden sie in Staatsanleihen investiert, wie in den USA und in Japan, so erzielt man ein wirtschaftlich in etwa dem Umlageverfahren vergleichbares Ergebnis.

Eine entscheidende Frage in Europa ist, ob die Regierungen letztlich bereit sind, ausreichend radikale und grundlegende Reformen durchzusetzen, die notwendig sind, um im Fall einer Gefährdung der finanziellen Tragfähigkeit der Systeme Budgetproblemen und finanzieller Instabilität vorzubeugen. Daher soll nun auf die Zukunft von Pensionssystemen und ihre Auswirkungen auf die Stabilität der Wirtschaft und des Finanzsystems eingegangen werden.

7 Finanzmärkte und Pensionssysteme der EU in der Überalterungsphase

Die Überalterung – die in Europa vor allem in OECD-Ländern ein akutes Problem darstellt – wird auf den Finanzmärkten der EU bedeutende Preis- und Mengeneffekte auslösen. Wie bei Davis (2002c) erörtert, dürfte sich der Überalterungsprozess sowohl in Ländern, die überwiegend beim umlagefinanzierten System bleiben, als auch in Ländern, die kapitalgedeckte Vorsorgepläne einführen, – also generell – auf die Finanzmarktstabilität auswirken. Damit wird dieser Aspekt zweifellos äußerst relevant für die Notenbanken. Die Überalterung wird an keinem System spurlos vorübergehen, aber die Problematik ist in umlagefinanzierten Systemen wesentlich ernster.

Wenn man zunächst die allgemeinen Auswirkungen des Überalterungsprozesses betrachtet, so kann davon ausgegangen werden, dass die Sparquote in den nächsten Jahren steigen wird, da die Babyboom-Generation in die stärkste Sparphase kommt. Ähnlich wie in Japan in den Achtziger- und Neunzigerjahren könnte es in der EU dadurch zu Außenhandelsüberschüssen und einem Verlust der Wettbewerbsfähigkeit auf Grund einer Aufwertung der Währung kommen. Die Konzentration des Engagements der Pensionsfonds auf die nationalen Märkte auf Grund bestehender Unsicherheiten würde diese Effekte zusätzlich verstärken. Diese Entwicklung könnte zu einem Liquiditätsüberhang und auf makroökonomischer Ebene zu einer Politik der lockeren Zügel führen (wobei ein struktureller Überschuss für einen zyklischen gehalten werden könnte). Dadurch könnte (wie schon in Japan beobachtet) eine Finanzblase entstehen, deren Deflationierung zur Instabilität auf den Finanzmärkten führt. Mit dem Pensionsantritt der Babyboom-Generation könnte in weiterer Folge ein Zahlungsbilanzdefizit einschließlich einer von einer Bankenkrise begleiteten Währungskrise entstehen. Ein Übergreifen auf die Volkswirtschaften der Emerging Markets, angeheizt durch Mittelflüsse von EU-Pensionsfonds und anderen institutionellen Anlegern, ist in diesem Szenario ebenfalls vorstellbar.

Die Risiken umlagefinanzierter Systeme lassen sich am besten am Extremfall von Ländern darstellen, die keine Reformen durchführen. Diese Risiken sinken in dem Maß, in dem die vorher skizzierten Reformen umgesetzt werden. Ein Aspekt ist, dass die Unsicherheit in Bezug auf die zukünftige Pensionsfinanzierung in einem nicht reformierten System notwendigerweise mit verstärktem Vorsorgespüren einhergeht. Wenn diese Mittelflüsse ins Bankensystem gehen, kann dies, wie in Japan, zu einer Unterbewertung des Risikos auf nationalen Kreditmärkten oder internationalen Interbankenmärkten führen. Lebensversicherer könnten auf Investitionen in hoch verzinsliche Anleihen und Immobilien ausweichen, und eine erhöhte Anfälligkeit gegenüber Kreditzyklen entwickeln.

Was die fiskalischen Effekte als solche betrifft, ist im Fall einer Steuerfinanzierung der Überalterungsphase (das heißt einer starken Anhebung der Beitragssätze) mit erheblichen wirtschaftlichen Schwierigkeiten verbunden mit Kreditausfällen und einem Preisverfall bei Vermögenswerten zu rechnen, deren Ausmaß im Voraus kaum korrekt abgeschätzt werden kann. Teils als Ursache, teils als Folge dieser Probleme droht eine Abwanderung von Kapital und Arbeitskräften aus den betreffenden Ländern. Im Fall einer Anleihefinanzierung (das heißt wenn die Regierungen bei Druck auf das umlagefinanzierte System Defizite anhäufen) besteht die Gefahr eines starken Anstiegs der langfristigen Zinsen, einer Verschlechterung der Länderratings sowie von Verdrängungseffekten und einer Rezession. Dadurch entsteht für die Kreditgeber die Gefahr umfangreicher Kreditausfälle (es sei angemerkt, dass die Mehrzahl der Finanzkrisen der Vergangenheit – wie z. B. in Italien – vor dem Hintergrund nicht liberalisierter Bankensysteme entstanden sind und daher keine zufrieden stellenden Rückschlüsse hinsichtlich der zu erwartenden Auswirkungen zulassen). In diesem Umfeld wäre die Rekapitalisierung von Problembanken durch den Staat nur eingeschränkt möglich, und letztlich wäre mit einer Zahlungsunfähigkeit der öffentlichen Haushalte zu rechnen, die sich in einer Art Schneeballeffekt ausbreiten und die Länder dazu verleiten könnte, die Notenpresse in Gang zu setzen und die WWU zu verlassen. Die Pensionsproblematik ist zweifellos die am schwierigsten einschätzbare Herausforderung für die gemeinsame europäische Währung.

Wenngleich weniger markant als im umlagefinanzierten System, so schaffen doch auch kapitalgedeckte Pensionssysteme eine Reihe neuer Risikofaktoren. Was das von institutionellen Anlegern ausgehende Risiko betrifft, sollte eine von einem umfangreichen institutionellen Sektor geprägte Finanzstruktur starke stabilisierende Eigenschaften aufweisen, darunter eine plausible Bewertung von Vermögenswerten, Liquidität, Transparenz und Marking-to-Market, wodurch Solvenzrisiken frühzeitig erkannt werden und ein Sicherheitsnetz gegen Moral Hazard geschaffen wird. Außerdem profitiert der Unternehmenssektor von der Wahlmöglichkeit zwischen unterschiedlichen Formen der Finanzintermediation, wobei die Rentenmärkte im Fall von Krisen im Bankensektor eine alternative Finanzierungsquelle darstellen (Davis, 2001b).

Allerdings könnten in einem von institutionellen Anlegern und der Kapitalmarktfinanzierung dominierten Finanzsystem eine Reihe bisher wenig beachteter Risiken eine Rolle spielen, deren sich die Finanzaufsicht bewusst sein sollte: Einer dieser Risikofaktoren ist die durch ausgeprägte Änderungen

in der Erwartungshaltung und bei den Portfolioumschichtungen verursachte extreme Preisvolatilität (wie der Zusammenbruch von 1987 und die WKM-Krise). Ein anderer besteht in der Möglichkeit einer nachhaltigen Liquiditätskrise und dem Einbruch der Emissionstätigkeit nach umfangreichen Portfolioumschichtungen (wie anlässlich der Russland- und LTCM-Krise). Beide Formen stellen für die Volkswirtschaften der Emerging Markets, den Banken- und Nichtbankensektor und möglicherweise die institutionellen Anleger selbst – etwa auf Grund des Kreditrisikos im Immobilienzyklus – eine Bedrohung dar.

Ebenso lässt der mit dem Überalterungsprozess einhergehende Vermögensauf- und -abbau das Risiko hoher Schwankungen in der Bewertung von Vermögenswerten entstehen. Zum Teil wurden die Auswirkungen von Mittelumschichtungen institutioneller Investoren auf das Kursniveau auf den Aktienmärkten in den Neunzigerjahren bereits beschrieben (Shiller, 1999). Blasen auf Anleihe-, Immobilien- und Aktienmärkten könnten auch in Zukunft wieder entstehen. Wie bereits erwähnt sind in diesem Fall vor allem die Volkswirtschaften der Emerging Markets von einer von OECD-Ländern ausgehenden Destabilisierung durch Mittelumschichtungen institutioneller Investoren bedroht. Schließlich könnte es im Rahmen des Überalterungsprozesses auch zu einem Preisverfall bei Vermögenswerten kommen, wie Grafik 1 (Davis und Li, 2003) illustriert, die den im Zeitraum 1950 bis 1999 beobachteten Zusammenhang zwischen den Aktienkursen und der demografischen Entwicklung ins 21. Jahrhundert projiziert. Laut dieser Studie ist im Rahmen der Überalterung ab dem Jahr 2020 mit einem Rückgang der Aktienkurse bei gleichzeitigem Anstieg der Anleiherenditen zu rechnen. Zu den Ursachen dieser Entwicklung zählen die mit der abnehmenden Erwerbsbevölkerung sinkende reale Kapitalrendite, ein Rückgang der Spartätigkeit (da die Ansparphase der Babyboom-Generation ausläuft), der sich auf das Realzinsniveau bzw. die Risikoprämien auswirkt, sowie eine Verlagerung von Aktien auf Anleihen. Die Volkswirtschaften der Emerging Markets, wo der Überalterungsprozess später zu greifen beginnt, könnten die innerhalb der OECD abgestoßenen Aktien und Anleihen rein theoretisch „aufkaufen“, sind dazu aber möglicherweise nicht in der Lage.

8 Schlussfolgerungen

Zusammenfassend wird in der vorliegenden Studie aufgezeigt, dass das Wachstum der Pensionsfonds und die WWU zu wesentlichen Veränderungen auf den Finanzmärkten der EU führen und diese in manchen Aspekten dem anglo-amerikanischen System näher rücken lassen. Auf EU-Ebene sind regulatorische Reformen erforderlich, um die Implementierung kapitalgedeckter Vorsorgesysteme zu erleichtern; wichtiger aber ist, dass auf nationaler Ebene grundlegende Reformen durchgesetzt werden. Dazu steht eine Reihe von Reformationsoptionen zur Verfügung, die jedoch sorgfältig auf die jeweilige nationale Situation zugeschnitten werden müssen. Die Auswirkungen der Überalterung auf die Finanzmarktstabilität unterstreichen die Notwendigkeit einer allmählichen Verlagerung von umlagefinanzierten zu kapitalgedeckten Systemen, wobei jedoch auch die Risiken der Letzteren im Auge behalten werden müssen. Wie der Autor betont, sollten die Reformen auf die Schaffung eines diversifi-

zierten Systems abzielen. Damit könnten die politischen und demografischen Risiken des umlagefinanzierten Systems und die Marktrisiken des kapitalgedeckten Systems einander die Waage halten.

Literaturverzeichnis

- Bos, E. 1994.** World Population Projections 1994–95. Washington D.C.: Weltbank.
- CEPS. 2003.** Obstacles to Pan-European Asset Management. Report of a Task Force. Brussels: Centre for European Policy Studies.
- Dang T. T., P. Antolin und H. Oxley. 2001.** Fiscal Implications of Ageing: Projections of Age-Related Spending. Economics Department Working Paper 305. Paris: OECD.
- Davis, E. P. 1997.** Répartition, Capitalisation et Sécurité des Régimes de Retraite. *Economie Internationale* 72. 91–105.
- Davis, E. P. 1998a.** Policy and Implementation Issues in Reforming Pension Systems. London: European Bank for Reconstruction and Development. Working Paper 31.
- Davis, E. P. 1998b.** Investment of Mandatory Funded Pension Schemes. In: Turner, J. und D. Latulippe (Hrsg.). *Funding of Social Security Pensions*. International Labour Office.
- Davis, E. P. 1999.** Institutionalisation and EMU. *International Finance* 2. 33–61.
- Davis, E. P. 2001a.** Presentation on the Proposed Directive on Institutions for Occupational Retirement Provision. Präsentation vor dem Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments im Februar 2001, www.geocities.com/e_philip_davis/eu-pensions.htm.
- Davis, E. P. 2001b.** Multiple Avenues of Intermediation, Corporate Finance and Financial Stability. Working Paper 01/115. Washington D.C.: Internationaler Währungsfonds.
- Davis, E. P. 2002a.** Prudent Person Rules or Quantitative Restrictions? The Regulation of Long Term Institutional Investors' Portfolios. In: *Journal of Pension Economics and Finance* 1, 157–191.
- Davis, E. P. 2002b.** Institutional Investors and Corporate Governance. *Economic Systems* 26. 203–229.
- Davis, E. P. 2002c.** Ageing and Financial Stability. In: Herrmann, H. und A. Auerbach (Hrsg.). *Ageing and Financial Markets*. Springer Verlag – Deutsche Bundesbank.
- Davis, E. P. 2002d.** Le Secteur Européen de la Gestion des Pensions. *Revue d'économie financière* 68.
- Davis, E. P. 2003.** Comparing Bear Markets, 1973 und 2000. In: *National Institute Economic Review* 183. 78–89.
- Davis, E. P. und C. Li. 2003.** Demographics and Financial Asset Prices in the Major Industrial Economies. Brunel University Working Paper 03–07.
- Davis, E. P. und B. Steil. 2001.** *Institutional Investors*. MIT Press.
- ESFRC. 2002.** Takeover Bids in Europe. Statement Nr. 13 des European Shadow Financial Regulatory Committee. Präsentation in Kopenhagen am 4. Februar 2002.
- McKinsey. 2000.** Asset Management in Europe. *The McKinsey Quarterly*, Nr. 2: Europa. 8–11.
- Schwarz, A. und A. Demirguc-Kunt. 1999.** Taking Stock of Pension Reforms Around the World. World Bank Social Protection Discussion Paper 9917.
- Shiller, R. 1999.** *Irrational Exuberance*. Princeton University Press.
- Watson Wyatt. 2000a.** *Global Investment Review 2000*. Watson Wyatt Co.
- Watson Wyatt. 2000b.** *Benefits Report Europe, USA und Kanada*. Watson Wyatt Co.

Anhang

Tabelle 1

Forderungen institutioneller Anleger (gemessen am BIP)

	1970	1980	1990	2000	Veränderung 1970 bis 2000
Vereinigtes Königreich	0'42	0'37	1'02	1'93	1'51
USA	0'41	0'47	0'79	1'62	1'21
Deutschland	0'12	0'20	0'33	0'84	0'71
Japan	0'15	0'21	0'58	1'03	0'88
Kanada	0'32	0'32	0'52	1'10	0'79
Frankreich	0'07	0'12	0'52	1'20	1'13
Italien	0'07	0'06	0'15	0'76	0'69
G-7	0'23	0'25	0'56	1'21	0'99
Angelsächsische Länder	0'39	0'39	0'78	1'55	1'17
Europa und Japan	0'11	0'15	0'40	0'96	0'85

Quelle: Nationale GFR-Daten.

Tabelle 2

Größenordnung des Finanzsektors

(Forderungen des Finanzsektors gemessen am BIP)

	1970	1980	1990	2000	Veränderung 1970 bis 2000
Vereinigtes Königreich	4'7	4'9	8'9	11'0	6'2
Vereinigtes Königreich ohne Euromärkte	4'7	4'2	7'9	9'7	5'0
USA	4'1	4'1	5'9	8'4	4'4
Deutschland	2'9	3'6	4'7	7'9	5'0
Japan	3'8	5'1	8'5	11'9	8'1
Kanada	4'7	5'1	5'8	6'6	2'0
Frankreich	4'4	4'8	6'9	11'4	7'0
Italien	3'4	3'9	4'3	7'1	3'7
G-7	4'0	4'4	6'3	9'0	5'0

Quelle: Nationale GFR-Daten.

Tabelle 3

Finanzintermediationsquote

(Forderungen von Finanzintermediären gemessen am Gesamtvolumen)

	1970	1980	1990	2000	Veränderung 1970 bis 2000
Vereinigtes Königreich	0'32	0'42	0'47	0'58	0'26
Vereinigtes Königreich ohne Euromärkte	0'32	0'34	0'40	0'52	0'20
USA	0'33	0'37	0'34	0'44	0'11
Deutschland	0'44	0'45	0'43	0'45	0'01
Japan	0'39	0'42	0'42	0'52	0'14
Kanada	0'29	0'34	0'37	0'47	0'18
Frankreich	0'34	0'62	0'41	0'39	0'05
Italien	0'36	0'32	0'31	0'35	-0'01
G-7	0'35	0'41	0'38	0'45	0'10

Quelle: Nationale GFR-Daten.

Tabelle 4

Intermediationsquote der Banken und institutionellen Anleger

(Anteil der Banken und institutionellen Anleger an den Forderungen der Finanzintermediäre)

		1970	1980	1990	2000	Veränderung 1970 bis 2000
Vereinigtes Königreich	Banken	0'58	0'64	0'55	0'44	-0'13
	Institutionelle Anleger	0'28	0'26	0'32	0'38	0'10
USA	Banken	0'58	0'58	0'42	0'21	-0'37
	Institutionelle Anleger	0'31	0'31	0'40	0'44	0'13
Deutschland	Banken	0'84	0'86	0'83	0'73	-0'12
	Institutionelle Anleger	0'10	0'12	0'17	0'23	0'14
Japan	Banken	0'45	0'36	0'38	0'24	-0'21
	Institutionelle Anleger	0'10	0'10	0'16	0'17	0'06
Kanada	Banken	0'45	0'55	0'44	0'38	-0'07
	Institutionelle Anleger	0'23	0'19	0'25	0'35	0'12
Frankreich	Banken	0'94	0'68	0'82	0'65	-0'29
	Institutionelle Anleger	0'05	0'04	0'19	0'27	0'22
Italien	Banken	0'98	0'98	0'95	0'64	-0'34
	Institutionelle Anleger	0'06	0'05	0'11	0'31	0'25
G-7	Banken	0'69	0'66	0'63	0'47	-0'22
	Institutionelle Anleger	0'16	0'15	0'23	0'31	0'15

Quelle: Nationale GFR-Daten.

Tabelle 5

Relativer Umfang der institutionellen Sektoren in der EU im Jahr 2000

	Pensions- fonds	Investment- fonds	Versiche- rungs- unternehmen
	in % des BIP		
Belgien	6	30	42
Dänemark	24	20	78
Deutschland	16	12	43
Griechenland	4	25	1
Spanien	7	30	13
Frankreich	7	55	61
Irland	51	144	45
Italien	3	39	21
Luxemburg	1	3.867	117
Niederlande	111	25	65
Österreich	12	40	24
Portugal	12	16	20
Finnland	9	10	57
Schweden	57	34	90
Vereinigtes Königreich	81	27	107

Quelle: CEPS (2003).

Tabelle 6

Europäische Pensionsfonds – Portfoliostrukturierung im Jahr 2000						
Land	Aktien	Renten	Immobilien	Geldmarkt- papiere und kurzfristige Papiere	Sonstige	Nicht veranlagt
Belgien	49,9	40,4	3,9	4,3	1,7	0,0
Dänemark	32,4	47,9	4,4	1,7	13,7	0,0
Deutschland	6,6	12,7	1,2	0,3	0,0	79,3
Griechenland	12,2	54,6	7,7	25,5	0,0	0,0
Spanien	12,5	36,1	2,7	11,1	7,2	30,4
Frankreich	14,8	34,7	4,0	1,3	1,1	44,0
Irland	64,4	22,1	6,6	4,5	2,4	0,0
Italien	4,9	30,6	10,9	1,0	29,8	22,8
Luxemburg	27,4	48,5	0,2	23,8	0,0	0,0
Niederlande	42,0	47,0	10,1	0,9	0,0	0,0
Österreich	9,7	19,4	0,3	1,3	1,6	67,6
Portugal	29,3	48,4	7,3	11,0	3,9	0,0
Finnland	39,0	38,1	13,6	9,3	0,0	0,0
Schweden	34,0	42,2	6,2	0,6	0,1	16,9
Vereinigtes Königreich	71,0	21,0	3,0	5,0	0,0	0,0
EU-15	47,8	27,0	4,4	3,2	0,8	16,8
Schweiz	25,4	47,8	13,2	9,2	4,5	0,0

Quelle: European Federation for Retirement Provision.

Tabelle 7

Portfoliobeschränkungen bei Pensionsfonds in der EU und in der Schweiz	
Belgien	> 15% Regierungsanleihen
Dänemark	Bestimmungen der Dritten EU-Lebensversicherungs-Richtlinie, 80% Währungkongruenz
Frankreich	> 50% EU-Regierungsanleihen
Deutschland	< 35% EU-Aktien, < 25% EU-Immobilien, < 6% Nicht-EU-Aktien, < 6% Nicht-EU-Anleihen, < 20% ausländische Kapitalanlagen insgesamt, > 70% Währungkongruenz
Italien	< 20% liquide Kapitalanlagen, < 50% nicht notierte OECD-Wertpapiere, < 5% Nicht-OECD-Wertpapiere, > 30% Währungkongruenz
Portugal	< 40% ausländische Aktien
Schweiz	< 50% Immobilien, < 30% Schweizer Aktien, < 30% ausländische Anleihen, < 25% ausländische Aktien

Quelle: CEPS (2003); die deutschen Regelungen beziehen sich auf Versicherungsunternehmen und Pensionskassen; durch die jüngste Rentenreform wurden nun auch Pensionsfonds eingeführt, für die der Vorsichtsprinzip gilt.

Tabelle 8

Wettbewerb unter Vermögensverwaltungsgesellschaften – Markteintrittsbarrieren							
Antworten von 1 (unwichtig) bis 5 (sehr wichtig)	5	4	3	2	1	Mittelwert	Antwortquote in %
Ruf der bestehenden Institutionen	20	48	20	2	11	3,63	64
Kundenbeziehungen der bestehenden Institutionen	29	38	18	4	11	3,69	64
Vertriebskanäle/Vermarktungsnetze der bestehenden Institutionen	40	36	13	0	11	3,93	64
Expertise/technische Einrichtungen bestehender Institutionen	7	33	35	13	13	3,07	64
Geringere Stückkosten bestehender Institutionen	7	7	50	17	16	2,48	61
Kapital- oder Marketingkosten	4	28	43	13	13	2,98	63
Lokale Marktkenntnis bestehender Institutionen	15	38	28	6	13	3,36	65
Etablierte Anlegerpräferenzen	11	38	34	9	9	3,34	65
Regulatorische Barrieren	13	24	31	18	13	3,07	63

Quelle: Davis und Steil (2001).

Tabelle 9

Performance europäischer Vermögensverwaltungsgesellschaften

	Betriebsgewinn	Nettoertrag	Gesamtkosten	Zusatzanmerkung: in % der Publikumsfonds	Zusatzanmerkung: Fondsverwaltungs- kosten bei Aktien- fonds (Basispunkte)
Benelux-Länder	19	32	13	53	4,6
Frankreich	19	32	13	40	5,7
Deutschland	9	23	14	31	5,7
Iberische Länder	42	53	11	74	3,7
Italien	35	48	13	94	5,8
Vereinigtes Königreich	11	28	17	21	5,8

Quelle: McKinsey (2000).

Tabelle 10

Gebühren für ein ausgewogenes 100-Millionen-USD-Portfolio

	Gebühren (Basispunkte)
Irland	18
Niederlande	18
Deutschland	27
Vereinigtes Königreich	27
Frankreich	32
Schweiz	40
Zusatzanmerkung: USA	46

Quelle: Watson Wyatt (2000).

Tabelle 11

Angeleichung der Finanzmarktstruktur an den US-Markt?

	Aktien (Marktkapitalisierung)		Regierungsanleihen		Privatanleihen		Bankvermögen		Gesamt		Institutionelle Anleger	
	in Mrd USD	in % des BIP	in Mrd USD	in % des BIP	in Mrd USD	in % des BIP	in Mrd USD	in % des BIP	in Mrd USD	in % des BIP	in Mrd USD	in % des BIP
EU-15	5.093	62	3.298	40	1.963	24	11.695	134	1.223	14	5.962	71
EU-11	5.733	82	2.846	41	1.828	26	9.246	133	0	0	5.890	86
Belgien	173	69	42	17	15	6	657	253	522	201	234	87
Dänemark	127	75	46	27	73	43	65	36	32	18	135	78
Deutschland	2.024	88	1.253	57	315	14	2.893	127	433	19	2.395	99
Griechenland	104	95	7	6	59	60	15	12	173	143	x	x
Spanien	528	80	353	53	341	53	554	99	320	57	605	107
Frankreich	1.278	80	802	51	382	24	2.235	132	271	16	1.082	70
Irland	41	63	35	53	19	57	113	156	9	13	x	x
Italien	1.004	93	247	23	249	23	1.173	96	49	4	1.394	125
Luxemburg	12	64	15	90	0	1	590	3.552	592	3.566	341	1.797
Niederlande	51	14	146	40	154	42	498	131	171	45	52	13
Österreich	224	102	131	61	58	27	354	160	38	17	258	110
Portugal	79	89	40	45	36	40	149	139	41	38	114	111
Finnland	74	64	59	50	33	28	45	37	121	98	120	95
Schweden	50	20	90	36	13	5	79	32	2	1	67	29
Vereinigtes Königreich	344	29	723	60	504	42	2.267	180	1.399	111	188	17

Quelle: Davis und Steil (2001). x = nicht verfügbar.

Tabelle 12

Geschätzter Altenquotient			
	2000	2020	2040
Belgien	28'1	35'6	51'3
Dänemark	24'1	33'7	44'5
Deutschland	26'0	36'3	54'7
Griechenland	28'3	35'8	51'4
Spanien	27'1	33'1	55'7
Frankreich	27'2	35'9	50'0
Irland	19'4	24'5	36'0
Italien	28'8	39'7	63'9
Luxemburg	23'4	31'0	45'4
Niederlande	21'9	32'6	48'1
Österreich	25'1	32'4	54'5
Portugal	25'1	30'3	43'1
Finnland	24'5	38'9	47'4
Schweden	29'6	37'6	46'7
Vereinigtes Königreich	26'4	32'0	47'0

Quelle: Bos et al. (1994).

Tabelle 13

Geschätzte Pensionskosten					
	2000	2020	2040	Veränderung zum Höchst- wert	Zusatz- anmerkung: Ersatzrate
	<i>in % des BIP</i>				
Belgien	9'3	10'4	13'0	3'7	58-45
Dänemark	10'2	14'0	13'9	4'5	45-43
Deutschland	10'3	10'6	14'4	4'3	93-37
Griechenland	..	..	..	..	70-48
Spanien	9'4	10'2	16'3	8'3	94-63
Frankreich	12'1	15'0	15'8	3'9	67-51
Irland	4'6	6'7	8'3	4'4	53-21
Italien	14'2	14'9	15'7	1'7	78-75
Luxemburg	..	..	..	..	87-76
Niederlande	7'9	11'1	14'1	6'2	76-31
Österreich	14'5	15'7	17'0	3'1	70-70
Portugal	9'8	14'4	15'8	6'2	74-74
Finnland	11'3	14'0	16'0	4'7	60-59
Schweden	9'0	10'2	10'7	1'7	63-50
Vereinigtes Königreich	5'1	4'4	4'4	0'0	60-33

Quelle: Dang et al. (2001).

Tabelle 14

Ertrag bei kapitalgedeckten und umlagefinanzierten Systemen

von 1970 bis 1995

	Realer Ertrag/ Risiko	50-50 Anleihen/ Aktien	Globales Portfolio	Durchschnitts- ertrag, real
Australien	1'8	35	6'1	1'0
Kanada	-11'4	-17'5	-18'2	-3'4
Dänemark	4'8	40	7'1	1'3
Deutschland	-10'0	-12'1	-14'7	-2'4
Japan	5'0	6'1	3'7	2'4
Niederlande	-11'1	-19'0	-18'5	-3'5
Schweden	6'0	6'4	3'9	2'7
Schweiz	- 5'9	-17'7	-18'4	-2'7
Vereinigtes Königreich	4'4	6'1	6'9	2'4
USA	-10'2	-16'9	-16'0	-3'0
	4'6	5'5	4'8	1'4
	- 6'0	-18'3	-14'7	-2'6
	2'0	8'0	6'3	1'4
	-13'1	-20'1	-14'8	-3'5
	1'7	2'4	3'7	1'5
	- 7'5	-18'1	-17'0	-2'1
	5'9	4'7	5'9	2'8
	-12'8	-15'4	-15'0	-2'3
	4'5	4'4	7'5	0'2
	-11'8	-13'3	-15'2	-1'9

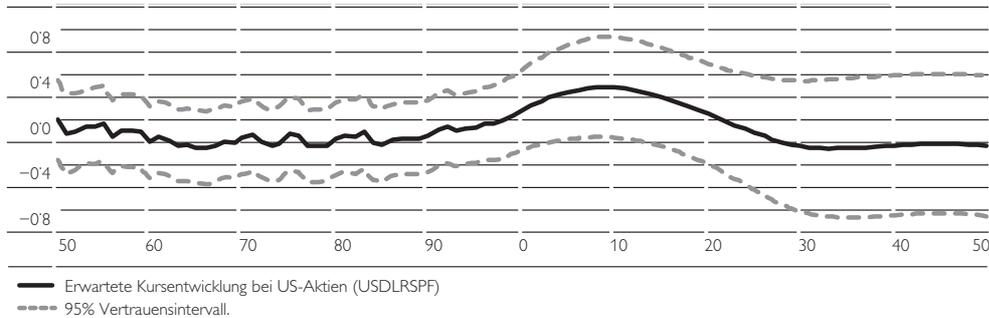
Quelle: Davis (2002a).

Grafik 1

Erwartete Preisentwicklung bei Vermögenswerten

basierend auf demografischen Schätzungen für die USA

Transaktionen in Mio EUR



Quelle: Davis und Li (2003).

Kommentar zur Studie „Pensionsfonds und die europäischen Finanzmärkte“

Josef Zechner¹⁾

Meine Stellungnahme gliedert sich wie folgt: Einleitend fasse ich einige der wichtigsten Resultate der Studie von E. Philip Davis zusammen. Danach fasse ich einige Anmerkungen zur vorliegenden Studie zusammen und schließe meine Diskussion mit einer Reihe von Kommentaren zu Fragestellungen, die in der Studie nicht direkt angesprochen werden: 1. Schwächen im Produktdesign von Pensionsfonds, 2. unzureichende Corporate Governance innerhalb der Pensionsfonds und 3. Probleme hinsichtlich der Regulierung/Beaufsichtigung von Pensionsfonds.

Wichtige Resultate

Im ersten Kapitel konzentriert sich die Studie von E. Philip Davis auf die Risiken der nicht kapitalgedeckten Systeme. Davis unterscheidet in seiner Analyse drei alternative Szenarien: 1. Ausbleiben nennenswerter Pensionsreformen, 2. Finanzierung künftiger Pensionsverbindlichkeiten über Steuern und 3. Anleihenfinanzierung der anfallenden Verbindlichkeiten. Wie die Studie unterstreicht, stellen im Szenario 1. nachteilige Effekte auf die Qualität der Kreditportfolios der Banken und der Anleihenportfolios der Versicherer einen bedeutsamen Risikofaktor dar, da die Unterlassung von Reformen hohe Risiken für die Wirtschaftsentwicklung im Allgemeinen mit sich bringt. Eine wahrscheinliche Folge von Szenario 2. ist ein genereller Wettbewerbsverlust der betreffenden Volkswirtschaft und damit einhergehend ein Anstieg des Bonitätsrisikos und ein Preisverfall bei Vermögenswerten. Schließlich impliziert Szenario 3. das Risiko von Zinserhöhungen, einer Verschlechterung des Bonitätsratings, des Crowding Out von Firmen- und Privatkrediten und einer generellen Budgetkrise.

In kapitalgedeckten Systemen wiederum können eine Reihe unterschiedlicher Risiken entstehen. Die wachsende Bedeutung institutioneller Anleger kann auf Grund von Änderungen in der Erwartungshaltung zu extremen Preisschwankungen und durch Herdenverhalten zu einem Zusammenbruch der Marktliquidität führen. Mit der Umschichtung von Ersparnissen zu Pensionsfonds ist möglicherweise auch die Liquidität von Kreditinstituten gefährdet; außerdem könnte die Gefahr einer Entstehung von Bubbles auf Aktien-, Anleihe- und Immobilienmärkten zunehmen, möglicherweise gefolgt von einem Preisverfall von Vermögenswerten im Zuge der Bevölkerungsüberalterung.

Allgemeine Anmerkungen

Die Studie von E. Philip Davis bietet eine äußerst fundierte und umfassende Darstellung der möglichen Auswirkungen der Überalterung auf die Finanzmärkte der Europäischen Union. Sie befasst sich folglich mit einer hoch relevanten Problematik, die von Politikern und Finanzaufsichtsinstitutionen ernst genommen werden sollte. Meine Kommentare sind nicht als Kritik an der Studie von E. Philip Davis zu sehen, sondern vielmehr als ergänzende Vorschläge. Ich möchte drei mögliche Schwächen des kapitalgedeckten Systems, das zweifellos eine wichtige Säule eines jeden Altersversorgungssystems in den industrialisierten Ländern bilden wird, aufzeigen. Diese Schwächen sind ausnahmslos auf die folgenden Agency-Probleme innerhalb der Pensionsfonds zurückzuführen.

1 Universität Wien.

- Schwächen im Produktdesign,
- unzureichende Corporate Governance innerhalb der Institutionen,
- Probleme hinsichtlich der Regulierung/Aufsicht.

Schwächen im Produktdesign

Innerhalb der kapitalgedeckten Systeme beobachten wir einen starken Trend zu beitragsdefinierten Modellen. Dies impliziert, dass das Kursrisiko ausschließlich von den einzelnen Anlegern getragen wird. Ebenso werden Entscheidungen in Bezug auf die Strukturierung der Portfolios zunehmend den Anlegern überlassen. Es ist jedoch keineswegs klar, dass Angestellte, die in einen Pensionsfonds einzahlen, die notwendigen Voraussetzungen mitbringen, um erstens das volle Finanzmarktrisiko tragen und zweitens Entscheidungen im Hinblick auf die Portfoliostrukturierung treffen zu können. Die moderne Portfoliotheorie hat dynamische Portfoliostrukturierungsmodelle entwickelt, die dazu ausgelegt sind, das Risiko für den Anleger zu reduzieren, bestimmte Versicherungskomponenten mit einzubeziehen und Verhaltensmerkmale von Anlegern wie die „Habit Formation“ zu berücksichtigen. Die Mehrzahl der von den Pensionsfonds derzeit angebotenen Produkte ist nicht auf dynamischen Portfoliostrukturierungsmodellen aufgebaut (eine Erörterung derartiger Strategien findet sich bei Bodie, 2003).

Unzureichende Corporate Governance innerhalb der Institutionen

Da die Performance der Pensionsfondsmanager gewöhnlich vierteljährlich am Benchmark-Index gemessen wird, ist ein Trend zum Herdenverhalten zu beobachten. Nach der Übernahme von Mannesmann durch Vodafone, zum Beispiel, halten viele britische Pensionsfonds nun indirekt ursprüngliche Mannesmann-Aktien. Dies wäre nicht der Fall, wenn Vodafone von Mannesmann übernommen worden wäre.

Die internen Corporate-Governance-Strukturen sind nicht dazu angetan, Anreizprobleme der Fondsmanager zu korrigieren. Dies wird von einer aktuellen Studie über britische Treuhänder, die für die Beaufsichtigung der Arbeit der Fonds und die Einstellung von Fondsmanagern verantwortlich sind, veranschaulicht. Laut dieser Studie hatten 69% der Treuhänder weniger als zwei Tage Training absolviert; 49% bereiteten sich weniger als drei Stunden auf eine Fondssitzung vor (Franks et al., 2003).

Pensionsfonds und inländische Investitionen

Pensionsfonds investieren hauptsächlich in Wertpapiere, die in großen, meist internationalen Indizes vertreten sind.

Diese Tatsache hat Auswirkungen auf die Investitionstätigkeit mittelständischer Unternehmen (Mayer, 2001). Der österreichische Mittelstand finanziert sich vorwiegend über die Banken. Wenn aber Ersparnisse verstärkt in Pensionsfonds veranlagt werden und damit Spareinlagen von Banken verdrängen, ist es wichtig, dass Klein- und Mittelbetriebe alternativen Zugang zu diesen Ersparnissen bekommen. Investieren Pensionsfonds aber direkt in Klein- und Mittelbetriebe, so bringt dies natürlich komplizierte Bewertungsprobleme mit sich, da Klein- und Mittelbetriebe zumeist nicht börsennotiert sind.

Regulatorische Fragen

Schließlich müssen auch die Auswirkungen des regulatorischen Rahmens auf das Verhalten der Pensionsfondsmanager berücksichtigt werden. Zeitlich eng begrenzte Eigenmittelanforderungen und strikte Ertragsgarantien führen unter Umständen zu falschen Investitionsanreizen und zwingen die Pensionsfonds zu prozyklischen Strategien, wie etwa Aktien in einer Baisse abzustoßen. Eine interessante Problemstellung für weitere Forschungen besteht in einer Analyse der Effekte von Rechnungslegungsvorschriften und Bewertungsregeln auf die Entscheidungen der Portfoliomanager.

Ich möchte abschließend jedoch betonen, dass meine Kommentare nicht als Empfehlung gegen die Einführung eines kapitalgedeckten Altersvorsorgesystems zu interpretieren sind. Ganz im Gegenteil: Meiner Meinung nach wird die Zukunft einen Bedeutungszuwachs kapitalgedeckter Pensionssysteme mit sich bringen. Dies aber ist auch der Grund, warum wir verstärkte Bemühungen und Ressourcen auf die Analyse der diesen Systemen inhärenten, potenziellen Risiken verwenden müssen.

Literaturverzeichnis

- Bodie, Z. 2003.** Thoughts on the Future: Life Cycle Investing in Theory and Practice. Financial Analysts Journal 59(1). Jänner/Februar.
- Franks, J., C. Mayer und L. Correia da Silva. 2003.** Asset Management and Investor Protection: An International Analysis. Oxford University Press.
- Mayer, C. 2001.** Institutional Investment and Private Equity in the UK. Oxford Financial Research Centre Working Paper 2001-FE-10.

Löst der Ausbau der Kapitaldeckung das Pensionsproblem? Risikoaspekte in der Pensionsreformdiskussion

Daniel Eckert¹⁾

I Einleitung

In der gegenwärtigen Pensionsdiskussion wird immer wieder ins Treffen geführt, mit dem Ausbau der Kapitaldeckung ließe sich das demografisch bedingte Finanzierungsproblem staatlicher Pensionssysteme lösen. Letztlich wird eine Systemumstellung durch Aufrollung des Problems aus finanzökonomischer Perspektive mit dem Argument der Risikostreuung begründet, wie im Kapitel 2 gezeigt wird. Wie sich eine derartige Reform auf das Pensionssystem auswirkt, ist Gegenstand von Kapitel 3. Im Kapitel 4 geht es um die Auswirkungen auf das Finanzsystem und die Bewältigung nicht diversifizierbarer Risiken.

2 Aktuelle Diskussion über die Pensionsreform

2.1 Pensionsvorsorge als demografisches Problem und als Budgetproblem

Die ökonomische Fachdiskussion über die Pensionsreform hat eine lange Tradition; im Wesentlichen dreht sie sich um die Effizienz der staatlichen Pensionssysteme, wie sie in den meisten Ländern in der Zeit um den zweiten Weltkrieg eingeführt bzw. ausgebaut wurden – also in der Regel um Pensionssysteme nach dem Umlageverfahren, bei dem die laufenden Pensionszahlungen über die Sozialversicherungsbeiträge der erwerbstätigen Bevölkerung finanziert werden (ein Überblick findet sich bei Mulligan und Sala-i-Martin, 1999).

Die ökonomische Pensionsdiskussion wurde im Prinzip von Aaron (1966) (aufbauend auf einer bahnbrechenden Studie von Samuelson, 1958) in Gang gebracht, als er aufzeigte, dass die implizite Rendite der Sozialversicherungsbeiträge der Wachstumsrate der Lohnsumme entspricht. Seit damals hat sich ein ganzer Zweig der Fachliteratur mit der Frage nach den Effizienzbedingungen der verschiedenen Pensionssysteme beschäftigt. Eine der Hauptaussagen der Debatte, die auch Eingang in die Lehrbücher gefunden hat (siehe z. B. Romer, 2001), ist die Tatsache, dass das Umlagesystem dem Kapitaldeckungsverfahren bei dynamischer Ineffizienz der Wirtschaft Pareto-überlegen²⁾ ist.

Auf Grund der Tatsache, dass die implizite Rendite im Umlagesystem mit der Wachstumsrate der Lohnsumme begrenzt ist und damit in der Regel unter der Kapitalmarktrendite liegt, ist die Effizienz des Umlagesystems jedoch immer wieder in Frage gestellt worden. Diese Bedenken führten wiederholt zu Vorschlägen, durch das Ansparen und die Veranlagung von Kapital für die Pension vorzusorgen³⁾ (ein Überblick findet sich bei Feldstein und Liebman, 2001).

Allerdings stellen wiederum fundierte Äquivalenzaussagen den Gewinn aus einem Systemumstieg in Frage. Dabei zeigt sich nämlich, dass der Barwert des

1 *Institut für Finanzwissenschaft und Öffentliche Wirtschaft, Karl-Franzens-Universität Graz. Die Studie entstand während eines Forschungsaufenthalts des Autors in der Abteilung für volkswirtschaftliche Analysen der OeNB.*

2 *Dynamische Ineffizienz äußert sich in übermäßigem Sparen, wodurch die reale Rendite unter die BIP-Wachstumsrate sinkt. In diesem Fall liegt die implizite Rendite eines nach dem Umlageverfahren finanzierten Pensionssystems über der realen Rendite.*

3 *Im Englischen hat sich für die kapitalgedeckte Pensionsvorsorge die Bezeichnung funded eingebürgert. Es erscheint jedoch zweckmäßiger, von investment-based zu sprechen, besonders um das Kapitaldeckungssystem entsprechend von einem Umlagesystem abzugrenzen, das mit einem Budgetzuschuss gestützt wird, und zwar aus Mitteln eines Fonds, der ausschließlich – also nicht diversifiziert – in Staatspapieren angelegt ist, wie z. B. der amerikanische Social Security Trust Fund (zur Relevanz dieser Differenzierung siehe Geanakoplos et al., 1998).*

Einkommenszuwachses aller künftigen Generationen genau den Einkommens- einbußen der Übergangsgeneration entspricht. Deshalb besteht ein breiter Konsens darüber, dass mit dem Ausbau der Kapitaldeckung keine Pareto-Ver- besserung zu erzielen ist (für einen Überblick siehe Lindbeck und Persson, 2002).

Die Diskussion über den Ausbau der Kapitaldeckung bekam in den Neun- zigerjahren eine neue Dynamik, als vor dem Hintergrund der demografischen Entwicklung – der „Überalterungskrise“ (Weltbank, 1994; Holzmann und Stiglitz, 2001) – Bedenken über die Finanzierbarkeit der staatlichen Pensions- systeme aufkamen: Auf Grund der steigenden Lebenserwartung und sinkender Geburtenraten dürfte sich die *Altenquote* (definiert als Anteil der Bevölkerung über 65 an der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter) in den EU-Ländern von 24% im Jahr 2000 auf 49% im Jahr 2050 praktisch verdoppeln (WPA, 2001).

Die Durchschnittspension im Umlagesystem ergibt sich durch die einfache Formel $B = Cw/D$, wobei C für den Beitragssatz zur Sozialversicherung und w für den durchschnittlichen Lohn steht und die Pensionsbelastungsquote D als das Verhältnis der *Pensionsbezieher* zu den *Erwerbstätigen* definiert ist. In dieser vereinfachten Darstellung variieren die Pensionskosten (gemessen anhand des erforderlichen Beitragssatzes) direkt mit der Pensionsbelastungsquote.

Mit anderen Worten, je großzügiger das staatliche Pensionssystem, desto stärker wird es durch den Alterungsprozess belastet, wie der Beitrag des An- stiegs der Altenquote zu den Veränderungen der staatlichen Pensionsausgaben zwischen 2000 und 2050 zeigt (Tabelle 1).

Vor allem auf Grund der steigenden Altenquote dürften die staatlichen Pen- sionsausgaben in der EU von 10·4% des BIP im Jahr 2000 auf 13·3% des BIP im Jahr 2050 steigen. Ohne eine entsprechende Anhebung der Beitragssätze ließe sich das derzeitige Pensionsniveau nur über ein höheres Defizit des staatlichen Pensionssystems – also über ein höheres staatliches Defizit – finanzieren.

Tabelle 1

Ersatzquote, Pensionsbelastungsquote

und alterungsbedingte Budgetbelastung, 2000

	Ersatzquote	Pensions- belastungsquote 2000	Pensions- belastungsquote 2050	in % des BIP 2000	in % des BIP 2050	Alterungs- bedingte Budget- belastung (in Prozent- punkten des BIP)
Frankreich	84·0	27·2	50·8	12·1	15·8 ¹⁾	7·6
Deutschland	72·0	26·6	53·2	11·8	16·9	6·4
Italien	90·0	28·8	66·8	14·2	13·9	10·0
Niederlande	43·0	21·9	44·9	5·2	10·0	3·8
Vereinigtes Königreich	50·0	26·6	45·3	4·3	3·6	1·7
USA	54·6	21·7	37·9	4·4	6·2	2·4

Quelle: Dang, Antolin und Oxley (2001), Disney und Johnson (2001).

¹⁾ 2040.

Damit ist es wenig verwunderlich, dass laut einfachen Prognoseberechnun- gen für stilisierte EU-Staaten und OECD-Staaten die Pensionssysteme in der zweiten Hälfte des Prognosezeitraums 2000 bis 2050 auf Grund des alters- bedingten Anstiegs der Staatsausgaben unfinanzierbar werden (siehe WPA, 2001, und Dang et al., 2001). Demnach übersteigt das Defizit im stilisierten

EU-Mitgliedstaat die im Maastricht-Vertrag festgelegte Obergrenze von 3% ab dem Jahr 2025 und die Verschuldungsquote die Obergrenze von 60% ab dem Jahr 2035 (WPA, 2001). Andererseits müsste, nur um die Verschuldung unter dem Druck der steigenden Pensionsbelastung auf das Budget konstant halten zu können, der Primärüberschuss in Deutschland 4·3% des BIP ausmachen bzw. 4·9% in Italien und 5·9% in Frankreich (Dang et al., 2001).

2.2 Ausbau der Kapitaldeckung im Sinne der Risikostreuung

Winter (2002) kommt im Hinblick auf die Finanzierbarkeit des Pensionssystems zu folgendem Resümee: „fundamental pension reform that involves a shift towards more pre-funding of retirement income appears to be the only way out of the pension crisis caused by demographic change.“ Auf wissenschaftlicher und politischer Ebene – von der Weltbank über die OECD bis zur EU – besteht weitgehend Konsens darüber, dass entsprechende Diversifizierungsmöglichkeiten genutzt werden sollten, um die Pensionen abzusichern (Weltbank, 1994; OECD, 2001; Mc Morrow und Roeger, 2002).

Auf Grund der einfachen mathematischen Konzeption des Umlagesystems lassen sich die Parameter, von denen das tatsächliche Ausmaß des Finanzierungsproblems beim Umlagesystem abhängt (etwa das Pensionsantrittsalter, das sich direkt in der Pensionsbelastungsquote niederschlägt), im Grunde leicht verändern. So haben aktuelle Modellberechnungen für zehn ausgewählte EU-Mitgliedstaaten (WPA, 2002) gezeigt, dass mit der Anhebung des effektiven Pensionsantrittsalters um ein Jahr im Schnitt 22·6% der zusätzlichen Pensionsausgaben aufgefangen werden können (Tabelle 2).

Tabelle 2

Auswirkung einer Herabsetzung des Pensionsalters										
	Deutschland	Dänemark	Frankreich	Finnland	Italien	Irland	Niederlande	Portugal	Spanien	Vereinigtes Königreich
	in % des BIP									
Prognostizierte Zunahme der Pensionsausgaben im Zeitraum 2000 bis 2050	5'0	2'8	3'7	4'6	0'3	4'4	5'7	3'4	1'7	0'0
	in Prozentpunkten des BIP									
Auswirkung einer Anhebung des effektiven Pensionsantrittsalters um 1 Jahr	-0'70	-1'00	-0'90	-0'60	-0'10	-0'40	-1'10	-0'34	-0'30	-0'20

Quelle: WPA (2002).

Dass der Ausbau der Kapitaldeckung als die einzige Möglichkeit zur Sicherung des staatlichen Pensionssystems erscheint, ergibt sich aus einer impliziten Umformulierung des Problems. Die Frage der Finanzierbarkeit mag den Anlass zur Diskussion über das Kapitaldeckungssystem gegeben haben, aber aus rein fiskalischen Gründen lässt sich die Umstellung auf eine kapitalgedeckte Finanzierung als Ersatz für umlagefinanzierte staatliche Pensionen kaum rechtfertigen.

Fiskalische Gründe sind allein deswegen schon nicht stichhaltig, weil mit der Umstellung von der staatlichen Pflichtversicherung auf private Vorsorgepläne zwangsweise das Budgetdefizit steigen muss, damit der Staat seine Pensionszusagen gegenüber den derzeitigen und künftigen Pensionisten erfüllen kann (Mackenzie et al., 2001). Ganz im Gegenteil: Der Stabilitäts- und Wachstumspakt lässt eine Absenkung der Sozialversicherungsbeiträge – was die Umstellung

auf Kapitaldeckung erleichtern würde – nämlich nicht zu und könnte sich somit sogar als Hindernis für eine Umstellung erweisen (Razin und Sadka, 2002).

So mag der Konsens über eine *Diversifizierung der Einkommensquellen im Alter* durch Finanzierbarkeitsüberlegungen getragen sein, aber im Grunde ist es die *Diversifizierung der damit zusammenhängenden Risiken*, mit der sich dieser Standpunkt rechtfertigen lässt: „The principal advantage of a multi-pillar pension scheme lies in risk diversification“ (Holzmann, 1999). Wird die Umstellung des Umlagesystems auf ein Kapitaldeckungssystem mit Risikoaspekten gerechtfertigt, dann wird die Diskussion über die Pensionsreform allerdings von der Budgetebene, auf der die Überalterungskrise postuliert wurde, durch die Propagierung der Kapitaldeckung als beste Lösung für dieses Problem auf die Ebene der Finanzökonomie verlagert. Wie stark sich die Diskussion zum Kapitaldeckungs-Paradigma verlagert hat, zeigt sich daran, dass die Problemstellung oft als eine Frage der Portfoliowahl formuliert wird. Indem der Pensionsanspruch gegenüber dem Staat als eine bestimmte Art von Kapital verstanden, und der demografische Druck aus der Überalterung der Bevölkerung als „demografisches Risiko“ umformuliert wird, wird die Umstellung der Finanzierungsbasis von der staatlichen Pension auf die Eigenvorsorge als eine Art der Diversifizierung von Kapital und Risiko interpretiert. Unter diesem Gesichtspunkt ist der Ausbau der Kapitaldeckung letztlich durch die Möglichkeit gerechtfertigt, das Ertrags-Risiko-Profil zu verbessern (Holzmann, 1999).

Diese kapitaldeckungsorientierte Lösungsstrategie wirft zwei Fragen auf: Zunächst wird die Pensionsvorsorge gänzlich auf das Sparen für die Pension reduziert. Das heißt, andere Funktionen des Pensionssystems – etwa die in den meisten Umlagesystemen bewusst vorgesehene Umverteilung – werden ausgeklammert. Wie Mulligan und Sala-i-Martin (1999) weiter festgestellt haben, gibt es nicht einmal eine umfassende Umlagesystem-Theorie, die alle typischen Aspekte dieses Verfahrens abdeckt. Ohne diesen theoretischen Unterbau ist es aber offensichtlich schwierig, Pensionsreformen entsprechend zu beurteilen. Zugleich wird das Spektrum potenzieller Strategien zur Lösung der Überalterungskrise durch die Beschränkung der Reformdiskussion auf den Ausbau der Kapitaldeckung – in der Zuwanderung als politisch nicht vertretbar ausgeklammert bleibt und das Potenzial von parametrischen Reformen kaum berücksichtigt wird – reduziert.

In diesem Sinne wird der Schwerpunkt der vorliegenden Studie darauf gelegt, die Argumentationslinie der kapitaldeckungsorientierten Diskussion neu aufzurollen und die Argumente besonders im Hinblick auf das demografische Problem, für das das Kapitaldeckungssystem als *die* Lösung hingestellt wird, zu beleuchten.

3 Portfolioansatz zur Pensionsreform

3.1 Umstellung auf eine neue Finanzierungsbasis

zwecks Kapital- und Risikostreuung

Das Kapitaldeckungssystem gilt dem Umlageverfahren auf Grund der Renditedifferenz gemeinhin als überlegen. Diese Differenz lässt sich für die vier wichtigsten Industrieländer grob schätzen, indem man den Reallohnzuwachs (als Näherungswert für die implizite Rendite der Sozialversicherungsbeiträge) dem Durchschnitt der Renditen börsennotierter Aktien und Staatsanleihen (als

Tabelle 3

Historische Rendite alternativer Formen der Pensionsvorsorge

1953-1995

	Deutschland	Vereinigtes Königreich	USA	Japan
Löhne	4'80	3'60	1'00	5'20
„Portfolio“	7'00	6'35	6'05	7'30
Pensionsfondsportfolios (1970-1995)	6'00	5'90	4'50	4'40

Quelle: Holzmann (1999), Davis (2002b).

Näherungswert für das Portfolio eines Pensionsfonds) im Zeitraum 1953 bis 1995 (Tabelle 3) gegenüberstellt. Außer im Fall Japans kann sich dieser Vergleich auch auf historische Daten über die Performance von Pensionsfonds stützen.

Ein eigener Zweig der Forschungsliteratur ist der Frage gewidmet, dass es möglich sein müsste, durch den Ausbau der Kapitaldeckung die Renditedifferenz zwischen dem Umlagesystem und dem Kapitaldeckungssystem auszunützen und vor allem bis zu einem gewissen Grad von der Aktienrisikoprämie zu profitieren (siehe Feldstein und Liebman, 2001).

Zu diesem Zweck wird ein Umstellungspfad berechnet, wobei zwei wesentliche Bedingungen erfüllt sein müssen:

- a) Die Pensionsleistungen dürfen nie unter das gesetzlich garantierte Pensionsniveau des Umlagesystems fallen.
- b) Die Summe der Beiträge zur umlagefinanzierten und zur kapitalgedeckten Komponente darf eine bestimmte Obergrenze nicht überschreiten, die deutlich unter dem Beitragsniveau liegt, das im Rahmen des Umlageverfahrens zur Sicherung der Pensionen erforderlich ist.

Feldstein et al. (2001), die diese Argumentationslinie mit zahlreichen Berechnungen untermauert haben, zeigen z. B. für die USA, dass sich das Pensionsniveau des derzeitigen Umlageverfahrens mit einem Aufwand von nicht mehr als 15% des steuerpflichtigen Einkommens für Sozialversicherungsbeiträge und die Eigenvorsorge halten lässt. Letztlich lässt sich das angepeilte Leistungsniveau erreichen, wenn nur 4'25% des Bruttolohns auf einem privaten Pensionskonto angespart werden. Diese Ergebnisse gelten für die Annahme einer 5'5-prozentigen Verzinsung des privaten Pensionskontos, was der durchschnittlichen Realverzinsung entspricht, die seit 1945 mit einem Portfolio mit einem Aktienanteil von 60% und einem Anleihenanteil von 40% unter Berücksichtigung administrativer Kosten in Höhe von 0'4% erzielt werden konnte.

Börsch-Supan und Brugiavini (2002) kommen auf ähnliche Ergebnisse für Deutschland. Ihren Berechnungen zufolge ist es möglich, die Sozialversicherungsbeiträge auf dem Stand des Jahres 2000 einzufrieren und das staatliche Pensionsniveau zu halten, wenn zusätzlich im Rahmen der Eigenvorsorge maximal 3'25% der Bruttoeinkünfte bei einer angenommenen Realverzinsung von 4'5% angespart werden.

Dass Risikoüberlegungen gerade für den Finanzierungsaspekt, in dessen Zeichen die laufende Pensionsreformdiskussion steht, ganz entscheidend sind, ist inzwischen bekannt (und nach spektakulären Insolvenzen von Pensionsfonds auch der breiten Öffentlichkeit bewusst). Wie aus der Literatur zur Pensionsreform ersichtlich ist, wurden in den Modellen zuletzt auch Risikoüberlegun-

gen berücksichtigt und zwar in der Regel durch die Berechnung der Wahrscheinlichkeit einer Pensionslücke. In ihrem bereits erwähnten Reformmodell zum Ausbau der Kapitaldeckung errechnen etwa Feldstein et al. (2001), dass die Pensionsleistungen mit einer 10-prozentigen Wahrscheinlichkeit mehr als 50% unter dem staatlichen Pensionsniveau liegen.

Risikoaspekten wird in der Debatte über die Kapitaldeckung üblicherweise durch den Einbau von Pensionsgarantien Rechnung getragen, um so das über ein Umlagesystem gebotene Pensionsniveau abzusichern. Die Modellberechnung von Feldstein et al. (2001) ergibt, dass mit einer Wahrscheinlichkeit von 20% Transferleistungen für Pensionisten aus zusätzlichen Mitteln gedeckt werden müssen und dass mit einer Wahrscheinlichkeit von nur 5% der erforderliche Nettotransfer die Summe der Sozialversicherungsbeiträge und der in Eigenvorsorge angesparten Mittel auf eine Gesamtbelastung von mehr als 10% des steuerpflichtigen Einkommens steigern würde.

Geht man strikt nach einem finanzökonomischen Ansatz vor, müsste man dieses Risiko entsprechend bepreisen. Es dürfte somit zweckmäßiger sein, Mindestpensionsgarantien als vom Staat ausgestellte Verkaufsoptionen anzusehen und entsprechend zu bewerten. Die von Blake (1998) propagierte Anwendung der Optionstheorie auf Pensionssysteme hat ferner den Vorteil, dass sie die Vergleichbarkeit der verschiedenen Arten von Pensionssystemen und das Abwägen der Implikationen für die Verwaltung von Pensionsfonds erleichtert. Das typische Umlagesystem basiert auf der *leistungsorientierten Pensionszusage* (im Gegensatz zur *beitragsorientierten Pensionszusage*), weil die Pensionsleistung nicht von der Höhe der Beitragszahlungen abhängt und auch in keinem direkten Zusammenhang mit der Veranlagung des Pensionskapitals steht. Aus der Sicht der Finanzökonomie kann ein leistungsorientiertes System nun mit Hilfe einer vom Leistungsträger ausgestellten und vom Anspruchsberechtigten auszuübenden Verkaufsoption nachgebildet werden, in Kombination mit einer vom Anspruchsberechtigten ausgestellten Kaufoption, die ausgeübt wird, wenn der Wert des angesparten Kapitals die leistungsorientierte Pensionszusage übersteigt. Aus dieser Perspektive kann man eine Mindestpensionsgarantie als eine von der Regierung ausgestellte Verkaufsoption sehen, die ausgeübt wird, wenn die Leistungen aus dem Kapitaldeckungssystem unter einen bestimmten Schwellenwert fallen. Mit einem derartigen Bewertungsansatz reduziert sich die Budgetentlastung durch das Kapitaldeckungssystem schlagartig, weil die Kapitalgarantiekosten 87% der impliziten Pensionsverpflichtungen des Umlagesystems entsprechen (Smetters, 2001). Auf ähnliche Zahlen kommen auch Miles und Timmerman (1999), die dementsprechend ein Steuersystem vorschlagen, das eine Kombination („Hausse-Spread“) dieser Verkaufsoptionen mit gleichwertigen Kaufoptionen nachbildet, um die Kosten für die Leistungsgarantie über die Besteuerung hoher Renditen beim Kapitaldeckungssystem hereinzubekommen. Bei einem solchen System würde eine garantierte Verzinsung von 2% eine maximale Rendite von rund 5% bedeuten.

Obwohl der Portfolioansatz für die Rechtfertigung des Ausbaus der Kapitaldeckung mit dem Argument der Risikostreuung entscheidend ist, wird dieser Ansatz nur in wenigen Modellen systematisch aufgegriffen. Eigentlich wurde ein Portfoliowahl-Modell zur Konzeption eines Pensionssystems von Merton (1983) ursprünglich verwendet, um die Einführung eines Umlagesystems zu

rechtfertigen. Da die Nichtübertragbarkeit von Humankapital eine ineffiziente Portfoliostruktur (Überinvestition junger Menschen bei gleichzeitiger Unterinvestition älterer Menschen in Humankapital) nach sich zieht, schafft ein Umlagesystem Wohlfahrtseffekte, indem es eine Wirtschaft nachbildet, in der Humankapital übertragbar ist. Dieses Argument wird oft dafür verwendet, dass jedes Pensionssystem eine umlagefinanzierte Komponente enthalten sollte.

Die Frage, welches Verhältnis zwischen umlagefinanzierter und kapitalgedeckter Komponente bei einem Pensionssystem ideal wäre, wurde ebenfalls mit Portfoliowahl-Modellen untersucht (Dutta et al., 2000). Beim üblichen Mean-Variance-Modell steigt der optimale Anteil der kapitalgedeckten Komponente mit der erwarteten Rendite, fällt jedoch mit der Kovarianz dieser Rendite mit dem BIP-Wachstum (das näherungsweise für die implizite Rendite des Umlagesystems steht). Wendet man dieses einfache Modell auf empirische Daten an, bestätigt sich die Angemessenheit des hohen Anteils der kapitalgedeckten Altersvorsorge in den USA (wegen der hohen Rendite) und die Angemessenheit des niedrigen Anteils in Japan (wegen der hohen Kovarianz des BIP-Wachstums mit den Renditen). Für die Beibehaltung einer Umlagekomponente im Pensionssystem spricht in diesem Zusammenhang ferner die Tatsache, dass bei der kapitalgedeckten Altersvorsorge stärker in weniger risikoreiche und damit niedriger verzinsliche Aktiva, wie Staatsanleihen, investiert werden muss, weil die Kapitaldeckung nicht die Sicherheit eines Umlageverfahrens bieten kann. Auf Basis eines ähnlichen Portfoliowahl-Modells haben Matsen und Thogersen (2001) gezeigt, dass sogar bei einer extrem niedrigen Verzinsung im Umlagesystem – womit auf Grund der Alterung der Bevölkerung zu rechnen ist – negative Korrelationen zwischen der Kapitalrendite und dem BIP-Wachstum eine Umlagekomponente im Pensionssystem angebracht erscheinen lassen können.

In einem etwas anderen Rahmen und unter Berücksichtigung realwirtschaftlicher Finanzmarktunvollkommenheiten, etwa der Ineffizienz von Lebensversicherungsmärkten, wurde der optimale Mix zwischen Umlageverfahren und Kapitaldeckungsverfahren auch von Miles und Cerny (2001) untersucht. Eine ihrer Hauptideen ist die Tatsache, dass sich eine umlagefinanzierte Komponente auf die Portfoliozusammensetzung niederschlägt. Können sich die Investoren auf ein großzügiges staatliches Pensionssystem verlassen, dann sind sie risikofreudiger und kaufen mehr Aktien, während sie im umgekehrten Fall eher zu niedriger verzinslichen, sichereren Anlagen greifen.

Angesichts des Gewichts des Risikostreuungsarguments für die Rechtfertigung des Ausbaus der Kapitaldeckung kann die relativ geringe Anzahl von Publikationen, in denen ein Portfoliowahl-Modell systematisch untersucht wird, ein Indiz für die Probleme sein, mit denen beim Umbau eines Pensionssystems in diesem Sinn zu rechnen ist. Ein Problem ergibt sich offensichtlich daraus, dass sowohl der Preis als auch die Höhe des staatlichen Pensionsanspruchs im Portfolio eines Anwartschaftsberechtigten exogen durch die Sozialversicherungsgesetzgebung vorgegeben ist, wodurch das finanzökonomische Standardinstrumentarium (wie etwa das Capital-Asset-Pricing-Modell) nur eingeschränkt anwendbar ist (Persson, 2000).

3.2 Kapitaldeckungssystem und demografisches Risiko

Angesichts der Tatsache, dass der Ausbau der kapitalgedeckten Altersvorsorge als Lösung für die Überalterungskrise präsentiert wird, drängt sich die Frage auf, wie sich die Determinanten der Überalterung auf das Kapitaldeckungssystem auswirken.

So wie die Überalterung der Bevölkerung direkt die implizite Rendite des Umlagesystems (nämlich den Einkommenszuwachs) drückt – falls die Produktivität nicht gleichzeitig stark steigt –, ist davon auszugehen, dass auch die Kapitalmarktrendite negativ von dieser Entwicklung beeinflusst wird. Dabei kommen mehrere Mechanismen zum Tragen.

Da die Pensionsfrage im Rahmen der Diskussion über den Ausbau der Kapitaldeckung nur unter dem Gesichtspunkt des Vorsorgesparens aufgerollt wird, erscheint es zweckmäßig, das vorherrschende Lebenszyklusmodell des Sparverhaltens – das die Ersparnisbildung im Wesentlichen als ein Mittel zum intertemporalen Konsumausgleich sieht – auf diese Frage anzuwenden. Dieses Modell besagt über das Sparen für die Pension im Allgemeinen, dass die Menschen im mittleren Alter, wenn sie gut verdienen, am meisten ansparen und in der Pension massiv entsparen. Im Hinblick auf die Verwaltung von Pensionsfonds wird in diesem Modell von der Annahme ausgegangen, dass die Risikoaversion mit dem Alter zunimmt; daher die Empfehlung, den Anleihenanteil mit der Veranlagungsdauer zu erhöhen.

In Übereinstimmung mit diesen beiden Annahmen drückt angebotsseitig der Verkauf von Kapitalanlagen durch die Rentnergeneration die Rendite. Immer wieder ins Spiel gebracht wird die Frage, was passiert, wenn die Babyboom-Generation rund um das Jahr 2030 in Pension geht, sowie in diesem Zusammenhang die Asset-Meltdown-Hypothese: Brooks (2000) zeigt in einem Simulationsmodell, dass in der Babyboom-Phase ein aggregierter Spareffekt die Kapitalrendite in die Höhe treibt, während in der Entsparphase das noch relativ hohe Niveau der aggregierten Ersparnisbildung die Rendite drückt. Ein derartiger demografischer Schock beeinflusst auch die Renditedifferenz zwischen Aktien und Anleihen, weil eine große Kohorte von Arbeitnehmern knapp vor der Pensionierung übermäßig stark risikoarme Anlageprodukte nachfragt.

Dazu ist anzumerken, dass eine restriktive Budgetpolitik, wie sie vom Stabilitäts- und Wachstumspakt auferlegt wird, diesen Effekt noch verstärken dürfte, weil sich in der Folge das Angebot von Staatsanleihen – der wichtigsten Kategorie risikoloser Veranlagung – verknappt, wie Schinasi et al. (2001) für die USA aufgezeigt haben.

Brook beobachtet darüber hinaus, dass sich das Lohneinkommen indirekt proportional zur Erwerbsquote entwickelt, was sich mit dem Großteil der Literatur zu den Effekten der Bevölkerungsalterung auf die Finanzmärkte deckt und was für sich genommen einen Unsicherheitsfaktor darstellt. Faktorpreis-Effekte zu Gunsten des Einkommens reduzieren nicht nur die Kapitalrendite, sondern dürften außerdem die Sparneigung und somit die Kapitalakkumulation dämpfen (Winter, 2002).

Darüber hinaus dürften Faktorpreis-Effekte die Kapitalrendite insofern reduzieren, als mit der zunehmenden Substitution von Arbeit durch Kapital die Nachfrage nach Kapital sinkt (Börsch-Supan und Winter, 2001). Dieser

Effekt wird verstärkt, wenn die Bevölkerungsalterung das BIP-Wachstum drückt und somit die Möglichkeiten rentabler Veranlagung reduziert.

4 Kapitaldeckungsverfahren, Finanzsysteme und die Allokation nicht diversifizierbarer Risiken

Es wurde gezeigt, dass der Ausbau der Kapitaldeckung als Alternative für das Umlageverfahren, obwohl als Strategie zur Risikostreuung propagiert, bei Anstellung systematischer Risikoüberlegungen keinesfalls eindeutig gerechtfertigt erscheint. Bei dem in der Argumentation für einen solchen Umstieg mitschwingenden Risikomanagement-Ansatz bleibt die Frage offen, wie die durch diese Umstellung ausgelösten Veränderungen im Finanzsystem die Fähigkeiten der Finanzsysteme zur Risikoallokation beeinflussen können.

Pensionsfonds spielen durch die Entwicklung der institutionellen Investoren beim Umbruch der Finanzsysteme unbestritten eine Schlüsselrolle (siehe Davis und Steil, 2001). Ihr Einfluss – der nicht nur von ihrer Größenordnung herrührt, sondern auch damit zusammenhängt, dass sich Pensionsfonds international engagieren – macht Pensionsreformen für die nationalen Finanzsysteme zu einer wirtschaftspolitischen Frage ersten Ranges. Wie stark sich der Ausbau der Kapitaldeckung auf das Finanzsystem eines Landes niederschlägt, hängt davon ab, wie stark das Umlageverfahren zurückgebildet und wie schnell die Reform durchgezogen wird. Das trifft vor allem auf jene Länder zu, in denen die Pensionsvorsorge noch nicht über institutionelle Anleger läuft (wie in Frankreich, Deutschland und Italien), und wo der Aufholprozess des Pensionsfondssektors auf das OECD-Niveau von einem durchschnittlichen Marktanteil von 38% des BIP die Mobilisierung von Kapital in der Größenordnung von einem Drittel des jeweiligen nationalen BIP nach sich ziehen würde.

Die Rolle der Pensionsfonds beim Umbruch des Finanzsystems ist aber nicht unumstritten. Auf den ersten Blick deuten empirische Erkenntnisse auf einen engen Konnex zwischen der Struktur des Pensionssystems und der Struktur des Finanzsystems hin (Tyrell und Schmidt, 2001). In Ländern mit einer stark ausgebauten ersten Säule – also in Ländern, in denen die staatliche Pension einen hohen Anteil am Pensionseinkommen hat – und einer entsprechend geringen Größe der Pensionsfondsbranche ist der Entwicklungsstand der Finanzmärkte entsprechend niedriger als in Ländern, in denen die Pensionsvorsorge zu einem beträchtlichen Teil über Pensionsfonds abgewickelt wird (Tabelle 4).

Bislang lässt sich ein kausaler Zusammenhang zwischen dem Pensionsfondswachstum und dem Entwicklungsgrad der Finanzmärkte empirisch allerdings

Tabelle 4

Pensionssysteme und Finanzsysteme

	Deutschland	Frankreich	Italien	Niederlande	Vereinigtes Königreich	USA
Ersatzrate für staatliche Pensionen	72'0	84'0	90'0	43'0	50'0	54'6
<i>in % des BIP</i>						
Umfang von Pensionsfonds	3'0	x	4'2	112'6	85'1	74'7
Börsenkapitalisierung	67'8	103'8	62'2	176'6	203'4	181'8

Quelle: Disney und Johnson (2001), OECD (2002), WDI (2001).

kaum belegen. So zeigten Granger-Kausalitätstests von Catalan et al. (2000) nur bei weniger als der Hälfte von 14 untersuchten OECD-Ländern einen kausalen Zusammenhang zwischen Größenkennzahlen der Pensionsfonds einerseits und der Börsenkapitalisierung und dem Handelsvolumen als Indikatoren für die Finanzmarktentwicklung andererseits.

Hängt man die Argumentation für den Ausbau der Kapitaldeckung also an den Finanzmarkteffekten auf, kann man oft nur einzelne theoretische und empirische Erkenntnisse zusammenführen (im überwiegenden Fall Resultate der „Finance and Growth“-Literatur), ohne explizit den wirtschaftlichen Effekt zu modellieren, den der Ausbau der Kapitaldeckung hat. Fragen der Corporate Governance und der Finanzmarktstabilität sind jedoch ohne Zweifel zwei Angelpunkte dieser Argumentation.

Großanleger wie Pensionsfonds können größeren Druck auf die Geschäftsführung von Unternehmen ausüben, gewinnorientierter zu agieren. Somit sollte eine kapitaldeckungsorientierte Pensionsreform über die Verbesserung der Corporate Governance auch die Kapitalproduktivität erhöhen. Gerade in Ländern wie in Deutschland, wo sich die Unternehmen überwiegend über die Banken finanzieren, wo also die Verbindung zwischen den Kapitaleignern und dem Management durch die Zwischenschaltung von Banken abgeschwächt wird, sollte dieser Effekt besonders stark sein. Börsch-Supan und Winter (1999) ergänzen frühere Länder- und Branchenvergleiche um die langfristige Ertragskomponente und führen ein anhaltendes Renditegefälle zwischen den USA und Deutschland als Untermauerung für ihr Argument an, dass die Pensionsreform durch die Beschleunigung des Umbruchs von einem bankbasierten zu einem kapitalmarktbasieren Finanzsystem die Kapitalproduktivität durch eine verbesserte Corporate Governance steigert.

Der Einfluss der institutionellen Anleger hat allerdings bekanntlich den Nachteil, dass die langfristige Performance darunter leiden kann, wenn die Unternehmensführung ihre Entscheidungen auf kurzfristige Ergebnisse abstellt. Die Performancemessung über Benchmarkindizes schafft systemimmanente Anreize für Fondsmanager, sich auf kurzfristige Ergebnisse zu konzentrieren, was letztlich zu einem Herdenverhalten führen kann.

Risikoüberlegungen dieser Art führen im Endeffekt zur Frage, wie sich die Umstellung auf ein Kapitaldeckungsverfahren auf die Finanzmarktstabilität auswirkt. Während die Auswirkungen des Ausbaus der kapitalgedeckten Vorsorge auf den Unternehmenssektor schwer fassbar sind, sollten die Argumente, wieso das Kapitaldeckungsverfahren dem Umlageverfahren überlegen ist, eigentlich über zwei Hauptmechanismen der Risikoreduzierung zur Frage der Finanzmarktstabilität überleiten:

1. Die Volatilität sollte durch die höhere Marktliquidität, zu der das Engagement der institutionellen Anleger führt, verringert werden (Davis und Steil, 2001).
2. Die Folgen etwaiger Krisen sollten durch die Möglichkeiten zur Risikosteuerung, die institutionelle Anleger nutzen, eingedämmt werden (Davis, 2002a).

Das erste Argument hat viel von seiner Zugkraft verloren, weil gerade auf sehr liquiden Märkten Herdenverhalten bei einigen der großen Krisen der Neunzigerjahre für starke Kursschwankungen verantwortlich gemacht wird

(Davis, 2002a). Dies ist umso bedenklicher, als Anreize zum Herdenverhalten in den Mechanismen, die geschaffen wurden, um das Agency-Problem beim Fondsmanagement in den Griff zu bekommen, systemimmanent sind. Performancevergleiche mit der Marktbenchmark gelten als ein starker Anreiz zum Herdenverhalten, um ein wesentlich schlechteres Abschneiden als der Median-Fonds zu vermeiden.

Ein wesentlicher Schwachpunkt des zweiten Arguments für den positiven Effekt des Ausbaus der Kapitaldeckung auf die Finanzmarktstabilität ist die Tatsache, dass es eine Risikokategorie ignoriert, die beim Vergleich bankbasierter und kapitalmarktbasierter Finanzsysteme eine Schlüsselrolle spielt: nicht diversifizierbare Risiken, das heißt Risiken, die für jede Kapitalanlage zu jeder Zeit gleich stark sind und die dementsprechend nur durch eine intertemporale Glättung dieser Risiken in den Griff zu bekommen sind (Allen und Gale, 2000). Angesichts ihrer Unvollkommenheit sind Finanzmärkte jedoch zu einer derartigen intertemporalen Glättung nicht imstande; dazu bedarf es „langlebiger“ Finanzinstitutionen wie der Banken, die über das bei ihnen veranlagte Kapital für einen solchen Ausgleich sorgen können. Kompliziert wird die Sache allerdings dadurch, dass die Finanzintermediäre im direkten Wettbewerb mit den Finanzmärkten für keinen intertemporalen Risikoausgleich sorgen können, weil dafür die Anleger mitunter eine unter dem Marktzins liegende Rendite akzeptieren müssten. Indem eine Umstellung auf das Kapitaldeckungsverfahren die Finanzmarktentwicklung forciert und damit die Konkurrenz seitens der Finanzmärkte für die auf lange Sicht agierenden Banken noch verschärft, dürfte sie die Fähigkeit bankbasierter Finanzsysteme zum Ausgleich nicht diversifizierbarer Risiken schwächen.

5 Schlussbemerkungen

Angesichts der Überalterung der Bevölkerung gelten staatliche Pensionssysteme auf Dauer als unfinanzierbar. Zugleich gibt es einen breiten Konsens darüber, dass dieses Problem mit dem Ausbau der Kapitaldeckung in den Griff zu bekommen sei. Wie sich zeigt, basiert die Begründung dieser Reformstrategie im Wesentlichen auf der finanzökonomischen Annahme, dass die Einführung kapitalgedeckter Komponenten eine Strategie zur Kapital- und Risikosteuerung ist. Wendet man allerdings Portfolio- und Risikoüberlegungen systematisch auf die Pensionsdebatte an, erscheint die Überlegenheit des Kapitaldeckungsverfahrens mit dem Risikoaspekt nicht als hinreichend begründet.

1. Die Wahrscheinlichkeit, dass das mit dem Ausbau der Kapitaldeckung steigende Risiko zu drastischen Leistungskürzungen führt, mag gering erscheinen. Allerdings kosten – wie die Anwendung der Optionspreistheorie zeigt – Mindestertragsgarantien so viel, dass der Nutzen der Umstellung weitgehend aufgezehrt wird.
2. Die Bestimmung des optimalen Verhältnisses zwischen Umlage- und Kapitaldeckungsverfahren über Portfoliwahl-Modelle zeigt, dass eine starke umlagefinanzierte Komponente eine notwendige Voraussetzung für die Veranlagung in Aktienwerte ist, weil ansonsten übermäßig stark in niedrig verzinsten, sicheren Kapitalanlagen investiert wird.
3. Da mit der Überalterung der Bevölkerung auch die Kapitalrendite sinken dürfte, ist das Kapitaldeckungsverfahren nicht notwendigerweise überlegen,

- wenn es darum geht, die Exponiertheit gegenüber dem demografischen Risiko zu senken.
4. Schließlich muss die Überlegenheit des Kapitaldeckungsverfahrens angezweifelt werden, wenn die Effekte einer Umstellung auf dieses System auf die bankbasierten Finanzsysteme und ihre Fähigkeit zur Risikoglättung in Betracht gezogen werden.

Literaturverzeichnis

- Aaron, H. 1966.** The Social Insurance Paradox. *Canadian Journal of Economics and Political Science* 33. 371–374.
- Allen, F. und D. Gale. 2000.** *Comparing Financial Systems*. Cambridge, MA/London: MIT Press.
- Blake, D. 1998.** Pension Schemes as Options on Pension Fund Assets: Implications for Pension Fund Management. *Mathematics and Economics* 23. 263–286.
- Börsch-Supan, A. und A. Brugiavini. 2002.** Savings: The Policy Debate in Europe. Discussion Paper Nr. 18. Mannheim Research Institute for the Economics of Aging (mea), Universität Mannheim.
- Börsch-Supan, A. und J. Winter. 1999.** Pension Reform, Savings Behavior and Corporate Governance. Working Paper 99-48. Sonderforschungsbereich 504. Universität Mannheim.
- Börsch-Supan, A. und J. Winter. 2001.** Population Aging, Savings Behavior and Capital Markets. NBER Working Paper 8561.
- Brooks, R. 2000.** What Will Happen to Financial Markets When the Baby Boomers Retire? IWF Working Paper 00–18.
- Campbell, J. Y. und M. Feldstein (Hrsg.). 2001.** *Risk Aspects of Investment-Based Social Security Reform*. Chicago: University of Chicago Press.
- Catalan, M., G. Impavido und A. R. Musalem. 2000.** Contractual Savings or Stock Markets Development: Which Leads? Weltbank Working Paper.
- Dang, T. T., P. Antolin und H. Oxley. 2001.** Fiscal Implications of Ageing: Projections of Age-Related Spending. OECD Economics Department Working Paper 305.
- Davis, E. P. 2002a.** Ageing and Financial Stability. In: Auerbach, A. J. und H. Herrmann (Hrsg.). *Ageing Financial Markets and Monetary Policy*. New York: Springer.
- Davis, E. P. 2002b.** Prudent Person Rules or Quantitative Restrictions? The Regulation of Long-Term Institutional Investors' Portfolios. *Journal of Pension Economics and Finance* 1. 157–191.
- Davis, E. P. und B. Steil. 2001.** *Institutional Investors*. Cambridge, MA/London: MIT Press.
- Disney, R. und P. Johnson (Hrsg.). 2001.** *Pension Systems and Retirement Incomes across OECD Countries*. Cheltenham, UK/Northampton, MA: Edward Elgar.
- Dutta, J., S. Kapur und J. M. Orszag. 2000.** A Portfolio Approach to the Optimal Funding of Pensions. *Economics Letters* 69. 201–206.
- Feldstein, M. und J. B. Liebman. 2001.** *Social Security*. NBER Working Paper 8451.
- Feldstein, M., E. Rangelova und A. Samwick. 2001.** The Transition to Investment-Based Social Security When Portfolio Returns and Capital Profitability Are Uncertain. In: Campbell und Feldstein. 2001.
- Geanakoplos, J., O. S. Mitchell und S. P. Zeldes. 1998.** Would a Privatized Social Security System Really Pay a Higher Rate of Return? In: Douglas, A., M. J. Graetz und A. H. Munnell (Hrsg.). *Framing the Social Security Debate: Values, Politics and Economics*. Washington, D.C.: Brookings Institution Press.
- Holzmann, R. 1999.** *The World Bank Approach to Pension Reform*. Working Paper: Pension Reform Primer.
- Holzmann, R. und J.-E. Stiglitz (Hrsg.). 2001.** *New Ideas about Old Age Security*. Washington, D.C.: Weltbank.

- Lindbeck, A. und M. Persson. 2002.** The Gains from Pension Reform. Institute for International Economic Studies. Seminararbeit Nr. 712.
- Mackenzie, G. A., P. Gerson, A. Cuevas und P. S. Heller. 2001.** Pension Reform and the Fiscal Policy Stance. IWF Working Paper 01–214.
- Matsen, E. und O. Thøgersen. 2001.** Designing Social Security – A Portfolio Choice Approach. Working Paper.
- Mc Morrow, K. und W. Roeger. 2002.** EU Pension Reform: An Overview of the Debate and an Empirical Assessment of the Main Policy Reform Options. Economic Papers Nr. 162 der Europäischen Kommission.
- Merton, R. C. 1983.** On the Role of Social Security as a Means for Efficient Risk Sharing in an Economy Where Human Capital is not Tradable. In: Bodie, Z. und J. B. Shoven (Hrsg.). Financial Aspects of the United States Pension System. University of Chicago Press.
- Miles, D. und A. Timmerman. 1999.** Costing Pension Reform. Economic Policy, Oktober.
- Miles, D. und A. Cerny. 2001.** Risk Return and Portfolio Allocation under Alternative Pension Systems with Imperfect Financial Markets. CEPR Discussion Paper 2779.
- Mulligan, C. B. und X. Sala-i-Martin. 1999.** Social Security in Theory and Practice (II): Efficiency Theories, Narrative Theories and Implications for Reform. NBER Working Paper 7119.
- OECD. 2001.** Ageing and Income. Financial Resources and Retirement in 9 OECD Countries. Paris.
- OECD. 2002.** Institutional Investors. Statistical Yearbook. Paris.
- Orszag, P. R. und J.-E. Stiglitz. 2001.** Rethinking Pension Reform: Ten Myths about Social Security Systems. In: Holzmann und Stiglitz. 2001.
- Persson, M. 2000.** Five Fallacies in the Social Security Debate. Seminararbeit Nr. 686. Institute for International Economic Studies. Universität Stockholm.
- Razin, A. und E. Sadka. 2002.** The Stability and Growth Pact as an Impediment to Privatizing Social Security. NBER Working Paper 9278.
- Romer, D. 2001.** Advanced Macroeconomics. 2. Ausgabe. Boston: McGraw-Hill.
- Samuelson, P. A. 1958.** An Exact Consumption-Loan Model of Interest With or Without the Social Contrivance of Money. Journal of Political Economy 56. 467–482.
- Schinasi, G. J., C. F. Kramer und R. T. Smith. 2001.** Financial Implications of the Shrinking Supply of U.S. Treasury Securities. IWF Working Paper 01/61.
- Smetters, K. 2001.** The Effect of Pay-When-Needed Benefit Guarantees on the Impact of Social Security Privatization. In: Campbell und Feldstein. 2001.
- Tyrell, M. und R. H. Schmidt. 2001.** Pension Systems and Financial Systems in Europe: A Comparison from the Point of View of Complementarity. Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main, Working Paper Series: Finance and Accounting 65a.
- WDI. 2001.** World Development Indicators. Weltbank.
- Weltbank. 1994.** Averting the Old Age Crisis: Policies to Protect the Old and Promote Growth. Oxford University Press.
- Winter, J. 2002.** The Impact of Pension Reforms and Demography on Stock Markets. Discussion Paper Nr. 21. Mannheim Research Institute for the Economics of Aging (mea), Universität Mannheim.
- WPA (Ausschuss für Wirtschaftspolitik). 2001.** Budgetary Challenges Posed by Ageing Populations. EPC/ECFIN/655/01-EN final.
- WPA (Ausschuss für Wirtschaftspolitik). 2002.** Reform Challenges Facing Public Pension Systems: The Impact of Certain Parametric Reforms on Pension Expenditure. EPC/ECFIN/237/02 – final.

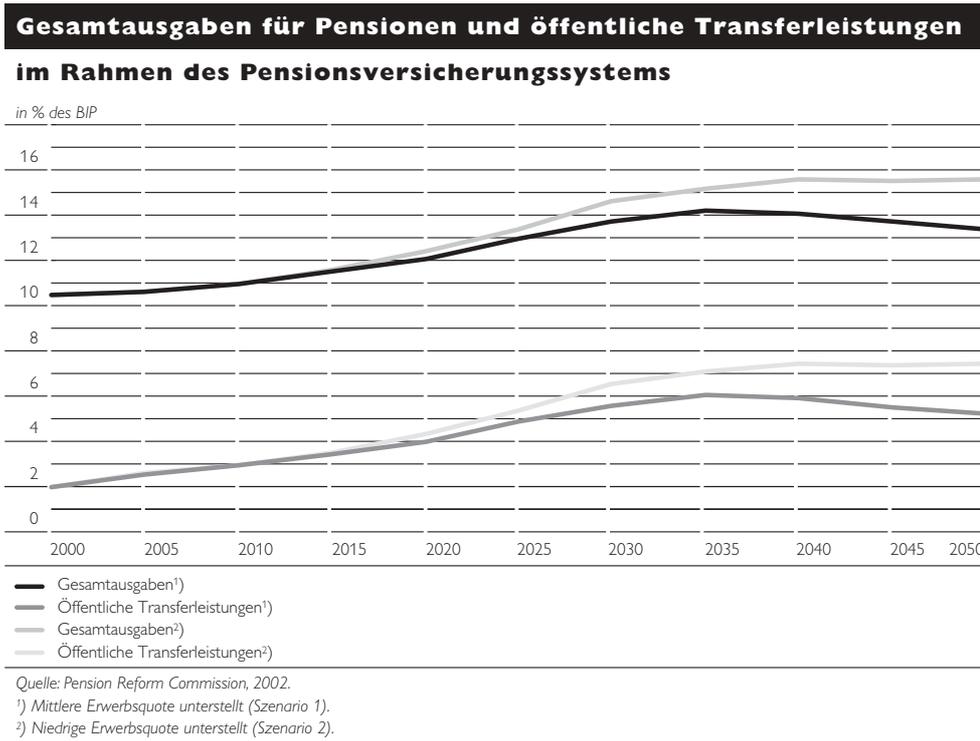
Kommentar zur Studie „Löst der Ausbau der Kapitaldeckung das Pensionsproblem? Risikoaspekte in der Pensionsreformediskussion“

Thomas Url¹⁾

Die implizite Verschuldung des Pensionsystems bildet den Ausgangspunkt von Daniel Eckerts Studie. Er stellt sich die Frage, ob Pensionskürzungen durch ein kapitalgedecktes Vorsorgesystem zu vermeiden sind. Um auf Eckerts Argumente entsprechend eingehen zu können, möchte ich zuerst die erwartete Entwicklung des österreichischen Pensionsversicherungssystems auf Basis der Gesetzeslage vor der Pensionsreform 2003 darlegen und sodann Eckerts Standpunkt diskutieren.

Im Jahr 2000 betrug der Bundeszuschuss zur Pensionsversicherung 2% des BIP (ohne die Pensionsverpflichtungen des Staats gegenüber den Beamten). Auf Grundlage der derzeit prognostizierten demografischen Entwicklung sowie unter der Annahme einer moderat ansteigenden Erwerbsquote vor allem unter älteren Erwerbstätigen wird sich der Bundeszuschuss zum Pensionssystem auf 5,1 bis 7,5% erhöhen. Dies entspricht einem Anstieg von 3 bis 5½ Prozentpunkten des BIP während der nächsten 30 Jahre (siehe Grafik 1) – meines Erachtens eine bewältigbare Mehrbelastung, wenngleich sie eine verstärkte Umschichtung der öffentlichen Ausgaben in Richtung Transferzahlungen erfordern wird.

Grafik 1



Meiner Ansicht nach bestehen Alternativen zu einer Erhöhung des steuerfinanzierten Anteils der Rentenzahlungen in erster Linie in parametrischen Reformen des Pensionssystems selbst sowie in der Angleichung der Beamtenpensionen an das Niveau der Pensionsleistungen in der Sozialversicherung. Die Regierung hat folgende Optionen für parametrische Reformen:

1 Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung (WIFO), Wien, www.wifo.ac.at.
E-Mail: thomas.url@wifo.ac.at.

- Erhöhung des Beitragssatzes (von derzeit 22,8 auf 31,5%),
- Anhebung des faktischen Pensionsalters (von derzeit 59 auf 67 Jahre),
- Änderung der Pensionsbemessungsgrundlage (Kürzung der derzeitigen Ersatzquote von 75 auf 55%),
- Abwärtskorrektur der automatischen Pensionsanpassungsformel, wobei die Werte in den Klammern den Reformbedarf angeben, der zu decken ist, wenn nur dieser Parameter geändert wird.

Eine Erhöhung des Beitragssatzes ist derzeit nur beschränkt möglich, da steigende Beitragssätze der Schattenwirtschaft sowie der Abwanderung von Produktionsstätten in Niedriglohngelände Vorschub leisten. Somit ist eine Senkung der staatlichen Pensionsverpflichtungen durch eine der drei letztgenannten Maßnahmen unvermeidlich.

Daraus ergeben sich die folgenden Konsequenzen für die Pensionsansprüche der privaten Haushalte gegenüber dem staatlichen Pensionssystem:

- Die durchschnittliche erwartete Beitragsrendite wird weiter sinken.
- Die Standardabweichung der erwarteten Beitragsrendite wird so lange ansteigen, bis die Regierung das System konsequent und nachhaltig reformiert.

Nach Darstellung der Ausgangslage möchte ich die Kernfrage der Studie besprechen, nämlich ob sich die Wohlfahrt privater Haushalte durch einen Umstieg von umlagefinanzierten Rentensystemen auf ein kapitalgedecktes Versorgungssystem steigern lässt.

Daniel Eckert führt klar aus, welche Argumente gegen eine Erweiterung rein kapitalgedeckter Pensionsvorsorgesysteme sprechen. Hier ließe sich höchstens noch hinzufügen, dass langfristige Mittelwerte, Varianzen und Kovarianzen finanzieller Variablen schwer messbar sind. Müsste ich zur vorliegenden Studie jedoch einen pointierten Kommentar abgeben, so würde er folgendermaßen lauten:

„Hinterfrage alles, insbesondere Ratschläge von Wirtschaftswissenschaftlern.“

Zusammenfassend sprechen laut Daniel Eckert folgende Argumente gegen das Kapitaldeckungsverfahren:

- Mit der Umstellung von umlagefinanzierten auf kapitalgedeckte Pensionsysteme kann im Hinblick auf die Wohlfahrt einer Volkswirtschaft keine Pareto-Verbesserung erzielt werden, da der aus einer solchen Umstellung resultierende Gewinn (der Unterschied zwischen Kapitalmarktrendite und erwarteter Beitragsrendite) genau den Verlusten der Übergangsgeneration entsprechen würde.
- Die Kapitalrendite wird mit zunehmender Substitution von Arbeit durch Kapital weiter sinken, es sei denn, der Faktor Arbeit gemessen in Effizienzeinheiten wächst im Gleichschritt mit der Kapitalintensivierung der Wirtschaft.
- Die Kapitalmarktrendite hängt zusätzlich vom kohortenspezifischen Sparverhalten ab. Die Erträge werden in der Ansparphase ansteigen, in der Auszahlungsphase jedoch zurückgehen.
- Im Kapitaldeckungsverfahren unterliegt die Pensionshöhe dem Kapitalmarktrisiko, weshalb sie unter das Niveau der aktuellen gesetzlichen Pensionsversicherung sinken kann. Die Versicherung gegen dieses Risiko zehrt den Überschuss aus der höher verzinsten Kapitalmarktveranlagung auf.

- Der Stabilitäts- und Wachstumspakt verhindert die Akkumulation risikofreier Vermögenswerte im Rahmen der Eigenvorsorge genau zu dem Zeitpunkt, zu dem diese am notwendigsten wäre (zu Beginn der Dekumulierungsphase im Jahr 2035).
- Der Zusammenhang zwischen einer hohen Marktkapitalisierung nationaler Börsen und stärkerem BIP-Wachstum ist umstritten.
- Die Corporate Governance-Aktivitäten der Pensionskassen könnten in den Unternehmen, in denen sie eine Beteiligung halten, kurzfristig orientierte Entscheidungen fördern. Weiters verstärkt das Herdenverhalten der Pensionsfonds die Volatilität auf den Finanzmärkten.
- Auf Grund der Konkurrenz zwischen Finanzdienstleistern im Rahmen verstärkter Disintermediation wird das bankbasierte System durch Kapitalmarktfinanzierung verdrängt werden.
- Andere Ziele des Pensionssystems können durch eine rein kapitalgedeckte Vorsorge nicht erreicht werden (Umverteilung, Streuung biologischer Risiken).

Die meisten dieser Punkte zeigen tatsächlich Schwächen der kapitalgedeckten Pensionsvorsorge auf, wenn auch einige davon überzeichnet erscheinen (etwa die Verdrängung des bankbasierten Systems). Können die angeführten Argumente tatsächlich davon überzeugen, dass ein Ausbau der Kapitaldeckung in Österreich gänzlich unterbleiben sollte? Nein, denn einige Erkenntnisse, die gegen diese Schlussfolgerung sprechen, werden bereits von Daniel Eckert angesprochen. Darüber hinaus wäre noch hinzuzufügen:

- Die Regierungen in Europa werden ihre Pensionsversprechungen nicht einhalten, oder, um Daniel Eckert zu zitieren: „Auf Grund der einfachen mathematischen Konzeption des Umlagesystems lassen sich die Parameter, von denen das tatsächliche Ausmaß des Finanzierungsproblems beim Umlagesystem abhängt, im Grunde leicht verändern.“ Die Pensionsreform dreht sich hauptsächlich um die Nichteinhaltung gemachter Pensionszusagen, die in der Zukunft nicht finanzierbar wären.
- Eine Versicherung gegen Kapitalmarktrisiken ist zwar kostspielig, doch was würde erst eine Vollversicherung gegen eine niedrigere Einkommensersatzquote im Rahmen der staatlichen Pensionsvorsorge kosten? Nachdem ein solches Produkt nicht existiert (abgesehen von einigen im Verschwinden begriffenen Betriebspensionsverträgen), neige ich zur Ansicht, dass der Preis dafür zu hoch ist.
- Es wurde kein Argument vorgebracht, das kapitalgedeckten Systemen die Kapazität zur Risikostreuung – weg von einer rein erwerbsabhängigen und umlagebasierten Altersvorsorge – abspricht, insbesondere, wenn das Basisszenario für die staatliche Pensionsvorsorge sinkende sowie variablere erwartete Beitragsrenditen beinhaltet.
- Im internationalen Vergleich zeigt sich, dass kapitalgedeckte oder teilkapitalgedeckte Pensionsvorsorgesysteme nahezu identische Einkommensersatzquoten erzielen.
- Dynamisch effiziente Volkswirtschaften weisen immer einen positiven Unterschied zwischen dem Realzinssatz und der Wirtschaftswachstumsrate auf, das heißt der Realzinssatz ist höher als das Lohnwachstum.
- Die Risikoprämie für die Veranlagung in Aktien liegt zwischen 4 und 5%.

Alles in allem bin ich angesichts der Aussichten des staatlichen Pensionssystems nicht davon überzeugt, dass ein Ausbau der Kapitaldeckung die Gesamtrendite der Eigenvorsorge (inklusive der Beiträge zum Sozialversicherungssystem) vermindern und dadurch das Gesamtrisiko für das Pensionseinkommen (gemessen an der Standardabweichung) ansteigen würde.

Im Gegenteil, die angeführte Auflistung zu erwartender Kürzungen der staatlichen Pension erzeugt ein Bedürfnis nach alternativen Einkommensquellen im Alter, bei denen es weniger leicht zu Eingriffen der Regierung kommen kann. Somit stellt sich die Frage, welche alternativen Formen des Einkommenstransfers vom Erwerbsleben ins Pensionsalter den privaten Haushalten tatsächlich zur Verfügung stehen. Die einzige Alternative zum Umlageverfahren sind kapitalgedeckte Verfahren, bei denen Kapital in irgendeiner Form im Zeitverlauf akkumuliert und während der Pensionszeit ausbezahlt wird.

Damit wären wir wieder bei einem grundlegenden Punkt angelangt: Ist die Unfinanzierbarkeit des bisherigen Systems auf Grund demografischer Faktoren tatsächlich die einzige Motivation für die Erweiterung kapitalgedeckter Pensionsmodelle? Meiner Ansicht nach ist die Antwort auf diese Frage in den Vorschlägen zur Pensionsreform versteckt. Jede der genannten parametrischen Reformen belastet unterschiedliche Gruppen.

- Erhöht man das faktische Pensionsalter, so belastet dies die derzeit Aktiven, insbesondere kurz vor der Pensionierung Stehenden.
- Verschlechtert man die Parameter der Pensionsbemessung, so belastet dies die derzeit Erwerbstätigen, und zwar auf Grund von Übergangsregelungen vor allem die zum Zeitpunkt der Reform jüngsten Erwerbstätigen.
- Reduziert man die Pensionsanpassungen, so belastet man vor allem die gegenwärtigen Pensionisten.

Welche dieser Gruppen letztendlich die Hauptlast tragen wird, hängt vom politischen Entscheidungsprozess ab. Es ist sehr wahrscheinlich, dass die politisch schwächste oder am schlechtesten informierte Gruppe letztendlich zur Kasse gebeten wird. Eines steht jedoch fest: Entsprechend der Gesetzeslage vor der Pensionsreform 2003 wird die Alterung der Bevölkerung die Belastung relativ weniger und kleiner Kohorten (der „Baby-Bust Generation“) erhöhen. Wenn die Politik dieser Entwicklung nicht durch Prämienglättung im Zeitverlauf entgegenwirkt, womit die Akkumulation von Kapital in einem Pensionsfonds untrennbar verbunden ist, so werden diese kleinen Kohorten mit hoher Wahrscheinlichkeit drastische Wohlfahrtseinbußen hinnehmen müssen. Somit ist die Erweiterung der kapitalgedeckten Pensionsvorsorge eher eine Frage der gleichmäßigen Belastungsverteilung zwischen den Generationen, und die Frage der Effizienz oder Risikostreuung ist aus meiner Sicht zweitrangig.

Pensionsreform in Österreich: Ausbau der kapitalgedeckten Vorsorge oder Forcierung beschäftigungs- und wachstumsfördernder Maßnahmen?

Alois Guger¹⁾

I Einleitung

In vielen Industrieländern sind die staatlichen Pensionssysteme in Schwierigkeiten. Angesichts einer alternden Bevölkerung, niedriger Frauenerwerbsquoten und eines schrumpfenden Anteils erwerbstätiger Männer im erwerbsfähigen Alter könnten die derzeit bestehenden Altersversorgungssysteme künftig zu kostspielig werden. Auch die Finanzierung des Gesundheitswesens, einschließlich der Altenpflege, stellt eine zunehmende Belastung für die öffentlichen Haushalte dar. Zudem müssen in Europa die öffentlichen Ausgaben auf einem mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt zu vereinbarenden Niveau gehalten werden.

Viele Länder haben bereits Maßnahmen zur Eindämmung des unvermeidbaren Anstiegs der Pensionsausgaben und zur Verbesserung der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen ergriffen. In Österreich war bis in die späten Achtzigerjahre ein ständiger Ausbau des Pensionssystems in Bezug auf Leistungen und Pensionsberechtigungen zu beobachten. Seit allerdings der Beirat für Wirtschafts- und Sozialfragen in den frühen Neunzigerjahren eine detaillierte Analyse über die langfristigen Auswirkungen der demografischen Entwicklung und Vorschläge zur Sicherung der Pensionsfinanzierung auf lange Sicht vorlegte, sind Pensionsreformen auch in Österreich stets mit Kürzungen verbunden. Im Jahr 1993 wurden einige Vorschläge des Beirats, wie etwa das Prinzip der Nettoanpassung (das heißt die Verknüpfung von Pensionserhöhungen mit Nettolohnerhöhungen), umgesetzt. Die im Juli 1997 vom Ministerium für Arbeit, Gesundheit und Soziales präsentierte Studie „Perspektiven der Pensionsversicherung in Österreich“ (Rürup und Schroeter, 1997) diente der Bundesregierung als Grundlage für die Ausarbeitung eines Strukturreformkonzepts, das die schrittweise Harmonisierung der bestehenden Alterspensionssysteme und die Eindämmung von Frühpensionierungen vorsah. Mit der Verabschiedung des Reformpakets im Jahr 2000 erfolgte die Umsetzung dieser Maßnahmen innerhalb kürzester Zeit: Das Frühpensionsantrittsalter wurde um eineinhalb Jahre hinaufgesetzt, die Möglichkeit der Frühpension auf Grund verminderter Erwerbsfähigkeit abgeschafft.

Ebenfalls im Jahr 2000 installierte die Bundesregierung eine Pensionsreformkommission, die ein umfassendes Reformkonzept ausarbeiten sollte. Angepeilt wurde dabei die – zumindest aus damaliger Sicht – langfristige Sicherung der Finanzierbarkeit des Systems, die Harmonisierung der verschiedenen Pensionssysteme, mehr Gerechtigkeit zwischen den und innerhalb der Generationen, die Aufrechterhaltung des Solidaritätsprinzips und die Gewährleistung eines angemessenen Lebensstandards für Pensionisten. Die Kommission trat einstimmig dafür ein, dass die umlagefinanzierte Altersversorgung beibehalten werden sollte und erläuterte die Vor- und Nachteile der beiden gangbaren Reformvarianten: Erhaltung des leistungsorientierten Systems oder Einführung eines beitragsorientierten Systems, etwa mit individuellen Pensionskonten, auf denen die Pensionsversicherungsbeiträge fiktiv gutgeschrieben werden. Ein Reservefonds stellte das einzige kapitalgedeckte Element in diesem Konzept dar; dieser sollte das Vertrauen in das System stärken, die finanzielle Belastung für spätere Generationen verringern und den Budgetspielraum erhöhen.

1 Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung (WIFO), Wien.

Weiters beinhaltet der Entwurf 1. die Ausgliederung der Invaliditätspensionen aus dem Alterssicherungssystem, 2. Anreize für eine längere Erwerbstätigkeit (durch aktuarische Kürzungen oder Zuschläge), 3. die Ausdehnung der Pensionsbemessungsgrundlage auf die gesamte Erwerbsdauer sowie 4. die Einführung neu geregelter und getrennt finanzierter Ersatzzeiten (etwa für Karenzzeiten oder Arbeitslosigkeit) und eigenständige Pensionen für nicht erwerbstätige Ehepartner und -partnerinnen.

2 Umlagefinanziertes oder kapitalgedecktes Pensionssystem in Österreich?

Im internationalen Vergleich hat Österreich ein relativ großzügiges Pensionssystem. Im Jahr 2000 betrug der Anteil der öffentlichen Pensionsaufwendungen am BIP 14,5%.¹⁾ Damit verzeichnete Österreich mit Abstand den höchsten Wert in der EU, gefolgt von Italien (13,8%); der EU-Durchschnitt belief sich auf 10,4% (Ausschuss für Wirtschaftspolitik, 2001). Der hohe Anteil der öffentlichen Pensionsausgaben ist auf Frühpensionen, das heißt lange Pensionsbezugszeiten, hohe Ersatzraten und die große Bedeutung der umlagefinanzierten staatlichen Säule im Vergleich zu den sehr schwach ausgeprägten kapitalgedeckten Säulen zurückzuführen.

Tabelle 1

Ausgaben für die gesetzliche Pensionsvorsorge

	in % des BIP
Österreich	14,5
Italien	13,8
Griechenland	12,6
Frankreich	12,1
Deutschland	11,8
Finnland	11,3
Dänemark	10,5
Belgien	10,0
Portugal	9,8
Spanien	9,4
Schweden	9,0
Niederlande	7,9
Luxemburg	7,4
Vereinigtes Königreich	5,5
Irland	4,6

Quelle: Ausschuss für Wirtschaftspolitik, Oktober 2001.

Rund 90% des gesamten Pensionseinkommens stammte im Jahr 2000 aus dem staatlichen Pensionssystem, 1% aus der betrieblichen Altersvorsorge und rund 9% aus der Privatvorsorge (Url, 2003). Im Jahr 2002 von Deutsche Bank Research veröffentlichte Daten zeigten, dass europaweit nur in Spanien die erste Säule ähnlich stark ausgeprägt ist wie in Österreich. In Deutschland deckt das staatliche System rund 80% des gesamten Renteneinkommens ab, in Italien 75% und in Frankreich und den Niederlanden jeweils 50%. Die zweite Säule spielt in Italien wie in Österreich eine untergeordnete Rolle, während sie in Frankreich ein Drittel und in den Niederlanden 40% des Pensionseinkommens finanziert. Die dritte Säule ist wiederum in Italien und in der Schweiz

1 Im Jahr 1985 war das Verhältnis ungefähr gleich hoch; dabei belief sich der Anteil der ASVG-Pensionen 1985 auf 10,8% und im Jahr 2000 auf 10,9%.

Pensionseinkommen in ausgewählten europäischen Ländern

	1. Säule	2. Säule	3. Säule
	Anteil in %		
Spanien	92	4	4
Österreich	92	2	6
Deutschland	82	5	13
Italien	74	1	25
Frankreich	51	34	15
Niederlande	49	40	11
Schweiz	42	32	26

Quelle: Deutsche Bank Research (2002) zitiert in Uri (2003), WIFO.

von weitaus größerer Bedeutung als in Österreich und anderen europäischen Ländern.

Die hohe Einkommensersatzrate, die das gesetzliche Pensionssystem in Österreich gewährleistet, ist gewiss einer der Hauptgründe für die dominierende Stellung der ersten Säule; diese spiegelt auch die Bedeutung wider, die man der Sicherung eines hohen Lebensstandards für Pensionisten beimisst. Weiters dürfte die hohe Sparquote eine Rolle spielen, die wiederum offenbar die Folge anonymer Spareinlagen und der damit verbundenen Möglichkeiten, der Besteuerung zu entgehen, ist.

Den aktuellsten Daten des Hauptverbands der österreichischen Sozialversicherungsträger zufolge betragen die Nettoersatzraten für Alterspensionen bei einer Versicherungsdauer von 40 Jahren 82 bis 87% und bei einer Versicherungsdauer von 35 Jahren 72 bis 80%. Selbst für Invaliditätspensionen betrug die Nettoersatzrate 1998 noch 74%. Aktuelle vergleichbare internationale Daten sind derzeit nicht verfügbar; allerdings geht aus Zahlen aus dem Jahr 1994 hervor, dass es nur in sehr wenigen Ländern höhere Ersatzraten gibt, etwa in Island und Italien für qualifizierte Arbeitnehmer oder in Israel und Luxemburg für Bezieher niedriger Einkommen.

Angesichts dieser relativ hohen Ersatzraten unter der ersten Säule erscheint das vergleichsweise geringe Interesse der Bevölkerung an den anderen beiden Säulen aus individueller Sicht durchaus logisch. Was bedeutet dies jedoch für die Allgemeinheit und die Volkswirtschaft?

In der Diskussion, die sich rund um die demografische Entwicklung entsponnen hat, geht es primär um eine Pensionsreform und die Vorzüge einer Umstellung auf private Kapitaldeckung. Viele Ökonomen und internationale Organisationen, ganz zu schweigen von der Bankenwelt, treten vehement für einen Abbau der umlagefinanzierten staatlichen Säule und einen Ausbau der kapitalgedeckten Säulen ein. Die private Vorsorge mittels kapitalgedeckter Modelle wird in den meisten Ländern gefördert (etwa durch Steuervorteile); über das Ausmaß, in dem Privatpensionen auf diese Art subventioniert werden, liegen allerdings kaum Angaben vor. Lediglich für Irland und Australien stehen Schätzungen zur Verfügung: In Irland ist der Steuerausfall im Zusammenhang mit den Steuervorteilen für private Pensionsvorsorgemodelle in etwa gleich hoch wie der Aufwand für die gesamte staatliche Säule. Das australische Finanzministerium nimmt an, dass die Kosten der australischen Pflichtrentenfonds („superannuation schemes“) mehr als die Hälfte der Alterspensionszahlungen ausmachen (Littlewood, 2002).

Die Weltbank präsentierte 1994 ein Pensionsreformkonzept, in dem ein auf mehreren Säulen ruhendes System empfohlen und die Kapitaldeckung besonders hervorgehoben wird. Der Höhenflug auf den Aktienmärkten und hohe Renditen auf Finanzanlagen veranlasste eine Reihe von Entwicklungsländern und europäischen Transformationsländern, vorwiegend auf Kapitaldeckung basierende Systeme einzuführen. Innerhalb der EU wurde in einigen Ländern die Finanzierungslast bis zu einem gewissen Grad vom bestehenden Umlagesystem auf kapitalgedeckte Komponenten verlagert.

Was spricht nun für eine Stärkung der (privaten) kapitalgedeckten Vorsorge? Abgesehen von der Frage der Risikostreuung werden im Grunde folgende Argumente ins Treffen geführt:

- Die Kapitaldeckung fördert das Wirtschaftswachstum, indem sie einerseits die allgemeine Sparquote erhöht und andererseits weniger Verzerrungen auf dem Arbeitsmarkt verursacht als das umlagefinanzierte System, das als Form einer Besteuerung angesehen wird.
- Mit kapitalgedeckten Systemen sind höhere Renditen zu erzielen.
- Die kapitalgedeckte Vorsorge gerät weniger leicht durch demografische Entwicklungen unter Druck.

Diese Argumente werden im Folgenden einer eingehenden Analyse unterzogen.

2.1 Fördert die Kapitaldeckung das Sparverhalten?

Feldstein (1974) stellte bekanntlich die Behauptung auf, dass das US-amerikanische Sozialversicherungssystem zu einer geringeren privaten Sparquote führt. Für die USA gibt es tatsächlich eine gewisse Evidenz für diese Einschätzung; Studien für andere Länder kamen allerdings in der Regel zu keinen eindeutigen Ergebnissen. Daraus ist zu schließen, dass sich die Auswirkungen der staatlichen Pensionssysteme auf das Sparverhalten nicht verallgemeinern lassen (Mackenzie, Gerson und Cuevas, 1997).¹⁾

Eine Förderung des Sparverhaltens durch ein kapitalgedecktes Pensionssystem mag in Entwicklungsländern mit hoher Konsumneigung, aber auch in Industrieländern wie den USA oder Australien, wo die Sparquote der privaten Haushalte traditionell niedrig ist, von Bedeutung sein. Ebenso mag die Einführung oder der Ausbau kapitalgedeckter Elemente in Ländern mit einer hohen Sparquote die „gleichgewichtige“ Wachstumsrate erhöhen, gleichzeitig würde es aber zu einer Einschränkung der effektiven Nachfrage und einer Verringerung der tatsächlichen Wachstumsrate kommen. Höhere Sparquoten müssen nicht unbedingt eine Steigerung der Investitionstätigkeit nach sich ziehen.

In Österreich wird dem Kapitalmarkt immer wieder besondere Aufmerksamkeit geschenkt. Der Kapitalmarkt gilt vielerorts als wichtiges Instrument zur effizienten Investitionsfinanzierung. Die Regierung führte folglich in aller Eile vor den letzten Nationalratswahlen eine neue Form der privaten Vorsorge ein, die den „unterentwickelten“ Kapitalmarkt beleben sollte. Ist die Finanzierung über den Kapitalmarkt aber tatsächlich von derart großer Bedeutung für die Investitionstätigkeit und das Wachstum? In einer OECD-weiten empirischen

¹ Siehe auch Atkinson, 1999; Barr, 2001; Orszag und Stiglitz, 2001.

Studie kam Franz Hahn (2002) zu dem Schluss, dass die Hypothese, wonach die Aktienmarktkapitalisierung positiv mit dem Wachstum korreliert, nicht haltbar ist. Neuinvestitionen würden demnach zunächst durch einbehaltene Gewinne finanziert und dann durch Kredite; die Finanzierung durch Neuemissionen stünde dabei an letzter Stelle.

2.2 Schafft das Umlagesystem negative Anreize auf dem Arbeitsmarkt?

In diesem Zusammenhang muss zwischen Verzerrungen durch den bestehenden Konflikt (trade-off) zwischen Umverteilung und Anreizen einerseits sowie rein systembedingten Verzerrungen andererseits unterschieden werden. Bei Ersteren – wenn das Ziel mehr Umverteilung ist, schließlich geht es hier um ein Sozialsystem – müssen in der Regel Kosten, die durch geringere Anreize entstehen, in Kauf genommen werden; wie Diamond (1998) in diesem Zusammenhang jedoch festgestellt hat, ist es übertrieben, große Auswirkungen zu erwarten. Gleichzeitig ist aber die Ausgestaltung des Pensionssystems von großer Bedeutung. Eine enge Verflechtung zwischen Beiträgen und Pensionszahlungen führt zu weniger Verzerrungen auf dem Arbeitsmarkt (wie etwa Abwanderung in die Schattenwirtschaft oder in die Frühpension). Demzufolge ist in jeder Pensionsreformdebatte die Frage der aktuarischen Fairness ein wichtiger Aspekt.

2.3 Sind mit kapitalgedeckten Systemen höhere Erträge zu erzielen?

An dieser Stelle soll nicht auf eine Frage eingegangen werden, die Samuelson schon vor 45 Jahren gelöst hat: Samuelson zeigte, dass die Rendite im Umlageverfahren der Wachstumsrate der Lohnsumme entspricht, und zwar dem Beschäftigungswachstum plus dem Lohnwachstum pro Arbeitnehmer. Deckt sich das Lohnsummenwachstum mit dem Zinsniveau (das heißt der Rendite aus dem kapitalgedeckten System), dann ist der individuelle Erlös im Umlagesystem derselbe wie im Kapitaldeckungssystem.

Das Umlageverfahren erfreute sich bis in die späten Siebzigerjahre, als die Zinssätze niedriger als die Lohnwachstumsraten waren, großer Beliebtheit. Ab den frühen Achtzigerjahren waren die Zinsen jedoch hoch und die Lohnzuwächse gering, sodass der Anteil der Löhne am Volkseinkommen im Abnehmen begriffen war. Ein ähnlicher Trend ist auch mittelfristig zu erwarten; auf sehr lange Sicht zeichnet sich jedoch auf Grund der demografischen Entwicklung eine markante Änderung ab. So kann etwa ab der Mitte des kommenden Jahrzehnts das Arbeitskräfteangebot derart schrumpfen, dass die Arbeitsproduktivität und die Reallöhne schneller ansteigen.

2.4 Kann das Kapitaldeckungsverfahren das System vor demografischen Schocks bewahren?

Das Argument, die Kapitaldeckung könne demografische Schocks abfangen, ist nicht stichhaltig; hier werden zwei verschiedene Aspekte miteinander vermischt, nämlich die nominale Finanzierungsbelastung und die reale wirtschaftliche Belastung. Die wirtschaftlich inaktiven Gruppen einer Gesellschaft – Kinder und Pensionisten – müssen immer durch die Produktion der erwerbstätigen Generation erhalten werden (Barr, 2001).

Angenommen, in einem Modell folgt auf eine große Generation von Personen im erwerbsfähigen Alter in Periode 1 eine kleinere Generation von Personen im erwerbsfähigen Alter in Periode 2; das bedeutet, dass in Periode 2 eine kleinere Generation Aktiver für eine größere Generation von Pensionisten sorgen muss. Aus Gründen der Einfachheit wird ferner angenommen, dass sich die Zahl der erwerbsfähigen Personen halbiert und dass sich die Wirtschaftsleistung nicht ändert (statische Produktion). Um das Umlagesystem im Gleichgewicht zu halten, kann man entweder die durchschnittliche Pension halbieren und damit die gesamte Last der demografischen Entwicklung auf die Pensionisten abwälzen, wodurch der implizite Generationenvertrag gebrochen und steigende Altersarmut riskiert wird, oder – um das andere Extrem zu nennen – die Beitragssätze verdoppeln und auf diese Weise alle Kosten der arbeitenden Bevölkerung aufbürden, was wiederum negative Erwerbsanreize schaffen könnte. Zwischen diesen zwei Extremlösungen sind natürlich unterschiedliche Varianten denkbar.

Könnte dieses Problem mit einer Kapitaldeckung umgangen werden? Beim Kapitaldeckungsverfahren wäre die Ausgangslage insofern anders, als die größere Generation in dem zuvor erwähnten Modell entsprechend größere Ersparnisse aufgebaut hätte (es wird angenommen, dass die Sparquote und die Beitragssätze genauso hoch wie beim Umlageverfahren sind). Wenn sich also die Wirtschaftsleistung nicht ändert, kommt es zu einem Nachfrageüberhang auf dem Gütermarkt, und die Inflation sorgt für einen entsprechenden Ausgleich (daneben oder stattdessen kann ein Nachfrageüberhang auf dem Anlagemarkt entstehen, und der Ausgleich erfolgt durch fallende Preise für Vermögenswerte).

Kurz gesagt, die Kapitaldeckung bietet nur nominal oder monetär gesehen eine Lösung, nicht aber real. Die Pensionsdiskussion konzentriert sich zumeist auf die Finanzierung, obwohl die grundlegende Frage eigentlich die der Produktion, das heißt des Wirtschaftswachstums, ist (Barr, 2001).

Aus diesem Grund muss eine Pensionsreform primär auf eine Förderung des Wirtschaftswachstums abzielen. In Ländern mit niedrigen Sparquoten kann sich ein Ausbau der kapitalgedeckten Vorsorge durchaus positiv auf das Wachstum auswirken. Prinzipiell spielt jedoch der Unterschied zwischen Umlagesystemen und Kapitaldeckungssystemen eine untergeordnete Rolle; das Wichtigste an einer Pensionsreform ist vielmehr, dass entsprechende Begleitmaßnahmen zur Förderung von Wachstum und Produktion gesetzt werden.

In Österreich sollten die Schwerpunkte einer Pensionsreform auf folgende Aspekte gelegt werden:

- ein hohes Beschäftigungsniveau und eine hohe Erwerbsquote, vor allem von älteren Personen und Frauen,
- Investitionen in Aus- und Weiterbildung zur Erhöhung des Innovationspotenzials und der Flexibilität der erwerbstätigen Personen,
- die Förderung von Forschung und Entwicklung sowie
- eine Wirtschaftspolitik zur Investitions- und Wachstumsförderung.

3 Arbeitsmarktperspektiven und das Pensionssystem¹⁾

Seit dem Symposium unter dem Motto „Eine Gesellschaft für alle Altersgruppen“ 1998 in Wien verweist die Europäische Kommission immer wieder darauf, dass eine Erhöhung der Erwerbsquote in Europa unerlässlich ist, um das Wachstum der Altenquote trotz des demografischen Alterungsprozesses unter Kontrolle zu halten (Europäische Kommission, 1998). In ihrem „Bericht über die soziale Sicherheit in Europa 1999“ (Europäische Kommission, 2000a) hält die Kommission fest, dass bisher die meisten Mitgliedstaaten in erster Linie bemüht seien, das Anwachsen der Pensionsausgaben einzuschränken und die Verfügbarkeit der für die Transferleistungen nötigen Mittel sicherzustellen. Die Europäische Kommission anerkennt die Notwendigkeit dieser Maßnahmen, verweist aber gleichzeitig auf die Tatsache, dass ein großer Teil der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter in der Praxis keiner Erwerbsbeschäftigung nachgeht und daher keinen Beitrag zu jenem Einkommen leistet, von dem die Pensionen für die Bevölkerung im Ruhestand finanziert werden müssen; auch diesem Umstand müsse durch die Mitgliedstaaten Rechnung getragen werden.

Mit anderen Worten misst die EU bei den Reformmaßnahmen zur Sicherung der Pensionen dem Arbeitsmarkt große Bedeutung bei. Beim Europäischen Rat von Lissabon im März 2000, der unter dem Motto Beschäftigung und soziale Sicherheit stand, wurden vier Ziele zur Erhöhung der Erwerbsquote festgelegt, womit die nachhaltige Finanzierbarkeit der Pensionssysteme verbessert werden sollte. Demnach soll die Erwerbsquote in den EU-Mitgliedstaaten bis zum Jahr 2010 um rund 10 Prozentpunkte gesteigert werden; dies käme einer Erhöhung der durchschnittlichen Erwerbsquote in der EU von derzeit 61 auf 70% gleich. Besonderes Augenmerk soll dabei auf die Beteiligung der Frauen am Erwerbsleben gelegt werden (Ausschuss für Wirtschaftspolitik, 2000).

Ausgehend von dieser Zielsetzung und den aktuellsten demografischen Prognosen analysierten Guger und Mayrhuber (2001) die Auswirkungen von Änderungen der Erwerbsbeteiligung auf die Pensionsquote und die finanzielle Nachhaltigkeit des österreichischen ASVG-Pensionssystems (Allgemeines Sozialversicherungsgesetz). Die durchgeführten Simulationen basieren auf den folgenden beiden Fragestellungen:

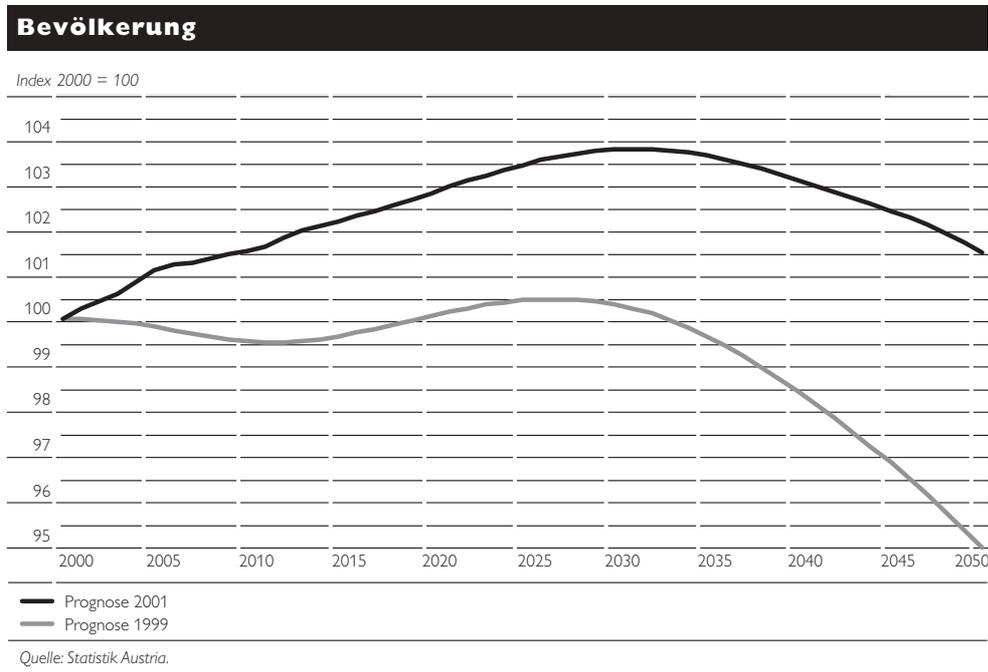
1. Wie hoch wäre die Pensionsquote und wie stünde es um die Finanzierbarkeit des Pensionssystems im Jahr 2030, wenn die Erwerbsbeteiligung auf dem derzeitigen Niveau verharren würde?
2. Wie hoch wäre die Pensionsquote und wie stünde es um die Finanzierbarkeit des Pensionssystems im Jahr 2030, wenn das Beschäftigungswachstum in diesem Zeitraum jenem zwischen 1970 und 2000 entsprechen würde?

3.1 Demografische Perspektiven

Die demografischen Prognosen für Österreich haben sich in den vergangenen Jahren stark verändert. Die Statistik Austria ging in ihrer Prognose 1999 von einem Schrumpfen der österreichischen Bevölkerung um 5% bis zum Jahr 2050 aus, die Vorhersagen Mitte der Neunzigerjahre – die Rürup in seiner Studie verwendete – waren sogar noch pessimistischer. In ihrer aktuellsten Prognose

¹ Dieses Kapitel basiert auf Mayrhuber und Guger (2002).

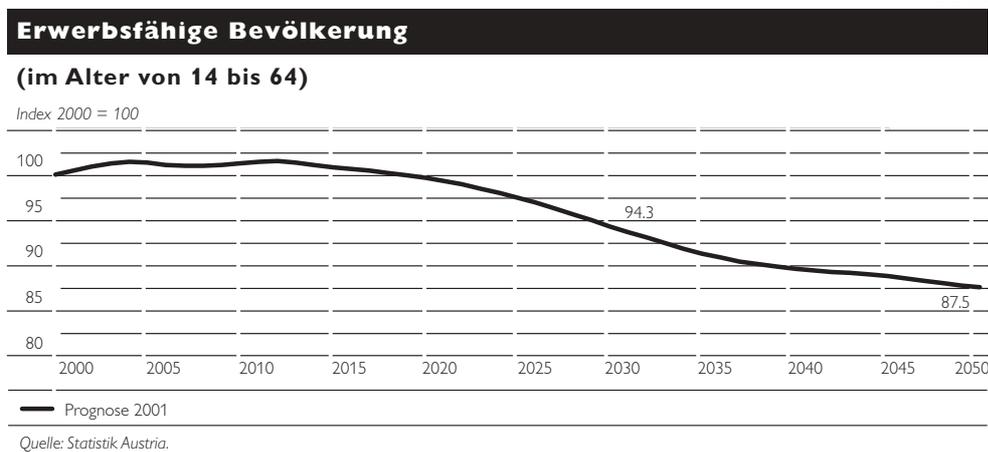
Grafik 1



(2001) erwartet die Statistik Austria ein anhaltendes Bevölkerungswachstum bis in die frühen Dreißigerjahre dieses Jahrhunderts (um 3,7%) und erst anschließend einen Rückgang; in diesem Szenario läge die Bevölkerungszahl im Jahr 2050 folglich noch immer um 1,3% über dem heutigen Niveau.

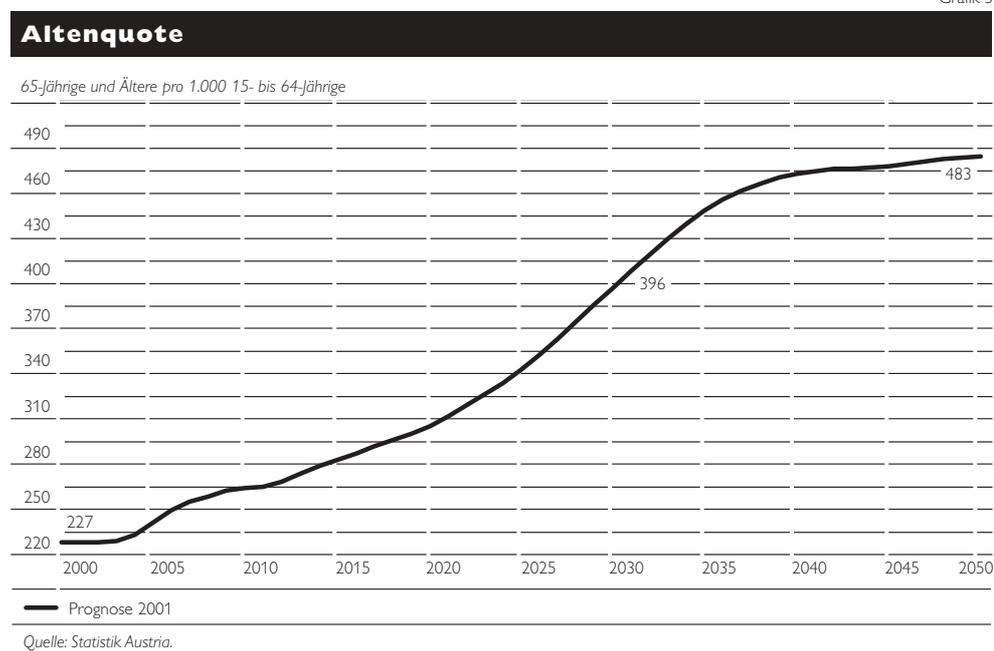
Die Prognosen deuten also auf markante demografische Veränderungen in Österreich in den nächsten 50 Jahren hin. Ungeachtet der gewählten Variante ergibt sich immer ein Rückgang der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter. Bei der hier verwendeten Hauptvariante schrumpft der Anteil der erwerbstätigen Bevölkerung in den Jahren 2000 bis 2030 um nahezu 6% bzw. um 12,5% bis 2050. Blicke die Erwerbsquote auf dem heutigen Stand, würde die Anzahl der Erwerbstätigen drastisch fallen. Die demografischen Veränderungen stellen den österreichischen Arbeitsmarkt in nächster Zukunft daher vor neue Herausforderungen.

Grafik 2



Die Altenquote (die Anzahl der Personen im Alter von 65 und mehr Jahren pro 1.000 Personen im erwerbsfähigen Alter, das heißt zwischen 15 und 64) schwankt seit Mitte der Siebzigerjahre zwischen 220 und 230 und liegt damit deutlich unter dem in den frühen Siebzigerjahren verzeichneten Wert (rund 250). In den Jahren 2005 bis 2010 wird die Altenquote wieder diesen Wert erreichen. Mit der Hauptvariante der demografischen Prognose der Statistik Austria aus dem Jahr 2001 ergibt sich eine Verdoppelung der Quote in den nächsten 30 Jahren. Während derzeit auf 1.000 Personen im erwerbsfähigen Alter 227 über 64 Jahre kommen, werden es nach aktuellen demografischen Schätzungen im Jahr 2030 schon 396 und im Jahr 2050 bereits 483 sein.

Grafik 3



3.2 Arbeitsmarktentwicklungen

Strukturell hat sich die – insgesamt konstant verlaufende – Erwerbsquote¹⁾ in Österreich in der Vergangenheit stark verändert. In den Jahren 1960 bis 2001 ging die Erwerbsquote der Männer im Alter von 15 bis 64 von 87,3 auf 75,0% zurück; gleichzeitig stieg jene der Frauen im Alter zwischen 15 und 60 von 52,9 auf 64,5% an. Derzeit liegt die Gesamterwerbsquote über dem europäischen Durchschnitt, was in erster Linie auf die erhöhte Frauenbeschäftigung zurückzuführen ist.

Durch die längeren Ausbildungszeiten treten die Menschen heutzutage später ins Berufsleben ein: Die Erwerbsquote der 15- bis 20-Jährigen fiel von 59,9% im Jahr 1960 auf 43,9% im Jahr 2001. Bei den Älteren war der Rückgang noch drastischer: in demselben Zeitraum sank die Erwerbsquote der 55- bis 59-Jährigen um 17,3 Prozentpunkte auf 44,4% und jene der 60- bis 64-Jährigen um 31,1 Prozentpunkte auf 10,1%. Auf Grund von ge-

1 Die Erwerbsquote nach Definition des WIFO liegt unter jener der OECD, die auch geringfügig Beschäftigte umfasst.

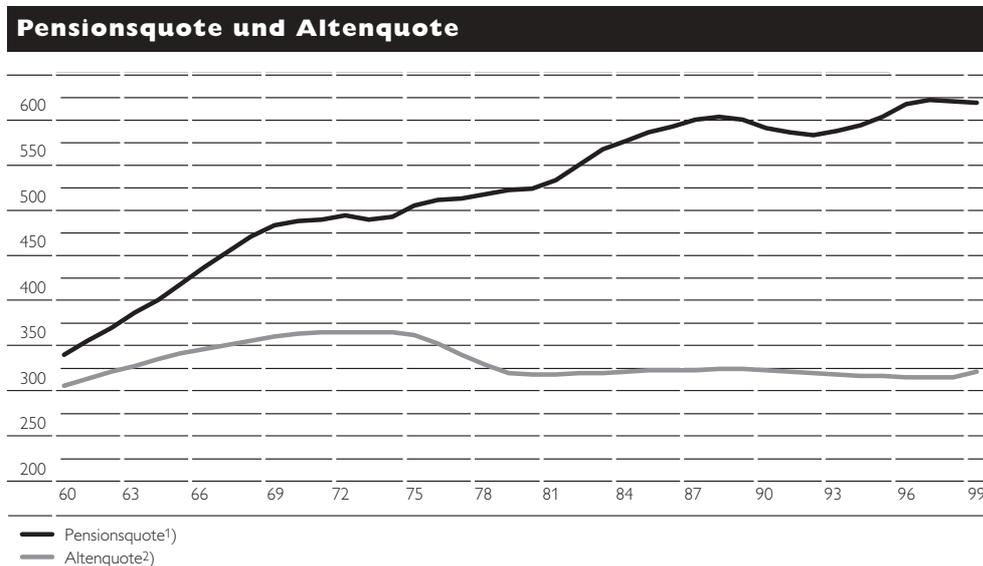
schlechtsspezifischen Unterschieden beim Frühpensionsantrittsalter betrug 2001 die Erwerbsquote der 55- bis 59-jährigen Frauen 26,8% und jene der Männer in derselben Altersgruppe 62,5%. Mit der schrittweisen Anhebung des Pensionsalters für Frauen sollte der Abstand zwischen den Erwerbsquoten von älteren Männern und Frauen verkleinert werden.

Gelingt es nicht, die Erwerbsbeteiligung anzuheben, wird es schon im nächsten Jahrzehnt zu einem spürbaren Arbeitskräftemangel kommen, der sich bis 2030 bzw. 2040 weiter verstärken wird. Die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter wird in den Jahren 2002 bis 2030 (bzw. 2050) um 394.000 (bzw. 798.000) schrumpfen.

3.3 Entwicklung der effektiven Pensionsquote

Die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter (15 bis 64) wird in den nächsten 30 Jahren um rund 7% abnehmen, während der Anteil der 65-Jährigen und Älteren um 63% wachsen wird. Dies bewirkt zwangsläufig eine Änderung der Pensionsquote, die von demografischen Verschiebungen genauso wie von Beschäftigungsentwicklungen beeinflusst wird. Angesichts dessen, dass nicht alle Personen im erwerbsfähigen Alter einer bezahlten Beschäftigung nachgehen, dass nicht alle Personen über 60 bzw. 65 eine Alterspension beziehen und dass einige Mehrfachpensionen erhalten, deckt sich die Altenquote naturgemäß nicht mit der effektiven Pensionsquote (Grafik 4).

Grafik 4



Quelle: Hauptverband der österreichischen Sozialversicherungsträger, Statistik Austria, WIFO.

¹⁾ Pensionen pro 1.000 Beschäftigungsverhältnisse.

²⁾ 60-Jährige und Ältere pro 1.000 15- bis 59-Jährige.

Während die demografische Altenquote in den letzten zwei Jahrzehnten zurückging oder stagnierte, kletterte die effektive Pensionsquote (das heißt Pensionen pro 1.000 Beschäftigungsverhältnisse) in diesem Zeitraum von 487 in den frühen Siebzigerjahren auf 619 im Jahr 2001.

1960 betrug der Abstand zwischen der Pensionsquote und der demografischen Altenquote 11%; danach vergrößerte er sich auf 35% im Jahr 1970 und auf 93% im Jahr 1999. Die Zunahme bei den Pensionsbeziehern ist in erster

Linie auf die größere Anzahl von eigenständigen Pensionen für Frauen und den starken Anstieg der Arbeitslosigkeit zurückzuführen, wodurch das Pensionsalter gedrückt wurde. Kommt es zu einer Erhöhung der Erwerbsquote, könnte sich die effektive Pensionsquote wieder dem Niveau der demografischen Altenquote annähern.

3.4 Aussagekraft der Pensionsquote

Die Pensionsquote wird in der öffentlichen Diskussion häufig als Kriterium herangezogen, um die Finanzierbarkeit des staatlichen Pensionssystems zu beurteilen. Der Informationsgehalt dieses Werts ist allerdings bestenfalls begrenzt.

- Die veröffentlichten Pensionsquoten spiegeln nicht die Anzahl der Erwerbstätigen im Verhältnis zur Anzahl der Pensionisten wider, sondern basieren auf der Anzahl der jeweiligen Versicherungsverhältnisse. Eine Pensionsquote von 619 (im Jahr 2001) bedeutet also, dass pro 1.000 Beschäftigungsverhältnisse, die der gesetzlichen Pensionsversicherung unterliegen, 619 Pensionen ausbezahlt werden. Da es jedoch Personen gibt, die mehrere Beschäftigungsverhältnisse haben, die erwerbstätig sind und gleichzeitig eine Pension beziehen oder Mehrfachpensionen erhalten, spiegelt die Pensionsquote nicht exakt jene „Kosten“ wider, die die Pensionisten für die im Erwerbsleben stehende Bevölkerung verursachen. Ein bereinigter Vergleich, basierend auf der tatsächlichen Anzahl der Erwerbstätigen bzw. Pensionisten, würde eine weitaus niedrigere Quote ergeben.
- Die Pensionsquote umfasst alle Arten von Pensionen: eigenständige Pensionen, Witwen- bzw. Witwerpensionen sowie Waisenpensionen. Dabei sind nur 416 Pensionen pro 1.000 Beschäftigungsverhältnisse eigenständige Alterspensionen.
- Durch die Berücksichtigung aller Arten von Pensionen wird die Aussagekraft der Pensionsquote über die Finanzierbarkeit des staatlichen Pensionssystems verzerrt. Die durchschnittliche Waisenpension ist viel niedriger als die durchschnittliche Witwen- bzw. Witwerrente, die in der Regel wiederum deutlich geringer als eine eigenständige Alterspension ausfällt. Bei einer hohen Pensionsquote mit einem hohen Anteil an Waisenpensionen ist der Pensionsaufwand kleiner als bei einer geringen Pensionsquote mit einem hohen Anteil an eigenständigen Pensionen. Selbst wenn die Pensionsquote im Zeitverlauf konstant bleibt, kann die Ausgabenbelastung trotzdem steigen, da neue Pensionen in der Regel höher als auslaufende Pensionen sind.

Es besteht insgesamt die Gefahr, dass der Pensionsquote mehr Gewicht beimessen wird, als sie eigentlich hat.¹⁾ Zweifelsohne ist diese Kennzahl jedoch von faktischer²⁾ und psychologischer Bedeutung. Auch Marin und Prinz (1999) sehen in der Pensionsquote einen Indikator für die künftige Tragfähigkeit des staatlichen Pensionssystems Österreichs.

1 *Dieses Risiko besteht auch bei der Interpretation der Erwerbsquote: Steigt sie an, bedeutet das nicht unbedingt, dass das Arbeitsvolumen einer gegebenen Volkswirtschaft gewachsen ist; vielmehr kann daraus auch geschlossen werden, dass das vorhandene Arbeitsvolumen breiter verteilt ist (das heißt mehr Teilzeitjobs).*
2 *Siehe Ausschuss für Wirtschaftspolitik, 2000; Europäische Kommission 2000a, 2000b.*

In diesem Sinne dient die Pensionsquote in der vorliegenden Studie als zentrale Richtgröße. Sie eignet sich nämlich hervorragend um zu zeigen, dass Arbeitsmarktintegration und Pensionen zwei Seiten einer Medaille darstellen. Gleichzeitig soll hier jedoch nicht unterstellt werden, dass die Aussagen über die Nachhaltigkeit des österreichischen staatlichen Pensionssystems ausschließlich auf der Pensionsquote basieren.

Jede Reform des Pensionssystems ist normalerweise eine Reform der Parameter, das heißt es wird direkt in das geltende Pensionsrecht eingegriffen. Reformen auf der Leistungsseite betreffen üblicherweise die Höhe der Auszahlungsbeträge oder die für die Pension anrechenbare Zeit; dies wirkt sich wiederum auf die Pensionsquote aus. Mit dem Pensionsantrittsalter erhöht sich auch die Dauer des Erwerbslebens. Verlängern sich damit tatsächlich auch die Beschäftigungszeiten, ändert sich sowohl der Zähler als auch der Nenner der Quote, deren Anstieg sich damit verlangsamt. Ebenso wirkt sich eine höhere Anzahl an sozialversicherungspflichtigen Arbeitsplätzen positiv auf die Quote aus. Letzterer Faktor steht im Mittelpunkt der folgenden Simulationen, denen die Frage zu Grunde liegt, welche Änderungen auf dem Arbeitsmarkt bis zum Jahr 2030 den Konsequenzen des demografischen Alterungsprozesses entgegenwirken könnten, um die Pensionsquote so niedrig wie möglich zu halten.

3.5 Arbeitsmarktszenarien

Die Schätzung künftiger Pensionsquoten soll nicht in erster Linie der Beschreibung der wahrscheinlichsten Entwicklung dienen, sondern vielmehr das Potenzial analysieren, das der Arbeitsmarkt birgt, um einen weiteren Anstieg der Quote zu verhindern. Sie basiert auf dem Bestand und der Struktur unselbstständiger und selbstständiger Beschäftigungsverhältnisse, die der gesetzlichen Pensionsversicherung unterliegen sowie auf dem Bestand an Pensionen, die durch die verschiedenen Sozialversicherungsträger abgedeckt werden (Daten aus dem Jahr 2000). Beamte und Beamtenpensionen werden in den vom Hauptverband der österreichischen Sozialversicherungsträger veröffentlichten Pensionsquoten nicht berücksichtigt. Dieser Bereich ist daher in den folgenden Überlegungen nicht enthalten.

Die Simulation umfasst zwei Szenarien:

1. Im Status-quo-Szenario wird davon ausgegangen, dass die gesamtwirtschaftliche Erwerbsquote bis zum Jahr 2030 auf dem Niveau des Jahres 2000 verharrt (67,6%). Dies ist ein eher pessimistisches Szenario, mit dem Zweck abzubilden, wie sich die Quote in den nächsten Jahrzehnten entwickelt, falls aktive Beschäftigungsstrategien versagen.
2. Im Wachstumsszenario wird eine wahrscheinlichere Entwicklung vorgezeichnet. Ausgangspunkt ist die Annahme, dass sich in etwa das in den vergangenen 30 Jahren registrierte Beschäftigungswachstum (0,4% pro Jahr) in den nächsten 30 Jahren fortsetzt.

3.5.1 Status-quo-Szenario: gleich bleibende Erwerbsquote

Die Erwerbsquote in Österreich belief sich im Jahr 2000 auf 67,6% (Männer 77,2%, Frauen 57,8%). Im Status-quo-Szenario wird angenommen, dass dieser Wert bis 2030 unverändert bleibt. Angesichts der schrumpfenden Bevölkerung

im Alter zwischen 15 und 64 ist bei einer in den nächsten 30 Jahren gleich bleibenden Erwerbsquote von einem deutlichen Rückgang der Anzahl der Erwerbspersonen und damit einer sinkenden Anzahl von pensionsversicherungs-pflichtigen Beschäftigungsverhältnissen auszugehen.

Durch den Arbeitskräftemangel kommt es in diesem Szenario zu einem Rückgang der Arbeitslosigkeit von 5,9% im Jahr 2000 auf 2,5% im Jahr 2030. Weiters dämpft der Arbeitskräftemangel das Wirtschaftswachstum auf 2% pro Jahr. In den Jahren 2000 bis 2030 wächst das reale BIP um 81%. Das Produktivitäts- und Einkommenswachstum wurde in der Simulation mit jeweils 2,2% pro Jahr angenommen.

3.5.2 Wachstumsszenario: anhaltendes Beschäftigungswachstum

Ausgehend von der gegenwärtigen Beschäftigungslage wird in diesem Szenario ein beständiges Wachstum der Arbeitskräftenachfrage angenommen; mit 0,4% pro Jahr ist es etwas niedriger als das in den Jahren 1970 bis 2000 verzeichnete Wachstum (0,5%) angesetzt. Auf Grund der positiven Beschäftigungsentwicklung wird ein reales BIP-Wachstum von 2,4% pro Jahr angenommen; somit steigen Produktivität und Einkommen um 2,0% pro Jahr.

Gleichzeitig wird von einem Rückgang der Arbeitslosigkeit (nationale Definition) von 5,9% im Jahr 2000 auf 3,0% im Jahr 2030 ausgegangen. Das anhaltende Beschäftigungswachstum geht Hand in Hand mit einer Erhöhung der Erwerbsquote von 67,6% im Jahr 2000 auf 79,9% im Jahr 2030. Unter diesen Bedingungen wird die Erwerbsquote in Österreich das gegenwärtige Niveau von Dänemark, Norwegen oder Schweden erreichen.

Inwieweit mit dieser Entwicklung ein weiterer Anstieg der Pensionsquote abgefangen werden kann, wird davon abhängen, welche Altersgruppen von der zusätzlichen Arbeitskräftenachfrage profitieren. Steigt die Erwerbsquote der Jüngeren an, sinkt die Pensionsquote weniger deutlich, als dies der Fall wäre, wenn ältere Arbeitnehmer länger im Berufsleben blieben. In diesem Szenario wird sich bis 2015 hauptsächlich die Erwerbsquote der über 39-Jährigen erhöhen; danach werden bis 2030 vor allem Jüngere, in erster Linie Frauen, vom gestiegenen Arbeitskräftebedarf profitieren. Insgesamt zeigt sich in diesem Szenario eine stark erhöhte Erwerbsquote der über 50-Jährigen (diese betrug im Jahr 2000 für 50- bis 64-Jährige 45,1% und würde bis zum Jahr 2030 auf 75,5% ansteigen).

3.6 Pensionsansprüche

Im Jahr 2000 bezogen 92% der nicht erwerbstätigen Männer und 70% der nicht erwerbstätigen Frauen im Alter von 65 und mehr Jahren (Beamte ausgenommen) eine eigenständige Pension; diese Anteile sinken mit zunehmendem Alter. In der Simulation wird das Verhältnis der Bezieher einer eigenständigen Pension zur nicht erwerbstätigen Bevölkerung im Alter von 65 und mehr Jahren schrittweise angehoben. Im Status-quo-Szenario erhöht sich damit dieser Wert auf 95% für Männer und 75% für Frauen in allen Altersstufen (technische Annahmen); im Wachstumsszenario steigt dieser Wert für Frauen auf 80%. Durch eine aktive Arbeitsmarktpolitik können die Pensionsansprüche der Frauen verbessert werden. Bis zum Jahr 2030 sollte folglich der Anteil eigenständiger Pensionen zunehmen.

Die Bedeutung von Witwen- und Witwerpensionen ist im Abnehmen. Diese Entwicklung resultiert aus veränderten Familienstrukturen (mehr Alleinerzieherinnen, Singlehaushalte, Scheidungen) und wird durch die Auswirkungen der Pensionsreform des Jahres 2000 noch verstärkt (damals wurde die Ersatzrate für Witwen- und Witwerpensionen auf 60 bis 0% gekürzt). Auf Grund rückläufiger Eheschließungen und steigender Scheidungsraten werden im Jahr 2030 nur mehr 20% der über 65-Jährigen Anspruch auf eine Witwen- oder Witwerpension haben. Angesichts dieser Entwicklung wird in der Simulation unterstellt, dass der Anteil der Frauen (Männer) über 59, die eine Witwenpension (Witwerpension) beziehen, von 38% (4·5%) im Jahr 2000 auf 21% (2·1%) im Jahr 2030 schrumpfen wird.

4 Simulationsergebnisse I: Änderung der Pensionsquote

4.1 Status-quo-Szenario

Das Status-quo-Szenario sollte aus vielerlei Gründen als Worst-Case-Szenario angesehen werden. Mit dem im Jahr 2000 in Kraft getretenen Pensionsgesetz wurde das Frühpensionsantrittsalter angehoben (auf 56·5 Jahre für Frauen und 61·5 Jahre für Männer). Weiters wird das Regelpensionsalter für Frauen schrittweise an jenes für Männer angepasst. In der Folge ist mit einem Anstieg der Erwerbsquote der 55- bis 64-Jährigen zu rechnen. Dadurch ergäbe sich bis zum Jahr 2030 eine Erhöhung der Pensionsquote um 39·6% von 619 auf 864 (Tabelle 3).

4.2 Wachstumsszenario

Die österreichische Erwerbsquote (nach EU-Definition) lag im Jahr 2000 mit 71·3% knapp über dem EU-Durchschnitt von 69·5%. Island verzeichnet die höchste Erwerbsbeteiligung in Europa (86·6% im Jahr 2000), gefolgt von der Schweiz (81·8%), Norwegen (80·7%) und Dänemark (80·0%) (OECD, 2001). Da sich das Regelpensionsalter in Island und der Schweiz deutlich von jenem in Österreich unterscheidet, erscheint ein direkter Vergleich der Werte (vor allem jener der älteren Bevölkerungsgruppen) nicht sinnvoll.

Die Struktur der Erwerbsbeteiligung in Norwegen unterscheidet sich markant von jener in Dänemark: In der Altersgruppe von 15 bis 19 ist die Erwerbsquote etwas höher als in Österreich und viel niedriger als in Dänemark. Gleichzeitig stehen 11·9% der über 65-jährigen Norweger noch im Erwerbsleben, während es in Dänemark nur 3·0% sind. Angenommen in Österreich wäre die Erwerbsquote der über 65-Jährigen genauso hoch wie in Norwegen, dann würde die Pensionsquote im Jahr 2030 noch unter dem im Wachstumsszenario berechneten Wert liegen. In der Simulation wurde jedoch das österreichische Regelpensionsalter herangezogen,¹⁾ wodurch sich nur ein geringer Anstieg bei der Beschäftigung der über 65-Jährigen ergibt.

Unter der Annahme wachsender Erwerbsquoten und einer Zunahme der eigenständigen Pensionen dank der steigenden Beschäftigung erhöht sich im Wachstumsszenario die Pensionsquote bis zum Jahr 2015 auf 669 und bis

1 Nach derzeitiger Gesetzeslage wird die Harmonisierung des Pensionsantrittsalters für Frauen und Männer 2033 abgeschlossen; die Simulation unterliegt daher keinen rechtlichen Einschränkungen.

Tabelle 3

Pensionsquote, Status-quo-Szenario und Wachstumsszenario							
	2000	2005	2010	2015	2020	2025	2030
	<i>Pensionen pro 1.000 Beschäftigungsverhältnisse</i>						
Pensionsquote							
Status-quo-Szenario	619	646	677	712	753	819	864
Wachstumsszenario	619	638	654	669	687	713	716

Quelle: WIFO.

zum Jahr 2030 auf 716 (Tabelle 3). Dieses Szenario basiert auf einem jährlichen Beschäftigungswachstum von 0,4%. Bei einem höheren Beschäftigungswachstum würde die Pensionsquote entsprechend niedriger ausfallen.

Der Vergleich der beiden Szenarien zeigt, dass ein jährliches Beschäftigungswachstum von 0,4% bis 2030 die Pensionsquote gegenüber dem Status-quo-Szenario um 148 drückt. Bei einem derartigen Beschäftigungszuwachs würde die Erwerbsbeteiligung bis 2030 auf 79,9% steigen. Positiv auf die Pensionsquote würde sich vor allem ein anhaltendes Beschäftigungswachstum älterer Arbeitnehmer auswirken, da eine zunehmende Erwerbsbeteiligung älterer Menschen eher zu einer Senkung der Pensionsquote führt als ein vorgezogenes Eintrittsalter in den Beruf; mit anderen Worten wirkt sich die Kürzung von Ausbildungszeiten kaum auf die Pensionsquote aus.

Rürup und Schroeter (1997) prognostizierten für Österreich eine Pensionsquote, die um beinahe 100 über der hier dargelegten Schätzung des Status-quo-Szenarios liegt. Die Differenz ist mit den Unterschieden bei den verwendeten Prognosen über die Bevölkerungsentwicklung und – vor allem – den Arbeitsmarktannahmen zu erklären. Das Rürup-Schroeter-Modell geht von einem Rückgang der erwerbstätigen Bevölkerung in den Jahren 1995 bis 2030 um 6,3% und einer Arbeitslosenrate von 4,4% im Jahr 2030 aus; Letztere ist im Vergleich zu den in dieser Studie berechneten Simulationen hoch gegriffen. Die Beschäftigungsdynamik wurde von Rürup und Schroeter offenbar weit unterschätzt; schon ihre Vorhersage für das Jahr 2000 lag deutlich unter den tatsächlichen Werten.

5 Simulationsergebnisse II: Entwicklung der Pensionsausgaben

Das gesetzliche Pensionssystem in Österreich ist Teil der sozialpartnerschaftlich verwalteten Sozialversicherung. Die Finanzierung der ASVG-Pensionen erfolgt über Beiträge der Arbeitnehmer (10,25%) und der Arbeitgeber (12,55%); insgesamt sind also bis zur Höchstbeitragsgrundlage (die im Jahr 2002 bei 3.300 EUR lag) Beiträge von 22,8% zu entrichten. Gewerblich selbstständig Erwerbstätige zahlen 15,0% und Bauern 14,5% ihrer Einkünfte an ihre jeweilige gesetzliche Pensionsversicherung. Die Beiträge werden mit Mitteln aus dem Bundesbudget aufgestockt; diese Gelder, einschließlich Ausgleichszulagen,¹⁾ machten 22,4% der Pensionsausgaben im Jahr 2000 aus. Diese Mittel decken Fehlbeträge auf Grund beitragsloser Zeiten (Elternkarenz, Präsenzdienst) und

¹⁾ Wenn die Pension plus jegliche andere Einkommen (unter Berücksichtigung des Einkommens eines im selben Haushalt lebenden (Ehe-)Partners) eines Pensionsbeziehers unter einer bestimmten Grenze liegen (dem Ausgleichszulagenrichtsatz), besteht Anspruch auf eine Ausgleichszulage aus dem Sozialversicherungsfonds.

Ausgleichszulagen ab. Letztere garantieren eine Mindestpension für all jene, die zwar die erforderlichen Versicherungszeiten aufweisen, deren Pension aber unter dem Ausgleichszulagenrichtsatz (2002 betrug dieser für Alleinstehende 630 EUR) liegt.

Da sich diese Simulation lediglich auf das ASVG-System bezieht, wurde die finanzielle Entwicklung auf Basis der folgenden beiden Verhältnisse berechnet: die jährlichen Einnahmen in Prozent der Ausgaben für die ASVG-Pensionsversicherung und das Budgetdefizit – ebenfalls für das ASVG-System – in Prozent des BIP.

5.1 Status-quo-Szenario

Im Basisjahr 2000 deckten die Versicherungsbeiträge der Arbeitnehmer 85·8% der Pensionsausgaben ab. Ändert sich die Erwerbsquote in den kommenden 30 Jahren nicht, würde dieser Anteil bis 2030 auf 60·1% sinken. Gleichzeitig würde das Defizit im ASVG-System von 1·2% des BIP auf 5·6% klettern (Tabelle 4).

Bleiben in den nächsten Jahrzehnten beschäftigungsfördernde Maßnahmen aus, kann ein Deckungsbeitrag von 85·8% nur gehalten werden, wenn es zu einer Anhebung der Beitragssätze um 6·85 Prozentpunkte auf 29·65% kommt.

5.2 Wachstumsszenario

Angenommen, das Wirtschafts- und Beschäftigungswachstum der vergangenen 25 Jahre (+2·4% bzw. +0·4% pro Jahr) setzt sich auch in Zukunft fort, so wird den aktuellen demografischen Prognosen zufolge die Erwerbsbeteiligung von derzeit 67·6% auf 79·9% im Jahr 2030 ansteigen.

Geht man zudem von einem durchschnittlichen Wachstum des Pro-Kopf-Einkommens von real 2% aus, würde der Deckungsbeitrag bis zum Jahr 2030 auf 78·2% sinken. In diesem Szenario würden sich im Jahr 2030 die Ausgaben für die ASVG-Pensionen auf 11·4% des BIP belaufen (2000: 8·6%), und das Defizit des ASVG-Systems würde von 1·2% des BIP im Jahr 2000 auf 2·5% im Jahr 2030 anwachsen (Tabelle 4).

Mit der Steigerung der Erwerbsbeteiligung könnte der Deckungsbeitrag bei einer gleichzeitigen Anhebung der Pensionsbeiträge um 2·5 Prozentpunkte (auf 25·2%) bis zum Jahr 2030 auf dem Niveau des Jahres 2000 gehalten werden.

Tabelle 4

Pensionseinnahmen und Pensionsausgaben

ASVG-System

	2000	2010	2020	2030
<i>Einnahmen in % der Ausgaben</i>				
Status-quo-Szenario	85·8	78·5	69·4	60·1
Wachstumsszenario	85·8	84·1	80·8	78·2
<i>Defizit in % des BIP</i>				
Status-quo-Szenario	1·2	2·2	3·7	5·6
Wachstumsszenario	1·2	1·5	2·0	2·5

Quelle: WIFO.

6 Zusammenfassung

Die Pensionsreformdebatte kreist in erster Linie um die Änderung der Systemparameter. Dabei hängt die langfristige finanzielle Stabilität des Systems nicht nur von den jeweiligen gesetzlichen Bestimmungen, sondern auch vom wirtschaftlichen Umfeld sowie insbesondere vom Arbeitsmarkt ab. Je höher das Beschäftigungsniveau, desto höher ist auch die Anzahl der Beitragszahler und desto niedriger das Verhältnis der Pensionisten zu den Erwerbstätigen. Die Erwerbsbeteiligung ist also für die Tragfähigkeit des Pensionssystems ein zentraler Faktor. Aus diesem Grund muss die Beschäftigungspolitik – auch auf europäischer Ebene – verstärkt die Wechselwirkung zwischen der Erwerbsquote und dem Pensionssystem berücksichtigen.

Literaturverzeichnis

- Atkinson, A. B. 1999.** The Economic Consequences of Rolling Back the Welfare State. London: CES, MIT-Press.
- Ausschuss für Wirtschaftspolitik (Economic Policy Committee, EPC). 2000.** Progress Report to the Ecofin Council on the Impact of Ageing Populations on Public Pension Systems. EPC/ECFIN/581. Brüssel.
- Ausschuss für Wirtschaftspolitik (Economic Policy Committee, EPC). 2001.** Budgetary Challenges Posed by Ageing Populations. EPC/ECFIN/655/01-En final. Brüssel.
- Barr, N. 2001.** The Welfare State as Piggy Bank: Information, Risk, Uncertainty and the Role of the State. Oxford University Press.
- Börsch-Supan, A. 2001.** Labor Market Effects of Population Aging. NBER Working Paper 8640. Dezember.
- Diamond, P. 1998.** Privatization of Social Security and the Labor Market. Vorgetragen beim MIT Public Finance Lunch.
- ECFIN/EPC/117/2002.** Annual Report on Structural Reforms 2002. Brüssel.
- ECFIN/228/2001.** Empfehlungen der Kommission für die Grundzüge der Wirtschaftspolitik der Mitgliedstaaten und der Gemeinschaft im Jahr 2001, ECFIN/228/2001. Brüssel.
- Europäische Kommission. 1998.** Towards a Society for All Ages. European Symposium. Wien.
- Europäische Kommission. 2000a.** Bericht über die soziale Sicherheit in Europa 1999, Brüssel.
- Europäische Kommission. 2000b.** Die Entwicklung des Sozialschutzes in Langzeitperspektive: zukunfts-sichere Renten. Mitteilung der Kommission an den Rat, das Europäische Parlament und den Wirtschafts- und Sozialausschuss. Brüssel.
- Europäischer Rat. 2000.** Schlussfolgerungen des Vorsitzes. Lissabon.
- Feldstein, M. 1974.** Social Security, Induced Retirement and Aggregate Capital Accumulation. Journal of Political Economy 82.
- Guger, A. und C. Mayrhuber. 2001.** Arbeitsmarktperspektiven und Pensionsfinanzierung bis 2030. WIFO-Monatsberichte 74(9). 553-565.
- Hahn, F. 2002.** The Finance-Growth Nexus Revisited. New Evidence from OECD Countries. WIFO Working Paper 176.
- Haydn, R. 2000.** Personenbezogene Statistiken 2000. Soziale Sicherheit 12. 988–996.
- Littlewood, M. 2002.** An Open Letter on „Pensions: Time to Grow Up“ to the Economist. 25. Februar.
- Mackenzie, G., P. Gerson und A. Cuevas. 1997.** Pension Regimes and Saving. IMF Occasional Paper 153. Washington: Internationaler Währungsfonds.
- Marin, B. und C. Prinz. 1999.** Pensionsreformen. Nachhaltiger Sozialumbau am Beispiel Österreichs. Wien.

- Mayrhuber, C. und A. Guger. 2002.** Labour Force Participation and the Public Pension System in Austria. Präsentation bei der FISS-Konferenz in Segtuna, Schweden. Juni.
- Myles, J. 2001.** A New Social Contract for the Elderly? Beitrag zum Bericht „A New Welfare Architecture for Europe“ von Esping-Andersen, G., D. Gallie, A. Hemerijck und J. Myles, der belgischen EU-Ratspräsidentschaft vorgelegt. Oktober.
- OECD Employment Outlook. 2001.** Paris.
- Orszag, P. R. und J. E. Stiglitz. 2001.** Rethinking Pension Reform: Ten Myths About Social Security Systems. In: Holzman, R. und J. E. Stiglitz (Hrsg.). New Ideas About Old Age Security. Weltbank.
- Rürup, B. und I. Schroeter. 1997.** Perspektiven der Pensionsversicherung in Österreich. Darmstadt.
- Statistik Austria. 2001.** Bevölkerungsprognose. ISIS-Datenbank; siehe Hanika, A. Bevölkerungsvorausschätzung 2001 bis 2050 für Österreich und die Bundesländer. Statistische Nachrichten 9.
- Url, T. 2003.** Die Entwicklung der betrieblichen Altersvorsorge in Österreich. WIFO-Studie im Auftrag des Jubiläumsfonds der Oesterreichischen Nationalbank und des Fachverbandes der Pensionskassen. Wien.

Kommentar zur Studie „Pensionsreform in Österreich: Ausbau der kapitalgedeckten Vorsorge oder Forcierung beschäftigungs- und wachstumsfördernder Maßnahmen?“

Peter Rosner¹⁾

Problematisch an der Pensionsdiskussion ist unter anderem, dass häufig verschiedene Themen miteinander vermischt werden. Dies trifft auch auf die Studie von Alois Guger zu. Laut Guger sollte in Österreich die Erwerbsdauer verlängert, das derzeitige Umlagesystem beibehalten und von der Einführung eines kapitalgedeckten Systems Abstand genommen werden. Gelänge es, die Arbeitnehmer bis zum Alter von etwa 65 Jahren im Erwerbsleben zu halten, könnten die aktuellen Probleme des österreichischen Pensionssystems so weit gelöst werden, dass weder eine starke Anhebung der Beitragssätze noch eine drastische Kürzung der Pensionszahlungen notwendig wäre. Weiters würde die demografische Entwicklung zwar jetzt das Pensionssystem vor eine Herausforderung stellen, aber innerhalb einiger Jahre für eine Entspannung auf dem Arbeitsmarkt sorgen. Folglich sei eine Verlängerung des Erwerbslebens ohne Ansteigen der Arbeitslosigkeit ein realistisches Szenario.

Natürlich wären alle Probleme eines Umlagesystems gelöst, wenn die Beitragszeiten ausreichend lange wären und die Pensionsbezugsdauer somit entsprechend kurz wäre. Das ist allerdings nicht relevant bei der Entscheidung für oder gegen ein bestimmtes Pensionssystem. Auch mit einer kapitalgedeckten Vorsorge wäre das gegenwärtige niedrige Pensionsantrittsalter in Österreich nicht aufrechtzuerhalten. Unabhängig davon, ob das Pensionssystem auf der Kapitaldeckung oder auf dem Umlageverfahren basiert, ist eine Anhebung des Pensionsantrittsalters unerlässlich, um angemessen hohe Pensionen gewährleisten zu können.

Diejenigen, die eine kapitalgedeckte Vorsorge unter dem Hinweis auf das niedrige Pensionsantrittsalter fordern, gehen stillschweigend davon aus, dass eine Umstellung auf das Kapitaldeckungssystem automatisch zu längeren Lebensarbeitszeiten führen würde. Ein längeres Erwerbsleben erscheint offenbar als eine natürliche Nebenwirkung solch einer Umstellung, da in einem Kapitaldeckungssystem jederzeit die Höhe der erworbenen Pensionsansprüche ersichtlich ist. Es wird angenommen, dass die kapitalgedeckte Vorsorge im Vergleich zum Umlagesystem weniger anfällig für eine politische Einflussnahme ist.

Anstelle der Frage Umlage- oder Kapitaldeckungssystem sollte in Österreich jedoch vielmehr die Frage leistungsorientiertes Pensionssystem oder beitragsorientierte Vorsorge diskutiert werden. Wäre die gesetzliche Pensionsvorsorge in Österreich ein beitragsorientiertes Umlagesystem, würde wohl niemand vor Mitte 60 freiwillig aus dem Erwerbsleben ausscheiden, vorausgesetzt, die Pensionen sind ex-ante aktuarisch fair. Die Frage des gesetzlichen Pensionsantrittsalters stellt sich in Österreich nur deshalb, weil das System leistungsorientiert organisiert ist. Ein strikt beitragsorientiertes System kann langfristig aufrechterhalten werden, weil die Pensionen an die geleisteten Beiträge gekoppelt sind. In einem leistungsorientierten System kann es hingegen leicht zu Ungleichgewichten kommen, da die Leistungen unabhängig von den zuvor getätigten Einzahlungen bestimmt werden können.

Dennoch bin ich nicht der Ansicht, ein rein beitragsorientiertes System sei eine politisch gangbare Option. Die ökonomische Analyse konzentriert sich zwar hauptsächlich auf die Umverteilung von Einkommen im Zeitverlauf als den einzigen Zweck eines Pensionssystems; tatsächlich hat ein Pensionssystem

1 Universität Wien.

aber noch weitere Funktionen. Es dient etwa der Absicherung gegen Erwerbsunfähigkeit oder trägt zur Vermeidung von Altersarmut bei. Weiters sprechen gewisse Aspekte von Gerechtigkeitsvorstellungen gegen ein rein beitragsorientiertes System, das z. B. mit einem individuellen Kapitalsparplan vergleichbar wäre. So können staatliche Pensionen nicht die gruppenspezifische Lebenserwartung berücksichtigen, andernfalls wären die Pensionsansprüche von Frauen geringer. Es würde einer Regierung wohl kaum gelingen, ein aktuarisch vollkommen faires Pensionssystem länger als eine Legislaturperiode, das heißt bis nach den nächsten Wahlen, aufrechtzuerhalten. Pensionssysteme müssen eine gewisse umverteilende Wirkung haben. Folglich entstehen Verzerrungen, die wiederum Anreize für einen frühen Rückzug vom Arbeitsmarkt darstellen. Es ist daher nicht möglich, auf strenge Regelungen bezüglich des Pensionsantrittsalters zur Gänze zu verzichten. Gäbe es beispielsweise bei einem garantierten Mindesteinkommen im Ruhestand kein gesetzliches Mindestpensionsalter, würden viele sehr früh aus dem Erwerbsleben ausscheiden.

Dies bedeutet allerdings nicht, dass es unmöglich wäre, das System im Sinne eines fairen Versicherungs- und Ansparmodells zu reformieren und damit die Anreize zur Frühpension zu vermindern. Wie weit reichend derartige Reformschritte sein können oder sollen – das ist eine rein politische Entscheidung. Unabhängig von der Art des Pensionssystems muss in Österreich die Erwerbsdauer länger und die Pensionsbezugszeit kürzer werden, wenn die Pensionen angemessen hoch und die Beiträge (das angesparte Kapital) in einem vernünftigen Rahmen bleiben sollen.

Die Politik muss sich natürlich auch der Arbeitsmarktprobleme annehmen. Das bedeutet jedoch nicht, dass es keinen Zusammenhang zwischen der Beschäftigungs- bzw. Arbeitslosenrate und der Größe der Erwerbsbevölkerung gibt. Eine Erhöhung des Pensionsantrittsalters impliziert nicht automatisch, dass der daraus resultierende Anstieg des Arbeitskräfteangebots eine gleich große Erhöhung der Arbeitslosigkeit nach sich zieht. Ein traditionelles Merkmal des österreichischen Arbeitsmarktes ist die Tatsache, dass der Lohnbildungsprozess auf die Arbeitsmarktlage reagiert. Ein Anstieg des Arbeitskräfteangebots, der nicht von einer entsprechenden Erhöhung der Nachfrage begleitet wird, führt mit größter Wahrscheinlichkeit zu geringerem Lohnwachstum. Die Arbeitslosigkeit steigt also weniger stark als das Arbeitskräfteangebot.

Hat die kapitalgedeckte Vorsorge abgesehen von gesteigerten Anreizen, später in den Ruhestand zu treten, Vorteile gegenüber dem Umlagesystem? Die folgenden Erkenntnisse der ökonomischen Theorie sind gut abgesichert.

- a) Ein kapitalgedecktes System bringt eine höhere Rendite, wenn der Kapitalstock erhöht wird; das heißt, es sollte weder das öffentliche Defizit betroffen sein, noch sollte die Ricardo-Äquivalenz gelten (Blanchard und Fischer, 1989).
- b) Ein kapitalgedecktes System ist nicht Pareto-überlegen gegenüber einem Umlagesystem, weil der Verlust der ersten Generation nicht ausgeglichen werden kann (Breyer, 1989).
- c) Der Umstieg von einem Umlage- auf ein Kapitaldeckungsverfahren erhöht nur dann die Wohlfahrt, wenn die durch Preisverzerrungen bedingten Wohlfahrtsverluste hinreichend groß sind (Breyer und Straub, 1993).

d) Verzerrungseffekte können in keinem Kapitaldeckungssystem mit Umverteilung innerhalb einer Kohorte vermieden werden (Brunner, 1996).

Die Behauptung, wonach mit einer kapitalgedeckten Vorsorge der Kapitalstock größer wäre, ist für Österreich kühn. Erstens ist die Sparquote in Österreich traditionell hoch. Vor diesem Hintergrund ist vielmehr anzunehmen, dass hier zu Lande die Ricardo-Äquivalenz gilt. Pensionisten sparen, um ihre Kinder und Enkel zu unterstützen, die wiederum die Pension ihrer Eltern und Großeltern finanzieren. Zweitens ist Österreich eine kleine, offene Volkswirtschaft mit freiem Kapitalmarktzugang. Der heimische Kapitalstock ist nicht auf Ersparnisse im Inland beschränkt. Da die Altersversorgung in Österreich umlagefinanziert ist und das Prinzip der Umverteilung innerhalb einer Kohorte generell akzeptiert wird, würde der Umstieg auf die kapitalgedeckte Vorsorge zumindest für eine Generation einen Wohlstandsverlust bedeuten.

Zusammenfassend gesagt kann Österreich das derzeitige System beibehalten, vorausgesetzt, die Erwerbsbeteiligung der über 60-Jährigen wird deutlich erhöht. Versprechungen, wonach ein kapitalgedecktes System das Pensionseinkommen ohne eine Erhöhung des Pensionsantrittsalters garantieren würde, sind in etwa so zuverlässig wie Pyramidenspiele.

Literaturverzeichnis

- Blanchard, O. und S. Fischer. 1989.** Lectures on Macroeconomics. Cambridge (Mass): MIT Press.
- Breyer, F. 1989.** On the Intergenerational Pareto Efficiency of Pay-As-You-Go Financed Pension Systems. In: Journal of Institutional and Theoretical Economics 145. 643–658.
- Breyer, F. und M. Straub. 1993.** Welfare Effects of Unfunded Pension Systems when Labor Supply is Endogenous. In: Journal of Public Economics 50. 77–91.
- Brunner, J. K. 1996.** Transition from a Pay-As-You-Go to a Fully Funded Pension System: The Case of Differing Individuals and Intragenerational Fairness. In: Journal of Public Economics 60. 131–146.

Steuerliche Anreize für die kapitalgedeckte Pensionsvorsorge und die Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen

I Einleitung und Begründung

Daniel Eckert¹,
Doris Prammer²)

Die Finanzierbarkeit staatlicher Pensionssysteme unter dem demografischen Druck der Bevölkerungsalterung wird allgemein als eines der wichtigsten politischen Probleme gesehen (WPA, 2001; Dang et al., 2001; bezüglich Österreich siehe Part, 2002 sowie Eskesen, 2002). In der EU wird die Anzahl der Menschen im Alter von 65 Jahren und darüber von 61 Millionen im Jahr 2000 bis zum Jahr 2050 voraussichtlich auf 103 Millionen ansteigen. Dementsprechend werden sich die Ausgaben für staatliche Pensionen von durchschnittlich 10,4% des BIP auf 13,3% bis zum Jahr 2050 erhöhen. Während im selben Zeitraum die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter (Personen zwischen 15 und 64 Jahren) von 246 Millionen auf 203 Millionen schrumpfen dürfte, wird sich die Altenquote damit mehr als verdoppeln, nämlich von 24 auf 49% ansteigen (WPA, 2001).

Da die staatlichen Pensionssysteme hauptsächlich auf Basis des Umlageverfahrens finanziert werden, wird die Budgetbelastung durch einen derartigen Anstieg bei den staatlichen Pensionsausgaben – sofern nicht durch höhere Beiträge ausgeglichen – auf Dauer untragbar. Einfache Projektionen des WPA (2001) für einen stilisierten WWU-Mitgliedstaat zeigen, dass auf Grund steigender altersbedingter Ausgaben im Bereich des Gesundheitswesens und der Pensionen der Prozess der Haushaltskonsolidierung gebremst wird – auch wenn die Kriterien des Stabilitäts- und Wachstumspakts zunächst noch erfüllt sind. In weiterer Folge jedoch wird die dauerhafte Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen in der zweiten Hälfte des Projektionszeitraums 2005 bis 2050 nicht mehr gegeben sein.

Es ist daher nicht erstaunlich, dass ein Ausbau der Kapitaldeckung heutzutage hauptsächlich auf Grund finanzpolitischer Aspekte befürwortet wird (während dies früher vorrangig aus Effizienzgründen propagiert wurde, insbesondere im Hinblick auf Verzerrungen im Arbeitsangebot, die den Sozialversicherungsbeiträgen zugeschrieben werden). In diesem Sinne zielt die Fiskalpolitik auf die Schaffung von Anreizen für eine Erhöhung des privat finanzierten Anteils am Alterseinkommen ab. So enthält fast jedes Reformprojekt zum Ausbau der Kapitaldeckung vor allem steuerliche Anreize für private Pensionsvorsorgepläne.

Grundsätzlich kann privat angespartes Pensionskapital auf drei verschiedenen Ebenen besteuert werden:

- a) auf der Ebene der Beiträge der Arbeitgeber bzw. Arbeitnehmer, oder
- b) beim Anfall von Kapitalerträgen bzw. Veräußerungsgewinnen, oder
- c) bei der Auszahlung von Leistungen.

In diesem Sinne wird die generell übliche Konsumbesteuerung privater Pensionen – wobei nur Leistungen besteuert werden, Beiträge und Anlageerträge sowie Veräußerungsgewinne hingegen steuerbefreit sind – als EET-Prinzip (für exempt, exempt, taxable – steuerbefreit, steuerbefreit, steuerpflichtig) bezeichnet. Dieses Steuermodell wird allgemein befürwortet, weil

1 Institut für Finanzwissenschaft und Öffentliche Wirtschaft, Karl-Franzens-Universität Graz.

2 Oesterreichische Nationalbank, Abteilung für Volkswirtschaftliche Analysen; die hier wiedergegebenen Ansichten spiegeln die Meinung der Autoren wieder und sollten nicht den Institutionen, denen sie angehören, zugeschrieben werden. Die Autoren danken Niels Kleis Frederiksen für seine hilfreiche Unterstützung.

es sich in der Allokation des Konsums zwischen Erwerbssalter und Rentenalter als neutral erweist. Darüber hinaus ist diese so genannte nachgelagerte Besteuerung auch langfristig budgetneutral, weil sie sich nur im zeitlichen Verlauf, nicht aber im Gegenwartswert des Nettosteueraufkommens niederschlägt. Die Steuereinnahmen, die dem Staat bei diesem Steuermodell entgehen, gefährden jedoch die Budgetposition kurz- und mittelfristig, weil sie den Konsolidierungsprozess beeinträchtigen. Außerdem können niedrigere Alterseinkommen in einem progressiven Steuersystem negative Grenzsteuersätze verursachen, wenn das Pensionskapital der Ausgabenbesteuerung unterliegt (Whitehouse, 1999). Darüber hinaus führt auch die steuerliche Bevorzugung von Pensionsfonds gegenüber anderen Investitionsformen durch die Steuerfreistellung von Kapitalerträgen aus der Veranlagung in Pensionsfonds zu Steuerausfällen.

Den Auswirkungen von steuerlichen Anreizen auf private Pensionssparpläne im Hinblick auf die Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen muss daher besonderes Augenmerk geschenkt werden.

Österreich ist hier ein besonders interessantes Fallbeispiel: Bereits 1994 hatte Österreich bei der Altersvorsorge den niedrigsten effektiven Grenzsteuersatz aller OECD-Länder (Whitehouse, 1999). Trotz allem hat es aber mit nur 3,9% des BIP noch immer einen der kleinsten Pensionsfondssektoren. Die jüngsten Reformen des privaten Pensionssystems haben die effektiven Grenzsteuersätze weiter verringert, da die „Abfertigung neu“ bei Verrentung steuerfrei ist.

2 Modell und Ergebnisse

Die Analyse der budgetären Auswirkungen einer steuerbegünstigten Altersvorsorge erfolgt hier im Rahmen der vom WPA (2001) durchgeführten Analyse der Nachhaltigkeit öffentlicher Finanzen unter dem Einfluss steigender altersbedingter Ausgaben. Politische Indikatoren für die Finanzierbarkeit, wie z. B. die 60-Prozent-Obergrenze für die öffentliche Verschuldung, leiten sich direkt aus dem Stabilitäts- und Wachstumspakt ab. Die WPA-Projektion verwendet als wirtschaftlich aussagekräftigeren Indikator aber auch die Differenz zwischen dem berechneten Primärüberschuss und dem Primärüberschuss, der notwendig ist, um über den gesamten Projektionszeitraum ein ausgeglichenes Budget zu gewährleisten („primary gap“).

Ausgangspunkt unserer Analyse ist das der Projektion des WPA (2001) zu Grunde liegende stilisierte Land mit „durchschnittlicher Verschuldung“; das heißt, die anfängliche Staatsverschuldung beträgt 60% des BIP und für den Beginn des Projektionszeitraums 2005 bis 2050 wird ein ausgeglichenes Budget angenommen. Ferner basiert die WPA-Analyse auf der Annahme, dass die nicht altersbedingten Ausgaben konstant bei 23% bleiben, während die altersbedingten Ausgaben nur bis 2010 gleich bleibend 16% des BIP betragen. Danach lässt ein „demografischer Schock“ durch die Bevölkerungsalterung diese Ausgaben linear um 5 Prozentpunkte des BIP auf 21% des BIP im Jahr 2030 ansteigen. Dieser Prozentsatz bleibt dann wiederum konstant bis zum Ende des Projektionszeitraums. Laut Projektion des WPA löst der demografische Schock in einem Mitgliedstaat mit durchschnittlicher Verschuldung in der Mitte des Projektionszeitraums eine Trendumkehr bei der Haushaltskonsolidierung aus und führt schließlich dazu, dass die dauerhafte Tragfähigkeit der politischen und ökonomischen Indikatoren nicht mehr gegeben ist.

In der Projektion des WPA werden die Staatsverschuldung b und der Haushaltssaldo d gemessen am BIP als

$$b_t = \frac{b_{t-1}}{1+y} + d_t \text{ and } d_t = \underbrace{g_t^A + \bar{g}_t^{NA} - t_t}_{s_t} + i \frac{b_{t-1}}{1+y}$$

berechnet, wobei \bar{g}^{NA} die nicht altersbedingten Ausgaben und g^A die altersbedingten Ausgaben bezeichnet; t ist die Steuerbelastung und s steht für den Primärsaldo (alle Angaben in Prozent des BIP). Der Nominalzinssatz i ist mit 0,06 festgesetzt und das nominelle BIP-Wachstum y mit 0,04.

Um die Auswirkungen der steuerbegünstigten privaten Pensionsvorsorge auf die Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen einschätzen zu können, wird das WPA-Szenario (2001) mit zwei Szenarien verglichen, die für zwei verschiedene Arten der steuerlichen Behandlung der Pensionsvorsorge stehen. Dem ersten Szenario liegt eine Besteuerung der privaten Pensionsvorsorge nach dem EET-Prinzip zu Grunde. Das zweite Szenario beruht auf der Annahme, dass die private Pensionsvorsorge überhaupt komplett steuerbefreit ist (EEE-Prinzip). Dieses Szenario wurde als Extrembeispiel ausgewählt. Hier sollte man jedoch beachten, dass die Neuregelung der Abfertigung in Österreich auf ein gänzlich steuerbefreites Pensionsmodell hinausläuft.

Beide Szenarien gehen davon aus, dass die Eigenvorsorge c ab 2005 konstant 1% des BIP entspricht.

Das gesamte private Pensionsvermögen k gemessen am BIP entwickelt sich gemäß

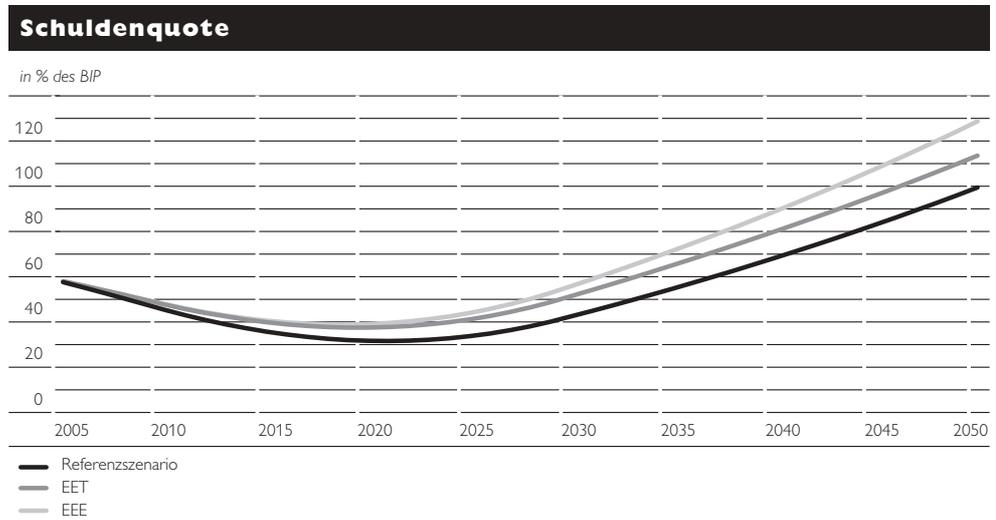
$$k_t = c + (1+i) \left(\frac{k_{t-1}}{1+y} \right) - a \frac{k_{t-1}}{(1+y)},$$

wobei a für die Pensionsleistungen steht, die als Prozentsatz des gesamten Pensionsvermögens ausgezahlt werden. Analog zu Frederiksen (2001) wird hier ein Wert $a = 0,033$ angenommen, was einer durchschnittlichen Haltedauer von 30 Jahren entspricht.

Die zusätzliche private Altersvorsorge verändert die Zusammensetzung des Nettosteueraufkommens im Zeitverlauf und wirkt sich so auf die Budgetsituation aus. In beiden Besteuerungsszenarien führt die Steuerbefreiung der Beiträge zu Steuerausfällen, deren Höhe (in Basispunkten des BIP) exakt dem Steuersatz entspricht. (In der vorliegenden Analyse wird ein Steuersatz von 40% angenommen.) Da die Pensionsauszahlungen im Lauf der Zeit ansteigen, werden die so entgangenen Steuereinnahmen zunehmend durch die Besteuerung der Pensionsleistungen ausgeglichen, wodurch es in den letzten zehn Jahren des Projektionszeitraums zu einem positiven Nettosteueraufkommen kommt. Diese Auswirkung veranschaulicht die Tatsache, dass über eine nachgelagerte Besteuerung alleine nur der zeitliche Verlauf der Nettosteuerereinnahmen verändert wird, nicht aber ihr Gegenwartswert (der bei null liegt, wie sich anhand der Analogie zu einer Cash-Flow-Steuer auf ein Investitionsprojekt, das die Marktrendite erzielt, leicht zeigen lässt).

Die Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen gemessen an der Höhe der Verschuldung wird jedoch negativ beeinflusst, da die öffentliche Verschuldung

Abbildung 1

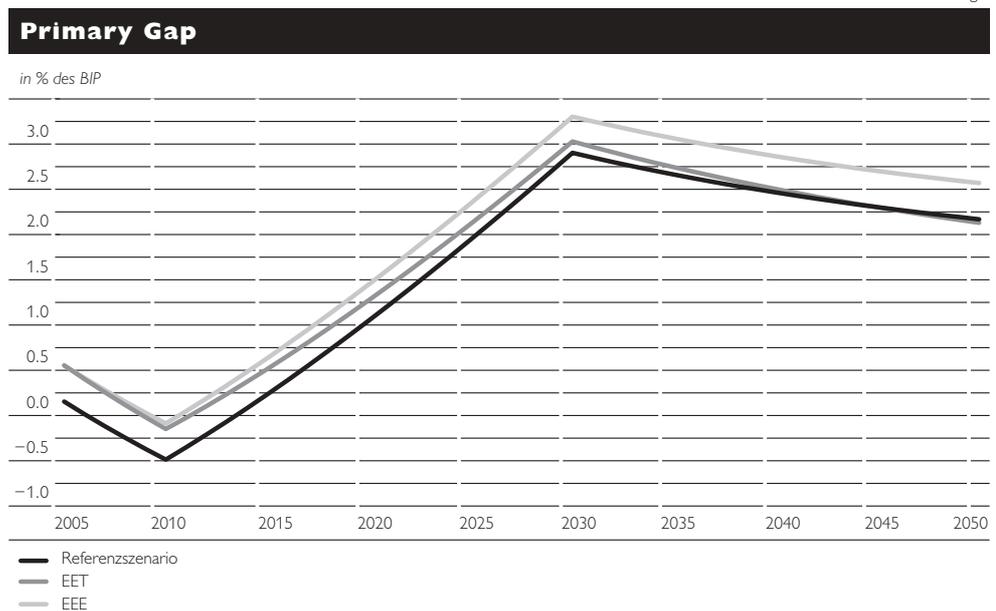


in beiden Privatpensionsvorsorge-Szenarien höher ist als in dem Referenzszenario des WPA (siehe Abbildung 1).

Die auf Grund der Förderung der privaten Altersversorgung entgangenen Steuereinnahmen bremsen den anfänglichen Haushaltskonsolidierungsprozess und beschleunigen in geringem Ausmaß die vom demografischen Schock resultierende Schuldenakkumulation.

Die Auswirkungen auf die Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen lassen sich am besten durch die Betrachtung der Differenz zwischen den erforderlichen und den berechneten Primärüberschüssen („primary gap“) abschätzen. Dem zeitlichen Verlauf des Nettosteueraufkommens entsprechend, ist der „primary gap“ des EET-Szenarios bis auf die letzten zehn Jahre des Projektionszeitraums höher als jener des Referenzszenarios. Dies erklärt sich aus der Tatsache, dass die anfangs hohen Steuerausfälle im Zusammenhang mit der Subven-

Abbildung 2



tionierung der privaten Pensionsvorsorge die Budgetbelastung durch die steigenden öffentlichen Pensionsausgaben erhöhen (siehe Abbildung 2).

Diese einfache Projektion zeigt, dass die Einführung einer steuerbegünstigten Altersvorsorge die Auswirkungen eines bevorstehenden demografischen Schocks nicht abfedern kann.

Literaturverzeichnis

- Dang, T. T., P. Antolin und O. Oxley 2001.** Fiscal Implications of Ageing: Projections of Age-Related Spending. OECD Economics Department Working Paper 305.
- Eskesen, L. L. 2002.** Population Aging and Long-Term Fiscal Sustainability in Austria. IWF Working Paper 02/216.
- Frederiksen, N. K. 2001.** Pension Funding, Fiscal Sustainability and Government Debt. Manuskript.
- Part, P. 2002.** Finanzielle Auswirkungen der Bevölkerungsalterung. BMF Working Paper 8.
- Whitehouse, E. 1999.** The Tax Treatment of Funded Pensions. Pension Reform Primer Series. Social Protection Discussion Paper 9910. Washington, D.C.: Weltbank.
- WPA (Ausschuss für Wirtschaftspolitik). 2001.** Budgetary Challenges Posed by Ageing Populations. Brüssel.

Abkürzungsverzeichnis

AfDB	African Development Bank (Afrikanische Entwicklungsbank)	IFC	International Finance Corporation (Internationale Finanz-Korporation)
AsDB	Asian Development Bank (Asiatische Entwicklungsbank)	IFES	Institut für Empirische Sozialforschung
APSS	Austrian Payment Systems Services GmbH.	IHS	Institut für Höhere Studien
ARTIS	Austrian Real-Time Interbank Settlement	ILO	International Labor Organization (Internationale Arbeitsorganisation)
ASEAN	Association of South East Asian Nations (Verband Südostasiatischer Staaten)	ISO	International Organization for Standardization
ASFNAG	Autobahnen- und Schnellstraßen- Finanzierungs-Aktiengesellschaft	IVP	Internationale Vermögensposition
ASVG	Allgemeines Sozialversicherungsgesetz	IWF	Internationaler Währungsfonds (International Monetary Fund)
ATX	Austrian Traded Index	KWG	Kreditwesengesetz
BGBL.	Bundesgesetzblatt	LIBOR	London Interbank Offered Rate
BFG	Bundesfinanzgesetz	MAI	Multilateral Agreement on Investment (Multilaterales Investitionsschutzabkommen)
BHG	Bundshaushaltsgesetz	MFI	Monetäre Finanzinstitute
BIP	Bruttoinlandsprodukt	MÖAG	Münze Österreich AG
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (Bank for International Settlements)	MOEL	Länder Mittel- und Osteuropas
BMF	Bundesministerium für Finanzen	NAB	New Arrangements to Borrow
BNP	Bruttonationalprodukt	NACE	Nomenclature générale des activités économiques dans les communautés européennes
BVA	Bundesvoranschlag	NAFTA	North American Free Trade Agreement
BWA	Bundes-Wertpapieraufsicht	NATO	North Atlantic Treaty Organization (Nordatlantisches Verteidigungsbündnis)
BWG	Bankwesengesetz	NBG	Nationalbankgesetz
CEFTA	Central European Free Trade Association (Mitteleuropäisches Freihandelsabkommen)	Netto-NP	Nettonationalprodukt
COICOP	Classification Of Individual Consumption by Purpose	NZBen	Nationale Zentralbanken
EBRD	European Bank for Reconstruction and Development (Europäische Bank für Wiederaufbau und Entwicklung)	OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development (Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung)
ECOFIN-Rat	Economic and Finance Ministers Council (Rat der Wirtschafts- und Finanzminister der EU)	OeKB	Oesterreichische Kontrollbank
EFF	Extended Fund Facility (Erweiterte Fondsfazilität)	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
EK	Europäische Kommission	ÖTOB	Österreichische Termin- und Optionenbörse
EONIA	Euro OverNight Index Average	P.S.K.	Österreichische Postsparkasse AG
EQOS	Electric Quote and Order Drive System	RLG	Rechnungslegungsgesetz
ERP	European Recovery Program	RTGS	Real-Time Gross Settlement
ESAF	Ergänzende/Erweiterte Strukturanpassungsfazilität	RPIX	Retail Price Index
ESVG	Europäisches System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen	SAF	Strukturanpassungsfazilität
ESZB	Europäisches System der Zentralbanken	SITC	Standard International Trade Classification
EU	Europäische Union	STF	Systemtransformationsfazilität
EURIBOR	Euro Interbank Offered Rate	S.W.I.F.T.	Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication
EUROSTAT	Statistisches Amt der Europäischen Gemeinschaft	SZR	Sonderziehungsrechte
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum	TARGET	Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer
EWS	Europäisches Währungssystem	UNCTAD	United Nations Conference on Trade and Development (Konferenz der Vereinten Nationen über Handel und Entwicklung)
EZB	Europäische Zentralbank	UNO	United Nations Organization (Organisation der Vereinten Nationen)
GAB	General Arrangements to Borrow	VGR	Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung
GATS	General Agreement on Trade in Services	VPI	Verbraucherpreisindex
GUS	Gemeinschaft unabhängiger Staaten	WBI	Wiener Börse Index
HIPC	Highly Indebted Poor Countries	WIFO	Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung
HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex	WTO	World Trade Organization (Welthandelsorganisation)
IADB	Inter-American Development Bank (Interamerikanische Entwicklungsbank)	WU	Währungsunion
IBRD	International Bank for Reconstruction and Development (Internationale Bank für Wiederaufbau und Entwicklung, Weltbank)	WWU	Wirtschafts- und Währungsunion
IDA	International Development Association (Internationale Entwicklungsorganisation)		
IEA	International Energy Agency (Internationale Energieagentur)		

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
- Ø = Durchschnitt
- = Neue Reihe

Korrekturen sind nicht gekennzeichnet.

Rundungen können Rechendifferenzen ergeben.

Unwiderruflicher Euroumrechnungskurs: 1 EUR = 13'7603 ATS.

Kundmachungen der Oesterreichischen Nationalbank

Verlautbart im
Amtsblatt zur
Wiener Zeitung

Veröffentlicht im
„Monatsheft“ Nr.

Devisenrechtliche Kundmachungen

DL 1/91	Neuverlautbarung der Kundmachungen zum Devisengesetz; allgemeine Bestimmungen 1. Erlassung neuer Kundmachungen 2. Begriffsbestimmungen 3. Entgelt	24. 9. 1991	9/1991
DL 2/91	Erteilung von generellen Bewilligungen 1. Generelle Bewilligung 2. Verzicht auf die Anmeldung; Freigabe 3. Nichtbanken 4. Banken ohne Auslandsgeschäft 5. Devisenhändler 6. Wechselstuben 7. Sonderbanken und Finanzinstitutionen 8. Gemeinsame Bestimmungen für Banken und Finanzinstitutionen	24. 9. 1991	9/1991
DL 3/91	Meldungen 1. Allgemeiner Teil 2. Ausnahmen von der Meldepflicht 3. Allgemeine Meldung 4. Meldungen von Banken 5. Meldungen von Nichtbanken und Finanzinstitutionen 6. Sondermeldungen	24. 9. 1991	9/1991
DL 4/91	Vermögenswerte von Devisenausländern mit Wohnsitz (Sitz) in der Republik Irak	29. 10. 1991	10/1991
DL 2/93	Änderung der Kundmachung DL 3/91	5. 5. 1993	4/1993
DL 1/95	Aufhebung der Kundmachung DL 1/93; SR-Resolution 1022 (1995) betreffend die vorläufige Aussetzung der Sanktionen der Vereinten Nationen gegen die Bundesrepublik Jugoslawien	21. 12. 1995	11/1995
DL 1/96	Änderung der Kundmachung DL 3/91	3. 9. 1996	7/1996
DL 1/99	Änderung der Kundmachungen DL 1/91, DL 2/91 und DL 3/91	21. 12. 1998	12/1998
DL 2/99	Aufhebung der Kundmachung DL 3/93 betreffend Sanktionen der Vereinten Nationen gegen Libyen	30. 4. 1999	4/1999
DL 3/99	Änderung der Kundmachung DL 3/91	16. 12. 1999	11/1999
DL 1/01	Änderung der Kundmachung DL 3/91	19. 6. 2001	5/2001
DL 1/02	Änderung der Kundmachungen DL 1/91 und DL 3/91 zum Devisengesetz	25. 2. 2002	1/2002
DL 2/02	Änderung der Kundmachung DL 2/91; Resolution Nr. 1373 (2001) des UN-Sicherheitsrates	2. 9. 2002	7/2002
DL 3/02	Änderung der Kundmachung DL 2/02	20. 1. 2003	12/2002
DL 1/03	Aufhebung der Kundmachung DL 4/91	18. 7. 2003	6/2003

Eine Übersicht über die ins Englische übersetzten Kundmachungen kann der Publikation „Focus on Austria“ der OeNB entnommen werden.

Verordnungen der Europäischen Gemeinschaft

Verlautbart
im Amtsblatt der EG

Mindestreserve-Verordnungen

- | | | |
|-------------|---|--------------|
| Nr. 2531/98 | Verordnung des Rates der Europäischen Union
über die Auferlegung einer Mindestreserve-Pflicht
durch die Europäische Zentralbank | 23. 11. 1998 |
| Nr. 2532/98 | Verordnung des Rates der Europäischen Union
über das Recht der Europäischen Zentralbank,
Sanktionen zu verhängen | 23. 11. 1998 |
| Nr. 2818/98 | Verordnung der Europäischen Zentralbank
über die Auferlegung einer Mindestreserve-Pflicht | 1. 12. 1998 |

Übersicht über Berichte, Studien und Sonderdrucke¹⁾

Veröffentlicht in Heft Nr.
M = „Monatsheft“
B = „Berichte und Studien“

Wirtschafts- und Währungsunion und Europäische Union

Die Herausforderung der Informationsgesellschaft für die Notenbanken – Auf dem Weg zur e-ZB?	B 1/2002
Anpassung der Stimmrechtsmodalitäten im EZB-Rat	B 2/2003
Wirtschaftliche Entwicklung im Euroraum und in der EU	B vierteljährlich
Zusammenarbeit im ESZB und europäische Integration	B vierteljährlich

Eine Übersicht über die ins Englische übersetzten Berichte, Studien und Sonderdrucke kann der Publikation „Focus on Austria“ der OeNB entnommen werden.

Oesterreichische Nationalbank und ausgewählte monetäre Aggregate

Umlauffähige österreichische Scheidemünzen (jeweils ergänzt um die Kundmachungen über neu ausgegebene Scheidemünzen)	M 11 jährlich ²⁾
Kundmachungen über die Ausgabe von Sammlermünzen in Euro (Heft 2/2002, 5/2002, 6/2002, 8/2002, 10/2002, 11/2002, 12/2002, 1/2003, 3/2003, 6/2003, 7/2003)	fallweise
Gesamtverzeichnis der Schillingmünzen von 1947 bis 2001	M 1/2002
Umtauschbare Schillingbanknoten – Bei der Oesterreichischen Nationalbank umtauschbare Schillingbanknoten	M 1/2002
Wettbewerb der Regionen und Integration in der WWU	
Ergebnisse der 30. Volkswirtschaftlichen Tagung der OeNB	B 3/2002
Reden des Präsidenten Adolf Wala und des Gouverneurs Dr. Klaus Liebscher anlässlich der Generalversammlung der Oesterreichischen Nationalbank	B 2 jährlich ³⁾

Finanzmarkt

Bankfeiertage, international	M 11 jährlich
Bankfeiertage in Österreich	M 11 jährlich
EURIBOR – Zinsinstrumente als Indikatoren für die Erwartungen auf den Finanzmärkten	B 2/2002
Geschäftstätigkeit und Ertragslage der in Österreich tätigen Kreditinstitute	B vierteljährlich

Realwirtschaft und Finanzierungsrechnung

Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung gemäß ESVG 95 – Geldvermögen und Verpflichtungen der österreichischen Volkswirtschaft; Ergebnisse für das Jahr 2001	M 9/2002
Jahresabschlusskennzahlen österreichischer Unternehmen nach der Systematik der Wirtschaftstätigkeiten von 1998 bis 2000	M 2/2003
Das Zahlungsverhalten privater Haushalte in Österreich – Ergebnisse einer Untersuchung zur Nutzung von Zahlungskarten und zur Struktur der Zahlungstransaktionen im Jahr 2000	B 1/2002
Gesamtwirtschaftliche Prognose für Österreich 2002 bis 2004 vom Frühjahr 2002	B 2/2002
Identifikation von starren Löhnen in Mikrodaten – eine kritische Bestandsaufnahme der Literatur	B 3/2002
Gesamtwirtschaftliche Prognose für Österreich 2002 bis 2004 vom Herbst 2002	B 4/2002

- 1 Die Gesamtübersicht über die bisher veröffentlichten Berichte, Studien und Sonderdrucke ist jeweils dem Heft 12 des „Statistischen Monatshefts“ bzw. bis zum Jahr 2000 dem Heft 4, für das Jahr 2001 dem Heft 1/2002 und für das Jahr 2002 dem Heft 1/2003 der „Berichte und Studien“ zu entnehmen. Für das Jahr 2001 bereits im Heft 10.
- 2
- 3 Bis Jahrgang 2002.

Realwirtschaft und Finanzierungsrechnung (Fortsetzung)

Geldvermögen und Verpflichtungen der österreichischen Volkswirtschaft – Ergebnisse der Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für das Jahr 2001	B 4/2002
Gesamtwirtschaftliche Prognose für Österreich 2003 bis 2005 vom Frühjahr 2003	B 2/2003
Geldvermögensbildung und Finanzierung der nichtfinanziellen Sektoren im Jahr 2002 – Ergebnisse der Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung	B 2/2003
Konjunkturelle Entwicklung in Österreich	B 1 und 3

Außenwirtschaft

Österreichische Direktinvestitionen im Ausland und ausländische Direktinvestitionen in Österreich	M 6 jährlich
Internationale Vermögensposition Österreichs im Jahr 2001	B 3/2002
Direktinvestitionen Österreichs – Ergebnisse der Befragung 2000 und Entwicklung ausgewählter Indikatoren	B 4/2002
Portfoliosition Österreichs – Globalisierung der Wertpapierveranlagungen und ihre Auswirkungen auf Österreich	B 4/2002
Leistungsbilanztransaktionen entkoppelt von Kapitalströmen – eine Analyse der österreichischen Leistungs- und Kapitaltransaktionen mit einzelnen Ländern bzw. Ländergruppen	B 4/2002
Portfoliosition Österreichs im dritten Quartal 2002	B 1/2003
Portfoliosition Österreichs im vierten Quartal 2002	B 2/2003
Zahlungsbilanz	B vierteljährlich

Internationale Wirtschaft

An internationalen Organisationen beteiligte Länder	M 1 jährlich
Leitzinssätze	M 12 jährlich
Entwicklungen in ausgewählten Reformländern	B 1 und 3 ¹⁾
Entwicklungen in ausgewählten Ländern	
Zentral- und Osteuropas	B 2 und 4 ²⁾
Internationale Verschuldung und Emerging Markets	B 2 und 4
Entwicklungen in ausgewählten Industrieländern außerhalb der EU	B vierteljährlich
Zusammenarbeit im internationalen Währungs- und Finanzsystem	B vierteljährlich

1 Bis Jahrgang 2001.

2 Ab Jahrgang 2002.

Übersicht der Studien zu Schwerpunktthemen

Berichte und Studien, Heft 2/2000:

Die Geldpolitik des Eurosystems

Geldpolitik und geldpolitische Strategie
in Zeiten der Währungsunion: veränderte Rahmenbedingungen –
neue Herausforderungen
Glaubwürdigkeit des Eurosystems: Versuch einer Begriffserklärung
Geldmengenentwicklung im Übergang zur Währungsunion
Indikatoren zur Beurteilung der Preisentwicklung
Schätzung und Interpretation der Taylor-Regel für den Euroraum
Neue Strukturen des geldpolitischen Instrumentariums und des
österreichischen Geldmarktes seit Beginn der dritten Stufe der
Wirtschafts- und Währungsunion

Berichte und Studien, Heft 3/2000:

Neue Eigenmittelbestimmungen in Basel und Brüssel

Die Eigenmittelanforderungen an österreichische Kreditinstitute
als Instrument der Bankenaufsicht im Wandel der Zeit
Supervisory Review
Kreditrisiko – Die Vorschläge des Basler Ausschusses und der EU-
Kommission zur Kapitalunterlegung von Kreditrisiken
Aktueller Stand der Diskussion und mögliche Auswirkungen
auf das österreichische Bankwesen
Kritische Überlegungen zu den Vorschlägen des Basler Ausschusses
für Bankenaufsicht und der Europäischen Kommission zur
Behandlung der „anderen Risiken“ im Rahmen der Neugestaltung
der Eigenmittelvorschriften
Zinsrisiko im Bankbuch

Berichte und Studien, Heft 2/2001:

Fiskalpolitik unter neuen Rahmenbedingungen

Fiskalpolitische Konzeptionen der europäischen Wirtschaftspolitik
Maßnahmen und Strategien der Budgetkonsolidierung in den
Mitgliedsländern der EU
Verteilungsaspekte der Wirtschaftspolitik in der Wirtschafts- und
Währungsunion – eine Betrachtung aus Arbeitnehmersicht
Probleme der Besteuerung von grenzüberschreitenden
Kapitaleinkommen
Debt-Management der Republik Österreich unter den
Finanzmarktgegebenheiten des Euroraums
Zyklisch bereinigte Budgetsalden für Österreich

Berichte und Studien, Heft 3–4/2001:

Transmission der Geldpolitik

Der Transmissionsmechanismus und die Rolle der Vermögenspreise in der Geldpolitik

Asymmetrische Transmission der Geldpolitik über den Kreditvergabekanal – eine Analyse anhand österreichischer Bankbilanzen

Bilanz- und Kreditvergabekanal: eine Analyse anhand österreichischer Firmen

Finanzinnovationen und der monetäre Transmissionsmechanismus

Transmissionsmechanismus und Arbeitsmarkt – eine länderübergreifende Studie

Die geldpolitische Transmission unter den Bedingungen des Stabilitäts- und Wachstumspakts – einige vorläufige Überlegungen

Prinzipien für die Konstruktion von Modellen des Transmissionsmechanismus der Geldpolitik

Berichte und Studien, Heft 2/2002:

**Osterweiterung der EU:
Auswirkungen auf die EU-15
und insbesondere auf Österreich**

Osterweiterung der EU: Auswirkungen auf die EU-15 und insbesondere auf Österreich – Ein Literaturüberblick zu ausgewählten Aspekten

Auswirkungen der EU-Osterweiterung auf das Lohngefüge in Westeuropa mit besonderer Berücksichtigung Österreichs
Institutionelle Auswirkungen der Erweiterung im Bereich der Wirtschafts- und Währungspolitik

Wachstumseffekte der europäischen Integration:

Implikationen für die EU-Erweiterung

Österreichs Direktinvestitionen und die EU-Erweiterung

Das Bankensystem in den Beitrittsländern am Vorabend des EU-Beitritts

Die Integration der osteuropäischen Länder –

Auswirkungen auf die Aktien- und Rentenmärkte

Wechselkursstrategien der EU-Beitrittsländer auf dem Weg

in die WWU: Auswirkungen auf den Euroraum

Ausgewählte Aspekte der monetären Integration

Berichte und Studien, Heft 3/2002:

Lohnbildung im Euroraum

WWU und grenzüberschreitende Tarifkoordination in Europa
Lohnsetzung und strategische Interaktion innerhalb und außerhalb einer Währungsunion

Die Rolle der Lohnpolitik in einem einheitlichen Währungsraum

Beschäftigungs- und Lohnanpassungen auf dem Arbeitsmarkt des Euroraums – ein Überblick

Berichte und Studien, Heft 1/2003:

Finance for Growth

Finance for Growth, Finance and Growth, Finance or Growth ...?

Drei Erklärungsansätze zum Konnex zwischen den Finanzmärkten
und der Realwirtschaft

Aktienmärkte, Shareholder Value und Investitionen

Finanzmarktentwicklung und Wachstumsschwankungen
in den OECD-Ländern

Wirkt in Europa ein Finanzdezyelerator? Eine Analyse für Österreich

Bankenstruktur und Investitionsverhalten in Österreich –

Empirische Evidenz

Corporate Governance, Investitionen und Wachstum

Podiumsdiskussion: Welches Finanzsystem für Europa?

Berichte und Studien, Heft 2/2003:

**Reform der Pensionsfinanzierung:
From Public to Financial Economics**

Wohlfahrtseffekte der Pensionsreform

„Varieties of Capitalism“ und Pensionsreform: Wird die Riester-Rente
Deutschlands koordinierte Marktwirtschaft transformieren?

Pensionsreformen, steuerliche Anreize für private Pensionsversicherungen
und das Problem der adersen Selektion

Pensionsfonds und die europäischen Finanzmärkte

Löst der Ausbau der Kapitaldeckung das Pensionsproblem?

Risikoaspekte in der Pensionsreformdiskussion

Pensionsreform in Österreich: Ausbau der kapitalgedeckten Vorsorge
oder Forcierung beschäftigungs- und wachstumsfördernder Maßnahmen?

Steuerliche Anreize für die kapitalgedeckte Pensionsvorsorge

und die Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen

Publikationen der Oesterreichischen Nationalbank

Periodische Publikationen

	Veröffentlicht
Statistisches Monatsheft	monatlich
Focus on Statistics (englische Fassung des „Statistischen Monatshefts“)	http://www.oenb.at
Leistungsbilanz Österreichs, revidierte Jahresdaten gegliedert nach Regionen und Währungen	jährlich
Berichte und Studien	vierteljährlich
Focus on Austria (englische Kurzfassung der „Berichte und Studien“)	vierteljährlich
Focus on Transition	halbjährlich
Finanzmarktstabilitätsbericht Financial Stability Report (englische Fassung des „Finanzmarktstabilitätsberichts“)	halbjährlich
Geschäftsbericht	jährlich
Annual Report (englische Übersetzung des Geschäftsberichts)	jährlich
Volkswirtschaftliche Tagung The Austrian Financial Markets – A Survey of Austria's Capital Markets – Facts and Figures	jährlich

Sonstige Publikationen

Erfahrungen Österreichs beim Übergang von administrativer Regulierung zur Marktwirtschaft (Moskau 1990)	1990
Challenges for European Bank Managers in the 1990s (Badgastein 1990)	1991
From Control to Market – Austria's Experiences in the Post-War Period (Warschau 1990)	1991
The Economic Opening of Eastern Europe (Bergsten-Konferenz Wien 1991)	1991
Erneuerung durch Integration – 175 Jahre Oesterreichische Nationalbank	1991
Striking a Balance – 175 Years of Austrian National Bank	1991
Transparente Dispositionen – Liberalisierter Devisenverkehr unter Beachtung internationaler Publizitätsverpflichtungen	1991
Ausgeglichene Position – Die neue Präsentation der österreichischen Zahlungsbilanz	1992
Aktive Bilanz – Ein Jahr vollständig liberalisierter Devisenverkehr in Österreich	1992
Neuorientierung – Internationale Vermögensposition und Außenwirtschaftliche Investitionsbilanz Österreichs	1993
Bankwesengesetz 1993	1994
Internationale Vermögensposition 1992 – Die grenzüberschreitenden Forderungen und Verpflichtungen Österreichs	1994
International Investment Position for 1992 – Austria's cross-border assets and liabilities	1994
Western Europe in Transition: The Impact of the Opening up of Eastern Europe and the Former Soviet Union	1995
Die Oesterreichische Nationalbank als Unternehmen	1996

Sonstige Publikationen (Fortsetzung)

Veröffentlicht

Monetary Policy in Central and Eastern Europe: Challenges of EU Integration	1996
Monetary Policy in Transition in East and West	1997
Die Auswirkungen des Euro auf den Finanzmarkt Österreich	1997
Die Bank der Banken	1997
Die Zukunft des Geldes: Auf dem Weg zum Euro Grundlagen – Strukturen – Termine	1997
Geld & Währung	1997
Kompendium von Texten zur Wirtschafts- und Währungsunion	1997
Nationalbankgesetz 1984 (Stand Jänner 1999)	1999
Informationsmaterial über Banknotensicherheit	laufend
Working Papers	laufend

Videofilme

Wie Mozart entsteht (über die Banknotensicherheit)	1990
The Evolution of W. A. Mozart (englische Fassung von „Wie Mozart entsteht“)	1995
Bank der Banken (über die Aufgaben und Funktionen der OeNB)	1991
The Banks' Bank (englische Fassung von „Bank der Banken“)	1991
Fenster, Tore, Brücken: Eurogeld aus Österreich	1997
Das Geld von Morgen (Schulversion) – Teil 1, 2, 3	1997
Der Euro stellt sich vor	2001

Themenübersicht Volkswirtschaftliche Tagung

- 1975 Die ökonomischen, politischen und sozialen Konsequenzen der Wachstumsverlangsamung
- 1976 Störungsanfällige Bereiche in unserem ökonomischen und sozialen System
- 1977 Fiskalismus kontra Monetarismus
- 1978 Wirtschaftsprognose und Wirtschaftspolitik
- 1979 Technik-, Wirtschaftswachstums-, Wissenschaftsverdrossenheit: Die neue Romantik – Analyse einer Zeitströmung
- 1980 Probleme der Leistungsbilanz in den achtziger Jahren
- 1981 Systemkrisen in Ost und West
- 1982 Forschung und Wirtschaftswachstum
- 1983 Ausweg aus der Krise – Wege der Wirtschaftstheorie und Wirtschaftspolitik
- 1984 Der Weg zur Welthandelsnation
- 1985 Weltanschauung und Wirtschaft
- 1986 Vollbeschäftigung, ein erreichbares Ziel?
- 1987 Vollendung des Binnenmarktes in der Europäischen Gemeinschaft – Folgen und Folgerungen für Österreich
- 1988 Sand im Getriebe – Ursachen und Auswirkungen der Wachstumsverlangsamung in Österreich
- 1989 Banken und Finanzmärkte – Herausforderung der neunziger Jahre
- 1990 Wettbewerb und Kooperation im Finanzbereich
- 1991 Wirtschaftliche und politische Neugestaltung Europas – Rückblick und Perspektiven
- 1992 Zukunft regionaler Finanzmärkte in einem integrierten Europa
- 1993 Europäische Währungspolitik und internationaler Konjunkturverlauf
- 1994 Neue internationale Arbeitsteilung – Die Rolle der Währungspolitik
- 1995 Die Zukunft des Geldes – das Geld der Zukunft
- 1996 Auf dem Weg zur Wirtschafts- und Währungsunion – Bedingungen für Stabilität und Systemsicherheit
- 1997 Die Bedeutung der Unabhängigkeit der Notenbank für die Glaubwürdigkeit der Europäischen Geldpolitik
- 1998 Wirtschaftspolitik 2000 – Die Rolle der Wirtschaftspolitik und nationaler Notenbanken in der WWU
- 1999 Möglichkeiten und Grenzen der Geldpolitik
- 2000 Das neue Millennium – Zeit für ein neues ökonomisches Paradigma?
- 2001 Der einheitliche Finanzmarkt – Eine Zwischenbilanz nach zwei Jahren WWU
- 2002 Wettbewerb der Regionen und Integration in der WWU

Themenübersicht Working Papers¹⁾

	Veröffentlicht	
Nr. 54	New International Monetary Arrangements and the Exchange Rate	2001
Nr. 55	The Effectiveness of Central Bank Intervention in the EMS: The Post 1993 Experience	2001
Nr. 56	Asymmetries in Bank Lending Behaviour. Austria During the 1990s	2002
Nr. 57	Banking Regulation and Systemic Risk	2002
Nr. 58	Credit Channel and Investment Behavior in Austria: A micro-econometric approach	2002
Nr. 59	Evaluating Density Forecasts with an Application to Stock Market Returns	2002
Nr. 60	The Empirical Performance of Option Based Densities of Foreign Exchange	2002
Nr. 61	Price Dynamics in Central and Eastern European EU Accession Countries	2002
Nr. 62	Growth, Convergence and EU Membership	2002
Nr. 63	Wage Formation in Open Economies and the Role of Monetary and Wage-Setting Institutions	2002
Nr. 64	The Federal Design of a Central Bank in a Monetary Union: The Case of the European System of Central Banks	2002
Nr. 65	Dollarization and Economic Performance: What Do We Really Know?	2002
Nr. 66	Growth, Integration and Macroeconomic Policy Design: Some Lessons for Latin America	2002
Nr. 67	An Evaluation of Monetary Regime Options for Latin America	2002
Nr. 68	Monetary Union: European Lessons, Latin American Prospects	2002
Nr. 69	Reflections on the Optimal Currency Area (OCA) criteria in the light of EMU	2002
Nr. 70	Fiscal and Monetary Policy Coordination in EMU	2002
Nr. 71	EMU and Accession Countries: Fuzzy Cluster Analysis of Membership	2002
Nr. 72	Monetary Integration in the Southern Cone: Mercosur Is Not Like the EU?	2002
Nr. 73	Forecasting Austrian HICP and its Components using VAR and ARIMA Models	2002
Nr. 74	The Great Exchange Rate Debate after Argentina	2002
Nr. 75	Central European EU Accession and Latin America Integration: Mutual Lessons in Macroeconomic Policy Design	2002
Nr. 76	The Potential Consequences of Alternative Exchange Rate Regimes: A Study of Three Candidate Regions	2002
Nr. 77	Why Did Central Banks Intervene in the EMS? The Post 1993 Experience	2002
Nr. 78	Job Creation and Job Destruction in a Regulated Labor Market: The Case of Austria	2002
Nr. 79	Risk Assessment for Banking Systems	2002
Nr. 80	Does Central Bank Intervention Influence the Probability of a Speculative Attack? Evidence from the EMS	2002

¹⁾ Die Gesamtübersicht über die bisher veröffentlichten Working Papers ist jeweils dem Heft 12 des „Statistischen Monatshefts“ bzw. bis zum Jahr 2000 dem Heft 4, für das Jahr 2001 dem Heft 1/2002 und für das Jahr 2002 dem Heft 1/2003 der „Berichte und Studien“ zu entnehmen.

Adressen der Oesterreichischen Nationalbank

	Postanschrift	Telefon	Fernschreiber
Hauptanstalt			
Wien	Postfach 61	01/404 20 DW	114669 natbk
9, Otto-Wagner-Platz 3	1011 Wien	Telefax: 01/404 20-2398	114778 natbk
Internet: http://www.oenb.at			
Zweiganstalten			
Bregenz			
Anton-Schneider-Straße 12	Postfach 340 6901 Bregenz	0 55 74/49 61-0 Telefax: 0 55 74/49 61 99	
Eisenstadt			
Esterhazyplatz 2	Postfach 60 7001 Eisenstadt	0 26 82/627 18-0 Telefax: 0 26 82/627 18 99	
Graz			
Brockmanngasse 84	Postfach 8 8018 Graz	0 31 6/81 81 81-0 Telefax: 0 31 6/81 81 81 99	
Innsbruck			
Adamgasse 2	6020 Innsbruck	0 51 2/594 73-0 Telefax: 0 51 2/594 73 99	
Klagenfurt			
10.-Oktober-Straße 13	Postfach 526 9010 Klagenfurt	0 46 3/576 88-0 Telefax: 0 46 3/576 88 99	
Linz			
Coulinstraße 28	Postfach 346 4021 Linz	0 73 2/65 26 11-0 Telefax: 0 73 2/65 26 11 99	
Salzburg			
Franz-Josef-Straße 18	Postfach 18 5027 Salzburg	0 66 2/87 12 01-0 Telefax: 0 66 2/87 12 01 99	
St. Pölten			
Julius-Raab-Promenade 1	Postfach 5 3100 St. Pölten	0 27 42/313 483-0 Telefax: 0 27 42/313 483 99	
Repräsentanzen			
Oesterreichische Nationalbank		0044/20/7623 6446	
London Representative Office		Telefax: 0044/20/7623 6447	
5th floor, 48 Gracechurch Street			
London EC3V 0EJ, Vereinigtes Königreich			
Oesterreichische Nationalbank		001/212/888 2334	422509 natb ny
New York Representative Office		001/212/888 2335	
745 Fifth Avenue, Suite 2005		Telefax: 001/212/888 2515	
New York, N. Y. 10151, USA			
Ständige Vertretung Österreichs bei der EU		00322/285 48 41, 42, 43	
Avenue de Cortenbergh 30		Telefax: 00322/285 48 48	
B 1040 Bruxelles, Belgien			
Ständige Vertretung Österreichs bei der OECD		00331/53 92 23 39	
3, rue Albéric-Magnard		00331/53 92 23 44	
F 75116 Paris, Frankreich			
		Telefax: 00331/45 24 42 49	