

Fremdwährungskredite in Österreich – Effizienz- und Risikoüberlegungen

Walter Waschiczek

I Einleitung

Für die öffentliche Hand ist die Finanzierung in fremder Währung bereits seit Jahrzehnten üblich. Ab Mitte der Neunzigerjahre ist in Österreich auch die Höhe der durch Unternehmen und private Haushalte aufgenommenen Fremdwährungskredite deutlich gestiegen. Einige Jahre hindurch erfolgte die Kreditaufnahme des privaten Sektors in Österreich überwiegend in Fremdwährung. Motivation war nicht eine währungskongruente Refinanzierung von außenwirtschaftlichen Transaktionen, sondern die Ausnützung des niedrigen kurzfristigen (Nominal-) Zinsniveaus in diesen Währungen. Diese Fremdwährungskredite wurden (und werden) für rein inländische Verwendungen aufgenommen.

Der vorliegende Beitrag hat zum Ziel, die Entwicklung der Fremdwährungsfinanzierungen von Unternehmen und privaten Haushalten seit Ende 1995 zu analysieren und ihre Risiken für die österreichische Volkswirtschaft zu beleuchten. Er beschränkt sich dabei auf die Kredite in Schweizer Franken und japanischen Yen, da sich die Aufnahme zur Ausnützung von Zinssatzvorteilen auf diese Währungen konzentrierte; Kredite in US-Dollar zeigten in den letzten Jahren wenig Veränderungen und dürften im Wesentlichen im Zusammenhang mit Außenhandelstransaktionen aufgenommen werden.

Anschließend an eine Darstellung von wesentlichen Merkmalen der Entwicklung der Fremdwährungskredite in Österreich wird versucht, geeignete theoretische Ansätze zur Erklärung des Phänomens „Fremdwährungskredite“ zu finden. Diskutiert wird dabei zum einen die Frage, ob die Aufnahme von Fremdwährungskrediten ökonomisch begründet werden kann, und zum anderen, inwieweit sie sich aus Besonderheiten in der Informationsverarbeitung – anhand der Literatur über rationales Herdenverhalten (Bikhchandani, Hirshleifer und Welch, 1992) – erklären lässt. Der nächste Abschnitt untersucht die spezifischen Risiken von Fremdwährungsfinanzierungen. In diesem Zusammenhang wird auch gefragt, wie sich die Risiken auf Kreditgeber und Kreditnehmer verteilen.

2 Wesentliche Merkmale der Fremdwährungskredite in Österreich

2.1 Ein Boom auf breiter Basis

Der Fremdwährungsanteil an den Krediten an Unternehmen und private Haushalte war in Österreich – soweit die Datenlage eine derartige Aussage erlaubt – schon in den Achtzigerjahren höher als in den meisten anderen Ländern des heutigen Euroraums und lag bis 1995 relativ konstant bei 4 bis 5%.¹⁾ Dabei handelte es sich aber nahezu ausschließlich um Kredite an Unternehmen²⁾ – etwa im Zusammenhang mit der Finanzierung von Außenhandelstransaktionen. Fremdwährungsausleihungen dürften primär von großen Unternehmen ange-

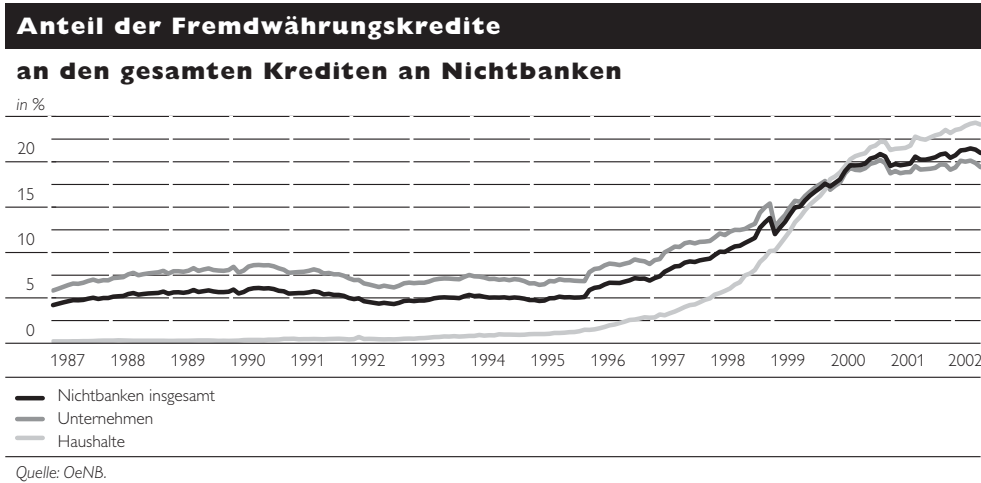
1 Daten über die Währungsstruktur der Fremdwährungskredite enthält – allerdings erst ab Dezember 1997 – die monetärstatistische Meldung, die jedoch keine Aufgliederung der Fremdwährungsausleihungen an inländische Nichtbanken auf einzelne Kreditnehmergruppen ermöglicht. Für die Zeit davor stehen nur die Monatsausweismeldungen zur Verfügung, die lediglich eine Aufgliederung der Kredite an inländische Nichtbanken nach Schilling bzw. Euro und Fremdwährung (ab 1999 ohne jene Währungen, die im Euro aufgegangen sind – die Zeitreihe weist daher per Jänner 1999 einen Bruch auf) erlauben.

2 Mit Ausnahme von Vorarlberg. Siehe dazu das Kapitel 2.2.

sichts deren höherer Außenhandelsintensität in Anspruch genommen worden sein.

Etwa ab dem Jahr 1995 begannen Unternehmen und Haushalte auf breiter Basis ihre Kredite in Fremdwährung – hauptsächlich in Schweizer Franken und zuletzt verstärkt auch in japanischen Yen – aufzunehmen. Insgesamt bestanden zwischen Ende 1995 und Mitte 2002 mehr als die Hälfte der Zunahme der Kredite der österreichischen Banken an Unternehmen und nahezu zwei Drittel der Zunahme der Kredite an Haushalte aus fremder Währung. In diesem Zeitraum hat sich das Volumen der aushaftenden Fremdwährungskredite mehr als verfünffacht, was einer durchschnittlichen Jahreswachstumsrate von 29% entsprach.¹⁾ In einigen Quartalen betrug der Fremdwährungsanteil der Nettoveränderung der Bankkredite mehr als 100%, das heißt, in diesen Perioden wurden jedenfalls netto Schilling- bzw. Eurokredite in Fremdwährungsfinanzierungen umgeschichtet. Zu Jahresmitte 2002 waren 19,4% der Forderungen an Unternehmen und 24,1% aller Kredite an private Haushalte bereits in Fremdwährung denominiert; Ende 1995 waren es erst 1,5% der Kredite an private Haushalte und 7,8% der Unternehmensfinanzierungen gewesen (inklusive jener Währungen, die im Euro aufgegangen sind).

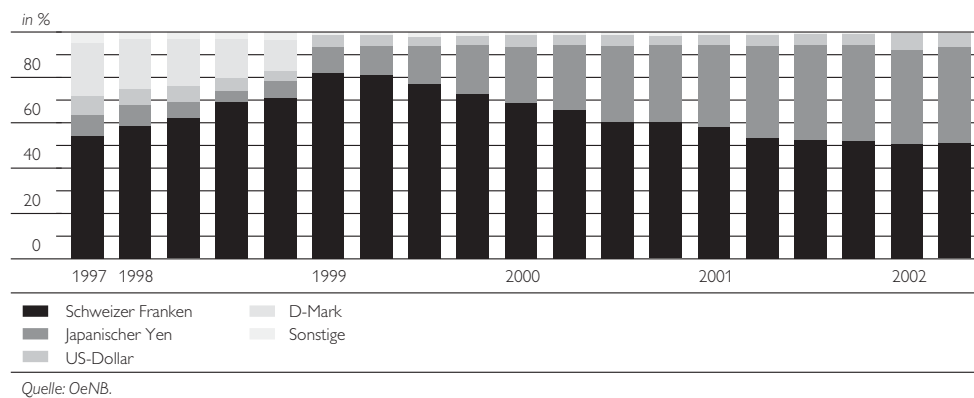
Grafik 1



Die Währungsstruktur der Fremdwährungsausleihungen wurde zunächst vom Schweizer Franken dominiert; etwa ab dem Jahr 1999 expandierten Kredite in japanischen Yen überaus dynamisch und erreichten zuletzt einen Anteil an allen Fremdwährungskrediten von 42%. Eine nicht unwesentliche Rolle spielten bis Ende 1998 Kredite in D-Mark, die angesichts der engen wirtschaftlichen Verflechtung Österreichs mit Deutschland zum überwiegenden Teil – wie auch die Kredite in US-Dollar – auf Unternehmen entfallen sein dürften. Im Unterschied dazu zeigt schon ein Vergleich mit den Währungsanteilen am Außenhandel, dass Finanzierungen in Schweizer Franken und japanischen Yen zum weitaus überwiegenden Teil nicht zur Finanzierung von Außenhandels-transaktionen dienen.²⁾

1 Die Kredite in Schilling bzw. Euro stiegen im gleichen Zeitraum um lediglich 23% (oder 2,9% p. a.).
 2 In den vergangenen Jahren wurden weniger als 2% der österreichischen Warenein- und -ausfuhr in Schweizer Franken und rund 1/2% in japanischen Yen fakturiert. Dieser Anteil zeigte auch – im Gegensatz zu den Fremdwährungskrediten – zuletzt eine rückläufige Tendenz.

Grafik 2

Währungsanteile an den Fremdwährungskrediten von 1997 bis 2002

Auch der Umstand, dass im Jahr 1995 der Fremdwährungsanteil an den Unternehmenskrediten der Aktienbanken noch deutlich höher als der aller anderen Sektoren war, ist angesichts der traditionellen Kundenstruktur von Aktienbanken ebenfalls ein Indiz dafür, dass Fremdwährungskredite zuvor hauptsächlich der Finanzierung großer Unternehmen dienten. Mittlerweile haben sich diese Unterschiede deutlich eingeebnet; alle Bankensektoren (mit Ausnahme der Bausparkassen, die keine Fremdwährungskredite vergeben, und der Sonderbanken) verzeichneten eine substantielle Erhöhung des Fremdwährungsanteils ihrer Forderungen gegenüber Unternehmen und Haushalten.

2.2 West-Ost-Gefälle

Ihren Ausgang nahmen die Fremdwährungskredite in Vorarlberg¹⁾, wo die wirtschaftlichen Verflechtungen mit der Schweiz besonders eng sind. Dort war die Inanspruchnahme von Fremdwährungskrediten – vor allem von privaten Haushalten – seit langem deutlich höher als in den anderen Bundesländern. Bereits Ende der Achtzigerjahre betrug der Anteil der Fremdwährungskredite an den Krediten an private Haushalten 4 bis 5%; österreichweit lauteten nur rund 0,2% der Kredite auf fremde Währung. Wie erwähnt, liegen Daten über die Währungsstruktur der Fremdwährungskredite für diese Zeit nicht vor, aber wenn man die Werte ab 1997 heranzieht, erscheint eine Konzentration auf Schweizer Franken, vor allem in Vorarlberg, plausibel. Kreditaufnahmen in Schweizer Franken können im Zusammenhang mit der relativ hohen Zahl an Grenzgängern in der Schweiz und Liechtenstein gesehen werden.²⁾ Auch der Fremdwährungsanteil an den Forderungen an Unternehmen war Ende der

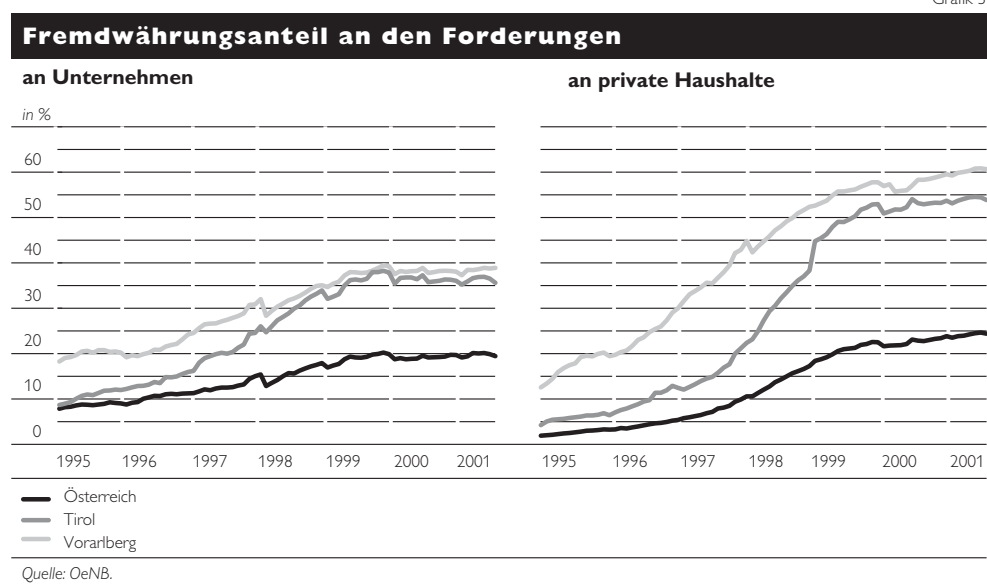
1 Bei der Betrachtung von Bundesländerentwicklungen ist zu beachten, dass die Zuordnung der Banken jeweils nach ihrem Hauptsitz erfolgt. Daher werden alle in Filialen in anderen Bundesländern abgeschlossenen Kreditgeschäfte dem Bundesland des Hauptsitzes der kreditgebenden Bank zugerechnet. Besondere Relevanz hat dies für die Bundesländerfilialen der großen Wiener Institute. Dadurch dürften die Fremdwährungsanteile in den Bundesländern tendenziell unterschätzt werden.

2 Laut Auskunft des Arbeitsmarktservice (AMS) Vorarlberg arbeiteten Ende 2001 rund 7.000 Vorarlberger als Grenzgänger in der Schweiz – Anfang der Neunzigerjahre hatte der Wert sogar rund 10.000 betragen – und mehr als 6.000 in Liechtenstein. Das entspricht insgesamt etwa 10% der unselbstständig Beschäftigten in Vorarlberg.

Achtzigerjahre in Vorarlberg mit rund 8% deutlich höher als in allen anderen Bundesländern mit Ausnahme Wiens.¹⁾

Von Vorarlberg ausgehend verbreitete sich ab etwa 1995 der Trend zur Aufnahme von Fremdwährungskrediten auch auf die übrigen Bundesländer, besonders auf Tirol. Bis zuletzt waren die Fremdwährungskredite in Westösterreich deutlich stärker verbreitet als im österreichischen Durchschnitt. Mitte des Jahres 2002 lag der Fremdwährungsanteil an den Forderungen an private Haushalte in Vorarlberg und Tirol bereits bei mehr als 50%, für Österreich insgesamt bei 24,1%. Auch der Fremdwährungsanteil an den Forderungen an nichtfinanzielle Unternehmen ist in den westlichen Bundesländern signifikant höher als im übrigen Bundesgebiet.

Grafik 3



2.3 Zur Ausgestaltung von Fremdwährungskrediten²⁾

Ein Fremdwährungskredit ist ein Kredit, der in einer fremden Währung abgeschlossen und in dieser Währung auch zu bedienen ist. Fremdwährungskredite werden überwiegend auf so genannter Roll-over-Basis in Anspruch genommen. Die Laufzeit beträgt bis zu 25 Jahren, der Zinssatz ist jedoch nur für die jeweilige Abschlussperiode (meistens 3 oder 6 Monate) fixiert und orientiert sich am Geldmarktsatz (LIBOR) der jeweiligen Währung. Dazu kommt ein Aufschlag, der je nach Betragshöhe, Art der Kundenbeziehung, beigebrachten Sicherheiten usw. rund 1½ bis 2% beträgt.³⁾ Jeweils bei Ablauf dieser Fristen

- 1 Neben dem Effekt der Verbuchung von in den Bundesländern vergebenen Krediten in der Wiener Zentrale der Großbanken dürfte auch die Konzentration der Großbetriebe in Wien, die einen großen Teil des Außenhandels Österreichs abdecken, eine Rolle für den hohen Anteil der Fremdwährungskredite in der Bundeshauptstadt gespielt haben.
- 2 Eine ausführliche Darstellung der Modalitäten von Fremdwährungskrediten findet sich in Dlaska (2002).
- 3 Die Kosten eines Fremdwährungskredits für den Kreditnehmer gehen über die „üblichen“ Kreditkosten (Kreditsteuer, Bearbeitungsgebühr, Abschlussgebühr) hinaus. Zunächst fallen in der Regel Kontoführungsgebühren für zwei Konten an, da meist ein Euro- und ein Fremdwährungskonto geführt werden. Bei jedem Umstieg von Fremdwährung auf Euro ist eine Bearbeitungsgebühr zu entrichten, die je nach Institut 1 bis 2% beträgt. Beim Ankauf der Fremdwährung bei Fälligkeit von Zinszahlungen bzw. bei der Tilgung des Kredits stellen die Banken dem Kreditnehmer eine Devisenprovision in Rechnung.

sind die (Kapital- und) Zinsvorschreibungen im Nachhinein fällig und müssen in der aufgenommenen Währung geleistet werden. Zu den Roll-over-Terminen ist vielfach eine vorzeitige Rückzahlung möglich, ebenso der Umstieg auf eine andere Währung (auch auf Euro).

Kredite in fremder Währung werden zumeist als „endfällige“ Finanzierung angeboten und mit so genannten, je nach Bank unterschiedlich bezeichneten „Ansparmodellen“ kombiniert. Dabei werden während der Laufzeit nur die Zinsen bedient. Parallel dazu wird in einen Tilgungsträger eingezahlt, zum Beispiel in eine Lebensversicherung oder in einen Investmentfonds, dessen Erlös am Ende der Laufzeit zur Kapitalrückzahlung verwendet wird.

Fix verzinste Fremdwährungskredite werden nur in Ausnahmefällen vergeben. In japanischen Yen ist die erforderliche Mindestgröße für Währungsswaps dafür zu groß, lediglich in Schweizer Franken können die großen österreichischen Banken, die über eine Präsenz auf dem Schweizer Finanzplatz verfügen, derartige Arrangements treffen. In diesem Fall können Kreditnehmer ihr Fremdwährungsengagement allerdings nicht vorzeitig beenden.

3 Theoretische Erklärungsansätze

3.1 Effizienzüberlegungen zu Fremdwährungskrediten

Wie lässt sich die Aufnahme von Fremdwährungskrediten in Österreich erklären? In diesem Zusammenhang ist zunächst zu fragen, ob die Aufnahme von Fremdwährungskrediten durch Unternehmen und private Haushalte ökonomisch sinnvoll ist und welche Unterschiede zur Fremdwährungsfinanzierung durch den öffentlichen Sektor bestehen. In einem zweiten Schritt ist zu untersuchen, warum die Verschuldung in fremder Währung gerade in Österreich in derartiger Intensität auftritt.

Die Finanzierung inländischer Vorhaben in fremder Währung weist gewisse Analogien zum Phänomen der Währungssubstitution auf. Währungssubstitution liegt vor, wenn zumindest für eine der drei zentralen Funktionen des Gelds – Wertaufbewahrung, Zahlungsmittel und Recheneinheit – eine andere als die eigene Währung verwendet wird (Giovannini und Turtelboom, 1994). Im Fall der Aufnahme von Fremdwährungskrediten erfolgt allerdings nicht die Wertaufbewahrung, sondern die Verschuldung – also quasi das Gegenteil davon – in ausländischer Währung.¹ Während Währungssubstitution üblicherweise in einem Umfeld hoher Inflationsraten stattfindet (Calvo und Végh, 1992) und Anlagen daher in wertbeständigeren Währungen als der eigenen getätigt werden, erfolgte die Fremdwährungskreditaufnahme in Österreich (sozusagen eine „negative“ Währungssubstitution) in Währungen, die in den letzten beiden Jahrzehnten gegenüber dem Schilling bzw. Euro deutlich an Wert gewonnen haben: Nominal und real – nach Berücksichtigung der Inflationsdifferenzen – haben der Schweizer Franken und der japanische Yen gegenüber dem Schilling bzw. Euro seit 1980 deutlich aufgewertet.

¹ Für die anderen beiden Funktionen (Zahlungsmittel und Recheneinheit) wird die Fremdwährung nicht verwendet: der aufgenommene Fremdwährungsbetrag wird noch vor Auszahlung des Kredits an den Kreditnehmer in Euro gewechselt, auch die Beurteilung des Finanzierungserfolgs erfolgt ausschließlich auf Basis der inländischen Währung.

Die Inanspruchnahme von Fremdwährungen zielte allerdings primär auf die Ausnützung der Zinsdifferenz zwischen österreichischen Kreditzinsen, die von den österreichischen Banken verrechnet wurden, und den Geldmarktsätzen des Schweizer Franken und später auch des japanischen Yen. Um den Vorteil der niedrigeren Zinssätze der Fremdwährung ausnützen zu können, ist es erforderlich, dass die erwartete Abwertung der eigenen Währung nicht größer ist als die erwarteten Zinssatzdifferenzen, dass also ein beträchtliches Ausmaß an Wechselkursstabilität gegeben ist. Die österreichische Hartwährungspolitik weist bis zum Eintritt in die dritte Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion eine nahezu zwei Jahrzehnte währende Wechselkursstabilität gegenüber der D-Mark auf.

Kosten mindernd wirken Fremdwährungsfinanzierungen dann, wenn der ausländische Nominalzinssatz plus die erwartete Auf- bzw. Abwertung kleiner ist als der inländische Nominalzinssatz. Ob das der Fall ist, hängt davon ab, ob die ungedeckte Zinsparitätsbedingung¹⁾ gilt. Wenn ja, ist die erwartete Kostenersparnis eines Fremdwährungskredits exakt null. Empirisch zeigt jedoch eine Reihe von Studien, dass die ungedeckte Zinsparitätsbedingung nicht gilt (siehe z. B. De Vries, 1994). Es ist also nicht ausgeschlossen, durch den Wechsel der Verschuldungswährung die Kreditkosten zu senken, – aber auch nicht, sie zu erhöhen. Da die Kosteneffekte durch die Abweichung von der ungedeckten Zinsparität im Zeitablauf variieren, sind sie nur sehr schwer zu prognostizieren und systematisch auszunützen.

Die öffentliche Hand in Österreich – aber auch eine Reihe anderer europäischer Staaten – hat schon seit langem versucht, sich dieser Möglichkeit zu bedienen, und sich in fremder Währung finanziert. Ein wesentlicher Aspekt für Fremdwährungsaufnahme durch staatliche Stellen ist jedoch der Versuch, durch die Aufnahme verschiedener Währungen das Währungsrisiko zu diversifizieren, wie es etwa die Portfoliotheorie nahe legt (Pecchi und Ripa di Meana, 1998). So zeigt Mooslechner (1993) für den Zeitraum von 1970 bis 1990, dass die Kosten einer Verschuldung in den zinsgünstigen Hartwährungen japanischer Yen und Schweizer Franken unter Berücksichtigung des Wechselkurseffekts erheblich steigen, am Nominalzinssatz gemessen teurere Währungen durch Aufwertungsgewinne des Schilling hingegen markant billiger wurden. Brandner (1996) kam ex post für die Periode von 1980 bis 1994 zum Schluss, dass die Fremdwährungsfinanzierung (in Schweizer Franken, japanischen Yen und US-Dollar) insgesamt einen Finanzierungsvorteil gegenüber der ausschließlichen Finanzierung in Schilling gebracht hat: Die Ausweitung der Verschuldung in Schweizer Franken erwies sich als vorteilhaft, jene in japanischen Yen als nachteilig.²⁾ Die Möglichkeit der Diversifizierung steht angesichts der dafür erforderlichen Größenordnungen des Kreditvolumens allerdings vor allem öffentlichen und nur sehr eingeschränkt privaten Haushalten zur Ver-

1 Die ungedeckte Zinsparitätsbedingung besagt, dass die Ertragsraten in- und ausländischer Wertpapiere einander bis auf die erwartete Wechselkursveränderung angleichen.

2 Beide Autoren erstellen diese Berechnungen zur Abschätzung der Effizienz der Fremdwährungsaufnahmen durch das Staatsschuldenmanagement des Bundes, ihre Ergebnisse sind jedoch zumindest im Prinzip auch für andere Schuldner gültig.

fügung und kann daher den Fremdwährungskreditboom in Österreich nicht erklären.¹⁾

Ein weiteres Argument, das in der Vergangenheit für die Fremdwährungsaufnahme durch den öffentlichen Sektor – vor allem für Länder mit kleinen, wenig entwickelten Finanzmärkten – vorgebracht wurde, ist jenes des breiteren Angebots an Ausstattungsmerkmalen, wie z. B. längeren Laufzeiten, oder der höheren Liquidität auf ausländischen Märkten (De Fontenay, Milesi-Ferretti und Pill, 1995).²⁾ Tatsächlich sind die in Österreich angebotenen Fremdwährungskredite jedoch sehr standardisiert und werden jedenfalls nicht flexibler gehandhabt als Eurokredite.

Auch wenn die ungedeckte Zinsparitätsbedingung nicht gilt, sind die Vorteile von Fremdwährungsfinanzierungen nicht systematisch erzielbar, und das Diversifikationsargument gilt nicht für die eher geringen Beträge, die in (jeweils einer) Fremdwährung aufgenommen werden. Im Gegenteil, die Fremdwährungskreditaufnahme birgt angesichts der Tatsache, dass der Finanzierungserfolg erst nach Ende der Laufzeit beurteilt werden kann, für (potenzielle) Kreditnehmer ein zusätzliches Element der Unsicherheit bzw. der unvollständigen Information.

Überdies ist zu berücksichtigen, dass diese Überlegungen nicht nur für österreichische Kreditnehmer, sondern auch für jene Kreditnehmer mit anderen nationalen Währungseinheiten, wie etwa der D-Mark, an der sich die österreichische Geld- und Wechselkurspolitik orientierte, oder auch dem niederländischen Gulden, gelten müssten, ohne dass etwa in Deutschland und den Niederlanden in vergleichbarem Ausmaß Fremdwährungskredite aufgenommen wurden. Es ist also plausibel, dass österreichspezifische Faktoren für die markante Zunahme der Fremdwährungskredite eine entscheidende Rolle gespielt haben.

3.2 Theorie des rationalen Herdenverhaltens

Prinzipiell kann die Initiative zur Fremdwährungsfinanzierung entweder von den Kreditnehmern – der Nachfrageseite – oder von den Banken – der Angebotsseite – ausgegangen sein; natürlich ist auch eine Kombination von angebots- und nachfrageseitigen Faktoren möglich. Es ist zu vermuten, dass die starke Ausweitung der Fremdwährungskredite primär nachfrageseitige Ursachen hatte. Die Tatsache, dass Effizienzüberlegungen die Wahl fremder Währungen zur Unternehmens- und Haushaltsfinanzierung nicht erklären können, würde entweder eine höhere Risikofreudigkeit der Österreicher oder Unterschiede im Zugang zu und in der Auswahl von Informationen implizieren. Lässt man die Möglichkeit einer höheren Risikopräferenz in Österreich – wofür das sonstige Finanzierungs- und Anlageverhalten, wie etwa die im internationalen Vergleich relativ geringen Aktienveranlagungen oder eine insgesamt geringe Verschuldung der privaten Haushalte (OeNB, 2001), wenig Anhaltspunkte bietet –

1 Die Strategie der Diversifikation verfolgen private Haushalte auch bei ihren Finanzanlagen, wenn sie ihre Mittel in Investmentfonds veranlagen, da Fonds, die in fremde Währungen investieren, ihre Investments in der Regel über mehrere Währungen streuen.

2 Ähnliche Überlegungen wurden auch am Beginn der Fremdwährungsaufnahmen durch die Republik Österreich angestellt (Hauth und Kocher, 2001).

außer Acht, drängen sich Unterschiede im Informationsbereich als Ursache auf. Auch hier gibt es wiederum zwei Möglichkeiten: Entweder stehen österreichischen Kreditnehmern mehr oder andere Informationen zur Verfügung, oder die Unterschiede bestehen in der Informationsverarbeitung.

Bezüglich einer besseren Informationslage könnte für eine kleine offene Volkswirtschaft wie Österreich eine größere Vertrautheit mit fremden Währungen und damit verbundenen Wechselkursbewegungen durchaus plausibel erscheinen. Darüber hinaus könnte die hohe Tourismusintensität in Österreich zu einer größeren Erfahrung mit Fremdwährungen geführt haben. In weiten Teilen des Landes war es aus diesem Grund möglich, Zahlungen ohne große Probleme in fremden Währungen – etwa der D-Mark – durchzuführen. Die Frage ist, ob daraus ausreichend große Informationsvorteile österreichischer Kreditnehmer resultierten. Falls nicht, dürfte der Unterschied in der Wahrnehmung, Verarbeitung und Auswahl der relevanten Informationen zu suchen sein.

Die eingeschränkten Fähigkeiten und Möglichkeiten zur rationalen Informationsverarbeitung sowie den Hang zu gleichartigem Handeln betont vor allem der so genannte Behavioral-Finance-Ansatz, der die Kapitalmarkttheorie um psychologische Erkenntnisse erweitert und das Verhalten der Marktteilnehmer in den Mittelpunkt rückt. Im Folgenden soll nun versucht werden, die Theorie des rationalen Herdenverhaltens als einen Ansatz zur Erklärung, warum Fremdwährungskredite in Österreich in einem derartig hohen Ausmaß aufgenommen bzw. vergeben werden, heranzuziehen.¹⁾ Allgemein formuliert liegt Herdenverhalten dann vor, wenn Individuen ihnen vorliegende, für eine bestimmte Entscheidung relevante Informationen außer Acht lassen und stattdessen die Entscheidungen anderer imitieren.²⁾ Dieser theoretische Ansatz wurde zur Erklärung einer Reihe von finanzwirtschaftlichen Phänomenen verwendet.³⁾ In diesem Kontext soll nicht die Kreditaufnahme per se, sondern die Wahl der Verschuldungswährung (Schilling bzw. Euro oder Fremdwährung) als die Handlung, deren Ergebnisse unsicher sind und die daher zu Herdenverhalten führen kann, betrachtet werden.

Wenn man nicht sicher ist, wie man sich verhalten soll, kann das beobachtete Verhalten anderer Personen als Indiz dafür dienen, dass diese über Informationen verfügen, die man selbst nicht hat. Formal zeigen Bikhchandani, Hirshleifer und Welch (1992), dass es rational sein kann, ebenso zu handeln wie (zumindest) zwei Akteure zuvor, selbst wenn die eigene Informationslage (Signale) das Gegenteil nahe legen würde, falls diese – was bei Kredit- oder Anlageentscheidungen üblicherweise der Fall ist – unvollständig ist.

1 Herdenverhalten kann als rationales und als irrationales Verhalten auftreten. Irrational ist es dann, wenn Akteure ihre bisherigen Ansichten und Überzeugungen nicht mehr berücksichtigen und anderen blind folgen. In Modellen rationalen Herdenverhaltens wird das Herdenverhalten allein dadurch hervorgerufen, dass die eigene Information im Vergleich zur beobachteten Entscheidung der anderen zu schwach ist (Devenow und Welch, 1996).

2 Abzugrenzen ist das Herdenverhalten von gleichgerichteten Entscheidungen, die auf Grund identischer Informationen getroffen wurden.

3 Zum Beispiel analysierte Welch (1992) den Markt für Aktienneuemissionen und zeigte, dass der Erfolg einer Emission wesentlich davon abhängt, ob sich frühzeitig genügend Anleger finden. Rajan (1994) zeigte, dass auch die Entscheidung von Banken, Wertberichtigungen zu bilden, auf rationalem Herdenverhalten beruhen kann.

Die Theorie nimmt einen für alle Akteure gleichen (unvollständigen) Informationsstand über Nutzen und Risiken einer Maßnahme, in diesem Fall der Aufnahme eines Fremdwährungskredits, an. Jeder (potenzielle) Kreditnehmer hat zwar eine bestimmte Einschätzung der Zinersparnis und der Risiken einer Fremdwährungsfinanzierung, er weiß aber nicht, über welche Informationen die anderen Kreditnehmer verfügen; er sieht nur, dass immer mehr andere vor ihm diese Finanzierungsart wählen und dass der Anteil der Fremdwährungskredite zunimmt. Weiterhin wird vorausgesetzt, dass die Akteure sequenziell (einer nach dem anderen) handeln. Dem würden die stetige Zunahme der Fremdwährungskreditaufnahme in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre und deren sukzessive Verbreitung von Westen nach Osten entsprechen.

Wenn zwei Personen die gleiche Entscheidung getroffen haben, wird die dritte, die diese Handlungen beobachtet hat, daraus schließen, dass die ersten beiden über die Information verfügen, dass dieser Schritt ertragreich sei. Selbst wenn der dritte Akteur ein Signal empfangen hat, wonach es besser wäre, diese Entscheidung zu unterlassen, wird er sich dennoch den beiden Vorgängern anschließen, da sein Signal zwei gegengerichteten Informationen gegenübersteht. Es hebt sich mit einem davon auf, sodass für die Entscheidungsfindung nur mehr das zweite (auf Grund der beobachteten Handlung vermutete) Pro-Signal zur Verfügung steht. Der dritte in der Reihe entscheidet sich daher ebenfalls für einen Fremdwährungskredit, und alle folgenden Akteure sehen sich einer gleichartigen Entscheidungssituation gegenüber und entscheiden sich gleichfalls dafür. Es kommt zu einer Informationskaskade.

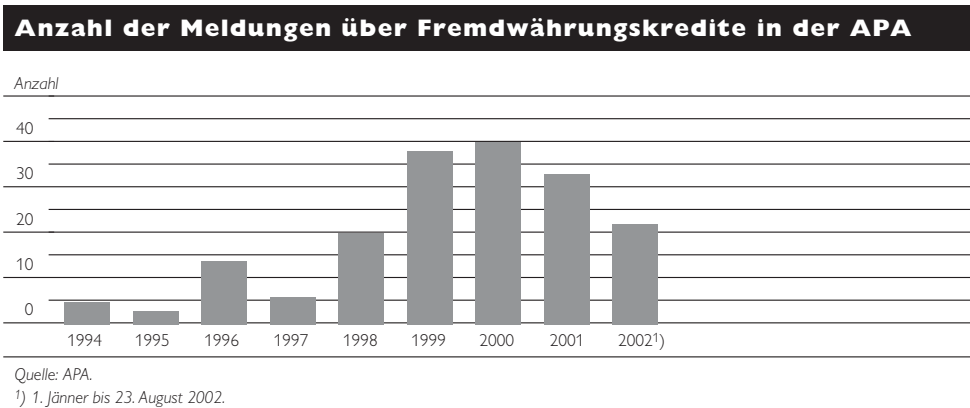
Approximiert man die Menge an öffentlich verfügbarer Information durch die Medienberichterstattung¹⁾ über Fremdwährungskredite, so zeigt sich, dass diese seit Mitte der Neunzigerjahre deutlich zugenommen hat, wie die Entwicklung der entsprechenden Meldungen der Austria Presse Agentur (APA) in Grafik 4 zeigt.²⁾ Das öffentliche Signal wurde also stärker, während die Qualität des privaten Signals angesichts der zunehmenden Berichterstattung wahrscheinlich zwar ebenfalls, aber nicht im gleichen Ausmaß gestiegen sein dürfte. Ein weiterer – wahrscheinlich wesentlich bedeutenderer – Einfluss auf die öffentliche Information dürfte von den Informationen durch die Banken ausgegangen sein; aber auch hier zeigen sich erhebliche Probleme bei ihrer Ex-Post-Messung.³⁾

Die Relevanz des öffentlichen Signals in Bezug auf die Fremdwährungskredite dürfte in Österreich in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre stetig angestiegen sein, während dies in anderen Ländern nicht der Fall war. Darüber hinaus sind Kaskaden sehr stark von den Ausgangsbedingungen (den Entscheidungen der ersten handelnden Individuen) abhängig. Damit kann dieses Modell auch erklären, warum Herdenverhalten räumlich beschränkt bleibt. Wie

1 Eine nicht unwesentliche Rolle für die Verbreitung der Fremdwährungskredite in Österreich dürften auch Strukturvertriebe und Kreditvermittler gespielt haben, deren Werbung ebenfalls als Beitrag zum öffentlichen Signal interpretiert werden kann.

2 Die für die Öffentlichkeit relevante Berichterstattung ist nicht jene über eine Nachrichtenagentur, sondern jene in der populären (Finanz-) Presse. Die dortigen Berichte in der Vergangenheit lassen sich jedoch nur sehr schwer nachvollziehen, während die Meldungen der APA in Form einer Datenbank vorliegen.

3 Öffentliche und nicht private Information deshalb, weil angenommen wird, dass die Qualität der Kundenberatung für alle Kunden gleich ist.



erwähnt, haben in Vorarlberg Fremdwährungskredite stets eine größere Rolle gespielt als in den übrigen Bundesländern. Im Rahmen des Modells kann dies als die Ausgangsbedingung für die Entstehung einer Informationskaskade angesehen werden, die in anderen Ländern in dieser Form eben nicht vorgelegen ist. Zudem hat es in anderen Ländern keine vergleichbare Medienberichterstattung gegeben, und auch die diesbezügliche Rolle der Kreditvermittler war vermutlich österreichspezifisch.

Aus dem Vorliegen einer Informationskaskade kann nicht geschlossen werden, ob die in ihrem Rahmen getroffenen Entscheidungen falsch oder richtig sind. Die Theorie des rationalen Herdenverhaltens kann also keine Aussage darüber treffen, ob die markante Ausweitung der Fremdwährungskredite in Österreich wirtschaftliche Vorteile hat oder nicht. Im Prinzip kann sich eine Informationskaskade, soweit sie nicht von exogenen Faktoren gestört wird, beliebig lange erweitern. Ein Merkmal von Informationskaskaden ist jedoch ihre Fragilität, da sie auf einer geringen Menge an öffentlich zugänglicher Information beruhen und daher durch die Bekanntgabe zusätzlicher öffentlicher Informationen leicht zum Einsturz gebracht werden können.

Einer zu weit gehenden Anwendbarkeit der Theorie der Informationskaskaden steht außerdem entgegen, dass sie voraussetzt, dass die Entscheidungen zumindest teilweise irreversibel sein müssen. Demgegenüber können Fremdwährungskredite zumeist bei jedem Roll-over-Termin in Euro gewechselt und damit die Wahl der Verschuldungswährung wieder rückgängig gemacht werden. Auch wenn de facto die Kreditnehmer für einen längeren Zeitraum in einer bestimmten Währung bleiben, ist dieser Punkt eine wesentliche Einschränkung für die universelle Anwendbarkeit der Theorie der Informationskaskaden zur Erklärung des Anstiegs der Fremdwährungskredite in Österreich.

4 Risiken der Fremdwährungskredite

4.1 Wechselkursrisiko

Das unmittelbarste Risiko eines Fremdwährungskredits ist das Wechselkursrisiko. Von Verschiebungen der Wechselkursrelationen induzierte Bewertungsänderungen erhöhen oder vermindern den Gegenwart der Fremdwährungsverbindlichkeiten in Euro. Gleichzeitig verändert sich dadurch der Zinsaufwand, der auf die aushaftenden Fremdwährungsverbindlichkeiten zu leisten ist. Für diesen werden Wechselkursschwankungen zu jeder Zinsperiode schlagend, während (bei endfälligen Darlehen) für das aushaftende Kapital wechselkursbedingt bis zur Tilgung nur buchmäßige Bewertungsänderungen auftreten.

Angesichts der Volatilität der Wechselkurse hängt das Ausmaß der tatsächlichen Kursgewinne oder -verluste entscheidend vom Beobachtungszeitraum ab. Im Folgenden werden die Wechselkurseffekte auf die tatsächlich in Österreich aufgenommenen Kredite in Schweizer Franken und japanischen Yen seit Ende 1997 – dem Beginn der zur Verfügung stehenden Zeitreihe – betrachtet. Da eine währungsweise Aufgliederung der Fremdwährungskredite nur quartalsweise (im österreichischen Beitrag zur EZB-Monetärstatistik) zur Verfügung steht, kann der Wechselkurseffekt auf die Fremdwährungskredite nur sehr grob approximiert werden. Als – sehr groben – Näherungswert für den Beitrag der Wechselkursbewegungen zum Wachstum der Fremdwährungskredite pro Quartal wurde der Stand zu Ende des jeweiligen Vorquartals mit der Veränderung des Wechselkurses im laufenden Quartal multipliziert. Da Neuausleihungen bzw. Tilgungen kontinuierlich erfolgen und angesichts der starken Nachfrage erstere deutlich überwiegen, wird auf diese Weise der Beitrag der Wechselkursschwankungen zum Zuwachs der Fremdwährungskredite tendenziell unterschätzt.

Auf diese Weise ergibt sich für Ausleihungen in Schweizer Franken seit Ende 1997 ein wechselkursbedingter Anstieg um 2 Mrd EUR; das entspricht 9,3% der gesamten Zunahme der Kredite in Schweizer Franken. Vor allem seit dem Jahr 1999 hat sich der Wechselkurs für Schuldner in Schweizer Franken unvorteilhaft entwickelt. Die Volatilität war hingegen relativ moderat, die wechselkursbedingten Schwankungen des aushaftenden Kreditvolumens (in Schweizer Franken) beliefen sich im Durchschnitt auf 1% pro Quartal. Demgegenüber ergab sich beim japanischen Yen im Beobachtungszeitraum ein wechselkursbedingter Rückgang der Fremdwährungskredite an inländische Nichtbanken um rund 2 Mrd EUR, also in nahezu jenem Ausmaß, in dem die Kredite in Schweizer Franken angestiegen waren. Wechselkursverlusten bis etwa zur Jahresmitte 2000 standen Gewinne in den darauf folgenden Quartalen gegenüber. Allerdings ist zu berücksichtigen, dass auf Grund der höheren aushaftenden Volumina der Rückgang des japanischen Yen ab dem Jahr 2000 sich betragsmäßig deutlich stärker niederschlägt als der wechselkursbedingte Anstieg zuvor. Überdies war hier die Volatilität merklich ausgeprägter: Die Schwankungen der wechselkursbedingten Veränderungen betragen im Durchschnitt 5% pro Quartal und erreichten Spitzenwerte bis zu 16,3% (im vierten Quartal 1998).

Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht könnte man also die Währungsstruktur der Fremdwährungskredite im Zeitraum von Ende 1997 bis Mitte 2002 als gut diversifiziert darstellen. Einem wechselkursbedingten Gewinn bei Krediten in japanischen Yen standen Verluste beim Schweizer Franken gegenüber, sodass

in Summe der Anteil der Wechselkursveränderungen von japanischem Yen und Schweizer Franken am Fremdwährungskreditwachstum seit Ende 1997 praktisch null betrug. Allerdings ist zu beachten, dass die in den letzten Jahren erzielten Kursgewinne bzw. -verluste bei endfälligen Darlehen allerdings reine Buchgewinne waren; realisiert wurden Gewinne aus der Wechselkursentwicklung nur bei den Zinszahlungen. Zudem hat sich durch die Finanzierung in Fremdwährung die Volatilität des aushaftenden Kreditvolumens erhöht. Und schließlich ist zu beachten, dass dieser Zusammenhang nicht für den individuellen Fremdwährungskreditschuldner gilt, dessen Verbindlichkeiten auf eine einzelne Währung lauten. Aus Risikoperspektive ist zu konstatieren, dass mehr als die Hälfte des aushaftenden Fremdwährungskreditvolumens seit 1997 durch Kursverluste gekennzeichnet war.

Tabelle 1

Auswirkungen der Wechselkursbewegungen
auf die Fremdwährungskredite

	Schweizer Franken			Japanischer Yen		
	Wechselkurs	Veränderung des Kreditvolumens zum Vorquartal		Wechselkurs	Veränderung des Kreditvolumens zum Vorquartal	
		Insgesamt	Wechselkursbedingt		Insgesamt	Wechselkursbedingt
CHF/EUR	in Mio EUR		JPY/EUR	in Mio EUR		
1998						
1. Quartal	1'6369	+1.438	-169	142'94	+ 50	+ 8
2. Quartal	1'6641	+1.391	-167	152'24	- 257	- 99
3. Quartal	1'6238	+2.218	+278	158'66	- 238	- 53
4. Quartal	1'6078	+2.760	+135	132'80	+ 632	+ 166
1999						
1. Quartal	1'5981	+2.226	+ 99	127'81	+ 987	+ 62
2. Quartal	1'6034	+1.963	- 62	124'82	+ 654	+ 62
3. Quartal	1'5967	+1.758	+ 86	112'67	+1.489	+ 321
4. Quartal	1'6051	+ 51	-118	102'73	+1.875	+ 422
2000						
1. Quartal	1'5907	+1.072	+201	98'53	+1.927	+ 272
2. Quartal	1'5576	+ 197	+489	100'57	+1.754	- 178
3. Quartal	1'5240	+ 24	+511	94'94	+2.700	+ 579
4. Quartal	1'5232	- 953	+ 12	106'92	- 316	-1.645
2001						
1. Quartal	1'5271	- 907	- 58	110'74	+ 803	- 455
2. Quartal	1'5228	- 907	+ 62	105'37	+2.497	+ 656
3. Quartal	1'4761	+ 107	+643	109'02	+ 941	- 555
4. Quartal	1'4829	- 118	- 97	115'33	+ 35	- 982
2002						
1. Quartal	1'4670	+ 326	+225	115'51	+ 706	- 27
2. Quartal	1'4721	+ 168	- 74	118'20	- 73	- 412

Quelle: OeNB, eigene Berechnungen.

Überdies ist in diesem Zusammenhang zu beachten, dass die Wechselkursbewegungen über einen längeren Zeitraum einen ganz anderen Verlauf nehmen können. Nimmt man zur Illustration die Entwicklung der beiden Hauptverschuldungswährungen in den letzten 20 Jahren heran, so hat sich der Wechselkurs des japanischen Yen gegenüber dem Schilling bzw. Euro seit dem Jahr 1980 mehr als verdoppelt, der Schweizer Franken hat in dieser Periode kumuliert um knapp 20% aufgewertet.

4.2 Zinsänderungsrisiko

Neben den Wechselkursschwankungen unterliegen Fremdwährungsfinanzierungen – da sie üblicherweise auf Roll-over-Basis vergeben werden – einem erheblichen Zinsänderungsrisiko. Betrachtet man wiederum einen Zeitraum, wie er der Laufzeit eines typischen Fremdwährungskredits entspricht, so zeigt sich, dass in der Periode von 1980 bis Juni 2002 die Volatilität der kurzfristigen Geldmarktzinsen in Schweizer Franken und japanischen Yen – gemessen an der Standardabweichung – sogar deutlich höher als jene der Wechselkurse gegenüber dem Schilling bzw. Euro war. Die Geldmarktsätze des Schweizer Franken und des japanischen Yen schwankten zwischen 1980 und Mitte 2002 um rund 9½ bzw. rund 12½ Prozentpunkte. Die Standardabweichung der Schweizer und japanischen Geldmarktzinsen war auch höher als jene der entsprechenden Schilling- bzw. Eurosätze, die wiederum eine stärkere Volatilität als die langfristige Sekundärmarktrendite (SMR) aufwiesen.

Tabelle 2

Wechselkurs- und Zinsvolatilität des Schweizer Franken und des japanischen Yen von Jänner 1980 bis Juni 2002

	Wechselkurse		Drei-Monats-Zinssätze			Zum Vergleich: SMR Bund EUR ¹⁾
	CHF/EUR ¹⁾	JPY/EUR ¹⁾	Euro ¹⁾	Schweizer Franken	Japanischer Yen	
	in %					
Höchstwert	8'85	14'86	12'50	9'92	12'67	11'44
Tiefstwert	7'51	5'13	2'58	0'38	0'00	3'40
Mittelwert	8'39	9'44	6'28	3'91	3'84	7'02
Standardabweichung	0'42	1'60	2'38	2'68	2'53	1'61

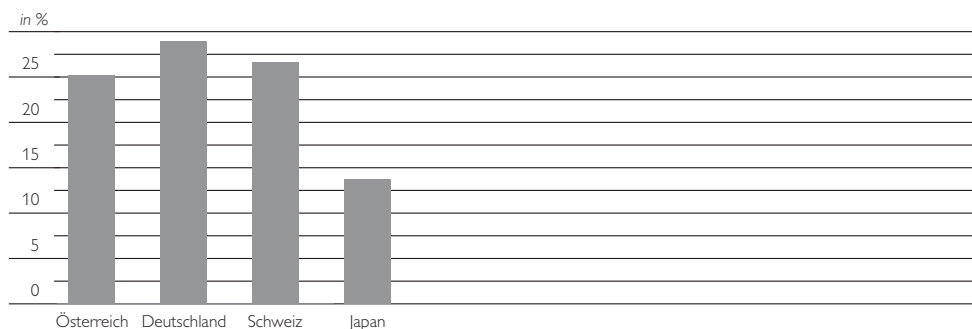
Quelle: Datastream, OeNB, eigene Berechnungen.

¹⁾ Bis Ende 1998: Schilling.

Das Zinsänderungsrisiko lässt sich auch durch „Switchen“ von Fremdwährung in Euro nur teilweise umgehen. Die Geldmarktsätze des Schilling bzw. Euro waren in den letzten Jahren relativ hoch mit den entsprechenden Zinsen in der Schweiz und Japan korreliert. Hohe Geldmarktzinsen in den Verschuldungswährungen Schweizer Franken und japanischer Yen gingen zumeist mit hohen kurzfristigen Zinsen in Österreich einher.

Grafik 5

Anteil der Monate mit inverser Zinsstruktur von Jänner 1980 bis Juni 2002



Quelle: Datastream.

Eine Orientierung an kurzfristigen Zinsen ist insbesondere im Fall einer inversen Zinsstruktur nachteilig. Betrachtet man die Entwicklung der Differenz zwischen lang- und kurzfristigen Zinssätzen in den letzten 20 Jahren – das entspricht einer typischen Laufzeit eines Fremdwährungskredits –, so war in Österreich, Deutschland und der Schweiz in etwas mehr als einem Viertel aller Monate eine inverse Zinsstruktur zu beobachten, in Japan in rund 14%.

4.3 Tilgungsträgerrisiko

Bei endfälligen Krediten mit „Ansparmodellen“ kommt noch das Performance-Risiko des Tilgungsträgers (Lebensversicherung oder Investmentfonds) dazu. In diesen Modellen werden nur die Zinsen des Kredits bedient und die monatlichen Raten (der Tilgungsanteil) in Lebensversicherungen oder Investmentfonds eingezahlt, deren Erlös am Ende der Kreditlaufzeit zur Kapitalrückzahlung verwendet wird.

Diese Tilgungsträger dienen in der Regel nicht zur Absicherung der Wechselkurs- und Zinsänderungsrisiken, sondern bringen zusätzliche Risikoelemente in die Gesamtkonstruktion ein. Die Kapitalrückzahlung der Fremdwährungskredite unterliegt je nach gewähltem Modell zusätzlichen Wechselkurs-, Zins- und Marktrisiken, für die keinerlei Sicherheiten beizubringen sind und denen vielfach auch nicht oder nur mit erheblichen zusätzlichen Kosten – durch Wechsel des Anlagevehikels etc. – ausgewichen werden kann. So ist im Falle von Lebensversicherungen eine Vertragsauflösung in den ersten Jahren generell mit erheblichen Kosten verbunden, die bei einer allfälligen Änderung der Gesamtkonstruktion zusätzlich zu beachten sind.

Wenn nun die Performance dieser Tilgungsträger hinter den in den Modellrechnungen der Anbieter unterstellten Annahmen zurückbleibt, erhöht sich das Risiko für die Kreditnehmer, das bereits ohnehin hohen Wechselkurs- und Zinsänderungsrisiken unterliegt, weiter. Die Entwicklung der Gewinnerwartungen von Lebensversicherungen und die Performance-Ausweise von Investmentfonds deuten darauf hin, dass sich hier bereits Änderungen gegenüber Verträgen ergeben haben dürften, die vor einigen Jahren abgeschlossen wurden.

Besonders gravierend könnten daraus resultierende Probleme bei inverser Zinsstruktur werden, wenn Kreditnehmer die hohen kurzfristigen Zinsen zahlen müssen, aber niedrigere langfristige Renditen lukrieren bzw. bei steigendem Renditeniveau Kursverluste auf ihre langfristige Anlagen hinnehmen müssen. Auch die Kursentwicklung auf den internationalen Aktienmärkten in den vergangenen Jahren hat in jenen Fällen, in denen Aktienfonds als Tilgungsträger dienen, deren Performance-Risiko erhöht.

Nachdem derartige Ansparmodelle erst seit einigen Jahren auf dem Markt sind, aber zumeist sehr lange Laufzeiten von zwei Jahrzehnten und mehr aufweisen, werden ihre Risiken zwar nicht unmittelbar schlagend, beeinflussen aber das Risikoprofil von Fremdwährungskrediten beträchtlich.

4.4 Wirtschaftliche Risiken und Finanzmarktstabilität

Da Fremdwährungskredite in Schweizer Franken und japanischen Yen zumeist für rein inländische Verwendungen aufgenommen und zu ihrer Bedienung primär im Inland erzielte Einkommen herangezogen werden, könnten zusätzliche Risiken aus einem Auseinanderklaffen von nationalem Konjunkturverlauf auf

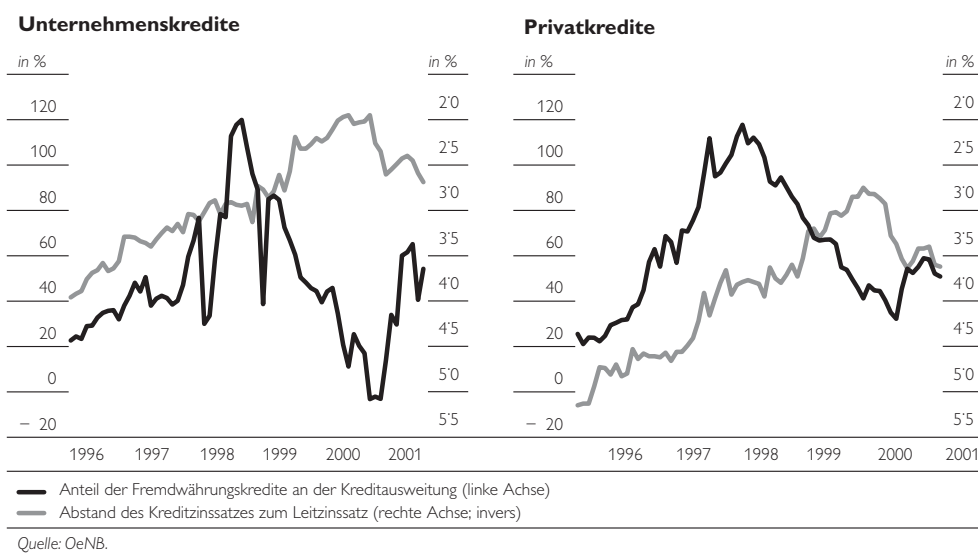
der einen Seite und Zins- und Wechselkursentwicklung der Verschuldungswährung auf der anderen Seite entstehen, da die Geldpolitik in der Regel auf inländische Konjunkturerfordernisse ausgerichtet ist. In diesem Sinne ist die Aufnahme von Fremdwährungskrediten von Grenzgängern in der Schweiz und in Liechtenstein, die ihr Einkommen in Schweizer Franken beziehen, durchaus rational. Für diese bedeutet ein Kredit in Schweizer Franken letztlich die Schließung einer offenen Devisenposition und kann daher sogar als risikomindernd angesehen werden.

In gesamtwirtschaftlicher Perspektive ist schließlich noch zu fragen, ob bzw. inwieweit Fremdwährungskredite ein (konstitutives) Element von Bank- und Währungskrisen sind. Auch wenn im Vorfeld der nordischen Bankenkrise und der Asienkrise ein starkes Wachstum der Fremdwährungskredite an inländische Nichtbanken zu beobachten war, dürfte die Inanspruchnahme von Fremdwährungskrediten für sich genommen keine besondere Rolle bei der Entstehung von Bankenkrisen gespielt haben. Jedenfalls erwähnen Studien zu diesem Thema Fremdwährungskredite nur am Rande. Studien über die Ursachen von Bankenkrisen (z. B. Kaminsky, 1998) zeigen, dass eine Zunahme der Fremdwährungskredite (für sich genommen) noch kein Indikator für eine erhöhte Krisenanfälligkeit darstellt.

Hingegen stellt eine starke Zunahme des Kreditwachstums vielfach einen Vorlaufindikator für Instabilitäten dar. So hat sich in Skandinavien gleichzeitig mit der Fremdwährungskreditaufnahme auch die Verschuldung der privaten Haushalte markant ausgeweitet (Drees und Pazarbasioglu, 1995). Im Zusammenhang mit der Ausweitung der „billigen“ Fremdwährungskredite stellt sich daher die Frage, ob diese zu einem Anstieg der Kreditnachfrage geführt hat. Wohl dürfte die verstärkte Konkurrenzierung von Schilling- bzw. Eurokrediten durch Fremdwährungsfinanzierungen das Zinsniveau der Kredite an private Haushalte in Österreich gedämpft haben. Der Zusammenhang zwischen stei-

Grafik 6

Anteil der Fremdwährungskredite an der Ausweitung der Bankkredite und Abstand des Kreditzinssatzes zum Leitzinssatz



gendem Anteil der Fremdwährungskredite an der gesamten Kreditausweitung und sinkendem Abstand des Kreditzinssatzes zum Leitzinssatz war jedenfalls bis etwa 1999 sehr hoch. Danach hat sich der Abstand der von den Banken verrechneten Kreditzinsen zum Leitzinssatz weiter verringert, obwohl der Fremdwährungsanteil am Kreditwachstum rückläufig war. Zum einen waren wohl auch andere Faktoren für den sinkenden Abstand des Kreditzinssatzes zum Leitzinssatz verantwortlich (wie etwa die Zinsstruktur, aber auch die Integration in den euroraumweiten Finanzmarkt), zum anderen dürften Fremdwährungskredite bereits ein ausreichend hohes Volumen erreicht haben, um dämpfend zu wirken.

Soweit die Datenlage derartige Aussagen erlaubt, wurden Fremdwährungskredite nicht zusätzlich zum „normalen“ Kreditbedarf aufgenommen, sondern eben die Finanzierung statt in Schilling bzw. Euro in Fremdwährung aufgenommen. Die Ausweitung der Kredite an Unternehmen und private Haushalte war zwischen 1995 und 2001 merklich geringer als in den Jahren davor. Auch einer Asset-Price-Bubble dürften die Fremdwährungskredite nicht Vorschub geleistet haben. Der österreichische Aktienmarkt verzeichnete im abgelaufenen Jahrzehnt eine überaus schwache Kursentwicklung, und auch die Immobilienpreise stagnierten oder sanken seit Mitte der Neunzigerjahre (OeNB, 2001). Der Boom der Fremdwährungskredite dürfte also keinen Boom im Kreditbereich oder bei den Vermögenspreisen ausgelöst haben.

4.5 Wer trägt die Risiken?

Auch wenn unmittelbar die mit den Fremdwährungskrediten einhergehenden Risiken von den Kreditnehmern zu tragen sind, die dafür in den meisten Fällen keine Absicherung vornehmen, ergeben sich daraus gleichwohl mittelbare Implikationen für die Risikoposition der Banken. Hauptsächlich refinanzieren die österreichischen Banken Fremdwährungskredite durch internationale Interbankeneinlagen. Darüber hinaus finanzieren die Banken ihre Fremdwährungsausleihungen durch in Fremdwährung denominierte Wertpapiere und durch Fremdwährungsswaps mit Auslandsbanken, die zeitgleich mit den vergebenen Fremdwährungsausleihungen abgeschlossen werden (Dlaska, 2002). In diesen Fällen kann – wie auch sonst – auf Grund der unterschiedlichen Laufzeiten der Kredite und ihrer Refinanzierung eventuell eine Fristeninkongruenz bestehen. In all jenen Fällen hingegen, in denen die Refinanzierung auf fristenkongruenten Interbankendepots (oder entsprechenden Swaps) basiert, enthält der den Kreditnehmern verrechnete Aufschlag auf Grund der identen Zinsbindungsfrist von Ausleihung und Refinanzierung kein Zinsänderungsrisiko und auch kein Fristentransformationsrisiko für die Banken, das in diesen Fällen zur Gänze von den Kreditnehmern zu tragen ist.

Da die Mittelaufnahme inländischer Kreditnehmer in Fremdwährung eine Refinanzierung dieser Forderungen auf den internationalen Finanzmärkten erfordert (OeNB, 2001), wird die Kreditvergabe der Banken in zunehmend geringerem Ausmaß aus der inländischen Ersparnisbildung refinanziert und dadurch in steigendem Ausmaß von der Refinanzierungskraft österreichischer Institute auf den internationalen Finanzmärkten beeinflusst. Mit Änderungen dieser Refinanzierungskraft einhergehende Änderungen der Refinanzierungskosten können die Banken im Regelfall jedoch nicht an die Kreditnehmer

weitergeben, da üblicherweise ein fixer Aufschlag auf den internationalen Geldmarktsatz vereinbart wird. Damit gehen diese Kosten zulasten ihrer Ertragslage. Da ein Anstieg der Refinanzierungsbedingungen auf den internationalen Finanzmärkten zumeist durch eine verminderte Ertragskraft eines Instituts ausgelöst wird, kann dieser Zusammenhang potenziell stabilitätsgefährdend wirken.

Gleichzeitig wird durch den Anstieg des Fremdwährungsanteils die Schuldendienstfähigkeit der Unternehmen und privaten Haushalte zunehmend von der Wechselkursentwicklung mitbeeinflusst. Das Kreditrisiko der österreichischen Banken enthält damit vermehrt einen Fremdwährungsrisikoanteil. Im Fall des Zahlungsausfalls eines Fremdwährungskreditschuldners entsteht für die Bank mit einem Schlag eine offene Devisenposition, da sie weiterhin die Schuldnerin der Refinanzierung dieses Kredits bleibt. Das Gleiche gilt für den Fall, dass ein Kreditnehmer seine aushaftenden Verbindlichkeiten von Fremdwährung in Euro wechselt und die Bank diesen Kredit nicht vollkommen fristengleich refinanziert hat, für die Dauer dieser Laufzeiteninkongruenz. In diesem Sinne weisen in fremder Währung begebene Kredite für die Banken einen Optionscharakter auf. Der Wert dieser Option wird wesentlich durch die Zahlungsfähigkeit der Schuldner und die Bewegungen des jeweiligen Wechselkurses bestimmt.

Zwar dürfte es den Banken mit dem Hinweis auf das höhere Risiko von Fremdwährungskrediten möglich gewesen sein, die Beibringung von höheren Sicherheiten durchsetzen.¹⁾ Für die Banken bedeutet dies im Fall von Kreditausfällen zusätzliche Ertragspotenziale, auf die sie angesichts des Wettbewerbs im Schilling- bzw. Eurokreditgeschäft vielfach verzichten mussten, da die Konkurrenz auf dem österreichischen Kreditmarkt zunehmend auch über das Sicherheitenerfordernis geführt wurde.²⁾ Allerdings dürften insbesondere die von privaten Haushalten beigebrachten Sicherheiten eine gewisse Homogenität aufweisen, sodass bei einer durch einen Wechselkursschock ausgelösten größeren Anzahl von Zahlungsausfällen eine Verwertung derselben zumindest deren Preis negativ beeinflussen dürfte bzw. ein Verkauf gänzlich unmöglich sein könnte. Es könnte hier also ein gewisses Klumpenrisiko entstehen. Angesichts der starken Fremdwährungsintensität dürften sich die diesbezüglichen Risiken vor allem in den westlichen Bundesländern konzentrieren.

5 Zusammenfassung

Dieser Beitrag hat versucht, Gründe für die starke Verbreitung der Fremdwährungskredite in Österreich in den letzten Jahren zu finden und die damit verbundenen Risiken zu beleuchten. Effizienzüberlegungen können die starke Ausweitung der Fremdwährungskredite nicht begründen, wohingegen die Theorie des rationalen Herdenverhaltens – ausgehend von einigen spezifischen

1 In den meisten Kreditverträgen ist sogar die Verpflichtung des Kreditnehmers vereinbart, bei wechselkursbedingter Zunahme des Kreditvolumens zusätzliche Sicherheiten beizubringen (siehe Dlaska, 2002).

2 Siehe dazu z. B. Rauchenwald (1992): „An die Stelle der persönlichen Haftung des Kreditnehmers ist zunehmend die Haftung einer meist mehr oder minder vermögenslosen Kapitalgesellschaft (meist eine GesmbH mit Mindestausstattung) getreten. Die einwandfreie grundbücherliche Besicherung ist zunehmend durch die bloße Übergabe einer Pfandbestellungsurkunde oder überhaupt durch die nackte Blankoausleihung ersetzt worden.“

Besonderheiten in Österreich – eine plausible Begründung für ihre Verbreitung liefern kann.

Auch wenn Fremdwährungskredite nominal niedrigere Zinsen bieten, sind die Risiken, die damit einhergehen, beträchtlich. Fremdwährungskredite unterliegen einem merklichen Wechselkurs- und Zinsänderungsrisiko und einer erheblichen Fristeninkongruenz. Allfällige Überlegungen, wonach diese Risiken in der Zinersparnis abgedeckt seien, können allerdings nur im Aggregat gelten, nicht für einzelne Kreditnehmer, die zumeist nur eine Verschuldungswährung wählen (können). Angesichts der hohen Fremdwährungsanteile in einigen Regionen und der hohen Homogenität insbesondere der von privaten Haushalten beigebrachten Sicherheiten könnten nicht unbeträchtliche Klumpenrisiken entstehen. Angesichts des geringen Anteils Österreichs im Euroraum wäre ein allfälliges Schlagendwerden allerdings in geld- und währungspolitischer Perspektive nicht relevant.

Darüber hinaus unterliegt die Rückzahlung der Fremdwährungskredite in all jenen Fällen, in denen eine Konstruktion mit einem so genannten Tilgungsträger gewählt wurde, zusätzlichen Wechselkurs-, Zins- und Marktrisiken, für die keinerlei Sicherheiten gestellt werden und die nicht so ohne Weiteres „geswicht“ werden können, wie die internationale Aktienmarktentwicklung der letzten Jahre zeigt. Da diese Modelle erst seit einigen Jahren auf dem Markt sind, aber Laufzeiten von zwei Jahrzehnten und mehr aufweisen, werden ihre Risiken nicht unmittelbar schlagend, dürften aber bereits jetzt das Risikoprofil sowohl der Kreditnehmer als auch der kreditgewährenden Banken nachhaltig verändern.

Wenn das Erklärungsmuster, das die Theorie des rationalen Herdenverhaltens für den starken Anstieg der Fremdwährungskredite in Österreich bietet, zutreffend ist, dann wäre es möglich, dass nicht alle damit verbundenen Risiken in die Entscheidung jener Kreditnehmer, die sich in Schweizer Franken oder japanischen Yen verschuldet haben, eingegangen sind. Die Entwicklung der Fremdwährungskredite gibt daher weiter Anlass zu einer genauen Beobachtung.

Literaturverzeichnis

- Banerjee, A. V. (1992).** A Simple Model of Herd Behavior. In: Quarterly Journal of Economics, 107 (3), 797–817.
- Bikhchandani, S., Hirshleifer, D. und Welch, I. (1992).** A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change in Informational Cascades. In: Journal of Political Economy, 100 (5), 992–1026.
- Brandner, P. (1996).** Fremdwährungsfinanzierung der Bundesschuld. In: Schriftenreihe Volkswirtschaft der Österreichischen Postsparkasse, Heft 13, 5–25.
- Calvo, G. A. und Végh, C. A. (1992).** Currency Substitution in Developing Countries: An Introduction. IMF Working Paper 92/40.
- Cassard, M. und Folkerts-Landau, D. (1997).** Risk Management of Sovereign Assets and Liabilities. IMF Working Paper 97/166.
- De Fontenay, P., Milesi-Ferretti, G. M. und Pill, H. (1995).** The Role of Foreign Currency Debt in Public Debt Management. IMF Working Paper 95/21.
- De Vries, C. G. (1994).** Stylized Facts of Nominal Exchange Rate Returns. In: Van der Ploeg, F. (Hrsg.). The Handbook of International Macroeconomics. Cambridge (Mass.), Blackwell, 348–389.
- Devenow, A. und Welch, I. (1996).** Rational Herding in Financial Economics. In: European Economic Review, 40 (3–5), 603–615.

- Dlaska, K. (2002).** Fremdwährungs-Ausleihungen des österreichischen Bankensektors an Nichtbanken im Euroraum. In: Österreichisches BankArchiv, 50 (11), 877–884.
- Drees, B. und Pazarbasioglu, C. (1995).** The Nordic Banking Crises: Pitfalls in Financial Liberalization? IMF Working Paper 95/61.
- Giovannini, A. und Turtelboom, B. (1994).** Currency Substitution. In: Van der Ploeg, F. (Hrsg.), The Handbook of International Macroeconomics. Cambridge (Mass.), Blackwell, 390–436.
- Hauth, E. und Kocher, P. (2001).** Debt-Management der Republik Österreich unter den Finanzmarktgegebenheiten des Euroraums. In: Berichte und Studien der OeNB, Heft 2, 208–227.
- Kaminsky, G. (1998).** Currency and Banking Crises: The Early Warnings of Distress. Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, No. 629.
- Mooslechner, P. (1993).** Effizienz des Debt Management: Fiskalische Kriterien und stabilitätspolitische Strukturmerkmale am Beispiel der österreichischen Bundesfinanzschuld. In: Holzmann, R. und Neck, R. (Hrsg.). Konjunkturreffekte der österreichischen Budgetpolitik. Wien, Manz, 123–176.
- OeNB (2001).** Finanzmarktstabilitätsbericht 1 der OeNB, Juni.
- Pecchi, L. und Ripa di Meana, A. (1998).** Public Foreign Currency Debt: A Cross-Country Evaluation of Competing Theories. In: Giornale degli Economisti e Annali di Economia, 57 (2), 251–288.
- Rajan, R. G. (1994).** Why Bank Credit Policies Fluctuate: A Theory and Some Evidence. In: Quarterly Journal of Economics, 109 (2), 399–441.
- Rauchenwald, W. (1992).** Die Rolle der Banken für die regionale Wirtschaft. In: Österreichische Sparkassenzeitung, 79 (5), 126–129.
- Welch, I. (1992).** Sequential Sales, Learning, and Cascades. In: Journal of Finance 47 (2), Juni, 695–732.

Die Liberalisierung des österreichischen Finanzsektors – eine Analyse des Erfolgs

Benedikt Braumann¹⁾

I Einleitung

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

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

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

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

2 Finanzmarktliberalisierung in Österreich im Überblick

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

Tabelle 1

Die wichtigsten Finanzmarktbeschränkungen

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

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

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

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

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

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

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

Meilensteine der Liberalisierung

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

Quelle: Braumann (2002).

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

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

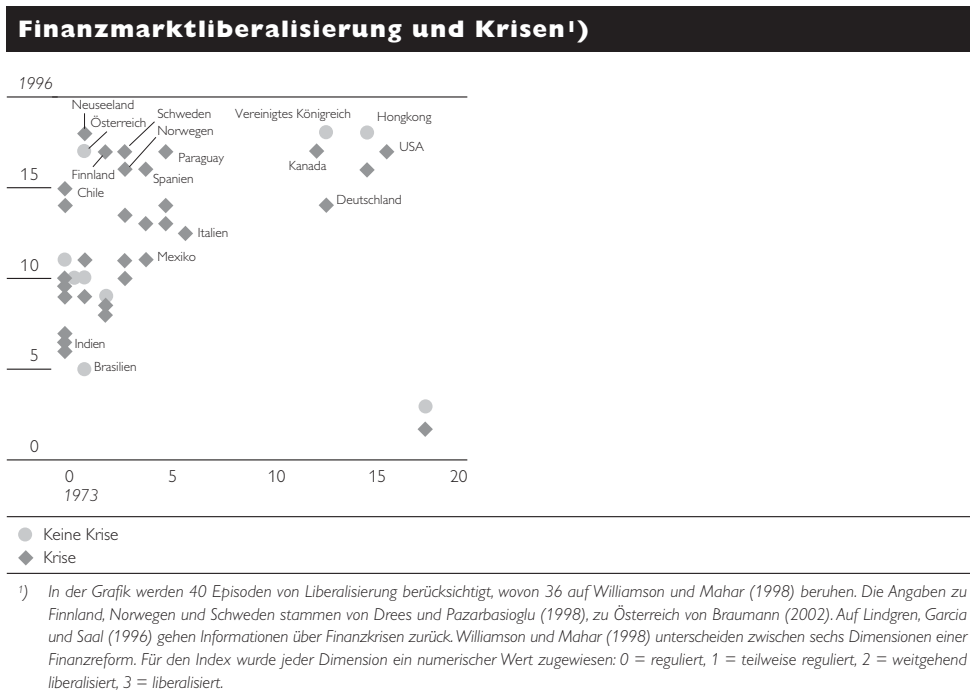
Phase 8: 1995–2001. Die Privatisierungen und Fusionen störten das Gleichgewicht auf dem Kreditmarkt. Der Wettbewerb verschärfte sich, weil die Banken ihre Positionen zu verteidigen suchten. Eine restriktive Fiskalpolitik ermöglichte eine rasche Ausweitung der Kredite an Private und ein „crowding in“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

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

3 Wie erfolgreich war die Reform des Finanzsektors in Österreich?

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

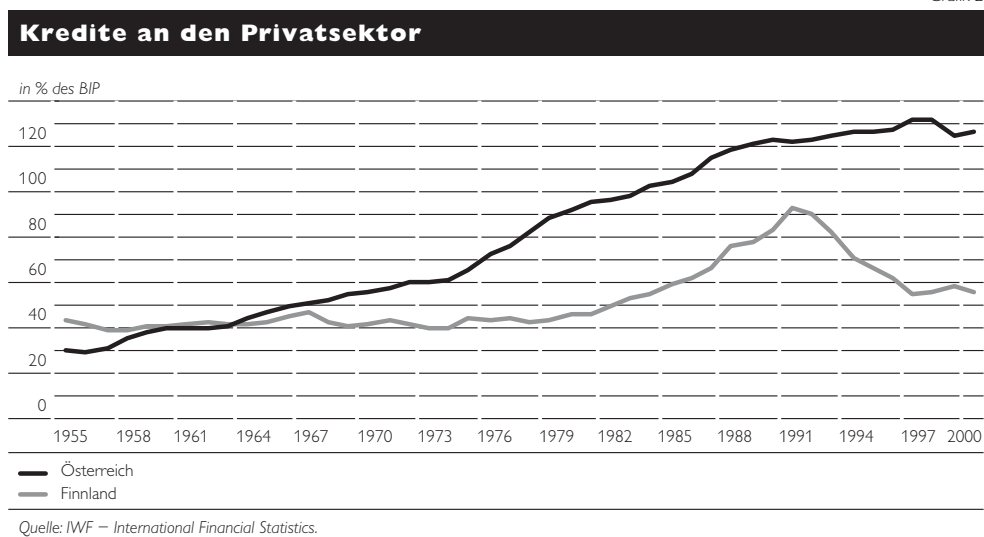
Grafik 1



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

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

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

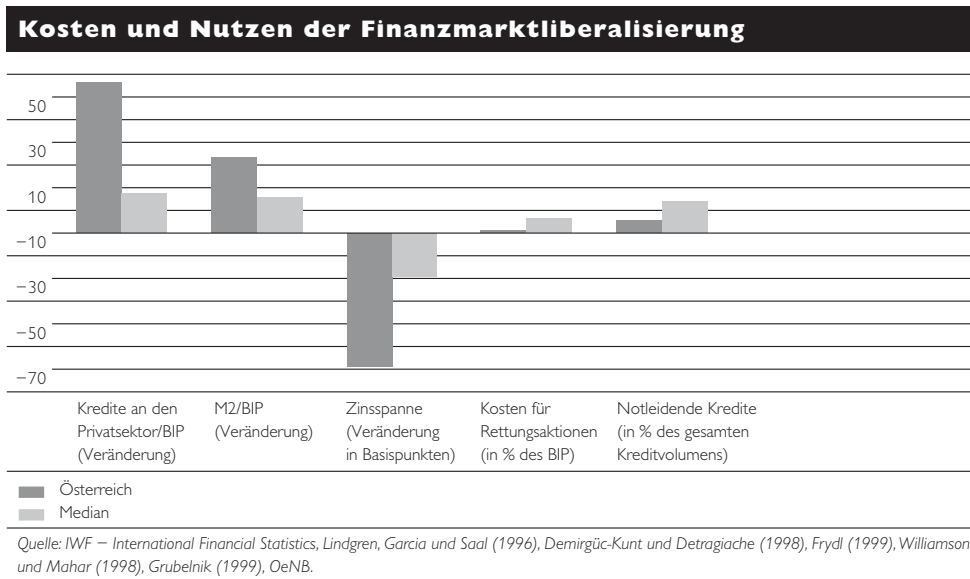


her als ein klassisches Beispiel für Finanzkrisen gilt. Viele weitere Krisen betrafen die aufstrebenden Volkswirtschaften. Die Bankenkrisen in Chile und Argentinien zu Beginn der Achtzigerjahre verursachten Kosten in der Höhe von über einem Drittel des BIP. In Paraguay und Mexiko kam es Mitte der Neunzigerjahre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

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

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

Grafik 3



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

4 Vier Thesen zur Reform des österreichischen Finanzsektors

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

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

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

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

Timing der Finanzmarktliberalisierung

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

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

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

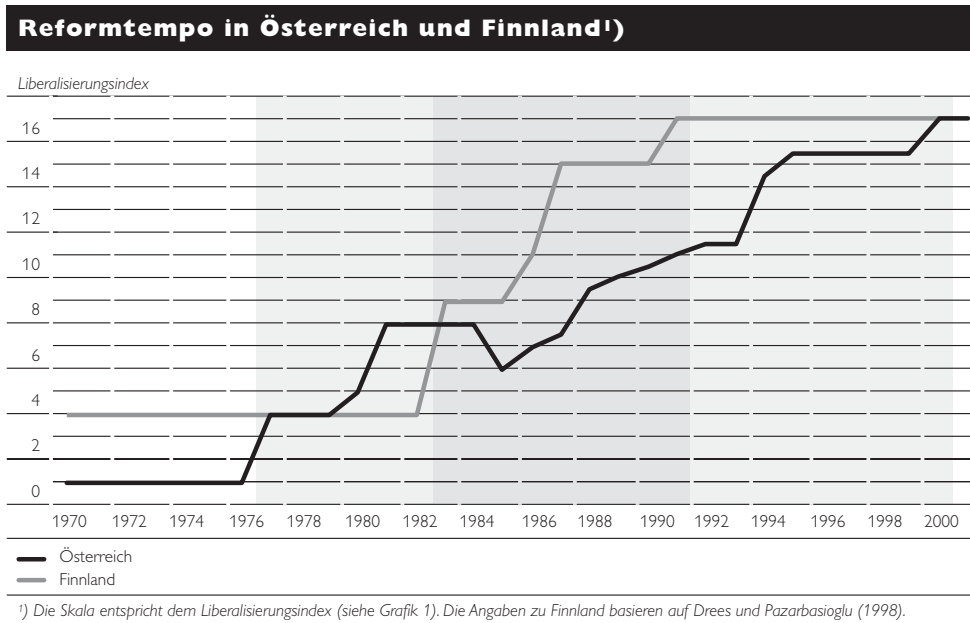
Österreich befolgte allerdings für einen wichtigen Teil der Reformen die Empfehlungen der Lehrmeinung zur Reihenfolge. Dies hat sicherlich dazu beigetragen, dass keine fehlsteuernden Anreize gesetzt wurden und sich die Akteure mit der Zeit auf eine stärker marktorientierte Umgebung einstellen konnten.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

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

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

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

Grafik 4



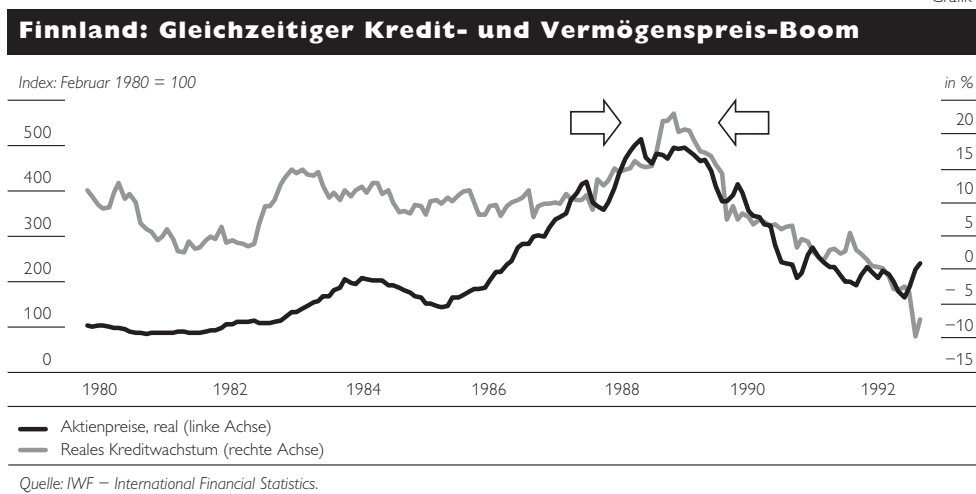
Dauer an: dunkel in Finnland bzw. hell in Österreich. Die finnischen Reformen wurden nach neun Jahren abgeschlossen. In Österreich zog sich der Liberalisierungsprozess hingegen über 23 Jahre (von 1977 bis 2000). Das ist selbst in einem breiteren internationalen Kontext langsam. So stellen Williamson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

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

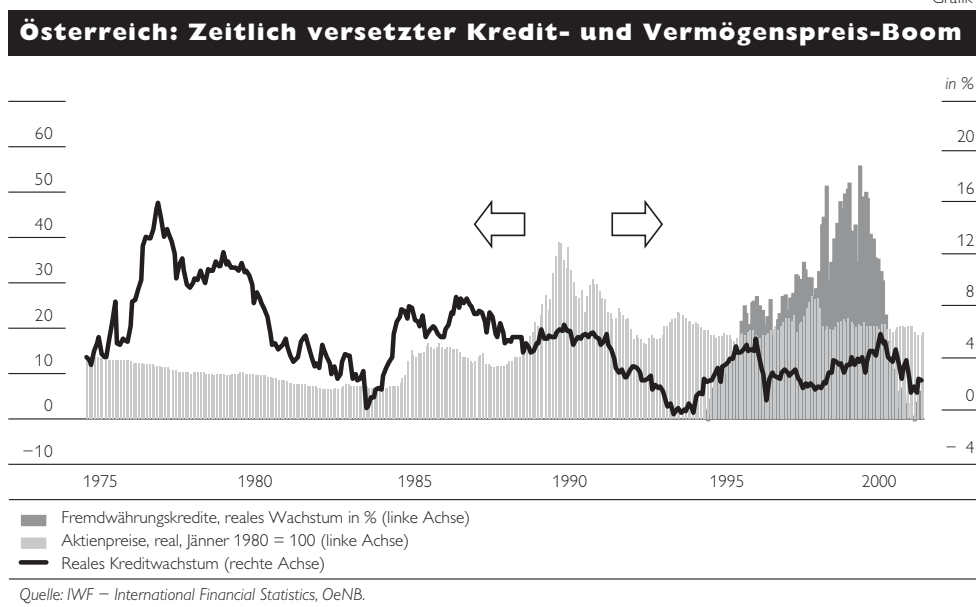
Grafik 5 veranschaulicht am Beispiel von Finnland die typischen Gefahren der Finanzmarktliberalisierung. Kurz nach der Deregulierung des heimischen Marktes zwischen 1982 und 1986 kam es zu einem Kreditboom. Der Kapitalverkehr wurde 1986 liberalisiert, und starke Kapitalzuflüsse blähten die Vermögenspreise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

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

Grafik 5

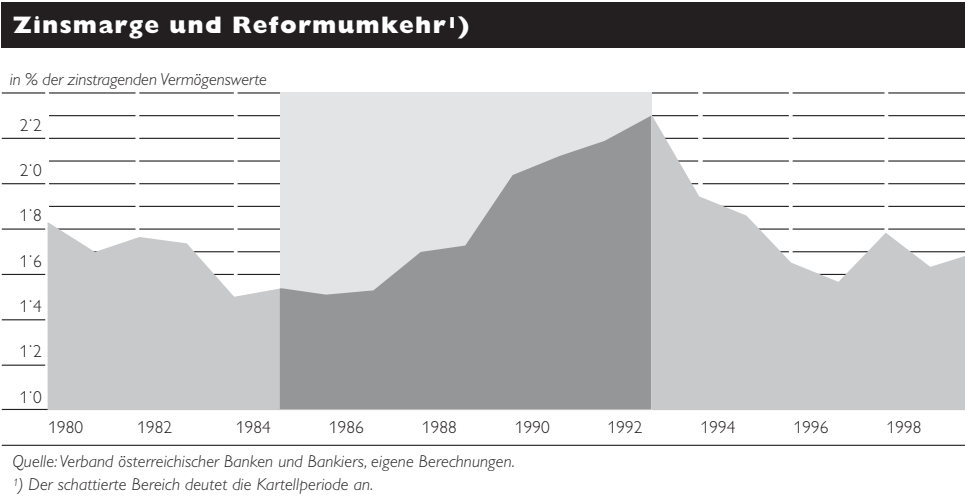


Grafik 6



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

Grafik 7



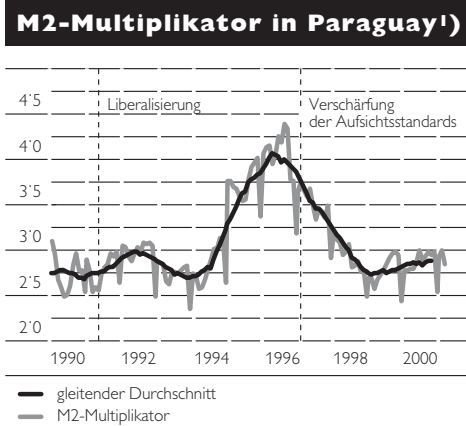
bindung von Vermögenspreisen zum Kreditangebot. Schließlich dämpften drittens hohe Realzinsen erneut die Kreditnachfrage. Dem Boom bei Fremdwährungskrediten in den späten Neunzigerjahren stand zuletzt eine restriktive Fiskalpolitik gegenüber. Die drei Episoden mit Krisensymptomen waren durch jeweils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

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

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

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

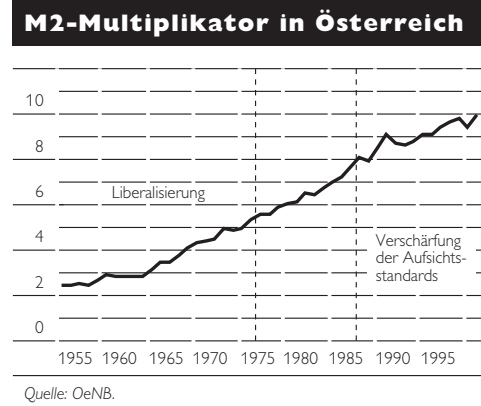
Grafik 8



Quelle: Zentralbank von Paraguay.

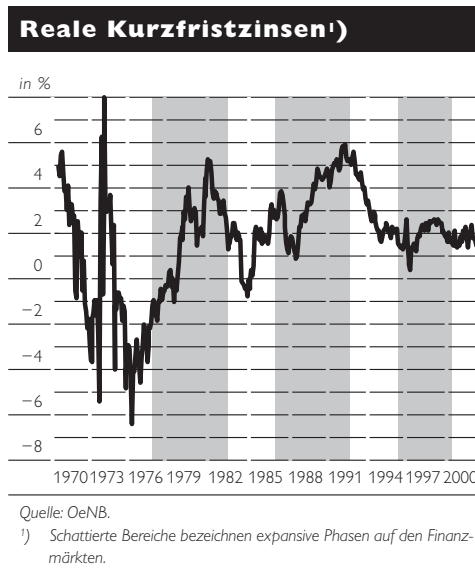
¹⁾ Der Multiplikator ist hier als das Verhältnis von M2 oder M3 zum Bargeldumlauf (M0) definiert. Die Bankenkrise bewirkte eine deutliche Verringerung des M2-Multiplikators in der Guarani-Geldmenge. Der M3-Multiplikator blieb auf Grund der zunehmenden Dollarisierung konstant. Zuletzt legte der M2-Multiplikator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

Grafik 9

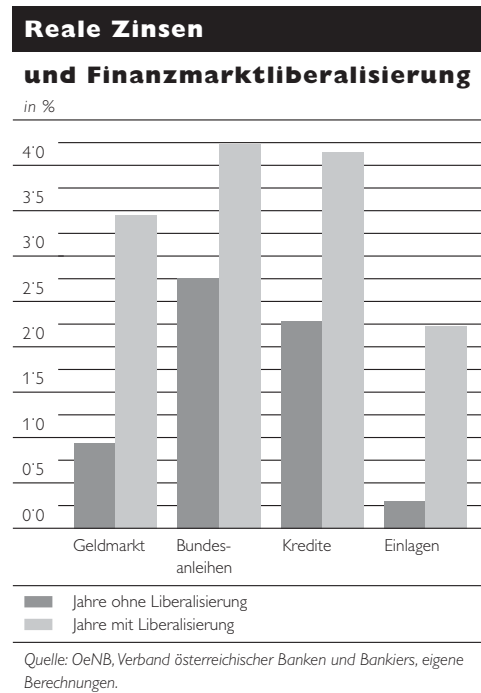


wird), und nicht im Zentralbankgeld. Finanzmarktliberalisierung und -regulierung bewirken Veränderungen des Geldmultiplikators. Dieser Zusammenhang ist besonders anschaulich in der Finanzmarktliberalisierung von Paraguay während der Neunzigerjahre zu sehen (Grafik 8). Im Unterschied dazu vergrößerte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

Grafik 10



Grafik 11



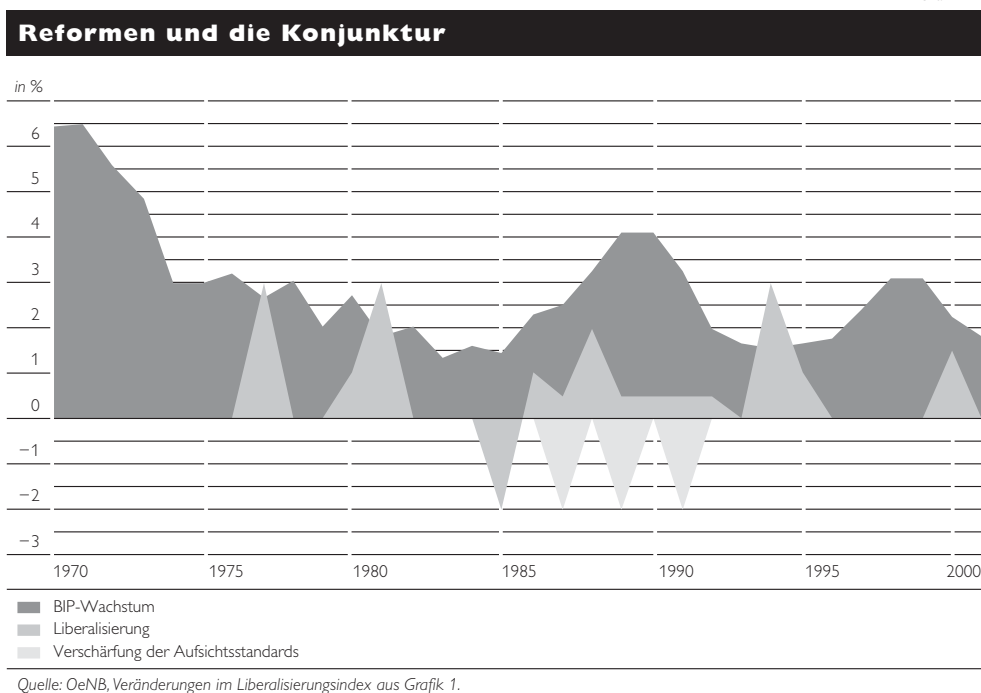
nahmen und interne Stabilisatoren des Bankensystems federten die Schocks ab. Zuerst sollen die Maßnahmen der Wirtschaftspolitik behandelt werden.

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

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

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

Grafik 12



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

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

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

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

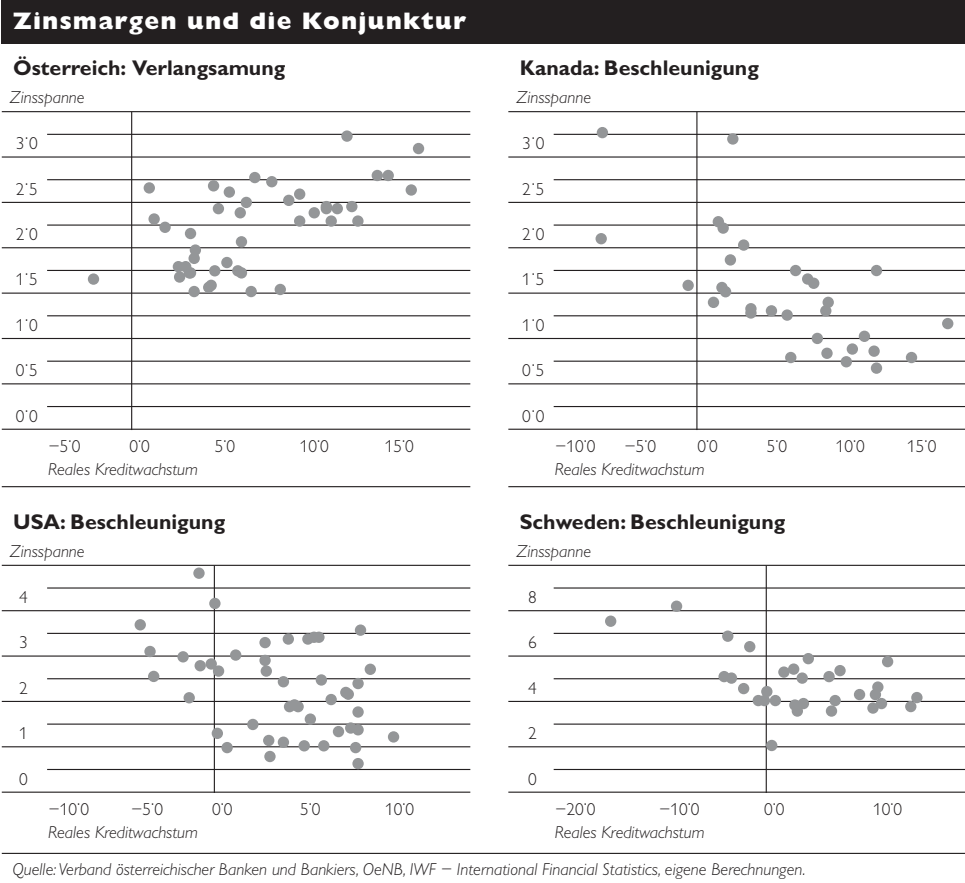
Der Finanzakzelerator bewirkt während eines Aufschwungs eine großzügige Ausweitung des Kreditangebots und in Zeiten eines Abschwungs eine Kreditverknappung (Credit Crunch). Ebenso zeigt er sich während eines Aufschwungs in engeren und während eines Abschwungs in weiteren Zinsmargen. Ein Finanzakzelerator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

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

1 Kaufmann (2001), Valderrama (2001).

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

Grafik 13



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

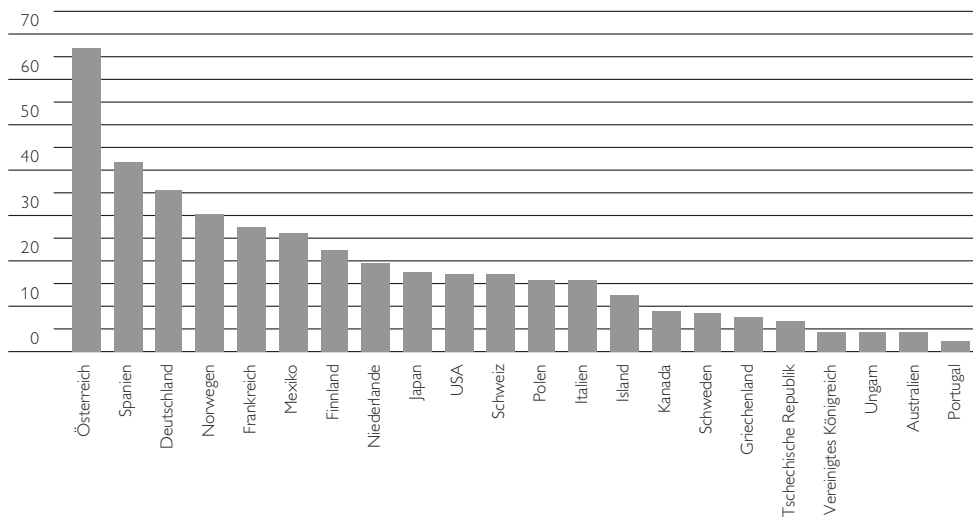
Die österreichischen Banken scheinen sich dagegen eher antizyklisch zu verhalten. Grafik 13 zeigt für mehrere Länder das Verhältnis zwischen realem Kreditwachstum und Zinsmarge. Die Zinsmargen errechnen sich als Differenz der Soll- und Habenzinsen aus jährlichen IFS-Daten für den Zeitraum von 1955 bis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

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

Marktanteil von Sparkassen und Genossenschaftsbanken

in der OECD (1999)

in % des Bilanzvolumens von Banken



Quelle: OECD, Bank Profitability (2000).

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

Literaturverzeichnis

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

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

Private Kapitalströme in die Emerging Markets in den Neunzigerjahren und die Auswirkungen auf die Finanzmärkte

Ulrike Ditlbacher,
Jarko Fidrmuc,
Patricia Walter

I Einleitung

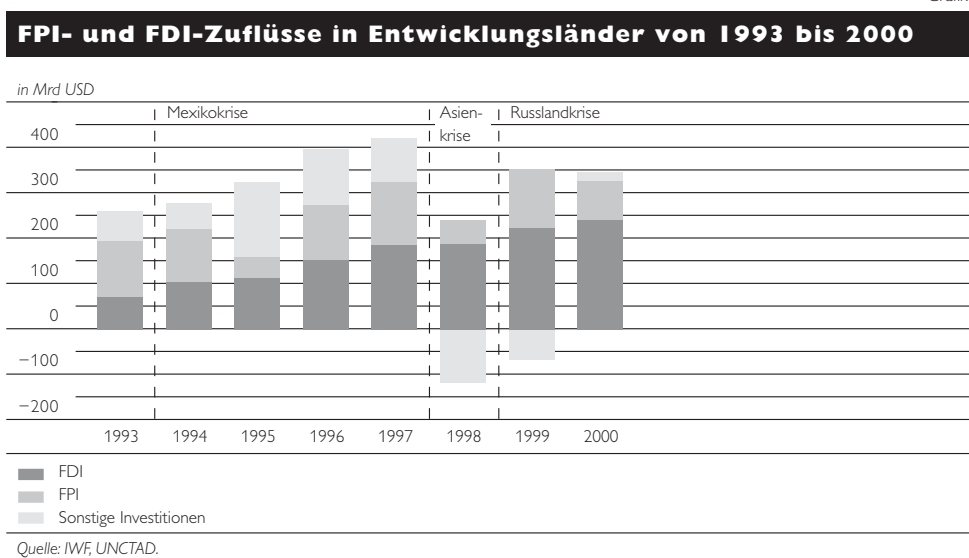
Die Neunzigerjahre waren von einer weltweiten Zunahme der privaten Kapitalströme gekennzeichnet. Machten die globalen grenzüberschreitenden Portfolioinvestitionen (FPI) 1993 noch rund 749 Mrd USD aus, so waren sie nach Rückgängen während der Mexiko- und der Asienkrise im Jahr 2000 auf rund 1.600 Mrd USD gestiegen. Ein ähnliches Bild zeigte sich bei den grenzüberschreitenden Direktinvestitionen (FDI). Diese erfuhren einen rasanten Anstieg von rund 218 Mrd USD im Jahr 1993 auf rund 1.300 Mrd USD im Jahr 2000. Im Zuge des globalen Wirtschaftsabschwungs und eines Rückgangs der grenzüberschreitenden Fusions- und Übernahmetätigkeit war das Jahr 2001 durch Einbrüche der privaten Kapitalströme gekennzeichnet, die sich im Lauf des Jahres 2002 jedoch wieder erholen dürften.

Besondere Bedeutung gewannen in den letzten Jahren die privaten Kapitalströme in die Emerging Markets. Im Zuge der Globalisierung und der damit verbundenen Liberalisierung der Kapitalmärkte wurden die Emerging Markets im asiatischen und lateinamerikanischen Raum sowie die zentral- und osteuropäischen Staaten zunehmend in die internationalen Finanzmärkte integriert. Multinationale Unternehmen und institutionelle Anleger sehen in den aufstrebenden Volkswirtschaften attraktive Investitionsstandorte mit hohen Ertrags-erwartungen und investierten vermehrt in diese Länder.

2 Die Entwicklung der privaten Kapitalströme in die Emerging Markets in den Neunzigerjahren

In den Neunzigerjahren gewannen die privaten Kapitalströme in die Emerging Markets zunehmend an Bedeutung, wobei der Großteil von Portfolio- und Direktinvestitionen eingenommen wurde. Wie Grafik 1 zeigt, weisen die einzelnen Ströme jedoch eine unterschiedliche Entwicklung auf. Bei den Direktinvestitionen ist seit 1993 ein konstanter Anstieg zu beobachten, während der Mexiko- und der Asienkrise lassen die Zuflüsse Beständigkeit erkennen. Die Portfolioinvestitionen und die Komponente *Sonstige Investitionen* (worunter insbesondere Bankkredite und Kredite von Nichtbankengläubigern zu sub-

Grafik 1



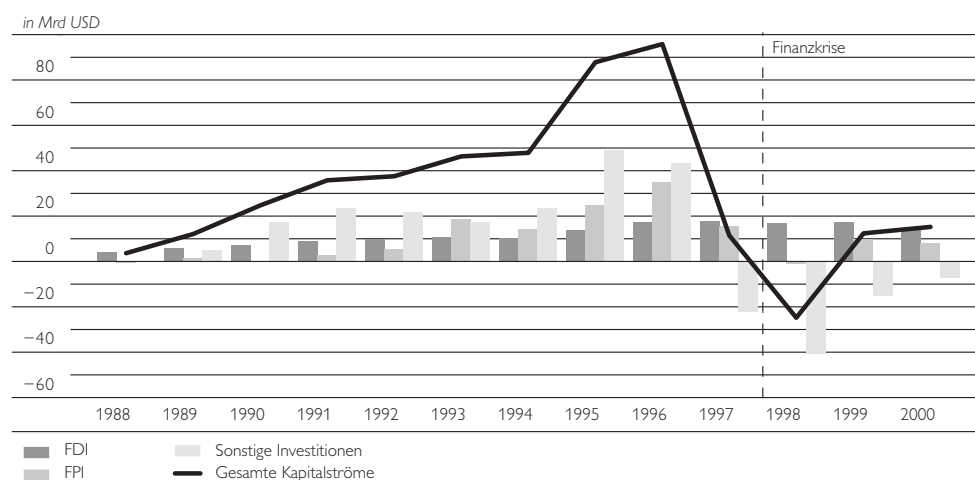
sumieren sind) reagierten hingegen deutlich auf die Finanzkrisen Mitte und Ende der Neunzigerjahre.

Beiden Finanzkrisen, sowohl der Mexikokrise 1993/94 als auch der Asienkrise 1997/98, waren hohe Kapitalzuflüsse vorausgegangen. Sie unterschieden sich jedoch insofern, als die Zuflüsse nach Mexiko vorwiegend aus Portfolioströmen bestanden, jene nach Asien hingegen aus Auslandskrediten. Dies lässt sich zum einen damit erklären, dass sich ausländische Investoren in den asiatischen Staaten mit zahlreichen Beschränkungen und Marktzutrittschancen konfrontiert sahen, die erst nach der Krise großteils aufgehoben wurden. Zum anderen nahmen zahlreiche asiatische multinational tätige Unternehmen (MNU), die auch zum Teil in der asiatischen Region investierten, Kredite in US-Dollar auf. Dies erschien angesichts der Bindung nationaler Währungen an den US-Dollar und der hohen Zinsen in den asiatischen Zielländern durchaus sinnvoll. Dass die Anbindung einiger asiatischer Währungen an den US-Dollar nicht gehalten werden konnte, kam für viele überraschend. Auf Grund der Abwertung erhöhten sich die Kreditzahlungen, wodurch sich die finanzielle Situation der betroffenen Unternehmen zusehends verschärfte, vor allem jener, die einen hohen Fremdkapitalanteil aufwiesen. In den von der Krise am meisten betroffenen asiatischen Ländern¹⁾ war die Kreditvergabepolitik ausländischer Banken daher von Vorsicht geprägt, was wesentlich zu den Einbrüchen in den privaten Kapitalströmen beitrug (siehe Grafik 2). Wiesen diese Länder insgesamt im Jahr 1996 noch einen Zufluss von rund 100 Mrd USD auf, so verwandelte sich dieser 1998 in einen Abfluss von rund 30 Mrd USD.

Für Mexiko zeigt sich ein anderes Bild, da die Kapitalströme vorwiegend aus Portfolioinvestitionen bestanden. Im Zuge des Ende der Achtzigerjahre in Kraft getretenen Reformprogramms kam es zum Wirtschaftsaufschwung, der das Vertrauen ausländischer Investoren festigte. Das belebte wirtschaftliche Umfeld

Grafik 2

Private Kapitalflüsse nach Asien¹⁾ von 1988 bis 2000

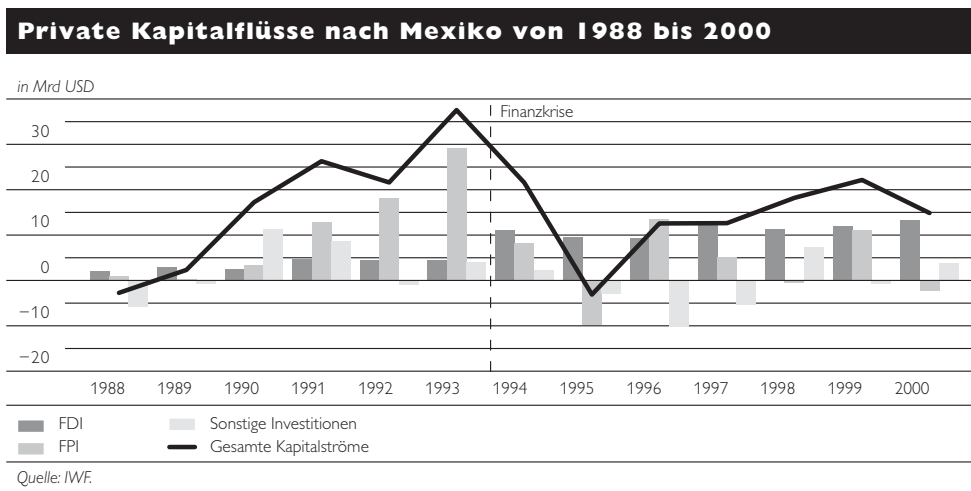


Quelle: IWF.

¹⁾ Aggregierte Zuflüsse nach Thailand, Malaysia, Indonesien, Südkorea und auf die Philippinen.

1 Thailand, Malaysia, die Philippinen, Indonesien und Südkorea.

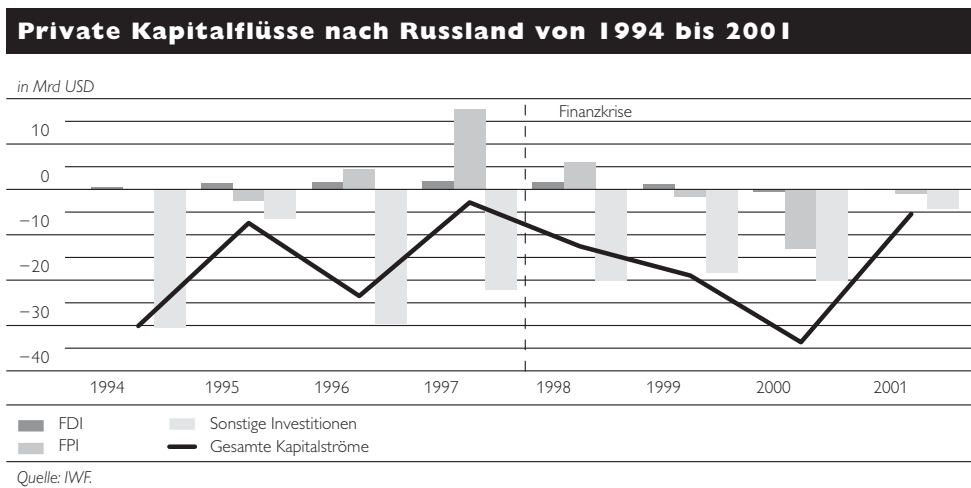
Grafik 3



sowie Privatisierungen, wie z. B. im Bankensektor, führten zu einem massiven Zufluss an privatem Kapital, der vorwiegend von Portfolioinvestitionen getragen wurde. Beim Ausbruch der Finanzkrise wurde dieses jedoch auch als erstes abgezogen, sodass einem Portfolioinvestitionszufluss von rund 29 Mrd USD im Jahr 1993 ein massiver Abfluss von rund 10 Mrd USD im Jahr 1995 gegenüberstand (siehe Grafik 3).

Der zentral- und osteuropäische Raum war in den Neunzigerjahren von der Russlandkrise geprägt. Der russische Markt unterscheidet sich allerdings sowohl von den genannten Emerging Markets als auch von den restlichen zentral- und osteuropäischen Volkswirtschaften. Erst in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre gewann Russland als Ziel für ausländische Investoren an Bedeutung. Russland engagierte sich bemerkenswerter Weise jedoch auch selbst in zunehmendem Maße im Ausland, begünstigt durch die hohen Überschüsse der Handelsbilanz (49,4 Mrd USD bzw. rund 15% des BIP im Jahr 2001). Trotz der günstigen Rahmenbedingungen war Russland im August 1998 mit einer Finanzkrise konfrontiert, die die privaten Kapitalströme nachhaltig beeinflusste (siehe Grafik 4).

Grafik 4



In der gesamten zweiten Hälfte der Neunzigerjahre überwogen die russischen Investitionen im Ausland die ausländischen Investitionen in Russland. Die Entwicklung der einzelnen Komponenten zeigt jedoch, dass sich die Attraktivität der russischen Wirtschaft in den letzten Jahren etwas verbessert hat.

Die privaten Kapitalströme nach Russland sind im Gesamtbild durch die Entwicklung der Komponente *Sonstige Investitionen* geprägt, die vor allem die Rückzahlung der früheren Kredite (Koch und Korhonen, 2000), aber auch die Kapitalflucht aus Russland beinhaltet. In der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre lagen die Nettoströme der Sonstigen Investitionen deutlich höher als die Direkt- und Portfolioinvestitionsströme. Gleichzeitig war eine relative Stabilität der Sonstigen Investitionen auch im Laufe der Russlandkrise zu beobachten. Erst im Jahr 2001 verringerten sich die Sonstigen Investitionen leicht, was vor allem auf den Rückgang der russischen Bankkredite im Ausland von 17 Mrd USD im Jahr 2000 auf etwa 0,9 Mrd USD im Jahr 2001 zurückzuführen war. Diese Entwicklung konnte insbesondere in der zweiten Jahreshälfte beobachtet werden.

Die Dynamik der Portfolioinvestitionen wurde durch die Krise im August 1998 stark beeinflusst. So erreichten im Jahr 1997 die Portfolioinvestitionen in Russland den bisherigen Höchststand von 17,8 Mrd USD. Bereits seit Ende 1997 war eine Verlangsamung der Portfolioinvestitionen verzeichnet worden, die im Zuge der Russlandkrise in eine Kapitalflucht überging. Erst im Jahr 2001 kam es zu einer vorsichtigen Stabilisierung der Portfolioinvestitionen, die mit einer Verunsicherung der internationalen Kapitalmärkte bei gleichzeitiger solider makroökonomischer Entwicklung der russischen Wirtschaft erklärt werden kann (Havrylyshyn und Beddies, 2002). Von den Investoren wird Russland daher zwar noch nicht als sicherer Hafen, zumindest aber als eine „geschützte Bucht“ angesehen.

Die Direktinvestitionen spielen in Russland trotz des großen Marktpotenzials eine geringere Rolle. Im Jahr 2001 betragen die Nettodirektinvestitionen nur 0,1 Mrd USD. Hervorzuheben ist jedoch das zunehmende Engagement russischer Unternehmen im Ausland. Im Jahr 2001 erreichten die aktiven russischen Direktinvestitionen einen Wert von 2,7 Mrd USD. Der Großteil davon wurde von Erdölunternehmen, vor allem in den GUS-Staaten, aber auch in der Slowakischen Republik, getätigt.

3 Österreichische Kapitalströme in die Emerging Markets

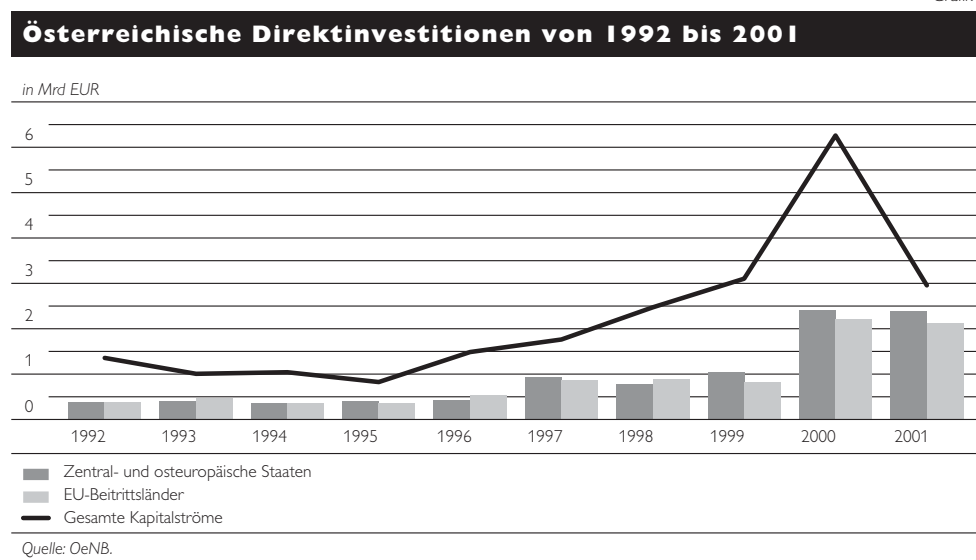
Die internationalen Kapitalveranlagungen Österreichs haben sich seit Mitte der Neunzigerjahre um ein Vielfaches erhöht (die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate lag bei 30%). Beliebte Zielländer waren dabei die Emerging Markets Zentral- und Osteuropas, insbesondere die Beitrittsländer zur EU. Seit 1995 erhöhten sich die privaten Kapitalflüsse Österreichs in diese Region von über 1 Mrd auf 6,3 Mrd EUR im Jahr 2001 (durchschnittliche jährliche Wachstumsrate: 36%). In der Veranlagungsstruktur österreichischer Investoren haben Wertpapierinvestitionen in Zentral- und Osteuropa in den letzten Jahren zwar an Gewicht gewonnen, sind aber im Vergleich zu Veranlagungen im Euroraum noch wenig bedeutend. Im Gegensatz dazu spielen Direktinvestitionen Österreichs in den Ländern dieser Region bzw. in den Beitrittsländern die größere

Rolle. Auch im Kreditverkehr, der im Wesentlichen vom langfristigen Kreditgeschäft der Banken geprägt ist, fließt ein Großteil nach Zentral- und Osteuropa. Insgesamt betrachtet tritt Österreich zunehmend gegenüber dem Euroraum als Kapitalnehmer und gegenüber den zwölf EU-Beitrittsländern als Kapitalgeber auf, weshalb von einer „Drehscheibenfunktion“ Österreichs in Europa gesprochen werden kann.

Der grundsätzlich positive Trend österreichischer Kapitalinvestitionen in den zentral- und osteuropäischen Emerging Markets weist jedoch vereinzelt Rückgänge auf. So spiegelte sich in den Jahren 1998 und 1999 die Russlandkrise in den sinkenden Kapitalveranlagungen in der Region wider. Unter den besonderen Rahmenbedingungen des Jahres 2001 – internationaler Technologiebaisse, dem Ende von zehn Jahren ungestörten Wirtschaftswachstums in den USA, den Ereignissen vom 11. September und dem Auslaufen regionaler Diversifikationseffekte der Euroeinführung – gingen die Volumina der grenzüberschreitenden Kapitaltransaktionen Österreichs, dem internationalen Trend entsprechend, stark zurück und halbierten sich annähernd. Bemerkenswert ist, dass im Gegensatz zum globalen Trend die Veranlagungen Österreichs in Zentral- und Osteuropa im Allgemeinen und in den Beitrittsländern im Besonderen aufrechterhalten wurden. Die Investoren reagierten damit auf die im internationalen Vergleich geringere Wachstumsabschwächung in den Beitrittsländern.

Wie Grafik 5 zeigt, gab es Anfang der Neunzigerjahre mit Ausnahme einiger weniger historischer Firmenverflechtungen kaum Direktinvestitionstätigkeiten Österreichs im Ausland. Die Gründe dafür lagen in der klein- und mittelbetrieblichen Wirtschaftsstruktur, dem hohen Anteil von Unternehmen in Staatsbesitz sowie der räumlichen Lage Österreichs am ehemaligen Eisernen Vorhang. Mit der Ostöffnung änderte sich dieses Bild nachhaltig, und Österreich erlangte eine strategische Position im Hinblick auf den Marktzutritt in den neuen Transformationsländer Zentral- und Osteuropas. Während EU-Kapital nach Österreich strömt, investieren österreichische Firmen schwerpunktmäßig in Zentral- und Osteuropa. Im Vergleich zu maximalen Werten

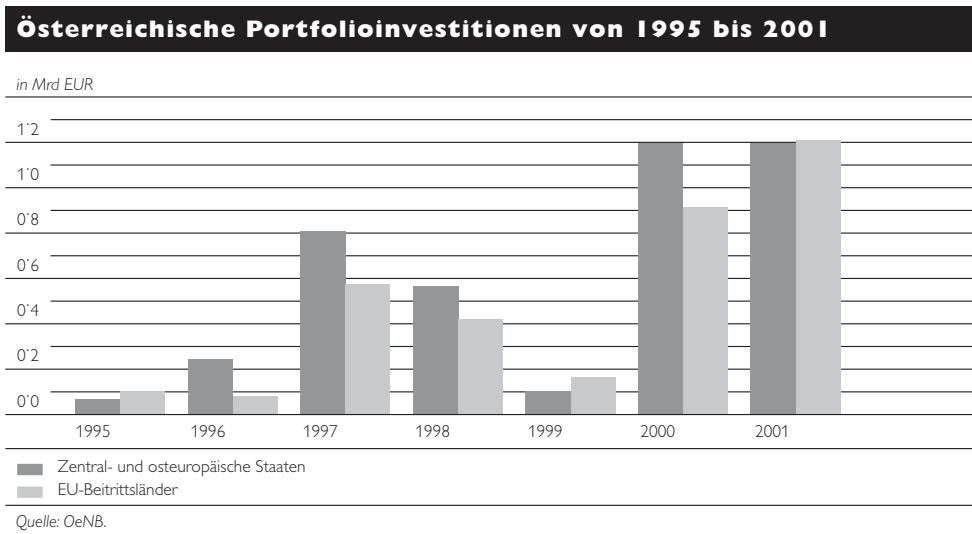
Grafik 5



von 0,3% des BIP in den Achtzigerjahren erreichen die aktiven Nettoströme an Beteiligungskapital seit 1990 im Durchschnitt rund 1% des BIP. Dabei stiegen die Direktinvestitionsströme Österreichs nach Zentral- und Osteuropa bzw. in die Beitrittsländer von 400 Mio EUR zu Beginn der Neunzigerjahre auf über 2 Mrd EUR im Jahr 2001, was 75% der gesamten Direktinvestitionen Österreichs im Ausland entspricht. Trotz des international ungünstigen Umfelds für grenzüberschreitende Direktbeteiligungen im Jahr 2001 und einem dementsprechend verringerten Nettokapitalexport Österreichs aus aktiven Direktinvestitionen (3 Mrd EUR oder rund die Hälfte des Maximalwerts des Jahres davor), blieben die Kapitalflüsse nach Zentral- und Osteuropa auf dem Rekordniveau von über 2 Mrd EUR. Damit hat Österreich in den beiden vergangenen Jahren in der Region in Summe mehr investiert als im gesamten Zeitraum von 1992 bis 1999. Bislang am höchsten waren die Direktinvestitionen Österreichs im Jahr 2001 unter anderem in der Slowakischen Republik (650 Mio EUR), in Ungarn (430 Mio EUR), in Slowenien (320 Mio EUR) und in Kroatien (200 Mio EUR).

Mit Beginn 2000 hielt Österreich in den Beitrittsländern über 1.000 Direktbeteiligungen, das investierte Gesamtkapital belief sich auf 5,3 Mrd EUR. Das entspricht beinahe der Hälfte der Anzahl österreichischer Auslandsbeteiligungen und einem guten Viertel des insgesamt im Ausland investierten Kapitals. Zu den wichtigsten Zielländern österreichischer Direktinvestitionen zählen Ungarn (404 Beteiligungen), die Tschechische Republik (257), Polen (105) und die Slowakische Republik (101), die zusammen 85% der Beteiligungen und 78% des Kapitals in den Beitrittsländern ausmachen. Die Anzahl der österreichischen Beteiligungen in Ungarn und der Tschechischen Republik ist annähernd so groß wie in der gesamten EU. Als Ergebnis seines intensiven Engagements in den Emerging Markets Zentral- und Osteuropas hat Österreich eine herausragende Rolle als Auslandsinvestor in weiten Teilen dieser Region erreicht. Laut Daten des *Wiener Instituts für internationale Wirtschaftsvergleiche* (WIIW) ist Österreich in Slowenien und Kroatien mit einem Anteil von 45 bzw. 30% am jeweiligen Gesamtbestand an Direktinvestitionen der mit Abstand bedeutendste ausländische Investor. In Ungarn, der Tschechischen Republik und in der Slowakischen Republik liegt Österreich mit 10 bis 20% des Auslandskapitals jeweils hinter Deutschland und den Niederlanden an dritter Stelle.

Portfolioinvestitionen, die im Vergleich zu Direktbeteiligungen kurzfristiger determinierten Veranlagungen in Aktien und Anleihen, dominieren global gesehen den grenzüberschreitenden privaten Kapitalverkehr Österreichs. Dabei investieren die österreichischen Anleger bislang vor allem in Wertpapiere aus dem Euroraum sowie – in vergleichsweise geringem Ausmaß – in US-Papiere. Sind österreichische Wertpapierveranlagungen in den übrigen Emerging Markets nahezu vernachlässigbar, so haben sich Portfolioinvestitionen in Zentral- und Osteuropa bzw. den EU-Beitrittsländern in den vergangenen Jahren stärker entwickelt. Nach einem zögernden Anstieg, wie Grafik 6 zeigt, erreichten die Investitionen in den Jahren 2000 und 2001 ein Volumen von jeweils über 1 Mrd EUR und einen Anteil an Österreichs gesamten Wertpapierveranlagungen im Ausland von 9%. Obwohl die grenzüberschreitenden Portfolioinvestitionen Österreichs im Jahr 2001 dem internationalen Trend entsprechend wesentlich geringer ausfielen als im Jahr davor und sich mehr als halbierten



(13 Mrd EUR im Jahr 2001 gegenüber 29 Mrd EUR im Jahr 2000), wurde der Forderungsaufbau in Zentral- und Osteuropa aufrechterhalten. Innerhalb der Region erfolgte bereits in den Jahren davor die Veranlagung Österreichs überwiegend in Papiere der Beitrittsländer, im Jahr 2001 wurde fast ausschließlich in diese Länder investiert. Darin zeigt sich der zunehmende wirtschaftliche „gap“ zwischen den Staaten Zentral- und Osteuropas, der durch die Teilnahme am Beitrittsprozess zur EU und dessen unterschiedliche Stadien in den einzelnen Ländern bedingt wird. Entsprechend bilden Investoren Erwartungen über die makroökonomische Entwicklung der einzelnen Länder, wie Wachstums- und Inflationsaussichten, die Annäherung der Zinssätze an das europäische Niveau und steigende Wechselkurse. Von besonderem Interesse für österreichische Wertpapierinvestoren war in den vergangenen Jahren Ungarn und im Jahr 2001 auch Polen. Polnische Wertpapiere waren 1999, angesichts eines wachsenden außenwirtschaftlichen Ungleichgewichts des Landes mit Gefahren für die Stabilität des Wechselkurses, abgebaut worden.

Innerhalb der grenzüberschreitenden Wertpapierveranlagung Österreichs dominieren traditionell Investitionen in (langfristige) Rentenwerte, die auch im Jahr 2001 ähnlich hoch waren wie im Jahr davor. Auch bei den Emerging Markets Zentral- und Osteuropas zeigten sich deren Schuldverschreibungen in österreichischen Wertpapierportefeuilles in den letzten Jahren – mit Ausnahme 1999 – als relativ stabile und zunehmend interessante Anlageform. Im Jahr 2001 konzentrierte sich das Interesse österreichischer Investoren an Titeln dieser Region überwiegend auf Emissionen der EU-Beitrittsländer, die einen Anteil von 6% (740 Mio EUR) an den Gesamtforderungen aus langfristigen Rentenwerten erreichten. Auffallend ist dabei die Tatsache, dass die Papiere dieser Länder häufig bereits in der Nationalwährung denominiert sind. Im Gegensatz zu Rentenwerten stellt sich die Investition Österreichs in Anteilspapiere¹⁾ der Länder Zentral- und Osteuropas als äußerst volatile Veranlagungsform dar: Im Jahr 1999 waren Rückflüsse zu verzeichnen, im Jahr 2000 ging die

1 Insbesondere in Aktien, denn Investmentzertifikate der Region spielen bislang keine Rolle.

Investition in Beteiligungswerte der Region gegen null, sodass erst im Jahr 2001 wieder Volumina wie zuletzt 1997, vor der Russlandkrise, erreicht wurden (330 Mio EUR). Dies ist umso bemerkenswerter, als 2001 dem internationalen Anlegerverhalten entsprechend auch in der grenzüberschreitenden Kapitalveranlagung Österreichs kein „Jahr der Aktie“ war und Forderungen massiv abgebaut wurden. Die Anteile an den gesamten Neuinvestitionen Österreichs in Beteiligungspapiere stiegen im Jahr 2001 auf 26% bei Papieren Zentral- und Osteuropas und auf 28% bei jenen der Beitrittsländer. Aufgelöst wurden insbesondere Veranlagungen in russische Papiere, was branchenspezifisch unter anderem auf den Rückgang des Erdölpreises nach einem zwei Jahre andauernden Anstieg und entsprechenden Wertverlusten zurückzuführen ist. Zu Beginn des Jahres 2002 zeigt sich ein Anstieg der globalen Wertpapierveranlagung Österreichs im Ausland. Bei Papieren aus Zentral- und Osteuropa entsprechen die neu veranlagten Volumina den Werten der Vorjahresperiode bei einer weiterhin andauernden Umschichtung in Titel der Beitrittsländer. Auffallend ist, dass Anteilsscheine der osteuropäischen Emerging Markets stark an Bedeutung gewinnen und mit den – verringerten – Volumina bei Rentenwerten vergleichbar sind.

Bei der Komponente *Sonstige Investitionen* – Kredite, Bargeld und Einlagen – kam es in den vergangenen Jahren zu einer starken Ausweitung der Forderungen Österreichs, insbesondere gegenüber den Emerging Markets Zentral- und Osteuropas. Im Jahr 2001 wurde diese Entwicklung unterbrochen. War der Forderungsaufbau Österreichs in den Jahren 1999 und 2000 noch im zweistelligen Milliardenbereich gelegen, erreichten die entsprechenden Kapitalströme im Jahr 2001 transaktionsbedingt nur 7 Mrd EUR (eine zum Teil spiegelbildliche Folge der ebenfalls geringeren Bruttoströme in den Bereichen Portfolio- und Direktinvestitionen). Dabei fiel die Verringerung des Forderungsaufbaus für die gesamte Region Zentral- und Osteuropa unterproportional aus, im Gegensatz zu einer überproportionalen Verringerung in den EU-Beitrittsländern. In Prozent des österreichischen Gesamtengagements verloren die Beitrittsländer an Bedeutung (9% im Jahr 2001 gegenüber 12% im Jahr 2000), bei Zuwächsen der gesamten Region (19% im Jahr 2001 gegenüber 14% im Jahr 2000) und damit der übrigen Länder Zentral- und Osteuropas. Entsprechend dem Gesamttaggregat erreichte die Kreditvergabe des Bankensektors den höchsten Forderungsaufbau im Jahr 2000, sowohl global als auch für die Region Zentral- und Osteuropa (9 Mio bzw. 2,1 Mio EUR). Wie in der globalen Entwicklung der Kreditvergabe reduzierte sich der Forderungsaufbau im Jahr 2001 in Zentral- und Osteuropa bzw. in den Beitrittsländern; die Anteile blieben mit 23 bzw. 15% in etwa konstant. Der abnehmende Forderungsaufbau bei Sonstigen Investitionen Österreichs in Zentral- und Osteuropa ist zum Teil Folge der stärkeren Präsenz des österreichischen Bankensektors in der Region auf Grund der Gründung von Tochtergesellschaften. Töchter österreichischer Banken sind bereits in zwölf Staaten Osteuropas vertreten mit Schwerpunkten in der Slowakischen Republik (rund 40% Marktanteil), der Tschechischen Republik (21%), Ungarn (16%), Kroatien (14%) und Polen (7%).

4 Bestimmungsgründe für Direkt- und Portfolioinvestitionen

Wie die Daten zeigen, weisen die Portfolioinvestitionen und die Ströme privater Gläubiger eine hohe Volatilität auf. Die Direktinvestitionsströme hingegen lassen auch in Krisenzeiten eine gewisse Beständigkeit erkennen. Dies lässt auf unterschiedliche Eigenschaften und Motive für längerfristig angelegte Direktinvestitionen und Portfolioinvestitionen schließen, die meist durch kurzfristige Kapitalbewegungen erfolgen. Da Portfolio- und Direktinvestitionen gemeinsam den größten Anteil an den weltweiten privaten Kapitalströmen einnehmen, haben sie einen entsprechenden Einfluss auf die internationalen Finanzmärkte. Dieser wird in erster Linie durch die Motive für eine Investition bestimmt.

4.1 Direktinvestitionen

Angesichts der dynamischen Entwicklung der Direktinvestitionen in den letzten Jahren beschäftigten sich zahlreiche Arbeiten mit den Motiven eines MNU für eine Investition im Ausland. Entsprechend des *Eclectic Paradigm* von John H. Dunning (1993) wird die Entscheidung eines MNU für eine Direktinvestition neben der Möglichkeit der Gewinn bringenden Nutzung der Vermögenswerte von den Voraussetzungen bestimmt, dass die Aufteilung der Produktionsstufen profitabler ist als der Export und die Direktinvestitionsaktivität Gewinn bringender ist als die Vergabe von Lizenzen bzw. dass sich die zusätzlichen organisatorischen Kosten für das Unternehmen lohnen. Markusen und Venables (1998, 2000) betonen zusätzlich die Bedeutung der steigenden Skalenerträge, horizontaler bzw. vertikaler Produktdifferenzierung, unvollständiger Konkurrenz und die Bedeutung der Handelskosten verglichen mit den Produktionskosten.

Ob ein Unternehmen sich für eine Investition im Ausland entscheidet, hängt daher von der Art der Investition (Greenfield-Investition, Fusion oder Übernahme etc.) ebenso ab, wie von den wirtschaftlichen und politischen Gegebenheiten im Zielland, also den Standortfaktoren.

Wie sowohl theoretische als auch empirische Untersuchungen¹⁾ zeigen, spielen hinsichtlich des Anlageverhaltens vor allem absatzorientierte Motive eine primäre Rolle. Die Erschließung von Märkten sowie die Positionierung auf bereits errungenen Absatzmärkten haben sich als wichtige Entscheidungsfaktoren vor allem im Finanzdienstleistungsbereich erwiesen. Die Bedienung ausländischer Märkte vom Inland aus wird offensichtlich als unzureichend angesehen. Des Weiteren hatten vor allem innerhalb des Industriesektors die zunehmende Flexibilisierung und effizientere Formen der Produktion (z. B. Just-in-Time-Produktion) ein Nachfolgen der Vorleister und Zulieferer großer Industrieunternehmen zur Folge. Der verstärkte Wettbewerb ist auch ein Grund dafür, dass es viele Unternehmen als unerlässlich ansehen, neben ihren direkten Konkurrenten auf den wichtigsten Märkten präsent zu sein. Und schließlich ist manchmal unter bestimmten Voraussetzungen (wie der Sättigung des Inlandsmarktes) eine Unternehmensexpansion nur durch einen Schritt ins Ausland möglich. Im Zuge von Privatisierungen und Liberalisie-

1 Siehe dazu z. B. OeNB (1996, 1997, 1998).

rungen öffnete sich z. B. ein großer Markt in den zentral- und osteuropäischen Staaten, von dem Anfang der Neunzigerjahre österreichische Unternehmen im Dienstleistungsbereich (insbesondere im Bereich der Finanzdienstleistungen und im Handel) profitierten. Ebenso lässt der markante Anstieg der Direktinvestitionen in China in den letzten Jahren darauf schließen, dass die Suche nach neuen Absatzmärkten eine wesentliche Rolle auch im asiatischen Raum spielt.

Dem Kostenfaktor, insbesondere niedrigen Lohn- und Lohnnebenkosten, wurde in der Vergangenheit nur eine untergeordnete Rolle zugeschrieben. In den letzten Jahren gewinnt er bei Investitions- und Standortentscheidungen multinationaler Unternehmen aber immer mehr an Bedeutung. Mehrfach wurde in empirischen Studien nachgewiesen, dass Wechselkursbereinigte Veränderungen der relativen Lohnkosten Direktinvestitionen signifikant beeinflussen. Dies trifft insbesondere auf Direktinvestitionen in Zentral- und Osteuropa sowie Südostasien zu, wenn es sich dabei um Produktionsauslagerungen handelt, und allgemein, wenn das Zielland ein Entwicklungsland ist. Im Fall von Industrieländern sind hingegen Faktoren wie das Technologieniveau und strategische Überlegungen ausschlaggebend, da die Unterschiede beim Lohnniveau nur gering sind.

Weiters ist auch der Aspekt der Transaktionskosten zu berücksichtigen. MNU's können kostspielige Transaktionen internalisieren und damit Marktunvollkommenheiten oder schwach entwickelte Märkte umgehen. Sie haben damit entscheidende Vorteile bei der Planung, Steuerung und beim Informationsaustausch. Darüber hinaus kommen auch Infrastrukturkosten, wie Energiepreise und insbesondere im Finanzdienstleistungssektor Telekommunikationskosten, zum Tragen. Neben der Effizienz der Finanzmärkte spielt hier auch die Kostenbelastung eine Rolle.

Neben dem Kostenaspekt beeinflusst auch das steuerliche Umfeld die Attraktivität eines Standorts. So waren z. B. die so genannten Expatriates-Regelungen in den Benelux-Ländern¹⁾ Ende der Neunzigerjahre für den Anstieg der Direktinvestitionsströme in diese Staaten verantwortlich. Neben steuerlichen Sonderbehandlungen für MNU's stellen auch Steuerquoten sowie die rechtlichen Rahmenbedingungen der Steuerpolitik ein Motiv für oder gegen eine Direktinvestition dar, das vor allem bei Investitionen in Emerging Markets zum Tragen kommt.

Der von der Wirtschaftsprüfungs- und Beratungsgesellschaft KPMG jährlich durchgeführte Corporate Tax Rate Survey²⁾ lässt eine Anpassung der Steuersätze in den letzten Jahren erkennen. Der durchschnittliche Körperschaftsteuersatz in den beobachteten 30 OECD-Ländern betrug im Jahr 2002 31,39%. Auf Grund der Steuersenkungen in einigen Mitgliedstaaten konnte auch der Durchschnittssatz der EU-Länder auf 32,53% gegenüber 33,68% im Jahr 2001 gesenkt werden. Damit wird die Spanne zu den Schwellenländern weiter verringert. Während die lateinamerikanischen Staaten jedoch einen

1 Diese Regelungen ermöglichten internationalen Holdinggesellschaften und Koordinationszentren steuerliche Besserstellungen. Zudem profitierten in den genannten Ländern ausländische Beschäftigte bzw. leitende Angestellte multinationaler Unternehmen von Einkommenssteuerbefreiungen von bis zu 35%.

2 Siehe dazu die Internetseite der KPMG: <http://www.kpmg.com>.

leichten Anstieg des durchschnittlichen Steuersatzes von 30,14% im Jahr 2001 auf 30,2% im Jahr 2002 aufweisen, kam es in den asiatisch-pazifischen Staaten zu einer weiteren Senkung auf 31,05% im Vergleich zu 31,28% im Jahr 2001. Es ist jedoch zu berücksichtigen, dass internationale Steuervergleiche auf einer sehr komplexen Problemstellung beruhen, deren Ergebnisse mit Sorgfalt zu bewerten sind.

Neben den fiskalischen Anreizen bedienen sich Regierungen im Rahmen einer gezielten Investitionsförderpolitik auch nichtfiskalischer Anreize, wie außerordentlicher und unentgeltlicher Bereitstellung von Infrastruktur, besonderer Marktzugangsrechte oder Außerkraftsetzung wettbewerbsrechtlicher Bestimmungen.

Als ein Standortfaktor, der in letzter Zeit vermehrt an Bedeutung gewinnt, werden die Ausgaben für Forschung und Entwicklung eines Landes gesehen. Darauf lässt auch die rege grenzüberschreitende Fusions- und Übernahmetätigkeit im Pharma-, Telekom- und Finanzdienstleistungsbereich in den letzten Jahren schließen. Darüber hinaus lassen empirische Beobachtungen den Schluss zu, dass ausländische Tochterunternehmen ein bedeutendes Bindeglied zwischen dem MNU und der Wirtschaft des Gastlandes hinsichtlich internationaler Spillover-Effekte bei Forschung und Entwicklung (F&E) bilden. Die Ausstattung eines Landes mit entsprechend ausgebildeten Humanressourcen und einer F&E-freundlichen Infrastruktur ist daher in Zukunft ein ernst zu nehmender Standortvorteil.

4.2 Portfolioinvestitionen

Ähnlich den Direktinvestitionen gibt es auch bei den Portfolioinvestitionen unterschiedliche Arten, wie die Investitionen vorgenommen werden können (Minderheitsbeteiligungen, Beteiligungen in Form von Venture-Capital, Schuldtiteln etc.). Daher sind auch hier unterschiedliche Bestimmungsgründe ausschlaggebend. Grundsätzlich sind jedoch zwei Faktoren maßgeblich: das wirtschaftliche Umfeld und die wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen.

4.2.1 Wirtschaftliches Umfeld

Makroökonomische Faktoren wie das BIP-Wachstum, die Wechselkursstabilität, die Zinsentwicklung sowie die Liquidität der Kapitalmärkte stellen für viele Investoren wichtige Entscheidungskriterien dar. Plant ein Unternehmen eine Investition in Form einer Beteiligung, so spielen bei der Entscheidung für ein Zielland die Liquidität der Aktienmärkte sowie die Höhe des Wirtschaftswachstums eine wesentliche Rolle. Die Liquidität der Rentenmärkte sowie die Entwicklung der Zinssätze wiederum, stellen ein Kriterium für jene Investoren dar, die ihr Engagement vorwiegend auf Schuldtitel fokussieren.

Die Bedeutung des wirtschaftlichen Umfelds spiegelt auch die Entwicklung der Portfolioinvestitionen in den Emerging Markets in den letzten Jahren wider. Jene Länder, die überdurchschnittliche Wachstumsraten verzeichneten, konnten auch auf ansteigende Portfolioinvestitionszuflüsse verweisen. So konzentrierten sich z. B. die Portfolioströme in die asiatischen Staaten in den Neunzigerjahren bis zur Krise auf Thailand, Indonesien, die Philippinen und Korea. Die jährlichen Wachstumsraten dieser Länder lagen in diesem Zeitraum zwischen 5 und 9%. Ein ähnliches Bild zeigt sich bei den lateinamerikanischen

Staaten. Die Wirtschaft jener Länder¹⁾, die die meisten Portfolioinvestitionen anzogen, wuchs in den Neunzigerjahren jährlich durchschnittlich zwischen 2,7% (Mexiko) und 7,2% (Chile). Das durchschnittliche Wirtschaftswachstum afrikanischer Staaten südlich der Sahara hingegen betrug in den Jahren 1990 bis 1999 lediglich um die 2,2%. Dementsprechend gering fielen auch die Portfolioinvestitionszuflüsse aus. Offensichtlich erwarten Investoren im Zuge eines Wirtschaftswachstums hohe Gewinne und damit ertragreiche Investitionen.

4.2.2 Wirtschaftspolitische Rahmenbedingungen

Wie die Asienkrise zeigte, muss neben dem wirtschaftlichen Umfeld auch den wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen Beachtung geschenkt werden. Diese können von den nationalen Regierungen direkt beeinflusst werden und gezielt zur Steigerung der Attraktivität des Standorts für ausländische Investoren eingesetzt werden. Sie können aber auch Auslöser für Finanzkrisen und Ursachen für Ansteckungen sein. So waren die Schwächen der asiatischen Finanzmärkte, wie fehlendes technisches Know-how und die enge Vernetzung innerhalb des Bankensektors, zum Großteil für die Währungsturbulenzen und die Kapitalflucht verantwortlich, was in der Folge auch zu weit reichenden Reformen führte und die Stabilitätsanforderungen an die internationalen Finanzmärkte erhöhte.

Entsprechend einer 1999 von der United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) durchgeführten Umfrage unter Investoren kommen bei der Ziellandwahl vor allem folgende Faktoren zum Tragen:

- Möglichkeit der Rückführung von Dividenden/Gewinnen und Kapital;
- Steuer auf Spekulationsgewinne;
- Regulierung von Aktien- und Rentenmärkten;
- Qualität der Bilanzierungsstandards und Veröffentlichungspflichten;
- Effizienz und Verlässlichkeit der Abwicklung;
- Verfügbarkeit von Depotstellen und Brokern;
- Schutz von Investorenrechten.

Für jene Investoren, die ein Engagement in Schuldtiteln planen, spielen darüber hinaus insbesondere Wechselkurs- und Zinserwartungen sowie Bonitätsbewertungen von Schuldnern eine Rolle. Ein wesentlicher Bewertungsfaktor dafür sind Ratings. Internationale Investoren richten sich nach diesen Bewertungen, wenn sie eine Investition – vor allem in einem Emerging Market – planen. Im Vorfeld einer Finanzkrise bedeutet das für ein betroffenes Land einen Teufelskreis. Wurde erst einmal die Kreditwürdigkeit eines Landes herabgesetzt, verstärkt dies die finanzielle Instabilität. Die Risikoprämien werden angehoben und die Attraktivität des Standorts sinkt, was sich in den Kapitalströmen niederschlägt. Dies unterstreicht die stabilisierende Rolle der internationalen Institutionen (vor allem des Internationalen Währungsfonds – IWF und der Weltbank), die durch ihr Engagement in den Krisenländern die Erfolgchancen der nationalen Stabilisierungsprogramme erhöhen.

1 Mexiko, Argentinien, Chile und Brasilien.

5 Auswirkungen auf die Finanzmärkte

Der markante Anstieg der privaten Kapitalströme vor allem in die Emerging Markets in den letzten Jahren gibt Anlass, sich neben den Bestimmungsgründen auch mit den Auswirkungen auf die lokalen und internationalen Finanzmärkte zu beschäftigen.

5.1 Direktinvestitionen

Die Zunahme der Direktinvestitionsströme in die Emerging Markets in den Neunzigerjahren ist zu einem Teil auf das überdurchschnittlich hohe Wachstum der Finanzdienstleistungsbereiche zurückzuführen. Die Gründe dafür liegen vor allem in den weit reichenden Privatisierungsschritten sowie den umfassenden Maßnahmen zum Abbau von Hemmnissen und Zutrittsbarrieren für ausländische Investoren im Zuge von multi- und bilateralen Abkommen.¹⁾

Das Engagement ausländischer Unternehmen im Finanzdienstleistungsbereich, insbesondere im Bankenbereich, zeigt jedoch unterschiedliche Entwicklungen. Als attraktivste Standorte erwiesen sich die zentral- und ost-europäischen Länder, insbesondere Ungarn und Polen. Laut IWF erreichte die ausländische Beteiligung im Jahr 2001 im Zuge von umfangreichen Privatisierungsschritten in Folge der Ostöffnung ein Ausmaß von rund 70%. In den lateinamerikanischen Staaten ist vor allem Ende der Neunzigerjahre ein Anstieg der Präsenz ausländischer Banken zu verzeichnen. Als Ergebnis einer Reihe von Fusionen und Übernahmen stieg der Anteil ausländischer Banken auf rund 50% in Argentinien und Chile. In Mexiko erreichte der Anteil im Jahr 2001 rund 60%. In den asiatischen Staaten hingegen waren ausländische Banken in den vergangenen Jahren auf Grund einer restriktiven Marktzutrittspolitik nur vereinzelt vertreten und die Investitionen beschränkten sich auf wenige Länder wie Malaysia, Südkorea und Thailand.

Der zunehmende Anteil der Direktinvestitionen im Finanzdienstleistungsbereich lässt darauf schließen, dass die nationalen Regierungen den potenziellen positiven Auswirkungen einer ausländischen Investition vermehrt Bedeutung beimessen. Die Finanzkrisen in den asiatischen und lateinamerikanischen Ländern zeigten nur zu deutlich die Schwächen der nationalen Finanzsektoren und den Bedarf an ausländischen Investoren auf. Auf Grund der globalen Netzwerke, über die multinational tätige Unternehmen verfügen, sind diese für derartige Schocks weniger anfällig, da eine größere Streuung des Risikos unter Tochter- und Mutterunternehmen möglich ist (Peek und Rosengren, 2000). In den Krisenregionen konnte der heimische Bankensektor diesen Rückhalt nicht bieten.

Da man erkannte, dass ausländische Investoren nicht nur eine neue Finanzierungsquelle zur Sanierung des angeschlagenen Bankensektors im Zuge von Krisen darstellen, sondern auch über technisches Know-how verfügen, war man bemüht, diese vermehrt ins Land zu holen. Für flexible Investoren bot sich im Zuge von Finanzkrisen daher die Möglichkeit, kostengünstig in den Markt einzusteigen, was von den nationalen Regierungen mit entsprechenden Förderprogrammen für Fusionen und Übernahmen unterstützt wurde.²⁾

1 Einen wesentlichen Beitrag leistete die Uruguay-Runde, in deren Rahmen das General Agreement on Trade in Services (GATS) verhandelt wurde, das 1995 in Kraft trat.

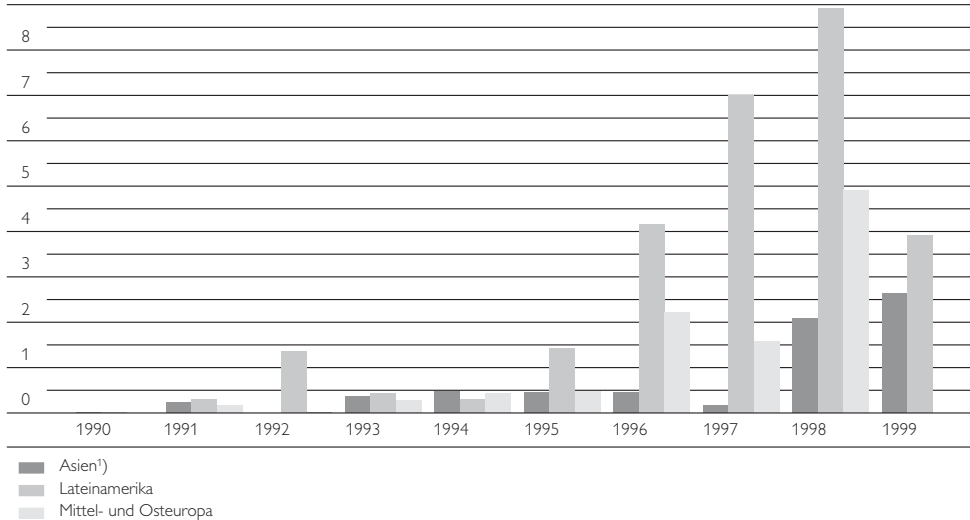
2 Die südkoreanische Regierung hob z. B. im Mai 1998 sämtliche Beschränkungen hinsichtlich der Portfolioinvestitionen in Aktienmärkte, der M&A-Aktivitäten und des Grundstückserwerb durch Ausländer auf.

Grafik 7

Grenzüberschreitende M&A-Aktivitäten im Finanzsektor

von 1990 bis 1999

in Mrd USD



Quelle: UNCTAD.

¹⁾ Die fünf meist betroffenen Staaten.

Wie Grafik 7 zeigt, ist in den asiatischen Staaten während und nach der Finanzkrise 1997/98 ein Anstieg der Fusionen und Übernahmen im Finanzdienstleistungsbereich zu beobachten. Ähnliches gilt für Lateinamerika und die zentral- und osteuropäischen Länder. Die Zunahme der Fusionen und Übernahmen im Finanzdienstleistungsbereich spiegelt einen allgemeinen Trend in den Neunzigerjahren wider. So verzeichneten die Entwicklungsländer entsprechend UNCTAD¹⁾ einen Anstieg ihres Anteils an den weltweiten Fusionen und Übernahmen von rund 5% in den späten Achtzigerjahren auf beinahe 20% Ende der Neunzigerjahre. Unterstützt wurde dieser Trend neben umfangreichen Liberalisierungs- und Privatisierungsmaßnahmen vor allem durch alternative Finanzierungsmethoden. Obwohl Bankkredite nach wie vor die beliebteste Finanzierungsform darstellen, gewinnen direkte Finanzierungsarten, wie die Emission von Stammaktien oder Unternehmensanleihen, vermehrt an Bedeutung. Der erleichterte Zugang zu Venture-Capital ermöglicht es auch zunehmend kleineren Unternehmen, eine Fusion oder Übernahme zu tätigen, sodass grenzüberschreitende M&A-Aktivitäten mit einem Transaktionswert von weniger als 100 Mio USD stetig ansteigen. Laut UNCTAD machten im Jahr 1999 diese bereits ein Drittel der gesamten M&A-Aktivitäten aus. Betragsmäßig umfangreichere Fusionen und Übernahmen werden hingegen vermehrt über Aktientausch realisiert.

Wie empirisch beobachtbar, tragen ausländische Investoren zu einer Effizienzsteigerung des Finanzdienstleistungssektors bei. Da der Großteil der Investoren in Industrieländern beheimatet ist, entspricht ihr technisches Know-how dem aktuellsten Stand. Im Zuge einer Direktinvestition werden daher neben dem Kapital auch Management-Know-how, effiziente Kostengestaltung, qualita-

1 Siehe dazu UNCTAD (2000).

tives Risikomanagement sowie eine breite Palette von Finanzprodukten und entsprechende rechtliche Rahmenbedingungen in den Markt eingebracht. Der heimische Bankensektor profitiert dabei auch von den höheren Aufsichtsstandards entsprechend internationalen Richtlinien, die ausländische Banken erfüllen müssen, deren Mütter in Industriestaaten beheimatet sind. Die damit verbundene Effizienzsteigerung fördert den Wettbewerb, was in der Folge zur Stärkung der Stabilität des lokalen Bankensektors beiträgt.

5.2 Portfolioinvestitionen

Portfolioinvestition, z. B. in Form von Venture-Capital, Corporate-Bonds, Staatsanleihen oder Derivativen, leisten – ähnlich den Direktinvestitionen – oft einen direkten Beitrag zur wirtschaftlichen Entwicklung in Form eines Investitionsanstiegs. Darüber hinaus veranlasst der ansteigende Kapitalfluss die Zielländer auch hier im Zuge des verstärkten Wettbewerbs, ihre Finanzmarktstrukturen effizienter zu gestalten und sich vermehrt auf internationalen Finanzmärkten zu engagieren.

Neben den positiven Auswirkungen der zunehmenden Kapitalströme dürfen jedoch nicht die Risiken vergessen werden. Verantwortlich dafür ist in erster Linie die Volatilität der Kapitalströme, wovon vor allem die Portfolioinvestitionen und die Auslandskredite betroffen sind. Direktinvestitionen hingegen sind beständiger. Da einer Direktinvestition in den meisten Fällen eine wohl überlegte Entscheidungsfindung vorausgeht, stellt diese eine längerfristige Bindung an die Wirtschaft eines Landes dar. Mit der kurzfristigen Verlegung von Produktionsstätten oder der Schließung von Tochterunternehmen wären zu hohe Kosten (z. B. „sunk costs“) für den Mutterkonzern verbunden. Portfolioinvestitionen hingegen reagieren sehr sensibel auf Veränderungen der oben angeführten Bestimmungsgründe und können kurzfristig von den Märkten abgezogen werden. Diese Unbeständigkeit der Kapitalströme beeinflusst die Finanzmärkte und die nationalen Wirtschaften. Ein kurzfristiger Abzug von Kapital nach umfangreichen Zuflüssen führt zu einer unerwarteten Veränderung der Verfügbarkeit von Vermögenswerten und in der Folge von deren Preis. Dies wiederum beeinflusst die Unternehmenswerte sowie die Gewinnerwartungen und behindert geplante Investitionen. Gleichzeitig setzen die nationalen Regierungen zur Gegensteuerung wirtschaftspolitische Maßnahmen, wie dies z. B. in den asiatischen Ländern geschehen ist. Die Ratingagenturen reagieren auf die Entwicklungen, indem sie die betroffenen Länder im Ranking herabsetzen. Dies wiederum beeinflusst die Investoren in ihren Markterwartungen und veranlasst sie zum Abzug ihres Kapitals. Zu diesem Zeitpunkt spricht man von einer Finanzkrise.

Wie sich bei der Mexiko- und auch insbesondere bei der Asienkrise zeigte, bleibt eine Finanzkrise selten auf ein Land beschränkt, sondern breitet sich über die Grenzen hinweg aus. Die Übertragung von Krisen kann über realwirtschaftliche Verflechtung – wie über Handelsbeziehungen –, vor allem aber über finanzwirtschaftliche Vernetzungen erfolgen. Ist z. B. ein und dieselbe Bank Finanzierungsquelle für mehrere Länder, führt der Anstieg von uneinbringlichen Krediten eines Landes infolge einer Finanzkrise dazu, dass die Bank frühzeitig ausstehende Kredite einfordert, wodurch auch andere Länder in Zahlungsschwierigkeiten geraten können (Sbracia und Zaghini, 2001).

Neben den real- und finanzwirtschaftlichen Verflechtungen spielt aber auch die so genannte „Ansteckung“ eine Rolle bei der Übertragung von Finanzkrisen, insbesondere im Fall der Emerging Markets. Ähnlich wie bei einer Infektion mit einer Krankheit ist eine bereits vorhandene Schwäche des Organismus Voraussetzung für den Befall. Im Fall der Emerging Markets sind dies ein ineffizientes Finanzsystem sowie die enge Verflechtungen der regionalen Finanzmärkte (Chan, Chao und Chou, 2001). Die Kapitalflucht aus einem von einer Krise betroffenen Land in umliegende Regionen führt dort wiederum zu übermäßigen Kapitalzuflüssen, womit die Finanzmarktstrukturen oftmals überfordert sind und selbst an Stabilität verlieren.

Eine Ursache für die Volatilität von Kapitalströmen liegt zum Teil in unvollständigen Informationen über die Märkte (Portes und Rey, 2000). Institutionelle Investoren wählen oftmals jene Märkte aus, von denen sie sich hohe Erträge erhoffen, also so genannte Wachstumsmärkte, zu denen viele Emerging Markets zählen. Zudem neigen sie dazu, das Verhalten anderer Investoren nachzuahmen und in dieselben Märkte zu investieren. Dadurch kommt es zu einer regionalen Häufung von Kapitalzuflüssen. Man spricht hier vom so genannten Herdenverhalten oder von „Finanz-Bubbles“. Kommt es nun in Folge von Schocks zu veränderten Markterwartungen, reagieren die Anleger rasch und ziehen ihr Kapital ab. Der Kapitalabfluss beschränkt sich dabei jedoch nicht nur auf das von der Krise betroffene Land, sondern die Investoren tendieren dazu, unterschiedliche Länder als homogene Gruppe anzusehen. In der Folge erwarten sie ähnliche Finanzprobleme auch für die anderen Länder, in die sie investiert haben, und ziehen dort das Kapital ebenfalls ab (Bacchetta und van Wincoop, 1998). Die internationalen Kapitalmärkte reagieren auf diese Portfolioumschichtungen mit Währungsturbulenzen, die zu Währungskrisen führen können, von denen dann auch Industriestaaten betroffen sind.

5.3 Finanzmarktakteure

Ein Großteil des Anstiegs der Portfolioinvestitionen in den Emerging Markets ist auf das rasche Wachstum der institutionellen Investoren in den vergangenen Jahren zurückzuführen. So haben in den letzten Jahren im Zuge der demografischen Entwicklungen und der damit verbundenen verstärkten privaten Altersvorsorge Anleger wie Versicherungs- und Investmentgesellschaften sowie Pensionsfonds an Bedeutung gewonnen. Das lässt sich an der Entwicklung der Vermögensbestände der Investmentfonds in den vergangenen Jahren eindrucksvoll zeigen. Diese sind in Europa von rund 1.200 Mrd EUR im Jahr 1995 auf über 3.500 Mrd EUR im Jahr 2000 angewachsen. Bei den österreichischen Investmentfonds war sogar ein Wachstum von rund 24 Mrd EUR im Jahr 1995 auf über 90 Mrd EUR bis zum Jahr 2000 feststellbar. Ein Teil des Kapitals wird in Emerging Markets veranlagt, da diese einen hohen Kapitalbedarf haben und sich die Investoren auf Grund hoher Wachstumsraten hohe Erträge erhoffen.

Ebenso haben auch Banken begonnen, den Trend zu nutzen und engagieren sich vermehrt im Investmentgeschäft. Bei der Marktpositionierung kommen ihnen dabei die über Töchter und ausländische Niederlassungen aufgebauten globalen Netzwerke zugute. Mit zunehmendem Engagement der Banken in diesem Geschäftsbereich gewinnen die Entwicklung der Wertpapiermärkte und sich daraus ergebende Risiken an Bedeutung für die Stabilität der Kreditinstitute

und damit für die Finanzmärkte. Die Risiken beschränken sich dabei jedoch nicht nur auf das Marktrisiko. Einbrüche in den Wertpapiermärkten beeinflussen auch die Kreditwürdigkeit jener Kunden der Kreditinstitute, die auf den entsprechenden Märkten investiert haben. In der Folge steigt das Kreditrisiko der Banken.

Stabilisierend auf die Finanzmärkte wirkt hingegen das konservative Veranlagungsverhalten, wie dies z. B. Versicherungen aufweisen, da lange Anlagehorizonte und der Renditeaspekt im Vordergrund stehen, insbesondere im stark wachsenden Lebensversicherungsbereich. Zudem neigen institutionelle Investoren zu einer Diversifizierung ihres Portfolios, um das Risiko möglichst gering zu halten und hohe Erträge zu erwirtschaften. Ein verstärktes privates Vorsorgesparen lässt zudem einen breiteren und liquideren Kapitalmarkt erwarten, was zu einer Verringerung der Volatilität und zu einer zusätzlichen Stabilisierung führt.

Wie bereits oben erwähnt, neigen institutionelle Investoren auf Grund unvollständiger Informationen über die Märkte, in die sie investieren, jedoch zum Herdenverhalten (Bikhchandani und Sharma, 2000; Kim und Wei, 1999). Dies trifft insbesondere auf Emerging Markets zu, wo oftmals eine Häufung von institutionellen Anlegern zu beobachten ist, die allerdings auf Grund mangelnder Informationen falsche Erwartungen in die Märkte setzen. Eine Überbewertung der Märkte ist die Folge, die die Gefahr einer Krise birgt, wenn die Markterwartungen enttäuscht werden und die Anleger ihr Kapital abziehen.

Als weiterer destabilisierender Faktor ist die Altersentwicklung der Bevölkerung – insbesondere in den OECD-Ländern – zu sehen. Im Zuge des Vorsorgesparens nimmt der Nettozustrom auf die Kapitalmärkte der Emerging Markets zu. Wenn die Babyboomgeneration der Industrieländer nun sukzessive in den Ruhestand tritt, werden die Emerging Markets nicht nur mit einem Abbau des Kapitalstocks auf Grund sinkender globaler Nachfrage nach Wertpapieren konfrontiert, sondern müssen auch künftig ausbleibende Investitionen kompensieren. Dies könnte die lokalen Kapitalmärkte überfordern und destabilisierend auf die internationalen Finanzmärkte wirken.

Literaturverzeichnis

- Bacchetta, P. und van Wincoop, E. (1998).** Capital Flows to Emerging Markets: Liberalization, Overshooting and Volatility. NBER Working Paper 6530.
- Backé, P. und Fidrmuc, J. (2000).** The Impact of the Russian Crisis on Selected Central and Eastern European Countries. In: Komulainen, T. und Korhonen, I. (Hrsg.). Russian Crisis and Its Effects. Kikumora, Helsinki.
- Bikhchandani, S. und Sharma, S. (2000).** Herd Behaviour in Financial Markets: A Review. IMF Working Paper 00/48.
- Chan, K. S., Chao, C.-C. und Chou, W.-L. (2001).** Financial Linkages Among the Asian Crisis Economies. In: The World Economy, 24 (8).
- Dell'mour, R. et. al. (2002).** Zahlungsbilanz im Jahr 2001. In: Berichte und Studien der OeNB, Heft 2, 60–80.
- Dell'mour, R. (2002).** Österreichs Direktinvestitionen und die EU-Erweiterung. In: Berichte und Studien der OeNB, Heft 2, 209–226.

- Dunning, J. H. (1993).** Multinational Enterprises and the Global Economy. Addison-Wesley.
- Havrylyshyn, O. und Beddies, C. H. (2002).** Capital Reflows to Central Europe and CIS Since the Russian Crisis: Safe Haven Effects or Rebalancing Risks? 8th Dubrovnik Economic Conference, Croatian National Bank, Dubrovnik.
- Internationaler Währungsfonds (2001).** International Capital Markets.
- Kim, W. und Wei, S.-J. (1999).** Foreign Portfolio Investors Before and During a Crisis. OECD Working Paper 210.
- Koch, E. und Korhonen, I. (2000).** The Aftermath of the Russian Debt Crisis. In: Komulainen, T. und Korhonen, I. (Hrsg.). Russian Crisis and Its Effects, Kikumora, Helsinki.
- Lipsey, R. E. (2001).** Foreign Direct Investors in Three Financial Crises. NBER Working Paper 8084.
- Markusen, J. R. und Venables, A. J. (1998).** Multinational Firms and the New Trade Theory. In: Journal of International Economics 46 (2).
- Markusen, J. R. und Venables, A. J. (2000).** The Theory of Endowment, Intra-Industry and Multi-National Trade. In: Journal of International Economics 52 (2).
- Oesterreichische Nationalbank (1996, 1997, 1998).** Österreichische Direktinvestitionen im Ausland und ausländische Direktinvestitionen in Österreich.
- Peek, J. und Rosengren, E. S. (2000).** Implications of the Globalization of the Banking Sector: The Latin American Experience. Federal Reserve Bank of Boston, Conference Series Nr. 44.
- Portes, R. und Rey, H. (2000).** The Determinants of Cross-Border Equity Flows: The Geography of Information. CEPR, Working Paper C 00-111.
- Sbracia, M. und Zaghini, A. (2001).** Crises and Contagion: The Role of the Banking System. BIS Paper No 1.
- UNCTAD (1999).** Comprehensive Study of the Interrelationship Between Foreign Direct Investment (FDI) and Foreign Portfolio Investment (FPI). UNCTAD/GDS/DFSB/5.
- UNCTAD (2000).** World Investment Report.
- Wiener Institut für internationale Wirtschaftsvergleiche (2001, 2002).** Monthly Report.

Zeichenerklärung, Abkürzungsverzeichnis

Zeichenerklärung

- = Zahlenwert ist null
- .. = Angabe liegt zur Zeit der Berichterstattung nicht vor
- × = Eintragung kann aus sachlichen Gründen nicht gemacht werden
- 0 = Eine Größe, die kleiner als die Hälfte der ausgewiesenen Einheit ist
- ∅ = Durchschnitt
- = Neue Reihe

Rundungen können Rechendifferenzen ergeben.

Abkürzungsverzeichnis

ARTIS	Austrian Real-Time Interbank Settlement	IHS	Institut für Höhere Studien
A-SIT	Zentrum für sichere Informationstechnologie – Austria	InvFG	Investmentfondsgesetz
ATX	Austrian Traded Index	IWF	Internationaler Währungsfonds
BIP	Bruttoinlandsprodukt	KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (Bank for International Settlements)	LTCM	Long-Term Capital Management
BMF	Bundesministerium für Finanzen	NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotation System
BSP	Bruttosozialprodukt	NEMAX	Neuer Markt Aktienindex
BWG	Bankwesengesetz	NZBen	Nationale Zentralbanken
DAX	Deutscher Aktienindex	OECD	Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung
DJIA	Dow Jones Industrial Average	OeKB	Oesterreichische Kontrollbank
EBWE	Europäische Bank für Wiederaufbau und Entwicklung	OeNB	Oesterreichische Nationalbank
EK	Europäische Kommission	OLS	Ordinary Least Squares
EONIA	Euro OverNight Index Average	ROA	Return on Assets
ESZB	Europäisches System der Zentralbanken	ROE	Return on Equity
EU	Europäische Union	TARGET	Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer
EURIBOR	European Interbank Offered Rate	VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
EWS	Europäisches Währungssystem	VaR	Value at Risk
EZB	Europäische Zentralbank	ViDX	Vienna Dynamic Index
FMA	Finanzmarktaufsichtsbehörde	VÖIG	Vereinigung Österreichischer Investmentgesellschaften
FMAG	Finanzmarktaufsichtsgesetz	VPI	Verbraucherpreisindex
FOMC	Federal Open Market Committee	WBI	Wiener Börse Index
FRAs	Forward Rate Agreements	WIFO	Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung
FSLIC	Federal Savings and Loan Corporation	WSB	Wertpapiersammelbank
HGB	Handelsgesetzbuch	WWU	Wirtschafts- und Währungsunion
IAS	International Accounting Standards		
IATX	Immobilien-Austrian-Traded-Index		