

Peter Brandner

Liberalisierung der österreichischen Devisenbestimmungen

Aspekte zu Kapitalbilanz und Geldpolitik

Mit 4. November 1991 fielen — nach der letzten Etappe der Liberalisierung der österreichischen Devisenbestimmungen — die verbliebenen Beschränkungen im grenzüberschreitenden Zahlungs- und Kapitalverkehr Österreich zählt damit zur (kleinen) Gruppe jener Länder, welche die Finanztransaktionen mit dem Ausland vollständig liberalisiert haben.

In ihrer — vor allem seit Mitte der achtziger Jahre verfolgten — Strategie war die Oesterreichische Nationalbank bemüht, die Praxis des österreichischen Devisenrechts schrittweise an die Empfehlungen der OECD anzupassen. Die letzte Einigung über neue Zielvorstellungen zur Liberalisierung des Kapitalverkehrs und der Finanzdienstleistungen, die die bereits bestehenden OECD-Liberalisierungskodizes ergänzen und sämtliche Bank- und Finanzdienstleistungen abdecken, erreichte die OECD im Mai 1989 (OECD, 1990). Für Liberalisierungsüberlegungen im Bereich der Finanzdienstleistungen ist die Freizügigkeit im grenzüberschreitenden Kapitalverkehr unmittelbare Voraussetzung da Einschränkungen im Devisenverkehr (z. B. Pflicht zur Genehmigung der Führung von Auslandskonten) teilweise protektionistischen Charakter haben. Insgesamt setzt der Abbau von devisenrechtlichen Beschränkungen die heimischen Anbieter von Finanzdienstleistungen ver-

Mit 4. November 1991 sind die letzten Beschränkungen im grenzüberschreitenden Zahlungs- und Kapitalverkehr gefallen. Die vollständige Liberalisierung der österreichischen Devisenbestimmungen erfüllt nicht nur die Richtlinien der OECD, sondern entspricht auch den Liberalisierungszielen der EG. Inländern war es de facto schon seit Jänner 1990 möglich, nahezu jedes Devisengeschäft durchzuführen. Umfangreiche Kapitalbewegungen werden daher unmittelbar nicht erwartet. Die Devisenliberalisierung wird durch den „grenzüberschreitenden Kapitalverkehr weiter zunehmen und die Definition erweiterter monetärer Indikatoren zur Einschätzung der Geldpolitik notwendig machen.

wendige Voraussetzung für die Vollendung des Binnenmarktes gesehen.

Der Rat der Wirtschafts- und Finanzminister der EG beschloß daher im Juni 1988 Richtlinien zur Kapitalverkehrsliberalisierung¹⁾ (EG-Richtlinie 88/361), die bis 1. Juli 1990 durchzuführen waren²⁾. Dieser Termin fiel auch mit der ersten Stufe des „Dolors-Plans“ zur Schaffung einer Wirtschafts- und Währungsunion zusammen. Die volle Liberalisierung der österreichischen Devisenbestimmungen mit 4. November 1991 erfüllt somit nicht nur die Richtlinien der OECD, sondern auch ein Beitritt zur EG bzw. zur Europäischen Währungsunion erfordert nach aktuellem Stand keine weiteren devisenrechtlichen Maßnahmen.

stärkt dem internationalen Wettbewerb aus.

Die konkreten Maßnahmen der Oesterreichischen Nationalbank zur Lockerung der Devisenbestimmungen gingen weitgehend konform mit den Liberalisierungszielen der EG auf dem Weg zu einem einheitlichen EG-Finanz-Binnenmarkt: Im *Weißbuch* der EG-Kommission zur Vollendung des Binnenmarktes (EG-Kommission, 1985), in der 1986 angenommenen — und mit Juli 1987 in Kraft gesetzten — *Einheitlichen Europäischen Akte* und im Konzept der *Europäischen Währungsunion* („one market, one money“) wird der freie Kapitalverkehr als not-

Vier wichtige devisenrechtliche Liberalisierungsschritte

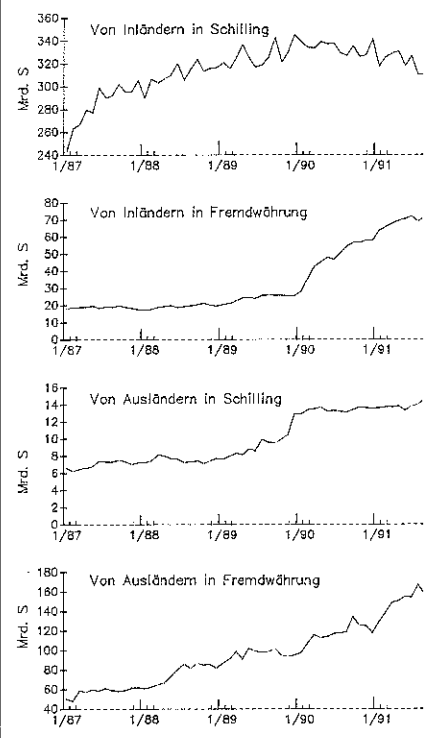
Seit Mitte der achtziger Jahre hat die Oesterreichische Nationalbank vier bedeutende Schritte auf dem Weg von einem vergleichsweise eng reglementierten Devisenverkehr zur vollkommenen Liberalisierung gesetzt:

Ziel der seit November 1986 geltenden Bestimmungen war eine durch Erteilung allgemeiner Bewilligungen vereinfachte Administration (Lachs, 1986). Dies bezog sich vor allem auf den Kapitalverkehr, da Devisentransaktionen im Güter- und Dienstlei-

¹⁾ Das Erga-Omnes-Prinzip — eine Liberalisierung auch gegenüber Drittländern — wurde empfohlen.

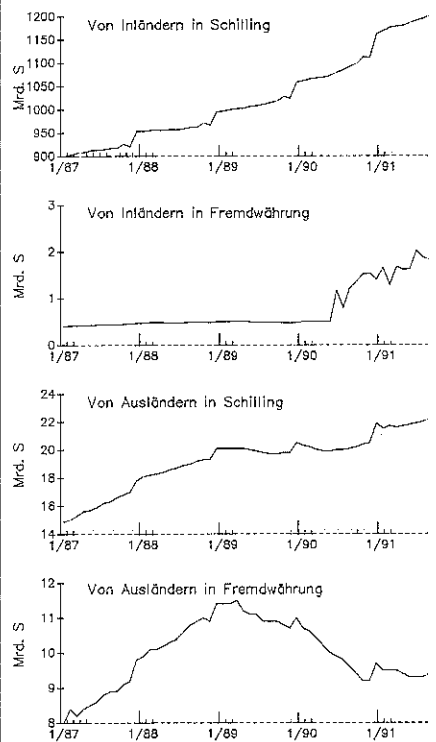
²⁾ Für Griechenland, Irland, Spanien und Portugal gelten Übergangsfristen bis Ende 1992; für Griechenland und Portugal kann die Frist um höchstens 3 Jahre verlängert werden.

Sicht- und Termineinlagen bei österreichischen Banken *Abbildung 1*



Österreichern hängt mit der Liberalisierung im Jänner 1990 zusammen. Für die Spareinlagen läßt sich ein entsprechender Effekt erst einige Monate später feststellen. Mit knapp 2 Mrd. S sind die Spareinlagen von In-

Spareinlagen bei österreichischen Banken *Abbildung 2*



ländern in Fremdwährung derzeit kaum von Bedeutung.

In den letzten Jahren stiegen die Einlagen von Ausländern bei österreichischen Banken deutlich. Neben den attraktiven Veranlagungsbedingungen in Österreich trug dazu die Ausweitung des Auslandsfilialnetzes österreichischer Banken bei, das statistisch dem österreichischen Bankensystem zugerechnet wird. Vor allem die Sicht- und Termineinlagen von Ausländern in Fremdwährung nahmen kräftig zu,

Die gelockerten Devisenbestimmungen bewirkten seit 1990 deutliche Umschichtungen in den Fremdwährungseinlagen. Die Bankenkundschaft nutzte die Möglichkeit, Zinsvorteile in anderen Währungen zu lukrieren, und nahm dafür Wechselkursrisiken in Kauf.

von 50,4 Mrd. S (Jänner 1987) auf 157,1 Mrd. S (August 1991). Weiters erreichten Sicht- und Termineinlagen von Ausländern in Schilling mehr als 14 Mrd. S und Spareinlagen von Ausländern in Schilling und Fremdwährung rund 32 Mrd. S (Abbildung 2).

Die Fremdwährungsdirektkredite an Inländer reagierten bereits früher als die Einlagenseite auf die Liberalisierung. Seit 1988 wachsen die Fremdwährungskredite mit einer deutlich höheren Rate als die Schillingkredite. Der aushaftende Stand an Fremdwährungskrediten beträgt heute mehr als 100 Mrd. S; das ist aber nur wenig mehr als 5% der gesamten Direktkredite.

Veränderte Verhaltensweisen im langfristigen Kapitalverkehr?

Der österreichische Kapitalverkehr mit dem Ausland nach 1945 läßt sich in drei Phasen teilen, die auf Veränderungen in der Reglementierungsintensität des Kapitalverkehrs und auf den Entwicklungstendenzen der internationalen Finanzmärkte beruhen (Mooslechner, 1983). Die devisenrechtlichen Liberalisierungsschritte seit Mitte der achtziger Jahre leiteten nun in eine vierte Entwicklungsphase über, die weniger durch Änderungen in den Transaktionsvolumina gekennzeichnet sein dürfte, sondern einerseits auf strukturbedingte Verhaltensänderungen der Wirtschaftsakteure hinweist (zunehmendes Ertragsbewußtsein für

Veranlagungen) und andererseits eng mit dem veränderten ordnungspolitischen Rahmen der Geld- und Finanzpolitik zusammenhängt.

Einfluß der Devisenliberalisierung auf das Zinsdifferential zur BRD

Das 1984 anläßlich der Einführung der Zinsertragsteuer (sie wurde Mitte 1986 wieder abgeschafft) entstandene positive Zinsdifferential zur BRD wurde von den Banken nicht ausarbitriert. Diese Einschätzung gilt unter der Annahme, daß die Bindung des Schillings an die DM schon damals „gläubwürdig“ war. Das seit Anfang 1989 relativ rasche Verschwinden des traditionellen Zinsdifferentials auf dem Rentenmarkt könnte – neben Argumenten, die im Bereich der Wirtschafts- und Währungspolitik liegen (Brandner, 1990) – auch auf die Lockerung der Devisenbeschränkungen zurückgeführt werden.

Seit Februar 1989 dürfen Unternehmen Fremdwährungskredite für jeden Zweck aufnehmen und etwa auch in Finanzanlagen investieren. Einen wichtigen Anreiz für solche Geschäfte könnte das verhältnismäßig hohe österreichische Zinsniveau für Direktkredite bieten: 1989 lag die Prime Rate der BRD im Jahresdurchschnitt um mehr als 1,6 Prozentpunkte unter jener in Österreich. In diesem Jahr wies auch die Kreditaufnahme der Wirtschaftsunternehmen und Privaten im Ausland mit 13,4 Mrd. S einen besonders hohen Wert aus.

Obwohl 1990 Netto-Kreditaufnahmen von 2,9 Mrd. S zu verzeichnen waren, wurde aufgrund verstärkter Kreditgewährung erstmals seit 1985 Kapital exportiert (Übersicht 1).

Hohe Investitionen von Wirtschaftsunternehmen und Privaten in Fremdwährungspapiere

Den deutlichen Anstieg des Nettoerwerbs von festverzinslichen Fremdwährungspapieren löste u. a. die 1984 eingeführte Zinsertragsteuer aus. Wirtschaftsunternehmen und Private erhöhten ihre Renteninvestitionen von netto 1,7 Mrd. S (1983) auf 5,2 Mrd. S (1984) und 11,2 Mrd. S (1985). 1984 betraf dies allerdings vor allem Fremdwährungsemissionen österreichischer Emittenten, die von der Zin-

Langfristige österreichische Kapitalanlagen im Ausland Übersicht 1

	Insgesamt	Direktinvestitionen	Portfolioinvestitionen			Kredite	Sonstige
			Aktien	Investmentzertifikate	Festverzinsliche Wertpapiere		
<i>Banken (ohne OeNB)</i>							
Ø 1970/1979	- 88	- 00	- 01	- 00	- 09	- 77	- 00
1980	- 275	- 02	- 02	00	- 11	- 256	- 04
1981	- 374	- 09	07	00	01	- 360	- 13
1982	- 264	- 00	01	- 00	- 02	- 258	- 05
1983	- 395	- 04	- 02	- 00	- 56	- 330	- 03
1984	- 433	- 00	- 18	- 01	- 72	- 335	- 07
1985	- 86	04	07	- 00	- 61	05	- 41
1986	39	- 08	01	- 01	01	187	- 140
1987	157	05	- 02	- 01	- 14	39	128
1988	- 182	- 12	- 11	- 00	- 26	- 143	11
1989	- 160	- 25	- 15	- 00	- 24	- 113	17
1990	- 110	- 01	01	- 01	- 09	- 102	02
<i>Wirtschaftsunternehmen und Private</i>							
Ø 1970/1979	- 18	- 08	- 03	- 00	- 05	- 02	- 00
1980	- 16	- 11	02	01	01	- 07	- 00
1981	- 43	- 23	- 00	00	- 03	- 17	- 00
1982	- 39	- 25	04	00	- 08	- 11	00
1983	- 63	- 29	- 08	00	- 17	- 10	00
1984	- 90	- 13	- 07	- 01	- 52	- 11	- 05
1985	- 181	- 14	- 20	- 01	- 112	- 34	00
1986	- 114	- 37	- 30	- 01	- 42	- 01	- 03
1987	- 148	- 49	- 28	- 04	- 77	09	02
1988	- 193	- 23	- 56	- 01	- 97	- 11	- 04
1989	- 331	- 89	- 49	- 05	- 158	- 23	- 06
1990	- 433	- 184	- 50	- 01	- 128	- 61	- 10
- Devisenabflüsse							

sertragsteuer ausgenommen waren. Die Nachfrage nach festverzinslichen Fremdwährungspapieren entwickelt sich nach wie vor ungebremst: 1989 steigerten Wirtschaftsunternehmen und Private den Erwerb von Aus-

landspapieren um netto 15,8 Mrd. S und 1990 um netto 12,8 Mrd. S. Allein von Jänner bis August 1991 flossen in diesem Bereich Mittel von netto 15,8 Mrd. S ab.

In ausländische Aktien investierten Wirtschaftsunternehmen und Private 1989 4,9 Mrd. S und 1990 5,0 Mrd. S. Aufgrund des derzeit unsicheren Börsenklimas schränkten sie dieses Engagement in den ersten acht Monaten des Jahres 1991 auf netto 0,6 Mrd. S ein.

Bis November 1991 mußten alle von Inländern erworbenen Fremdwährungspapiere im Depot einer österreichischen Bank gehalten werden. Die neuen Devisenbestimmungen erlauben nun zwar das Führen von Konten und Depots im Ausland, trotzdem ist zu erwarten, daß die Bankenkundschaft ihre Geschäfte weiterhin vorwiegend über Institute im Inland abwickeln wird. Besonders die für Finanzgeschäfte notwendige Beratung und Betreuung erfordert selbst heute – im Zeitalter der elektronischen Medien – meist die geographische Nähe der „Hausbank“.

Wiener Börse spiegelt Auslandsinteresse an österreichischen Aktien wider

Die markanten Kursgewinne an der Wiener Börse 1989 gingen mit einem starken Mittelzufluß im Aktienbereich einher. Ausländische Banken, Wirtschaftsunternehmen und Private kauften 1989 österreichischen Aktien um 7,7 Mrd. S (Übersicht 2). Dieser Wert wurde 1990 mit 8,1 Mrd. S noch übertroffen, das Ergebnis ist jedoch ausschließlich auf das I. Quartal (8,4 Mrd. S) zurückzuführen. Von August 1990 (Golfkrise) bis Mai 1991 kam es zu Nettoabflüssen, erst im Juni (1,7 Mrd. S), Juli (0,8 Mrd. S) und August (0,6 Mrd. S) investierte das Ausland wieder in österreichische Aktien.

Freier Kapitalverkehr und Geldpolitik: Probleme der Geldmengenabgrenzung

Die immer engere Verflechtung der internationalen und besonders der europäischen Kapitalmärkte auf dem Weg zu einer Europäischen Währungsunion bewirkte eine kräftige Ausweitung grenzüberschreitender („cross-border“) Bankaktivitäten (Angelino – Cottarelli – Levy, 1991). Internationale

Langfristige ausländische Kapitalanlagen in Österreich Übersicht 2

	Insgesamt	Direktinvestitionen	Aktien	Portfolioinvestitionen			Kredite	Sonstige	
				Investmentzertifikate	Festverzinsliche Wertpapiere				
					Insgesamt	In S			In Fremdwährung
<i>Banken (ohne OeNB)</i>									
Ø 1970/1979	47	01	- 00	- 00	32	04	28	13	01
1980	228	01	01	- 00	134	09	126	82	10
1981	341	02	- 00	- 00	209	05	204	119	11
1982	- 21	00	- 00	- 00	120	- 02	121	- 113	- 28
1983	118	01	00	- 00	128	08	120	- 23	11
1984	473	02	00	00	330	- 05	335	138	03
1985	65	01	01	01	94	34	60	- 25	- 06
1986	- 18	03	09	03	63	81	- 18	- 96	00
1987	109	03	24	05	35	79	- 44	35	06
1988	273	05	17	00	282	09	274	- 29	- 03
1989	310	05	31	00	228	11	217	49	- 04
1990	- 16	07	18	00	96	04	92	- 139	02
<i>Wirtschaftsunternehmen und Private</i>									
Ø 1970/1979	61	21	00	00	20	02	18	15	04
1980	74	30	00	- 00	26	- 04	31	17	00
1981	104	49	00	00	29	- 01	29	23	03
1982	84	35	01	00	32	02	30	05	11
1983	36	39	01	00	- 20	01	- 21	02	14
1984	- 36	22	00	00	- 47	02	- 49	- 26	15
1985	78	34	16	04	01	05	- 04	10	13
1986	54	25	03	- 00	03	09	- 06	09	15
1987	- 08	48	- 06	06	- 103	- 01	- 103	39	09
1988	- 16	50	08	25	- 146	04	- 150	38	09
1989	142	73	46	36	- 96	03	- 99	52	32
1990	282	67	63	00	83	16	67	29	39
- Devisenabflüsse									

Analyseschema zu Geldmengenabgrenzungen grenzüberschreitender Bankeinlagen

Übersicht 3

	Konten von			
	Inländern bei		Ausländern bei	
	Inländischen Banken	Ausländischen Banken	Inländischen Banken	Ausländischen Banken
In heimischer Währung	(1)	(2)	(3)	(4)
In Fremdwährung	(5)	(6)	(7)	(8)

Grenzüberschreitende Bankeinlagen (cross-border deposits) beziehen sich in diesem Schema auf die Eintragungen (2) bis (7). Unter „Eurodeposits“ werden in der Literatur die Eintragungen (2), (4), (5) und (7) verstanden.

Finanzdienstleistungen sind dadurch charakterisiert, daß das Herkunftsland des Nachfragers und die Transaktionswährung nicht mit dem Sitz der Bank bzw. der entsprechenden nationalen Währung übereinstimmen. Im Zuge der Liberalisierung des europäischen Kapitalverkehrs nehmen die Zahl und das Volumen von Konten, die nicht im Inland und nicht in Landeswährung geführt werden („cross-border deposits“) stark zu. Allerdings verbleiben die von Europäern auf cross-border deposits gehaltenen Einlagen überwiegend in Europa.

Diese Entwicklung ist für die Geldpolitik unmittelbar von Bedeutung. Technische Voraussetzung für

eine engere Koordination der Geldpolitik in der Wirtschafts- und Währungsunion ist die Verfügbarkeit aussagekräftiger (nationaler) monetärer Indikatoren. Am häufigsten ziehen Währungsbehörden dafür das Wachstum von Geldmengenaggregaten heran, für deren Expansion oft Zielgrößen festgelegt werden⁶⁾. In den üblichen Geldmengenaggregaten M1, M2 oder M3⁷⁾ werden jedoch cross-border deposits im allgemeinen nicht berücksichtigt.

Die Frage nach geeigneten und konsistenten Geldmengendefinitionen läßt sich anhand Übersicht 3 diskutieren (Goodhart, 1990):

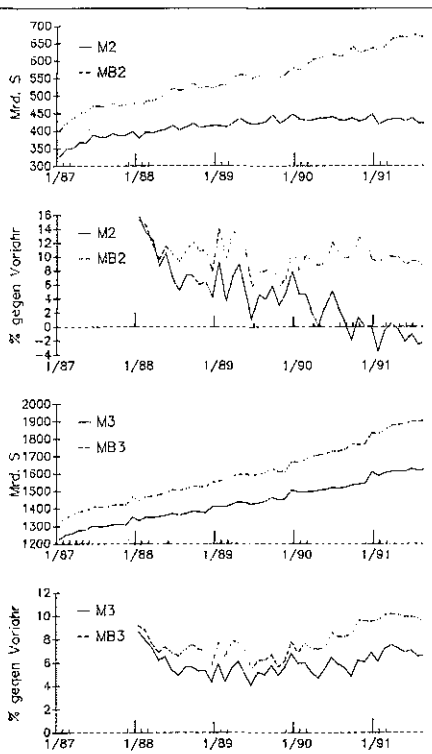
Der Begriff der cross-border deposits trifft in diesem Schema auf (2) bis (7) zu⁸⁾. Nationale Geldmengenaggregate berücksichtigen meist nur Eintragungen in (1). Erweiterte Geld-

schen Banken gehalten werden; Summe der Eintragungen (1), (3), (5) und (7).

Der Vorteil dieser Definitionen liegt auch darin, daß sie „geographisch konsistent“ sind. Wird die Summe der Geldmengen gemäß einer dieser Definitionen über mehrere Länder gebildet, so entspricht dieses Aggregat der analogen Definition über die zusammengefaßte Ländergemeinschaft als Ganzes. Im Hinblick auf die geplante Wirtschafts- und Währungsunion bedeutet dies, daß die Beurteilung der Geldpolitik sich auf die Summe der entsprechenden nationalen Geldaggregate stützen kann.

Für Österreich kann aufgrund der derzeit verfügbaren Statistiken nur das Aggregat MB ermittelt werden. Die auf der WIFO-Definition basierenden Geldmengen M2 und M3⁹⁾ wuchsen in den letzten Jahren schwächer als die entsprechend erweiterten Geldmengen MB2 und MB3 (Abbildung 3). Besonders deutlich ist der Unterschied zwischen M2 und MB2: Während die Geldmenge M2 heuer sogar schrumpfte, expandierte MB2 mit einer Zuwachsrate von 8% bis 10%. Eine Beurteilung der Geldmengenentwicklung nach M2 oder M3 könnte daher — je nach konkreter Fragestellung — zu einer (systematischen) Unterschätzung führen¹⁰⁾.

Traditionelle und erweiterte Geldmengenaggregate Abbildung 3



Zur Einschätzung und Koordinierung der Geldpolitik in einem integrierten europäischen Finanzmarkt ist die Verfügbarkeit aussagekräftiger monetärer Indikatoren, die grenzüberschreitende Bankaktivitäten berücksichtigen, notwendig.

mengenaggregate können im Prinzip aus sämtlichen Eintragungen gebildet werden, in der Praxis haben sich jedoch folgende Definitionen herausgebildet (Angelino — Cottarelli — Levy, 1991):

MR ... Einlagen, die von Inländern weltweit und in beliebiger Währung gehalten werden, das entspricht der Summe der Eintragungen (1), (2), (5) und (6);

MC ... alle Einlagen in heimischer Währung, also die Summe der Eintragungen (1), (2), (3) und (4);

MB ... Einlagen, die bei inländi-

Zusammenfassung

Mit den am 4. November 1991 in Kraft gesetzten neuen Devisenbestimmungen hat die OeNB die letzte Etappe zur vollständigen Liberalisierung des internationalen Zahlungs- und Kapitalverkehrs verwirklicht. Umfangreiche Kapitalbewegungen sind dadurch freilich nicht unmittelbar zu erwarten, da die meisten der nunmehr bewilligungsfreien Transaktionen bereits vorher über österreichische Banken bzw. aufgrund der liberalen Handhabung der Bewilligungspflicht durchgeführt werden konnten. Zusammen mit der Schaffung eines einheitlichen europäischen Finanzmarktes wird durch die Devisenliberalisierung der grenzüberschreitende Kapi-

⁶⁾ Die Autonomie einer Geldpolitik hängt von der Wechselkurspolitik ab.

⁷⁾ M1 ist als Bargeldumlauf plus Sichteinlagen definiert, M2 als M1 plus Termineinlagen, M3 als M2 plus Spareinlagen.

⁸⁾ Unter „Eurodeposits“ werden in der Literatur die Eintragungen (2), (4), (5) und (7) verstanden.

⁹⁾ Die WIFO-Definition schließt Gedenkmünzen aus Gold und Silber als nicht direkt liquiditätswirksam aus der Geldmengendefinition aus. Anders als nach der üblichen WIFO-Abgrenzung enthält hier M3 geförderte Spareinlagen.

¹⁰⁾ Ein ähnliches Problem der Geldmengenabgrenzung betrifft die Zirkulation von Bargeld außerhalb der Landesgrenzen.

talverkehr weiter expandieren. Ein spezifischer Aspekt der Wirtschafts- und Währungsunion ist der Bedarf an entsprechenden monetären Indikatoren, die eine Einschätzung der Geldpolitik über die bisher üblichen nationalen Grenzen hinaus ermöglichen

Literaturhinweise

Angelino I Cottarelli C Levy A „Cross-Border Deposits and Monetary Aggregates in the Transition

to EMU“ Papier präsentiert auf der Konferenz „Monetary Policy in Stage Two of EMU“ Mailand 27-29 September 1991

Brandner P „Zinsdifferentiale und Wechselkursbewertungen auf dem Geld- und Kapitalmarkt“ WIFO-Monatsberichte 1990 63(10) S 573-579

EG-Kommission, Vollendung des Binnenmarktes – Weißbuch der Kommission an den Europäischen Rat Brüssel, 1985

Goodhart C „International Financial Linkages“ LSE Financial Market Group Special Paper 1990 (21)

Lachs Th „Die Liberalisierung der Devisenbestimmungen ab 1 November 1986“ Österreichisches Bank-Archiv, 1986 (12) S 608-612

Lachs Th „Die Devisenliberalisierung der OeNB im

Kontext der Wirtschafts- und Währungspolitik“ Österreichisches Bank-Archiv 1989 (4) S 339-343

Lachs Th „Die Liberalisierung der Devisenbestimmungen zum 1. Jänner 1990“ Österreichisches Bank-Archiv 1990 (1) S 3-5

Lachs Th „Die letzte Etappe der Devisenliberalisierung“, Österreichisches Bank-Archiv 1991 (10) S. 700-701

Mooslechner P „Die österreichische Kapitalbilanz 1954 bis 1982. Eine Bestandsaufnahme der quantitativen Entwicklung des österreichischen Kapitalverkehrs und seiner wichtigsten Strukturmerkmale“, WIFO-Monatsberichte 1983, 56(7) S 439-458

OECD: Liberalisation of Capital Movements and Financial Services in the OECD Area Paris 1990