



## Policy Brief Nr. 13, November 2011

### Krisenbewältigung Schweiz und Österreich

#### Wirtschaftspolitische Aktionen korrigieren Marktversagen

#### Mag. Franz Nauschnigg

Abteilungsleiter in der Oesterreichischen Nationalbank

Abteilung für Integrationsangelegenheiten und Internationale Finanzorganisationen

Die im Policy Brief vertretenen Positionen stellen die persönliche Meinung des Autors dar.

Schweiz und Österreich sind offene Volkswirtschaften mit einem großen Bankensektor. Seit dem Zusammenbruch des Bretton Woods System 1971 steigt die Zahl der Finanzkrisen wieder an. Laut IWF gab es schon vor der letzten weltweiten Krise von 1970 – 2007 208 Währungskrisen, 124 Bankenkrisen, 63 Staatsschuldenkrisen. Die internationalen Kapitalflüsse, zuerst hohe Zuflüsse dann „sudden stop“ oder sogar Abflüsse spielten bei den aktuellen Krisen in Europa eine zentrale Rolle. Sowohl Island, als auch Osteuropa, als auch die Krisenländer im Euroraum verzeichneten vor der Krise hohe Zuflüsse an Kapital, die sich in der Krise umkehren und durch öffentliche Finanzmittel ersetzt werden müssen, um eine geordnete Anpassung zu ermöglichen. Die Schweiz hat das umgekehrte Problem und muss sich mit Interventionen gegen die hohen Kapitalzuflüsse, die zu einer Überbewertung des Franken führten wehren. In allen diesen Fällen war staatliches Eingreifen gegen dieses Marktversagen durch überschießende Kapitalflüsse erforderlich. Insgesamt haben die Schweiz und Österreich die jüngste Krise durch wirtschaftspolitische Aktionen im internationalen Vergleich bisher gut, mit geringeren Wachstumseinbrüchen und einer rascheren Rückkehr zu Wachstum bewältigt. In der Schweiz Interventionen gegen die Frankenaufwertung, in Österreich die Stabilisierung Osteuropas durch EU/IWF, um Marktversagen zu korrigieren. Die finanziellen Auswirkungen waren allerdings unterschiedlich - in der Schweiz ein Verlust der Nationalbank von 36,3 Mrd. Franken (2010 und 1. Halbjahr 2011), in Österreich ein Gewinn von 2 Mrd. Euro für das Budget durch niedrigere Finanzierungskosten über die Laufzeit der 2009 und 2010 aufgenommenen Kredite. Auch das Verlustpotential liegt in Österreich niedriger. Umgekehrt ist die Lage bei den Banken-Hilfspaketen. Hier dürfte die Schweiz Gewinne erzielen, während in Österreich insgesamt eher Verluste zu erwarten sind. Die Schweizer Nationalbank könnte Währungsreserven dazu verwenden Staatsanleihen von Euroraum-Krisenländern zu kaufen. Das Marktversagen – Kapitalabflüsse aus Euroraum-Krisenländern, Kapitalzuflüsse in die Schweiz – würde damit direkt korrigiert und der Aufwertungsdruck auf den Franken verringert werden. Schweizer Investoren könnten ebenfalls diese Staatsanleihen kaufen und würden damit die Schweizer Nationalbank bei ihrem Bemühen zur Stabilisierung des Wechselkurses unterstützen.

Schweiz und Österreich sind reiche, relativ kleine, offene Volkswirtschaften mit einem relativ großen Bankensektor. Ein Vergleich der beiden Länder bei der Krisenbewältigung ist insbesondere deshalb interessant, da es einen Vergleich einer solidarischen Krisenbewältigung im Rahmen EU/Euroraum mit einer weitgehend auf sich allein gestellten Krisenbewältigung im Falle der Schweiz zulässt.

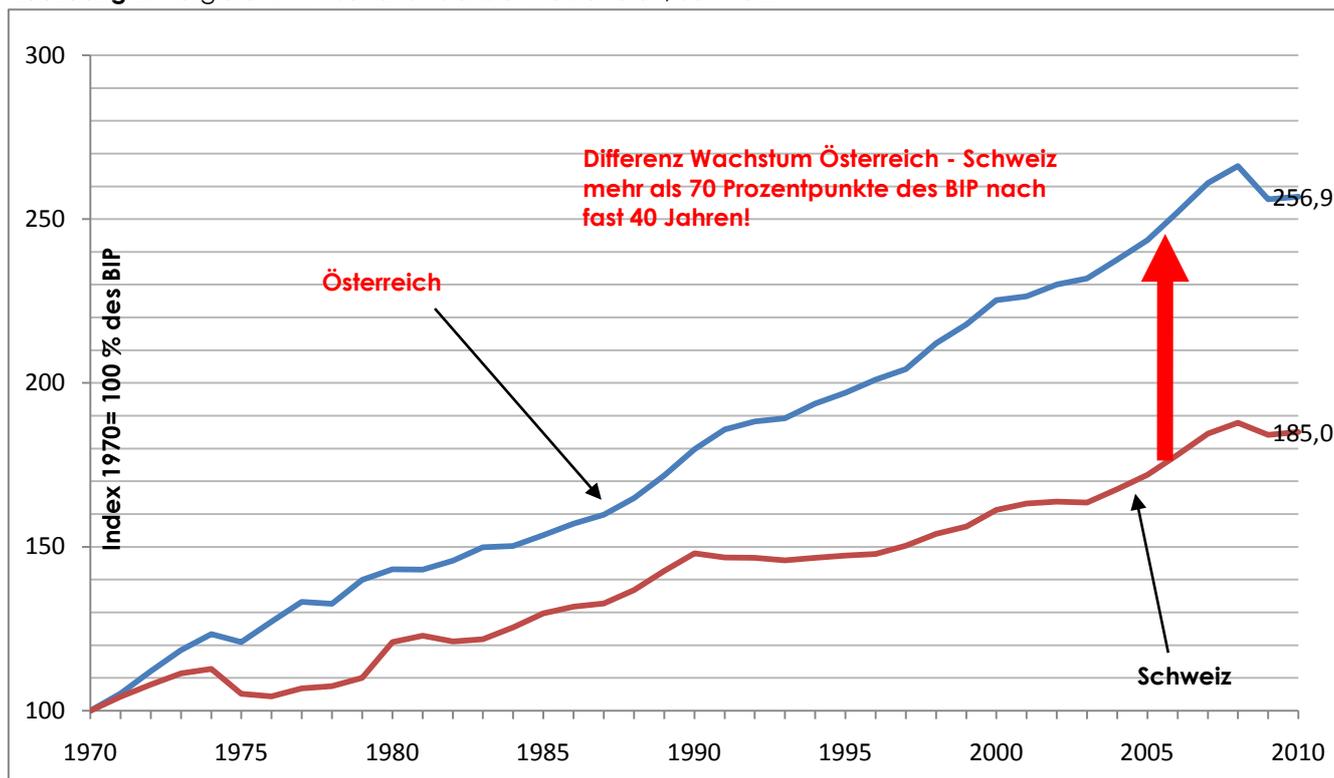
Beide Länder waren 1960 Gründungsmitglieder der EFTA. Anfang der 1990er Jahre trennten sich ihre Wege. Österreich wurde Mitglied im EWR, trat 1995 der EU

und 1999 dem Euro Raum bei, während die Schweiz EFTA-Mitglied blieb.

In den 1980er Jahren hatten die beiden Länder eine ähnliche Wachstumsperformance; Österreich als ärmeres Land holte jedoch langsam auf. Seit Anfang 1990er Jahre, als der Schweizer Integrationsprozess mit dem negativen Referendum zum EWR 1992 stockte, wächst Österreich wesentlich schneller, siehe Abbildung 1.

Österreich profitierte von der stärkeren EU Integration und anderen Entwicklungen z.B. Ostöffnung.

Abbildung 1: Vergleich: Wirtschaftswachstum Österreich, Schweiz



Quelle: Eurostat, eigene Berechnungen

## 1. Finanzkrisen

Seit dem Zusammenbruch des Bretton Woods Systems 1971 steigt Zahl der Finanzkrisen wieder an. Laut IWF (Laeven - Valencia 2008), gab es schon vor der letzten weltweiten Krise von 1970 – 2007 208 Währungskrisen, 124 Bankenrisen, 63 Staatsschuldenkrisen. Dabei wurden nicht nur Entwicklungs- und Schwellenländer von Finanzkrisen betroffen.

Auch in der EU gab es vom Zusammenbruch des Bretton Woods Systems Anfang der 1970er Jahre bis zur Schaffung der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) 1999 immer wieder Probleme mit Währungskrisen und Wechselkursschwankungen – insbesondere die EWS-Krisen in den 1990er Jahren.

Einer der wesentlichen Gründe für die Schaffung des Euro war, die Länder des Euro-Raums vor Wechselkursschwankungen und Währungskrisen zu schützen und so den Binnenmarkt zu bewahren. In den EWS Währungskrisen von 1992 – 1995, wurde ein Land nach dem anderen angegriffen. Am Ende musste sogar Frankreich durch deutsche Krisenhilfe unterstützt werden. Auch fundamental starke Währungen wie der Schilling wurden angegriffen und es kam im Sommer 1993 zu einer Spekulation gegen den Schilling, die allerdings durch die entschlossenen Gegenmaßnahmen der OeNB rasch in sich zusammenbrach.

Trotzdem wurde von den Marktfundamentalisten (Monetaristen, Neoklassiker) bis zum Ausbruch der großen Krise 2007 der Rückzug des Staates aus der

Wirtschaft, insbesondere auch aus dem Finanzsektor, weiter betrieben. Zusätzlich wurden von ihnen Marktelemente auch in die Bankenaufsichtsregeln (Basel II) und in die Rechnungslegungsvorschriften (mark to market Bewertung zu Marktpreisen) eingebaut und weite Bereiche der Finanzmärkte der staatlichen Aufsicht entzogen. Dies führte, da Märkte zum Überschießen im Boom nach oben und in der Krise nach unten neigen, zu massiven prozyklischen Auswirkungen und verstärkte die Krise. Ebenfalls wurde unterschätzt, dass durch die Kapitalverkehrsliberalisierung die Verwundbarkeit von Ländern für Finanzkrisen drastisch erhöht wurde.

Kritische Stimmen wurden ignoriert. Hyman Minsky betonte in seinen Werken die zyklische Natur des Kapitalismus und stellte auch fest, dass schon Keynes in seiner General Theory dies als systemische Eigenschaft des Kapitalismus erkannte.

"The General Theory is thus consistent with the wide spread view in the early 1930s: that what had gone wrong had its roots in the imperfections of the monetary-financial system. The greatness of the General Theory was that Keynes visualized these as systemic rather than accidental or perhaps incidental attributes of capitalism (Minsky, 1975)."

Reinhart und Rogoff stellten in ihrem Überblickspapier zu Finanzkrisen fest, dass liberalisierter Kapitalverkehr mit hoher Kapitalmobilität zu einem Anstieg der Bankenrisen führt. (Reinhart, Rogoff, 2008).

Im Gegensatz zur konventionellen Ansicht, dass ausländische Direktinvestitionen (FDI) stabile Kapitalflüsse darstellen, kam eine UNCTAD-Expertengruppe (UNCTAD, 1998) nach der Asien-Krise, welche ich die Ehre hatte zu leiten, zu folgendem Schluss: FDI kann genauso volatil sein wie andere Formen von Kapitalflüssen und schützt ein Land nicht vor plötzlichen Stopps und Kapitalabflüssen.

Wie ich schon 2003 (Nauschnigg, 2003a) feststellte, verursachen neoliberale Reformen wie Deregulierung des Finanzsektors und Liberalisierung des Kapitalverkehrs verbunden mit großen Kapitalzuflüssen, Finanzkrisen. Die Umkehr der Kapitalflüsse verschlechtert die makroökonomischen Bedingungen, nicht wirtschaftspolitische Fehler. „Die Frage ist nicht ob, sondern wann die nächste Krise, der nächste Crash kommt und wie wir darauf vorbereitet sind.“ (Nauschnigg, 2003a)

Ich warnte 2003 auch schon vor den destabilisierenden Kapitalflüssen für die neuen EU Mitgliedstaaten die ja ihre Finanzmärkte deregulierten.

„Ein liberalisierter Finanzsektor ist für Finanzkrisen anfällig. ...Ein Überschießen dieses „Convergence Play“ kann sehr leicht zu einem Boom-Bust-Zyklus mit äußerst negativen wirtschaftlichen Folgen führen. Ähnliche Entwicklungen gab es schon Anfang der 90iger Jahre im Europäischen Währungssystem (EWS), die dann zur EWS-Krise 1992 beitrugen.“ (Nauschnigg, 2003b)

Die internationalen Kapitalflüsse, zuerst hohe Zuflüsse dann „sudden stop“ oder sogar Abflüsse spielten bei den aktuellen Krisen in Europa eine zentrale Rolle.

Sowohl Island, als auch Osteuropa, als auch die Krisenländer im Euroraum verzeichneten vor der Krise hohe Zuflüsse an Kapital, die sich in der Krise umkehren und durch öffentliche Finanzmittel ersetzt werden müssen, um eine geordnete Anpassung zu ermöglichen.

Die Schweiz hat das umgekehrte Problem und muss sich mit Interventionen gegen die hohen Kapitalzuflüsse, die zu einer Überwertung des Franken führten, wehren. In allen diesen Fällen war staatliches Eingreifen gegen dieses Marktversagen durch überschießende Kapitalflüsse erforderlich.

Die Schweiz und Österreich, bei denen als kleinen offenen Volkswirtschaften Ansteckungseffekte auftreten können und die einen relativ großen international tätigen Bankensektor besitzen, sind für Finanzkrisen besonders verwundbar. Österreich baut eher auf eine solidarische Krisenbewältigung im Rahmen EU/Euroraum, während die Schweiz weitgehend auf sich allein gestellt ist.

Im Folgenden wird auf die einzelnen Krisenformen Währungskrisen, Banken Krisen, Staatsschuldenkrisen im Kontext Schweiz und Österreich eingegangen.

## 2. Währungskrisen

Österreich ist durch den Euro vor Währungskrisen geschützt (Nauschnigg, 2009a). Da der Euro vor Währungskrisen schützt, können sich im Euroraum Währungskrisen wie die EWS Wechselkurskrisen von 1992 – 1995 nicht ereignen. Österreich hat aber das Problem der Fremdwährungskredite, insbesondere in Franken. Die österreichischen Fremdwährungskreditnehmer haben das gleiche Interesse wie die Schweizer Nationalbank, eine übermäßige Aufwertung des Franken zu vermeiden. Der Euro schützt allerdings nicht vor Banken- und Staatsschuldenkrisen.

Die Schweiz hatte in der großen Krise das Problem der Volatilität des Wechselkurses und der Aufwertung des Franken. Die Schweizer Nationalbank intervenierte 2009 und 2010 gegen diese Aufwertung um eine Deflation zu verhindern und war damit erfolgreich.

Die Schweiz bewältigte die Krise im internationalen

**Tabelle 1:** Auslandsforderungen von Banken aus Schweiz und Österreich

Schweiz				Österreich			
Land	in Mrd. USD	Anteil		Land	in Mrd. USD	Anteil	
1	Vereinigte Staaten	678	39%	1	Tschechische Republik	63	13%
2	Vereinigtes Königreich	220	13%	2	Deutschland	57	11%
3	Japan	90	5%	3	Rumänien	39	8%
4	Deutschland	88	5%	4	Ungarn	36	7%
5	Cayman Inseln	80		5	Kroatien	35	7%
....	....			....	....		
Gesamtforderungen		1.735				504	
	Griechenland	4	1%		Griechenland	3	1%
	Irland	19	4%		Irland	3	1%
	Portugal	3	1%		Portugal	2	1%
	Spanien	15	3%		Spanien	7	2%

Quelle: Bank für Internationalen Zahlunasausgleich - BIZ

Vergleich sehr gut. Die Wachstumseinbrüche waren sogar geringer als in Österreich. Die Interventionen der Nationalbank gegen die Aufwertung führten allerdings zu hohen Devisenreserven von über 200 Mrd. Franken mit hohem Verlustpotential.

Durch die starke Aufwertung des Franken nach dem Ende der Interventionen entstand ein Verlust aus Fremdwährungspositionen 2010 von 26,5 Mrd. Franken und im 1. Halbjahr 2011 von 9,8 Mrd. Franken (Bilanz der Schweizer Nationalbank, bzw. Zwischenbericht per 30. 6. 2011), insgesamt daher 36,3 Mrd. Franken.

Nachdem die starke Aufwertung des Franken 2011 den Aufschwung in der Schweiz, Wettbewerbsfähigkeit, Exporte und Arbeitsplätze gefährdete und deflationäre Entwicklungen drohten, reagierte die Schweizer Nationalbank. Am 6. September 2011 band die Schweizer Nationalbank den Franken mit einem Mindestkurs von 1,20 Franken an den Euro und verkündete diesen Wechselkurs durch unbeschränkte Interventionen zu verteidigen. Der Franken wertete stark ab und konnte in der Folge über 1,20 gehalten werden. Wenn diese Wechselkursbindung erfolgreich beibehalten werden kann, wird die Schweizer Notenbank einen Teil ihrer Verluste wieder kompensieren. Durch eventuell notwendige Interventionen zur Verteidigung des Wechselkurses kann jedoch ein sehr hohes Verlustpotential entstehen. In wie weit die Politik langfristig erfolgreich sein wird, kann derzeit aber noch nicht gesagt werden.

### 3. Bankenkrisen

Die Schweiz und Österreich besitzen einen relativ großen international tätigen Bankensektor. Die Schweizer Banken verfügten Ende September 2010 über BIZ-Auslandsforderungen in Höhe von 1.735 Mrd. USD bzw. 332% des BIP – Österreichische Banken über 504 Mrd. USD bzw. 138% des BIP.

Die Schweiz ist vor allem gegenüber Industriestaaten, insbesondere USA, exponiert, während Österreich gegenüber CESEE exponiert ist (Siehe Tabelle 1).

Die Schweizer Großbanken sind jedoch absolut und in

Tabelle 2: Bilanzsummen 2010

Schweizer Banken	In Mrd. CHF	In % BIP
<b>UBS</b>	1317	252%
<b>Credit Suisse</b>	1032	198%
<b>Raiffeisen Schweiz</b>	132	25%

Österreichische Banken	In Mrd. EUR	In % BIP
<b>Erste Group Bank</b>	206	56%
<b>UniCredit BA</b>	93	53%
<b>RZB Österreich</b>	136	37%

Quelle: OeNB

Relation zum BIP wesentlich größer als die Österreichischen (Siehe Tabelle 2).

Daraus ergibt sich, dass das too big to fail Problem für die Schweiz möglicherweise ein too big to rescue Fall werden könnte. Prof Swoboda von der Universität Genf nannte in einer Diskussion die UBS als möglichen Fall (OeNB, Geldpolitik & Wirtschaft 3/08, Seite 127).

Beide Länder mussten in der Krise ihre Banken durch Banken-Hilfspakete stützen. Diese waren erfolgreich und eine systemische Bankenkrise konnte verhindert werden. Die Schweiz dürfte aus ihrem Banken-Hilfspaket sogar Gewinne erzielen, während in Österreich insgesamt eher Verluste zu erwarten sind. Es ist allerdings noch zu früh hier genaue Zahlen zu nennen. Bei der Erstellung von Bankenpaketen könnte Österreich von den erfolgreichen Schweizer Erfahrungen profitieren. Die Schweiz hat auch schon Aktionen gesetzt, um Bankenkrisen vorzubeugen und möchte dies insbesondere über eine über die internationalen, Basel III, hinausgehenden Kapitalunterlegungserfordernisse erreichen.

### 4. Staatsschuldenkrise

Die Schweiz und Österreich gehören zu den wenigen Ländern mit dem höchsten Rating AAA. Die Schweiz ist jedoch mit einer Staatsverschuldung von 38,7 % des BIP 2011 in einer wesentlich besseren Position als Österreich mit 73,8 % des BIP 2011.

Beide Länder liegen jedoch wesentlich besser als der Euroraum mit einer Verschuldung von 86,5 % des BIP, die EU 82,3 % des BIP, die USA 101,1 % des BIP, oder Japan 212 % des BIP.

Wie schnell jedoch eine schwere Bankenkrise die Staatsverschuldung in die Höhe treiben kann, zeigt Irland, wo die Staatsverschuldung von 25 % des BIP 2007 auf 112 % des BIP 2011 explodierte. Auch in Island führte eine Währungs- und Bankenkrise trotz niedriger Staatsschulden zu einer Staatsschuldenkrise (Nauschnigg, 2009b). Island zog daraus den Schluss, dass es in einem größeren Verbund besser vor Krisen geschützt ist und strebt nunmehr einen EU Beitritt an.

### 5. Krisenbewältigung

Dies ist der Vergleich einer solidarischen Krisenbewältigung im Rahmen EU/Euroraum Schutzschirme im Falle Österreich mit einer weitgehend auf sich allein gestellten Krisenbewältigung im Falle der Schweiz (siehe Währungs- und Bankenkrisen). Dabei wird insbesondere auf die bisherigen finanziellen Auswirkungen eingegangen. Einen Vergleich der Krisenbewältigung der Schweizer und der österreichischen Wirtschaft kann auch einem Artikel entnommen werden (Fuentes, Ramskogler, Silgoner 2011) der die Ergebnisse eines Erfahrungsaustausches darstellt.

## 5.1 Österreich

Österreich hatte gegen die Krise mit einer antizyklischen Budgetpolitik reagiert, um die inländische Nachfrage zu stützen. Anfang 2009 kam es zu heftigen spekulativen Attacken gegen praktisch alle Mittel-Ost- und Südosteuropäischen Länder (MOEL). Auch Österreich mit seinem hohen Exposure, insbesondere seiner Banken, in dieser Region kam unter Druck. Die Finanzmärkte reagierten auf die Finanzkrise in MOEL mit einem Anstieg der österreichischen CDS Spreads (Versicherungsprämie für den Fall eines Zahlungsausfalls) auf das Niveau Griechenlands, ein klarer Fall von Marktversagen. Zusätzlich stiegen die Risikoprämien für österreichische Staatsanleihen. Die Spreads gegenüber Deutschen Anleihen stiegen stark an. Dies verteuerte die Finanzierung für Österreich - siehe Abbildung 2 über die CDS Spreads. Der Nobelpreisträger Paul Krugman sprach sogar über die Gefahr eines Staatsbankrotts Österreichs.

Für Österreich war der Europäische Rat vom März 2009 wahrscheinlich der erfolgreichste seiner EU-Mitgliedschaft. Dieser Europäische Rat beschloss, nach intensivem österreichischen Lobbying (sehr effektiv war eine österreichisch/französische Koalition Faymann/Sarkozy, gegen den Widerstand der deutsche Bundeskanzlerin Merkel) eine Erhöhung der Beistandsfazilität der EU für Zahlungsbilanzstützung auf 50 Mrd. Euro. Zusätzlich wurde ein EU-Beitrag zur Finanzierung des IWF von 75 Mrd. Euro (damals etwa 100 Mrd. \$) beschlossen.

Damit brachte die EU gemeinsam mit Japan, die ebenfalls 100 Mrd. \$ versprochen hatten, die USA unter

Zugzwang, so dass auch diese 100 Mrd. \$ versprochen. Dadurch konnte die G 20 Anfang April 2009 in London die Mittel des IWF von 250 Mrd. \$ auf 750 Mrd. \$ erhöhen. Zusätzlich wurden Sonderziehungsrechte (SZR) im Wert von 250 Mrd. \$ durch den IWF an seine Mitgliedsländer ausgegeben.

Die großen Gewinner dieser Beschlüsse waren die MOEL. Ein weiterer großer Gewinner war Österreich. Die Finanzmärkte wussten nun, dass IWF und EU ausreichende Mittel besaßen, um die Region zu stabilisieren und die CDS Spreads und Zinsaufschläge sanken umgehend.

Zusätzlich wurde auf österreichische Initiative im Jänner 2009 die "Vienna Initiative" gegründet. Hier arbeiten die Behörden der MOEL Länder mit den dort tätigen Banken und den Behörden der Heimatländer der Banken, sowie der EU und den IFIs zusammen, um die Finanzierung dieser Länder zu sichern. Sie hat einen wichtigen Beitrag zur Involvierung des Privatsektors und der IFIs zur Finanzierung der MOEL Länder und damit zur Krisenbewältigung geleistet.

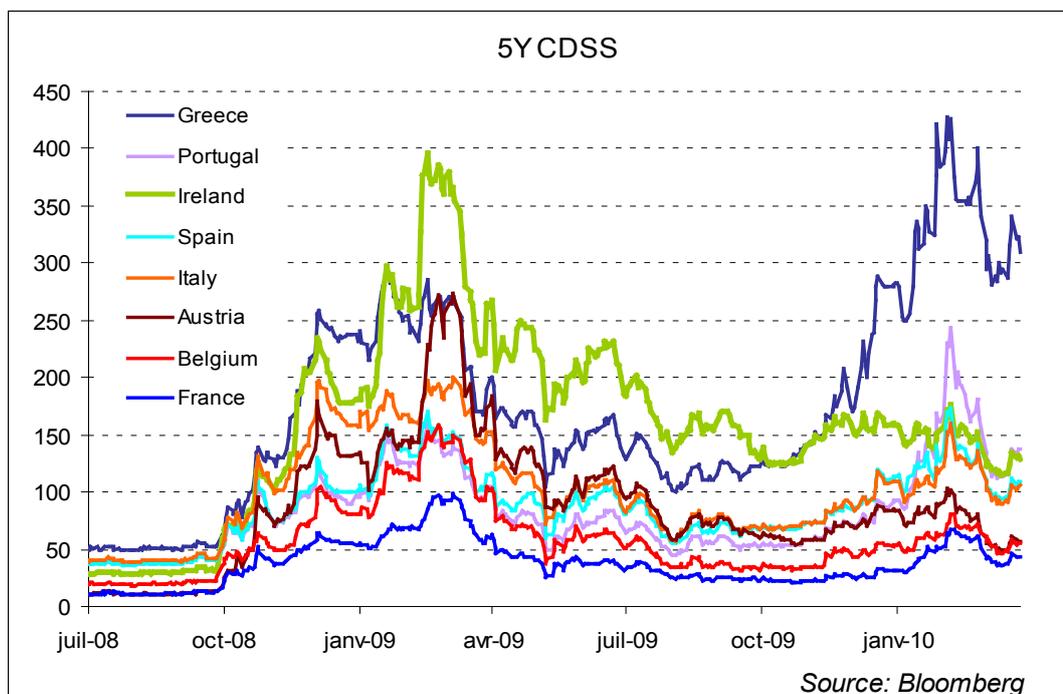
Die EU, der IWF und die "Vienna Initiative" stabilisierten die MOEL.

Die Spreads österreichischer Staatsanleihen stiegen gegenüber deutschen Staatsanleihen Anfang 2009 auf über 1 %punkt, im Jänner 0,9 %punkte, im Februar 1,05 %punkte, im März 1,08 %punkte und sanken nach den EU Beschlüssen umgehend - von 0,87 %punkte im April, über 0,41 %punkte im August, auf 0,34 %punkte im Dezember 2009.

Vorsichtig gerechnet hat sich Österreich daher ab April 2009 im Durchschnitt 0,5 %punkte bei seinen Finanzierungskosten erspart.

Da Österreich im Jahr 2009 etwa 33 Mrd. Euro finanzieren musste (ÖBFA, 2010), bedeutet dies, dass etwa 25 Mrd. Euro zu den günstigeren Finanzierungskosten finanziert werden konnten. Beim hohen Anteil an festverzinslichen Schuldtiteln (laut ÖBFA mehr als 95 %) und der langen durchschnittlichen Laufzeit, laut ÖBFA fast 9 Jahre, bedeutet das über die gesamte Laufzeit eine Zinsersparnis von etwa 1 Mrd. Euro (Berechnungsba-

Abbildung 2: 5 Jahres Credit Default Swaps (CDS)



Quelle: Bloomberg

sis: Finanzierung 25 Mrd. Euro, im Durchschnitt - Ersparnis Finanzierungskosten 0,5 %Punkte, 8 Jahre Laufzeit) für die Republik Österreich.

2010 betrug der österreichische Finanzierungsbedarf über 25 Mrd. Euro und daher auch ceteris paribus die Zinersparnis etwa 1 Mrd. Euro.

Durch die EU Finanzhilfen für die MOEL entstanden für Österreich keine Kosten, da die Finanzierung der EU durch Kreditaufnahme der EU Kommission auf den internationalen Kapitalmärkten erfolgte. Die EU kann sich bedingt durch ihre hohe Kreditwürdigkeit relativ günstig finanzieren und gibt diese Kredite dann an den notleidenden Staat weiter, der die Kredite dann mit Zinsen zurückzahlt. Für die EU entstehen dadurch keine Kosten. Im Falle Ungarns beträgt die Verzinsung zwischen 3,2 und 3,8 %.

Der IWF refinanziert sich nicht wie die EU auf den internationalen Finanzmärkten, sondern bei seinen Mitgliedsländern, im Falle Österreichs bei der Oesterreichischen Nationalbank (OeNB). Die Inanspruchnahme der OeNB lag 2009 und 2010 etwas über 440 Mio. Sonderziehungsrechten des IWF (SZR). Die Verzinsung der SZR lag 2009 und 2010 bei etwa 0,25 %, deutlich unter den Euro Zinsen von 1 %, sodass der OeNB ein Zinsverlust von etwa 0,75 % entstand. Dies verringert den Gewinn der OeNB. Der jährliche Zinsverlust der OeNB lag 2009 und 2010 jeweils knapp unter 4 Mio. Euro, daher insgesamt knapp unter 8 Mio. Euro.

Die Inanspruchnahme der OeNB wird in den nächsten Jahren wesentlich ansteigen, da durch die Aufstockung der Neuen Kreditvereinbarungen (NAB), dem IWF zusätzliche Mittel zur Verfügung gestellt werden. Die OeNB wird dann dem IWF im Rahmen des NAB Kredite bis zu 3,6 Mrd. SZR gewähren können.

Der Zinsverlust der OeNB kann sich allerdings durchaus auch in einen Zinsgewinn verwandeln, wenn die SZR Verzinsung über dem Euro Zinssatz liegt. Dies war in der Vergangenheit öfters der Fall, wenn die kurzfristigen \$ Zinssätze über den Euro Zinssätzen lagen.

Für Österreich belaufen sich in den Jahren 2009 und 2010 zusammen die Kosten - Zinsverluste der OeNB für IWF Finanzierung - auf etwa 8 Mio. Euro während der unmittelbare Nutzen - geringere Finanzierungskosten für die Republik Österreich für die in dieser Zeit aufgenommenen Kredite insgesamt über die gesamte Laufzeit - etwa 2 Mrd. Euro beträgt.

Die volkswirtschaftlichen Gewinne sind noch wesentlich höher. Der finanzielle Nutzen für Österreich war damit etwa 250mal so hoch wie die Kosten, der volkswirtschaftliche Nutzen sogar noch höher. Die Verteilung der Kosten/Nutzen, die Kosten trägt die OeNB, den Nutzen hat das Budget über niedrigere Zinskosten, sollte transparent dargestellt werden.

### 5.2 Krise im Euroraum

Auch im Euroraum kam es zu überschießenden Kapitalbewegungen und Marktversagen. Die Kapitalmärkte haben Griechenland und anderen Ländern jahrelang das Kapital zu billig gegeben und praktisch kei-

nen Risikoaufschlag gegenüber Deutschland verlangt. In der Krise haben sie dann überreagiert und binnen kurzem exorbitant hohe Aufschläge verlangt – vorher 10 Basispunkte dann bis 2000 Basispunkte im Oktober 2011. Vor der Krise wurden die Länder der Euro Peripherie mit Kapital geflutet – in Griechenland wurden damit hohe Budgetdefizite, in Spanien, Irland ein Immobilienboom finanziert. In der Krise kam es zu Kapitalflucht mit exorbitant hohen Risikoaufschlägen – Griechenland, Irland, Portugal konnten sich nicht mehr am Kapitalmarkt finanzieren und werden im Rahmen von EU/IWF Programmen finanziert.

Dieses Fluchtkapital ist zum Teil nach Deutschland geströmt und hat dort zu extrem niedrigen Zinsen geführt, zum Teil ging es auch in Schweiz als sicheren Hafen und trug zur extremen Aufwertung des Franken bei.

In der EU wurden Schutzschirme für Euroraum Länder geschaffen EFSM 60 Mrd. Euro (wird über EU Budget garantiert), EFSF 440 Mrd. Euro (wird durch Euroraum Länder garantiert). Dies war erforderlich da sich die privaten Kapitalflüsse in der Krise umkehren und durch öffentliche Finanzmittel ersetzt werden müssen, um eine geordnete Anpassung zu ermöglichen.

Zusätzlich hat das Eurosystem am 10. Mai 2010 ein Programm gegen Marktversagen auf den Wertpapiermärkten für Staatsanleihen (Securities Markets Programme, SMP) eingeführt. Dabei werden auf den Sekundärmärkten Anleihen von betroffenen Staaten gekauft, diese Käufe werden durch liquiditätsabsorbierende Operationen kompensiert, sodass es dadurch zu keiner Ausweitung der Geldmenge kommt.

Das SMP wurde ab 7. August 2011 wieder aktiviert. Dies erfolgte angesichts des erheblichen Risikos, dass es ohne Interventionen zu Funktionsstörungen an einigen Staatsanleihemärkten und zu einem Übergreifen der Spannungen auf andere Märkte gekommen wäre. Wären diese Risiken zum Tragen gekommen, hätte dies eine starke Beeinträchtigung des Zugangs zu Finanzmitteln im ganzen Eurogebiet zur Folge gehabt.

Das Eurosystem hat im Rahmen des SMP bis Mitte September 2011 griechische, irische, portugiesische, spanische und italienische Staatsanleihen, insgesamt über 150 Mrd. Euro angekauft.

Die Zinsspreads bei den Staatsanleihen der Krisenländer haben mittlerweile exorbitante Ausmaße erreicht, auch die Kurse sind gefallen. Nachdem die Märkte jahrelang zu niedrige Spreads verlangten, überschießen sie nun in die andere Richtung und verlangen zu hohe Spreads. Für private Investoren bietet dieses Marktversagen die Möglichkeit zu ertragreichen Investitionen in diesen Ländern, da die günstigen Kurse und die hohen Zinsen das Risiko überkompensieren.

## 6. Schlussfolgerungen

Die Schweiz und Österreich haben die Krise im internationalen Vergleich gut, mit geringeren Wachstums-einbrüchen und einer raschen Rückkehr zu Wachstum bereits im Jahre 2010 bewältigt.

Es waren jedoch in beiden Ländern wirtschaftspolitische Aktionen erforderlich – in der Schweiz eine Interventionen gegen die Frankenaufwertung, in Österreich die Stabilisierung Osteuropas durch EU/IWF, um Marktversagen zu korrigieren und damit die Krise zu bewältigen.

Die finanziellen Folgen dieser erfolgreichen wirtschaftspolitischen Aktionen waren allerdings unterschiedlich: In der Schweiz ein Verlust der Notenbank von 35,8 Mrd. Franken, in Österreich ein Gewinn von 2 Mrd. Euro.

Auch beim Verlustpotential, welches in Zukunft schlagend werden könnte, - Schweiz rund 200 Mrd. Franken Währungsreserven, die durch Interventionen ansteigen werden, - Österreich bilaterale Kredite Griechenland von 2,3 Mrd. Euro (bisher Gewinn für Österreich da Kredite höher verzinst als Refinanzierungskosten für Österreich) und Garantien für Euroraum Schutzschirm EFSF von 21,6 Mrd. Euro nach der bis Oktober 2011 vorgesehenen Ausweitung der EFSF Finanzierungskapazität auf 440 Mrd. Euro, Beteiligung der OeNB am SMP Programm, dürfte das Verlustrisiko für Österreich geringer sein.

Lediglich bei den in beiden Ländern geschnürten Bankenpaketen hat die Schweiz bisher mit einem Gewinn abgeschnitten, während Österreich insgesamt einen Verlust verzeichnete. Insgesamt dürfte hier die Schweiz finanziell besser abschneiden. Das endgültige Ergebnis wird aber erst in einigen Jahren feststehen.

Die Schweizer Nationalbank sollte einen Teil ihrer bestehenden Währungsreserven, oder die aus Interventionen entstehenden zusätzlichen Währungsreserven, dazu verwenden die Staatsanleihen von Euroraum-Krisenländern, zu kaufen. Sie würde damit das SMP Programm des Eurosystems ergänzen. Das Marktversagen – Kapitalabflüsse aus Euroraum-Krisenländern Kapitalzuflüsse in die Schweiz – würde damit zumindest teilweise direkt korrigiert. Die privaten Kapitalflüsse, welche die Krise im Euroraum und in der Schweiz verschärfen, würden direkt durch offizielle Kapitalflüsse neutralisiert.

Eine derartige Maßnahme würde bei der Krisenbekämpfung im Euroraum helfen und damit den Aufwertungsdruck auf den Franken mindern. Zusätzlich wäre es noch ertragreich, da die hohen Zinsen und günstigen Kurse dieser Staatsanleihen das Ausfallrisiko überkompensieren. Eventuell könnten dafür sogar das Eurosystem oder einzelne Nationale Zentralbanken für eine Kooperation gewonnen werden.

Für private Investoren bieten die hohen Zinsen bei den Staatsanleihen der Krisenländer die Möglichkeit zu ertragreichen Investitionen. Die hohen Zinsen und günstigen Kurse dieser Staatsanleihen sollten die Ausfallrisiken überkompensieren. Private Schweizer Investoren würden damit zusätzlich die Schweizer Notenbank bei ihrem Bemühen zur Stabilisierung des Wechselkurses unterstützen, haben allerdings ein Wechselkursrisiko.

## 7. Literaturverzeichnis

- Fuentes, Ramskogler, Silgoner, (2011), "Krisenresistenz der Schweizer Wirtschaft - Vergleich mit und Lehren für Österreich", in: OeNB Geldpolitik und Wirtschaft, Q2/11.)
- Minsky, H., (1975), John Maynard Keynes, Columbia University Press, 1975.
- Laeven, L., Valencia, F., (2008), "Systemic Banking Crises: A New Database", IMF Working Paper, 2008, (224).
- Nauschnigg, F. (2003a), "Internationale Finanzarchitektur im Zeitalter der Globalisierung", in Häupl, M. (Hrsg.), Wirtschaft für die Menschen, Alternativen zum Neoliberalismus im Zeitalter der Globalisierung, Wien, 2003.
- Nauschnigg, F. (2003b). Kapitalverkehrsliberalisierung – Die österreichischen Erfahrungen. In: Wirtschaft und Gesellschaft, 29(1).
- Nauschnigg, F. (2009a). Der Euro als Schutzschirm in der Finanzkrise, Wirtschaftspolitische Blätter, Sonderausgabe EU-Integration, Juni 2009
- Nauschnigg, F. (2009b). Some lessons from the Icelandic crisis for the rest of us, Eurointelligence. <http://www.eurointelligence.com/article.581+M520fd2ba1f.0.html>
- ÖBFA, (2010). Österreichische Bundesfinanzierungsagentur, Jahresrückblick 2009, Investor Information July 2010.
- OeNB (2008), Geldpolitik & Wirtschaft 3/08, Globale Finanzmarkturbulenzen – werden die globalen Ungleichgewichte zurückgehen? Seite 127
- Reinhart C., Rogoff K. (2008), "This time is different: a panoramic view of eight centuries of financial crises", NBER Working Paper, 2008, (13882).
- UNCTAD, (1998), Report of the expert meeting on the growth of domestic capital markets, particularly in developing countries, and its relationship with foreign portfolio investment, Palais des Nations, Geneva, from 27 to 29 May 1998.

**Autor:**

Mag. Franz Nauschnigg  
Abteilungsleiter in der Oesterreichischen Nationalbank  
Abteilung für Integrationsangelegenheiten und Internationale Finanzorganisationen  
Telefon: +43 1 40420 5300  
Email: [franz.nauschnigg@oenb.at](mailto:franz.nauschnigg@oenb.at)

**Impressum:**

Die Policy Briefs erscheinen in unregelmäßigen Abständen zu aktuellen außenwirtschaftlichen Themen. Herausgeber ist das Kompetenzzentrum „Forschungsschwerpunkt Internationale Wirtschaft“ (FIW). Das FIW wird im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft, Familie und Jugend (BMWFIJ) im Rahmen der Internationalisierungsoffensive der Bundesregierung von drei Instituten (WIFO, wiiw, WSR) betrieben. Es bietet den Zugang zu internationalen Außenwirtschafts-Datenbanken, eine Forschungsplattform und Informationen zu außenwirtschaftsrelevanten Themen.

Für die Inhalte der Policy Briefs sind die AutorInnen verantwortlich.

**Kontakt:**

FIW-Projektbüro  
c/o WIFO  
Arsenal, Objekt 20  
1030 Wien  
Telefon: +43 1 798 26 01 - 333 oder 334  
Email: [fiw-pb@fiw.at](mailto:fiw-pb@fiw.at)  
Webseite: <http://www.fiw.at/>