
Die Fremdwährungsreserven der OeNB – Wie groß ist der Spielraum?

David Hauner*

1. Einleitung und Grundzüge der Argumentation

Durch den Eintritt Österreichs und weiterer zehn Staaten in die dritte Stufe der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (EWWU) mit dem Beginn des Jahres 1999 hat sich das währungspolitische Umfeld, in dem die Oesterreichische Nationalbank (OeNB) agiert, grundlegend verändert. Diese Veränderungen betreffen unter anderem die von ihr gehaltenen Fremdwährungsreserven.¹

Deren notwendige Höhe hat sich durch das Aufgehen des Schilling in der gemeinsamen Währung im wesentlichen aus zwei Gründen vermindert: Erstens braucht die OeNB, anders als zu Zeiten des an die D-Mark gebundenen Schilling, keine Reserven zur Intervention auf den Devisenmärkten mehr. Zweitens sind seit 1. 1. 1999 zwei Drittel des österreichischen Außenhandels währungstechnisch Binnenhandel. Dadurch verringert sich der Bedarf der OeNB an Devisenreserven zur Sicherung des Zahlungsverkehrs mit dem Ausland im selben Ausmaß. In diesem Sinne war in der Studie der Europäischen Union "Ein Markt, eine Währung" bereits 1990 von 230 Mrd. US-Dollar (USD) von den damaligen zwölf Mitgliedsstaaten nach Einführung des Euro nicht mehr benötigten Devisenreserven die Rede.

Eine Diskussion über aktivseitige Reserven wäre ohne Betrachtung deren passivseitiger Gegenposten sinnlos. So ging das durch die EU-Studie erweckte wissenschaftliche Interesse an der Höhe der Fremdwährungsreserven der europäischen Notenbanken mit jenem an deren gesamter Bilanzstruktur einher. Gros-Schobert (1998) stellte die Frage "Are European central banks over-capitalised?", und Stella (1997) die noch weitergehende "Do Central Banks Need Capital?". Von Ungern-Sternberg (1998) untersuchte die Finanzstruktur der Schweizer Nationalbank und Winckler (1997) jene der OeNB.

Sie alle stellen fest, daß das Eigenkapital und die Reserven, die neben dem Gesamtumlauf² an Zentralbankgeld im wesentlichen die Passiva einer Notenbankbilanz ausmachen, bei den europäischen Notenbanken weit höher sind als bei jenen der USA oder Japans. In der Eröffnungsbilanz des

Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) zum 1.1.1999 betrug der Anteil des Gesamtumlaufs¹ an der Bilanzsumme lediglich 61,5%³, während die Vergleichswerte der USA und Japans über 95% lagen (siehe Tabelle 1). In den Bilanzen der europäischen Notenbanken stehen also zahlreiche weitere Passiva: Neben dem Gesamtumlauf in Höhe von rund 430 Mrd. Euro (EUR) stehen auf der Passivseite Verpflichtungen gegenüber Regierungen in Höhe von 60 Mrd. EUR, nicht realisierte Bewertungsgewinne auf ihre Fremdwährungsaktiva in Höhe von ebenfalls rund 60 Mrd. EUR sowie Reserven und Rücklagen in Höhe von rund 50 Mrd. EUR. Gros-Schobert (1998) schlägt daher eine Kürzung der Gesamtbilanz der Systemzentralbanken um 300 Mrd. EUR⁴ vor.

Tabelle 1: Anteil des Gesamtumlaufs an der Bilanzsumme in %, Ende 1997

Belgien	48,4	Niederlande	69,8
Dänemark	62,7	Österreich	64,5
Deutschland	83,8	Portugal	18,4
Griechenland	49,0	Finnland	62,2
Spanien	61,9	Schweden	45,4
Frankreich	60,8	Großbritannien	62,0
Irland	65,6	Euroland	64,6
Italien	57,4	USA	99,2
Luxemburg	42,2	Japan	97,7

Quelle: Gros-Schobert (1998) 7.

Es ist zu beachten, daß die Struktur der Bilanz einer Notenbank von der verfolgten Wechselkurspolitik abhängt: Wird – wie in den Teilnehmerstaaten des Europäischen Währungssystems (EWS) – eine aktive Wechselkurspolitik verfolgt, so ist der Bedarf an Fremdwährungsreserven (zu Interventionszwecken) viel größer als im Falle eines reinen Floats, wie von den USA oder Japan für ihre Währungen angewandt wird. Wie später dargestellt werden wird, ist nicht vorgesehen, daß die EZB für den Euro eine aktive Wechselkurspolitik betreiben wird. Daher können die Bilanzen der Notenbanken der USA und Japans seit dem 1.1.1999 sehr wohl als *Benchmark* für jene der Notenbanken des ESZB herangezogen werden.

Gegenstand dieses Artikels ist die Schätzung der Höhe der nach der Einführung der gemeinsamen europäischen Währung von der OeNB noch benötigten Fremdwährungsreserven und die Untersuchung des rechtlichen Spielraums für deren Verwendung. Dabei war zu klären, inwieweit die nationalen Zentralbanken gegenüber der EZB über ihre Reserven verfügen können, ob eine Abführung der Reserven an den Staat gegen das Staatsfinanzierungsverbot des Maastricht-Vertrags verstößt, und welche passivseitigen Reservefonds als Komplement einer Verringerung der Fremdwährungsreserven auf der Aktivseite herangezogen werden können.

Der vorliegende Artikel ist folgendermaßen gegliedert: Im zweiten Abschnitt werden die Kriterien für die benötigte Höhe der Fremdwährungsreserven eines Landes skizziert. Im dritten Abschnitt werden Schätzungen der vom ESZB insgesamt benötigten Reserven dargestellt. Im vierten Abschnitt wird die Höhe der der OeNB nach den Transaktionen zum Jahreswechsel 1998/9 verbliebenen Fremdwährungsreserven geschätzt, die Reservehöhe einem historischen und internationalen Vergleich unterzogen und die Höhe der nicht mehr benötigten Reserven untersucht. Der fünfte Abschnitt behandelt die mit einer Umwidmung der Fremdwährungsreserven verbundenen rechtlichen Fragen, insbesondere das notwendige passivseitige Komplement betreffend. Der sechste Abschnitt schließlich faßt die Ergebnisse zusammen und skizziert mögliche alternative Verwendungen der Reserven.

Es soll an dieser Stelle ausdrücklich betont werden, daß es nicht darum gehen kann und soll, die nicht mehr benötigten Fremdwährungsreserven möglichst rasch aufzulösen und zu konsumieren, jedoch könnte möglicherweise eine Verwendung mit einer höheren volkswirtschaftlichen Rendite gefunden werden. Schlußendlich ist jeder "Überschuß" bei den Reserven aber nicht mit einem überraschend entdeckten "Schatz" zu verwechseln, wie es in den Medien häufig dargestellt wird. Die Nettoposition des öffentlichen Sektors bleibt auch bei einer neuen Widmung der Reserven schließlich unverändert.

2. Kriterien für die Höhe der Fremdwährungsreserven

Folgende Kriterien werden in der relevanten Literatur⁵ am häufigsten zur Bestimmung der Höhe der von einem Währungsgebiet benötigten Fremdwährungsreserven herangezogen:

- Das herrschende *Wechselkursregime*: Grundsätzlich gilt: je freier (das Wechselkursregime), desto weniger (Reserven). Die Umstellung vom Bretton-Woods-System auf den "*generalized float*" im Jahre 1972 reduzierte nach Schätzungen⁶ die Nachfrage der Industrieländer nach Reserven um etwa 30%. Durch die Schaffung des Europäischen Währungssystems im Jahre 1979 herrschte in den Teilnehmerstaaten wieder eine verstärkte Nachfrage nach Währungsreserven.
- Die *Außenhandelsverflechtung*: Große Außenhandelsvolumina oder starke Schwankungen in deren Höhe bedingen eine erhöhte Nachfrage nach Reserven zur Finanzierung von Zahlungsbilanzungleichgewichten. Als Faustregel empfiehlt der Internationale Währungsfonds (IWF), Fremdwährungsreserven zu halten, deren Wert jenem der Importe von drei Monaten entspricht. Allerdings decken die Reserven im Länderdurchschnitt nur zwei Monate des Außenhandels ab, also deutlich weniger als die empfohlenen drei Monate. Vielmehr scheinen für reichere Länder die *Schwankungen* in der Höhe der Importe die Reservehöhe zu bestimmen, wobei höhere Schwankungen höhere Reserven bedingen.⁷
- Die Wirkung der *Kapitalmobilität* setzt sich aus zwei gegenläufigen Effek-

ten zusammen: Einerseits erleichtert hohe Mobilität die Finanzierung von Zahlungsbilanzungleichgewichten durch den privaten Sektor und *reduziert* damit die Reservennachfrage, andererseits macht sie die Volkswirtschaft anfälliger für Turbulenzen auf den internationalen Finanzmärkten und *erhöht* damit den Bedarf nach Reserven. Der Nettoeffekt ist a priori unbestimmt.

- Schließlich hängt die Nachfrage nach Reserven auch von deren Preis ab, also von den durch die Haltung entstehenden *Opportunitätskosten*. Diese werden im allgemeinen durch die sozialen Nettoopportunitätskosten definiert, i.e. die Rendite der besten sozialen Alternative minus die Rendite der Reservehaltung. Die Bruttorendite der Reserven liegt meist auf dem Niveau niedrigverzinsten und hochliquider Anlagen, wie der *short-term euro-dollar deposit rate*. Die Messung der Alternativrendite bereitet größere Probleme. Am einfachsten ist es, die Brutto-Opportunitätskosten der Reservehaltung den Grenzkosten der langfristigen Verschuldung auf den internationalen Finanzmärkten gleichzusetzen. Dieser Ansatz ist realitätsnah, es bietet sich als beste wirtschaftspolitische Alternative zur Reservehaltung meist die Rückzahlung von Auslandsschulden an. Die Nettoopportunitätskosten der Reservehaltung ergeben sich daher aus der Verzinsung der Auslandsschuld eines Landes abzüglich der Verzinsung der gehaltenen Reserven.

Für die Bedürfnisse moderner offener Industrieländer mit gut entwickelten privaten Kapitalmärkten – wie die EU-Staaten – sind die in der relevanten Literatur diskutierten Konzepte nur beschränkt anwendbar, man ist daher gezwungen, die vorhandenen Erfahrungswerte als *“benchmark”* heranzuziehen.⁸ Was diese Staaten betrifft, dürfte das herrschende *Wechselkursregime* hauptmaßgeblich für die Nachfrage nach Reserven sein.

Nicht nur wegen seines anekdotischen Wertes sei abschließend Machlups Vergleich der Nachfrage der Notenbanken nach Devisenreserven mit jenem seiner Gattin nach Kleidungsstücken zitiert. Beide entzögen sich einer sinnvollen Analyse, denn *“there is no sense in which it can be said that the world total of monetary reserves is inadequate.”*⁹ Vielmehr sei Frau Machlups Bedarf nach Kleidern eine Funktion des Einkommens ihres Gatten und der Größe der Garderoben ihrer Nachbarinnen.

3. Die Höhe der benötigten Fremdwährungsreserven im ESZB

Am 1. 1. 1999 traten elf Staaten in die dritte Stufe der EWWU ein. Seit diesem Tag sind die nationalen Währungen nur mehr Denominationen des Euro. Die EZB kann eine spekulative Attacke gegen eine der nationalen Währungen daher akkomodieren, ohne die Geldmenge im Euroland insgesamt zu verändern. Wird etwa mit D-Mark gegen Lire spekuliert, so kann die EZB einfach das Angebot der einen Währung zu Lasten jenes der anderen erhöhen. Es besteht also – entgegen einer häufig anzutreffenden Vorstellung – keine Notwendigkeit der Reservehaltung zur Sicherung der Paritäten in der Übergangsperiode. Somit rechtfertigt *dies* jedenfalls auch nicht

die Haltung von Devisenreserven durch das ESZB und ebensowenig den Aufschub der Diskussion über die Höhe der unter den geänderten Umständen vom ESZB benötigten Reserven.

Diese werden jedenfalls geringer sein als die Summe der Reserven der nationalen Zentralbanken vor der dritten Stufe. Maßgeblich sind dafür zwei Gründe:

- Der Euro wird frei schwanken, während die Teilnehmerwährungen zuvor im EWS an fixe Bandbreiten gebunden waren, zu deren Einhaltung Devisenmarktinterventionen nötig waren.
- Zwei Drittel des Außenhandels der Teilnehmerstaaten sind seit 1. 1. 1999 währungstechnisch Binnenhandel.¹⁰ Durch den *Aggregationseffekt*¹¹ wird die benötigte Reservehöhe sogar überproportional sinken.

Die tatsächliche Höhe der Überschußreserven in Euroland ist umstritten. Da die zahlreichen Studien zu diesem Thema unterschiedliche *Benchmarks* heranziehen, kommen sie auch zu sehr unterschiedlichen Ergebnissen: So weisen Studien international führender Banken aus den Jahren 1996/7¹² einen Überschuß an Fremdwährungsreserven in Euroland zwischen 30 und 200 Mrd. EUR aus, und einige sehen keinerlei Überschuß.

Die EU-Studie "Ein Markt – Eine Währung"¹³ geht von der Annahme aus, daß in einem gegebenen Wechselkurssystem die optimale Reservehöhe vom Umfang der Devisentransaktionen abhängt. Daraus folgern die Autoren, daß im Rahmen der EWWU die gemeinschaftlichen Währungsreserven prozentual ebenso stark abgebaut werden könnten wie die innergemeinschaftlichen Transaktionen bezogen auf die gesamten Fremdwährungstransaktionen. Dadurch würden laut dieser Studie Reserven in Höhe von rund 230 Mrd. EUR frei (rund 60%)¹⁴, dies inklusive Goldreserven im Wert von 85 Mrd. EUR zu Marktpreisen. Eine alternative Berechnungsmethode, nach der für die EWWU dasselbe Verhältnis zwischen Gesamtreserven und Importen angenommen wird wie in den anderen Industrieländern, bringt Ersparnisse in der Höhe von 200 Mrd. EUR. Zusammenfassend schätzt die Studie für die "alten" EU-12 die Ersparnisse auf 200 bis 230 Mrd. EUR.

In der Eröffnungsbilanz des ESZB werden Fremdwährungsreserven in Höhe von insgesamt 329,4 Mrd. EUR ausgewiesen. Geht man davon aus, dass diese im selben Ausmaß reduziert werden könnten, in dem die Fremdwährungstransaktionen der Euro-Länder zurückgegangen sind, kommt man per 1. 1. 1999 auf einen Überschuß von rund zwei Dritteln oder 220 Mrd. EUR. Dieser Wert entspricht der oben zitierten Schätzung der EU-Kommission. Alternative *Benchmarks* führen zum selben Resultat: die Drei-Monats-Regel (s.o.) ebenso wie das Verhältnis von Fremdwährungsreserven zu Warenimporten bzw. zum Bruttoinlandsprodukt der USA, dem einzigen Euroland vergleichbaren Währungsgebiet.

Aus der Betrachtung des Außenhandels ergibt sich klar: Die EU-Staaten können ihre Fremdwährungsreserven ohne Furcht vor Knappheit um zwei Drittel reduzieren.

Neben der Deckung der Verbindlichkeiten aus dem Außenhandel ist die Verfügbarkeit für Interventionen zur Stabilisierung des Wechselkurses ein weiterer Grund für die Haltung von Fremdwährungsreserven. Verlässliche Aussagen über die Höhe der hierfür benötigten Reserven werden durch den Umstand erschwert, daß die Varianz des Euro-Kurses nicht prognostiziert werden kann. Gros-Thygesen (1998) unterstellten dem Euro eine ähnliche Varianz wie dem US-Dollar.¹⁵ Legt man dies als Maßstab an, bleiben dem ESZB 240 seiner 380 Mrd. USD (per 1.1.1999) an Währungsreserven als Überschuß, denn die gesamten Fremdwährungsreserven der USA betragen zu diesem Zeitpunkt 140 Mrd. USD.

Die USA verfolgen kein Wechselkursziel, und auch für Euroland wird ein solches nicht adäquat sein. In der "Festlegung des Handlungsrahmens" heißt es denn auch sinngemäß: Angesichts der Größe von Euroland bedeutete ein Wechselkursziel einen Konflikt mit der inneren Preisstabilität. Daher wäre ein Wechselkursziel für die EZB ungeeignet.¹⁶ Und weiter: "Was die Durchführung der Bestimmungen über die Wechselkurspolitik betrifft, so ist davon auszugehen, daß allgemeine Orientierungen für die Wechselkurspolitik gegenüber einer oder mehreren Drittländwährungen nur unter außergewöhnlichen Umständen und im Licht der durch den Vertrag festgelegten Grundsätze und Politiken aufgestellt werden."¹⁷

Aus den o.g. Passagen und aus der Regelung der äußeren Währungspolitik der EWWU in Art. 3 a (2) sowie 109 (1) und (2) des Maastricht-Vertrages (EGV) ergibt sich folgende Schlußfolgerung: In einem Zielkonflikt zwischen innerer und äußerer Geldwertstabilität legt der EGV klar fest, daß erstere gegenüber zweiterer Priorität hat. Kommt die EZB also in die Lage, einen politisch festgelegten Wechselkurs des Euro – etwa gegenüber dem US-Dollar – durch Devisenmarktinterventionen verteidigen zu müssen, dabei aber die innere Geldwertstabilität zu gefährden, so hat sie getreu Art. 109 EGV die Interventionen zu unterlassen.¹⁸ Devisenmarktinterventionen großen Stils gehen allerdings erfahrungsgemäß immer mit inflationären oder deflationären Effekten einher. Dies – kombiniert mit Art. 109 EGV – bedeutet in letzter Folge, daß es im ESZB zu keinen größeren Devisenmarktinterventionen kommen wird und daher das ESZB auch unter diesem Titel nur sehr eingeschränkt Fremdwährungsreserven benötigt.

4. Die Höhe der von der Oesterreichischen Nationalbank benötigten Devisenreserven

4.1 Schätzung der Höhe der verfügbaren Devisenreserven der OeNB

Zwei gegenläufige Transaktionen mit der EZB veränderten zum Jahreswechsel 1998/9 die Höhe der Devisenreserven der OeNB: die Rückabwicklung der "offiziellen ECUs" per 31.12.1998 sowie die Übertragung von Fremdwährungsreserven an die EZB per 1.1.1999.

Die offiziellen ECUs hatte die OeNB im Rahmen von revolvingenden Dreimonats-Swaps gegen Hinterlegung von jeweils 20% ihrer Gold- und US-

Dollar-Reserven bei ihrem Eintritt in das EWS am 1.1.1995 erhalten. Durch die Rückführung dieser "ECU-Swaps" am 31.12.1998 erhöhten sich die Devisenreserven der OeNB auf 245,75 Mrd. S.

Der Devisenzugang aus dieser Transaktion wurde im letzten Wochen- ausweis der OeNB vom 31.12.1999 mit 27,0 Mrd. S ausgewiesen. Die US- Dollar-Bestände der OeNB zum Jahresende 1998 betrugen demnach rund 135 Mrd. S (= 5×27) oder 55% der Gesamt-Devisenbestände zu diesem Zeitpunkt.

Am 1.1.1999 übertrug die OeNB der EZB Devisen- und Goldreserven entsprechend ihrem Anteil am EZB-Kapital. Die OeNB stellt 2,36% des Kapitals, daher machte ihr Beitrag 1,18 Mrd. EUR von insgesamt 50 Mrd. EUR aus. 85% davon, also rund 1 Mrd. EUR oder rund 13,8 Mrd. S, waren in Devisen, 15%, rund 0,18 Mrd. EUR, in Gold zu leisten. Die OeNB erhielt dafür eine verzinsliche Forderung gegen die EZB, die sie als Aktivum in ihrer Bilanz führt. Die über ihren Anteil von 1,18 Mrd. EUR hinausgehenden Fremdwährungsreserven verbleiben bei der OeNB.

Da die OeNB seit Anfang 1999 keine Wochenangabe mehr veröffentlicht, ist man auf eine Schätzung der nach dem Eintritt in die dritte Stufe der Währungsunion verbliebenen Devisenreserven angewiesen. Nach der Übertragung an die EZB verblieben etwa $[245,75 - 13,8 =]$ 231,95 Mrd. S an Devisenreserven. Diese Zahl berücksichtigt allerdings noch nicht den Wegfall der Reserven in Währungen der EU-11, die mit dem 1.1.1999 Inlandswährung wurden.

Zur Errechnung einer *Untergrenze* für die verbleibenden tatsächlichen Devisen, d.h. v.a. US-Dollar, aber auch Yen und Schweizer Franken, werden hier zwei Annahmen getroffen: 1.) Die OeNB hielt am 31.12.1998 nur US-Dollar und Währungen der EU-11. 2.) Die am 1.1.1999 der EZB übertragenen Reserven denominierten ausschließlich in US-Dollar. Ende 1998 betrugen die US-Dollar-Reserven 135 Mrd. S (s.o.), der EZB wurden 13,8 Mrd. S übertragen, somit bleiben *zumindest* rund 121 Mrd. S an Devisenreserven. Diese Ziffer, das soll nochmals betont werden, ist angesichts der Annahmen, die zu ihrer Berechnung getroffen wurden, als Untergrenze der der OeNB nach den Transaktionen zu Beginn der dritten Stufe der Währungsunion verbliebenen Devisenreserven zu verstehen.

Inwieweit die OeNB über die ihr verbliebenen Reserven frei verfügen kann, bedarf einer eigenen Betrachtung: Zum einen sind alle Geschäfte mit diesen Reserven, die eine noch vom EZB-Rat zu bestimmende Grenze¹⁹ übersteigen, nach Art. 31 der Satzung des ESZB (ESZB-S) an die Zustimmung der EZB gebunden. Zum anderen kann der EZB-Rat laut Art. 30 (4) ESZB-S von den nationalen Zentralbanken die Einzahlung weiterer Währungsreserven fordern. Die betreffende Ratsentscheidung wurden am 3.11.1998 gefällt, jedoch nicht der Öffentlichkeit zugänglich gemacht.²⁰ Man weiß jedoch aus der ESZB-S, daß auch bei diesen zusätzlichen Einzahlungen die Kapitalanteile der Notenbanken an der EZB als Aufteilungsschlüssel gelten.²¹ Daher kann von der OeNB auch nur eine weitere Einzahlung bis zu maximal jener Höhe verlangt werden, die ihrem Anteil an den gesamten Fremdwährungsreserven des ESZB entspricht.²²

Daraus ergibt sich, daß Österreichs Devisenreserven auf einen Anteil von 2,36% an jenen der EU-11 zurückgeführt werden könnten. Da Euroland am 1.1.1999 etwa 3.261,82 Mrd. S an Devisenreserven hielt, entspräche ein derartiger Anteil etwa 80 Mrd. S. Da die OeNB mit Beginn der Währungsunion über "echte" Devisenreserven von zumindest 121 Mrd. S verfügte, wäre *unter diesem Gesichtspunkt* eine Rückführung der Devisenreserven um zumindest 41 Mrd. S zulässig.

4.2 Die österreichischen Devisenreserven im historischen und internationalen Vergleich

In den Zeiten des Wechselkursmechanismus des EWS und der Bindung an die Deutsche Mark leisteten die reichlichen Devisenreserven Österreich wertvolle Dienste. Keines dieser beiden von der OeNB verfolgten Wechselkursziele wurde jemals durch spekulative Attacken ernsthaft gefährdet. Insofern sind die Bemühungen der OeNB, seit Anfang der achtziger Jahre über den Aufbau von Devisenreserven ihre Entschlossenheit zur Hartwährungspolitik zu signalisieren, erfolgreich gewesen und werden im allgemeinen als eine der wirtschaftlichen Entwicklung Österreichs sehr förderliche Strategie angesehen.²³

Wie aus Tabelle 2 hervorgeht, haben die offiziellen Währungsreserven der OeNB in den Jahren 1988 bis 1998 im Aggregat um nominell 44% zugenommen. Ihre Teile haben sich dabei sehr unterschiedlich entwickelt. Während sich die Devisenreserven im Betrachtungszeitraum beinahe verdreifachten, gingen die Goldreserven um fast drei Viertel zurück.

Tabelle 2: Brutto-Währungsreserven der OeNB in Mio. S

	Gesamtstand	Gold zum Marktwert ²⁴	Devisen und Valuten	Forderungen an EWU/EZB
1988	207.466	114.176	83.905	—
1989	207.350	104.319	94.296	—
1990	188.748	88.947	92.231	—
1991	195.698	84.755	102.701	—
1992	216.368	75.293	130.174	—
1993	255.593	77.831	167.667	—
1994	264.179	80.440	174.101	—
1995	262.213	46.432	179.304	26.567
1996	293.847	44.140	199.303	38.246
1997	280.245	31.793	195.268	39.107
1998	298.545	32.692	245.746	1.623
1988-1998	+43,9%	-71,4%	+192,9%	—

Bestände jeweils zu Jahresende.

Quelle: OeNB (1999), eigene Berechnungen.

Die besonders hohe Steigerung der Währungsreserven in den Jahren 1992 und 1993 war angesichts der Währungsturbulenzen in Europa wäh-

rend dieser Jahre, die zur Abwertung der Währungen Großbritanniens, Spaniens, Portugals, Griechenlands, Italiens und Schwedens führten und der Banque de France einen Gutteil ihrer Devisenreserven zur Verteidigung des Franc kosteten, eine zur Verteidigung der Schilling-Mark-Parität nützliche, wenn nicht sogar notwendige Strategie.

Der in Tabelle 3 angestellte Vergleich zeigt, daß sich die Währungsreserven der OeNB in den vergangenen zehn Jahren weit stärker vergrößert haben als die irgendeiner anderen der verglichenen Notenbanken. Während die Reserven in Euroland insgesamt um nominell 63% zunahmen, stiegen jene Österreichs um 192% und damit fast auf das Dreifache ihres Wertes von 1988.

Tabelle 3: Währungsreserven (ohne Gold) ausgewählter Notenbanken zu Jahresende in Mrd. USD (jeweils aktueller Wechselkurs)

	Öster- reich	Belgien	Deutsch- land	Nieder- lande	Euro- land	Schweiz	USA	Japan
1988	7,4	9,3	58,5	16,1	205,1	24,2	36,7	96,7
1989	8,6	10,8	60,7	16,5	228,7	25,3	63,5	84,0
1990	9,4	12,2	67,9	17,5	287,3	29,2	72,3	78,5
1991	10,3	12,2	63,0	17,8	283,1	29,0	66,7	72,1
1992	12,4	13,8	91,0	21,9	267,0	33,3	60,3	71,6
1993	14,6	11,4	77,6	31,3	253,2	32,6	62,4	98,5
1994	16,8	13,9	77,4	34,5	275,1	34,7	63,3	125,9
1995	18,7	16,2	85,0	33,7	284,5	36,4	74,8	183,3
1996	22,9	17,0	83,2	26,8	311,6	38,4	64,0	216,6
1997	19,7	16,2	77,6	24,9	324,1	39,0	58,9	219,6
1998	22,4	18,3	74,0	21,4	300,60	41,2	70,7	215,5
1988– 1998	+192%	+131%	+38%	+43%	+63%	+60%	+86%	+120%

Quelle: OeNB (1999), eigene Berechnungen.

Auch im Verhältnis zur Bilanzsumme der OeNB und zur Geldmenge stiegen die Fremdwährungsreserven eklatant, wie aus Tabelle 4 hervorgeht. Die Deckung des Gesamtumlaufs nahm im Zeitraum 1988-98 um mehr als 50 Prozentpunkte auf fast 200% zu. Diese Zunahme war insbesondere auf das überproportionale Anwachsen der valutarischen Deckungsbestände, also jener in Fremdwährungen, zurückzuführen, die sich mehr als verdoppelten. In Euroland insgesamt lagen die Vergleichswerte deutlich unter jenen Österreichs: Die Deckungswerte machten 142% (Österreich: 195%), die valutarischen Deckungswerte 78% (Österreich: 177%) des Gesamtumlaufs aus. Eine Reduktion der Deckungsbestände der OeNB auf den in Euroland herrschenden Durchschnitt von 142% des Gesamtumlaufs würde gut 80 Mrd. S ausmachen.

Tabelle 4: Die Entwicklung der Aktivseite der OeNB-Bilanz

	in Mrd.S		in % der Bilanzsumme	
	1988	1998	1988	1998
I. Deckungsbestände	202,09	329,88	90,5%	89,9%
<i>valutarische Deckungsbestände</i>	132,94	298,75	59,6%	81,4%
1. Gold (1988 Buch-, '98 Marktwert)	39,46	32,69	17,7%	8,9%
2. Devisen und Valuten	83,91	245,75	37,6%	67,0%
3. Forderungen gegen das EWI	–	1,62	0,0%	0,4%
4. Sonderziehungsrechte beim IWF	3,37	1,75	1,5%	0,5%
5. Beteiligung am IWF	4,72	15,43	2,1%	4,2%
6. andere Forderungen gg. d. IWF	1,18	1,46	0,5%	0,4%
7. Forderungen gegen ausländische Notenbanken	0,30	47,17	0,1%	12,9%
8. Scheidemünzen	1,05	1,54	0,5%	0,4%
9. eskontierte Wechsel	30,03	–	13,5%	0,0%
10. eskontierte ERP-Wechsel	7,96	8,79	3,6%	2,4%
11. Wertpapiere aus Offenmarktgeschäften	29,70	18,12	13,3%	4,9%
12. Forderungen gegen den Bundesschatz	0,41	2,68	0,2%	0,7%
II. andere Aktiven	21,10	37,04	9,5%	10,1%
Bilanzsumme	223,19	366,92	100,0%	100,0%
Deckungsbestände in % des Gesamtumlaufs			141,0%	195,4%
valutarische Deckungsbestände in % des Gesamtumlaufs			92,8%	177,0%
zum Vergleich Eröffnungsbilanz des ESZB:				
Deckungsbestände in % des Gesamtumlaufs				142,8%
valutarische Deckungsbestände in % des Gesamtumlaufs				78,5%

Quellen: Geschäftsberichte, OeNB (1999) 6, EZB (1999) 9*, eigene Berechnungen.

Auch nach den anderen gebräuchlichen Kriterien betrachtet, hält die OeNB im internationalen Vergleich – wie aus Tabelle 5 ersichtlich – höhere Devisenreserven als die Notenbanken fast aller anderen berücksichtigten Staaten.

- Die österreichischen Devisenreserven erreichen 93% des Gesamtumlaufs. Damit liegt Österreich unter den untersuchten Ländern nach der Schweiz an zweiter Stelle. Vergleichbare Länder wie Belgien oder die Niederlande liegen 10 bzw. 20 Prozentpunkte darunter, die Quote für Euroland liegt bei 44%.
- Nach dem Verhältnis der Devisenreserven zum BIP liegt Österreich mit 6,4% an zweiter Stelle. Hier liegt die Quote für Euroland bei 3,5%.

Das Verhältnis der Devisenreserven zu den Importen – der gebräuchlichste Indikator – ist in der Spalte ganz rechts dargestellt, wobei ein geringerer Quotient für einen höheren Anteil der Devisenreserven an den Importen steht. Hier liegt Österreich mit seinem Quotient von 1,5 sogar vor Japan und der Schweiz an erster Stelle.

Tabelle 5: Devisenreserven im Verhältnis zu BIP, Gesamtumlauf und Importen, Ende 1997

	Devisen- reserven ²⁵ in Mrd.S	Anteil am Gesamt- umlauf	Anteil am BIP	Anteil der Importe ²⁶ am BIP	BIP-Quote / Importquote
Belgien	131,60	80,05%	4,4%	15,7%	3,5
Deutschland	630,40	28,95%	2,4%	10,1%	4,1
Niederlande	202,28	70,91%	4,6%	11,1%	2,4
Österreich	160,04	93,52%	6,4%	9,4%	1,5
Schweiz	487,42	154,08%	15,8%	37,4%	2,4
Japan	2.744,56	45,41%	4,9%	10,3%	2,1
USA	736,13	13,78%	0,8%	12,9%	15,7
Euroland (1.1.1999)	3.261,61	44,60%	3,5%	11,0%	3,2

Quellen: IWF (1998c) 2, 72; Jahresberichte der Notenbanken für 1997; OeNB (1999); Fischer (1998); eigene Berechnungen.

4.3 Zur Außenhandelsdeckung notwendige Reservehaltung

Im § 62 (2) der bis 31.12.1999 geltenden Fassung des NBG hieß es: "Die OeNB hat Gold- und Devisenbestände in einer Höhe zu halten, wie es zur Regelung des Zahlungsverkehrs mit dem Ausland und zur Aufrechterhaltung des Wertes der Währung erforderlich ist." Diese Bestimmung entfällt im neuen NBG (1998) aus guten Gründen:

- Die Aufrechterhaltung des Wertes der Währung ist ab dem Eintritt in die dritte Stufe Aufgabe des ESZB. Die OeNB hat hier nur ausführende Funktion als Systemzentralbank.
- Seit 1.1.1999 existiert der Schilling nur mehr als Denomination des Euro. Die OeNB muss den Wechselkurs nicht mehr stabil halten, wie dies durch die D-Mark-Bindung und (ab 1.1.1995) das EWS gefordert war. Es besteht aus diesem Titel auch keine Notwendigkeit mehr, Devisenreserven für Marktinterventionen bereitzuhalten.
- Österreichs Handel mit den Teilnehmerstaaten der Währungsunion ist währungstechnisch Binnenhandel.²⁷ Der Zahlungsverkehr mit dem Ausland wird sich mit dem Eintritt in die dritte Stufe also um etwa zwei Drittel reduzieren (s.o. die entsprechende Argumentation der EU-Kommission).

Winckler²⁸ folgert daraus, daß die "Überschußreserve" der OeNB daher 65 bis 70 Mrd. S betrage. Seine Argumentation in Stichworten: Devisenreserven (Stand 1996) 200 Mrd. S; angenommener Anteil der Nicht-EU-Währungen mindestens 50%; Anteil der EU am Außenhandel 2/3 : $200 \times 0,5 \times 0,67 = 67$ Mrd. S.

Wincklers Ergebnis entspricht ziemlich genau jenem von Goldman Sachs (1996), der detailliertesten Bank-Studie zu diesem Thema. In dieser werden die österreichischen "excess reserves" mit rund 70 Mrd. S (5,1 Mrd. EUR) quantifiziert.

Führt man Wincklers Berechnung mit den Daten von Ende 1998 durch, kommt man auf folgendes Ergebnis: Devisenreserven 245 Mrd. S; Anteil

US-Dollar 55% (s.o.); Anteil der EU am Außenhandel $2/3 : 245 \times 0,5 \times 0,67 = 90$ Mrd. S an Devisen, die unter dem Gesichtspunkt der Sicherstellung des Zahlungsverkehrs mit dem Ausland nicht mehr benötigt werden.

5. Rechtlicher Rahmen für eine alternative Widmung der Devisenreserven

Wie oben bereits ausgeführt, besteht eine rechtliche Verpflichtung der OeNB zur Haltung von Devisenreserven lediglich im zur Bedienung möglicher "*further calls*" seitens der EZB erforderlichen Ausmaß. Jener § 62 (2) des alten NBG (s.o.), der bis Jahresende 1998 die rechtliche Grundlage für die Haltung von Devisenreserven durch die OeNB darstellte, wurde durch die Novelle des Jahres 1998 aufgehoben.

Eine Reduktion der Devisenreserven auf der Aktivseite der Bilanz müßte selbstverständlich mit einer Auflösung passivseitiger Reserven einhergehen. Diese bestehen aus fünf Fonds, deren Gesamtumfang zum Bilanzstichtag 1998 126,2 Mrd. S ausmachte (siehe Tabelle 6). Es sind dies:

- Der *Allgemeine Reservefonds*, dem gemäß § 69 (2) des alten NBG bis zum Bilanzstichtag 31.12.1998 10% des am Ende des Geschäftsjahres ermittelten Jahresüberschusses nach Abzug der Körperschaftssteuer zufließen. Diese Zuführung war gemäß zitierter Bestimmung so lange vorzunehmen, bis der Fonds die Höhe von 10% des Gesamtumschlages zum jeweiligen Bilanzstichtag erreicht hatte. In der ab 1.1.1999 gültigen novellierten Fassung des § 69 (2) NBG ist der Allgemeine Reservefonds nicht mehr normiert, die OeNB also nicht mehr verpflichtet, diesen in voller Höhe von rund 22 Mrd. S per Bilanzstichtag 1998 zu halten.
- Die *Freie Reserve* war im NBG nie ausdrücklich geregelt, dies gilt auch für die novellierte Fassung. Sie wird per Generalratsbeschluß aus dem nach der Durchführung der satzungsgemäßen Zuweisungen verbleibenden Bilanzgewinn dotiert. Im Durchschnitt der betrachteten Jahre 1988-98 wurden rund drei Viertel des Bilanzgewinns der Freien Reserve zugewiesen, insgesamt über 20 Mrd. S.
- Die *Reserve aus valutarischen Kursdifferenzen* macht den Löwenanteil des Eigenkapitals der OeNB aus. In der Bilanz 1998 erreichte sie einen Stand von rund 45 Mrd. S. Sie dient der Abdeckung des Kursrisikos, das sich aus den Fremdwährungsguthaben der OeNB ergibt. Die Höhe der Reserve erfuhr in den Jahren 1988-97 eine Verdopplung von 10 auf 20% der valutarischen Deckungsbestände, die durch sie gegen Kursschwankungen abgesichert werden sollen. In der Folge der erstmaligen Anwendung der "*Value-at-Risk*"-Methode²⁹ sank dieser Anteil 1998 auf 15%, 6,5 Mrd. S wurden ertragswirksam aufgelöst. Diese 15-prozentige Deckung ist im internationalen Vergleich allerdings immer noch sehr hoch: So beträgt der Entsprechungswert bei der Deutschen Bundesbank lediglich 6%.³⁰ Dieser Wert von 6% ist kein Zufall: Er entspricht der Standardabweichung des Wechselkurses des US-Dollar zur D-Mark in den vergangenen Jahrzehnten.³¹ Da der Schilling schon bisher fix an die D-Mark

gebunden war, gelten diese 6% auch für den Wechselkurs des US-Dollar zum Schilling. Eine Reserve dieser Höhe müßte auch deshalb ausreichen, weil der größte Rückgang der Reserve aus valutarischen Kursdifferenzen (= Kursverlust) während des Betrachtungszeitraums 1988-98 4,71 Mrd. S oder 2,2% der valutarischen Deckungsbestände betrug.

- Die *Anderen Reserven* bestehen aus der Reserve aus ERP-Zinsüberschüssen und dem Jubiläumsfonds zur Förderung der Forschungs- und Lehraufgaben der Wissenschaft. Die Anderen Reserven betrugen 1998 rund 6,6 Mrd. S.
- Der Stand der *Pensionsreserve* betrug Ende 1998 23,8 Mrd. S. Diese wird aus zwei Quellen gespeist: § 69 (2) NBG sieht vor, daß von dem gemäß § 69 (1) ermittelten Bilanzgewinn solange bis zu 10% der Pensionsreserve zuzuführen sind, bis jene "einen Betrag erreicht hat, der dem zur Sicherstellung der Pensionsansprüche der Dienstnehmer der OeNB nach versicherungsmathematischer Berechnung erforderlichen Deckungskapital entspricht". Danach "sind weitere Zuwendungen einzustellen". Die Erträge der Reserve sind allerdings gemäß § 69 (1) 2. NBG zu thesaurieren. Dies hatte zur Folge, daß die Pensionsreserve von 1988 bis 1998 um rund die Hälfte wuchs, obwohl sie seit 1986 versicherungsmathematisch voll gedeckt ist.³²

Tabelle 6: Die Entwicklung der Passivseite der OeNB-Bilanz

	in Mrd.S		in % der Bilanzsumme	
I. Grundkapital	0,15	0,15	0,1%	0,0%
II. Reserven	65,48	126,22	29,3%	34,4%
1. Allgemeiner Reservefonds	11,83	22,18	5,3%	6,0%
2. Freie Reserve	18,95	28,61	8,5%	7,8%
3. Reserve aus valutarischen Kursdifferenzen	13,79	44,97	6,2%	12,3%
4. Andere Reserven	5,30	6,64	2,4%	1,8%
5. Pensionsreserve	15,61	23,81	7,0%	6,5%
III. Banknotenumlauf	103,73	168,82	46,5%	46,0%
IV. Verbindlichkeiten aus dem Giroverkehr und andere sofort fällige Verpflichtungen	143,28	224,01	17,7%	61,1%
V. Ausgleichspost zu den vom IWF zugeteilten SZR	3,03	2,97	1,4%	0,8%
VI. Sonstige Passiven	9,22	12,44	4,1%	4,4%
VII. Bilanzgewinn	2,03	1,14	0,9%	0,3%
Bilanzsumme	223,19	366,92	100,0%	100,0%
III.+IV. Gesamtumlauf	247,01	392,83	64,2%	61,1%
Reserven in % des Gesamtumlaufs	26,5	32,1	–	–

Quellen: Geschäftsberichte, eigene Berechnungen.

Die soeben genannten fünf Reservefonds und das Grundkapital (150 Mio. S bis 31.12.1998) stellen insgesamt das Eigenkapital der Bank dar. Dieses erfuhr in der Geschichte der OeNB ein im Verhältnis zu Bilanzsumme und Gesamtumlauf dramatisches Wachstum, wie Tabelle 7 zeigt.

Aus der vorangegangenen Betrachtung ergibt sich, daß der Allgemeine Reservefonds und die Freie Reserve im neuen NBG nicht geregelt sind und daher durchaus vollständig aufgelöst werden könnten. Die Reserve aus valutarischen Kursdifferenzen könnte auf 6% der valutarischen Deckungsbestände reduziert werden.

Tabelle 7: Grundkapital und Reserven der OeNB in Mio. S zum Bilanzstichtag

	(1) Grundkapital und Reserven	(2) Bilanzsumme	(3) Gesamt- umlauf	Anteil von (1) an (2)	Anteil von (1) an (3)
1956	710	19.983	18.428	3,55%	3,85%
1970	5.974	58.042	49.841	10,29%	11,99%
1980	30.661	160.105	115.833	19,15%	26,47%
1988	64.955	223.194	143.284	29,10%	45,33%
1989	57.791	238.371	163.875	24,24%	35,27%
1990	59.611	241.395	163.547	24,69%	36,45%
1991	65.332	252.765	166.365	25,85%	39,27%
1992	73.952	277.541	183.873	26,65%	40,22%
1993	87.450	306.120	198.817	28,57%	43,99%
1994	85.329	310.115	207.773	27,52%	41,07%
1995	95.839	314.877	205.361	30,44%	46,67%
1996	113.986	347.169	219.715	32,83%	51,88%
1997	134.450	375.377	219.008	38,00%	65,13%
1998	125.100	366.919	224.009	34,09%	55,85%

Quelle: OeNB (1999) 7*.

Eine Übertragung von Aktiven oder Passiven an den Bund ist im NBG nicht geregelt, abgesehen vom Staatsfinanzierungsverbot des Art. 104 EGV und § 41 NBG. Dieses ist auf eine Übertragung von Vermögen der OeNB an den Bund aber nicht anwendbar, weil es sich dabei nicht um eine Kreditfazilität handelt.³³ Derartige Entscheidungen in Belgien, den Niederlanden oder Italien wurden seitens der EU-Behörden dementsprechend nicht beanstandet.³⁴

Eine Auflösung aktiv- und passivseitiger Reserven wäre mittels einfacher Verrechnung über das Gewinn- und Verlustkonto möglich. Der Generalrat könnte dann gemäß seiner Befugnis nach § 69 (3) NBG beschließen, diesen außerordentlichen Gewinn vollständig dem Bund zufließen zu lassen.

6. Schlußfolgerungen und Handlungsvorschläge

Aus den bisherigen Betrachtungen ergibt sich, daß die OeNB nach rechtlichen und volkswirtschaftlichen Gesichtspunkten mindestens 40 Mrd. S an Devisenreserven anderen Zwecken als der Sicherung des Zahlungsver-

kehrt mit dem Ausland und der Erfüllung ihrer Verpflichtungen als Systemzentralbank widmen könnte. Hinzu kommen rund 30 Mrd. S an Goldreserven, die keine geldpolitische Funktion mehr erfüllen und keine Rendite abwerfen.³⁵ Dies ergibt insgesamt ein verfügbares Volumen von *mindestens* 70 Mrd. S. Zur Erinnerung: Dies ist der kleinste gemeinsame Nenner der Resultate folgender Überlegungen:

- Die österreichischen Devisenreserven betrugen nach den Transaktionen am 1.1.1999 *mindestens* 121 Mrd. S, die Goldreserven 33 Mrd. S.
- Zwei Drittel des österreichischen Außenhandels sind seit 1.1.1999 währungstechnisch Binnenhandel. Daher können die Gold- und Devisenreserven um zwei Drittel oder rund 100 Mrd. S reduziert werden.
- Ihre Verpflichtung zur Bereitstellung von Reserven für "*further calls*" besteht laut ESZB-S jedenfalls nur im Rahmen ihrer Kapitalquote von 2,36%, d.h. bis zu rund 80 Mrd. S. Unter diesem Gesichtspunkt können also etwa 40 Mrd. S an Devisenreserven einer neuen Verwendung zugeführt werden.
- Die Reserve aus valutarischen Kursdifferenzen könnte bis auf 6% der valutarischen Deckungsbestände reduziert werden. Dies ist die Standardabweichung des Wechselkurses des US-Dollar zur D-Mark (und auch zum Schilling), die von der Bundesbank als Richtwert herangezogen wird. Unter der Annahme, daß die valutarischen Deckungsbestände rund 220 Mrd. S³⁶ betragen, könnte die Reserve um rund 30 Mrd. S auf rund 15 Mrd. S reduziert werden.
- Die Freie Reserve sowie der Allgemeine Reservefonds erfüllen keine näher bestimmte geldpolitische Funktion. Die Freie Reserve war im NBG nie geregelt, der Allgemeine Reservefonds ist es seit dem 1.1.1999 nicht mehr. Es ist daher möglich, beide in voller Höhe von rund 50 Mrd. S in der Bilanz 1998 aufzulösen.

Was mit den 70 Mrd. S an geldpolitisch nicht mehr notwendigen Gold- und Devisenreserven geschehen soll, ist eine politische Entscheidung. Die Untersuchung der volkswirtschaftlichen Auswirkungen der verschiedenen Varianten würden den Rahmen dieser Arbeit sprengen. Es sollen hier lediglich einige mögliche Verwendungszwecke skizziert werden.

In jedem Fall muß eine Neuwidmung der Reserven drei Bedingungen erfüllen:

- (i) Die Reserven dürfen nach dem Staatsfinanzierungsverbot des EGV nicht in das Budget fließen. Sie dürfen aber sehr wohl zur Schuldenreduktion herangezogen werden.
- (ii) Die Reserven müssen in einer inflationsvermeidenden Weise eingesetzt werden, denn ihre Auflösung erhöht zwangsläufig die Geldmenge.
- (iii) Da es sich bei den Devisenreserven der OeNB unter dem Gesichtspunkt der gesamtsstaatlichen Nettovermögensposition gegenüber dem Ausland um "geborgte" und nicht um "verdiente" Devisen handelt, sollte ihre Ausschüttung positive Effekte auf die österreichische Leistungsbilanz haben.

Folgende Verwendungsmöglichkeiten sind denkbar:

1. *Die Reserven bleiben in der OeNB.* Da der Reingewinn nach dem neuen NBG zu 90% an den Bund fällt³⁷, trägt die OeNB beträchtlich zu den Einnahmen des Bundesbudgets bei. Jede Entnahme von Reserven aus der OeNB würde diesen Budgetbeitrag dezimieren, lag doch der Anteil der Erträge aus den valutarischen Deckungsbeständen 1997 bei 88% und 1998 bei 85% der Gesamterträge. – Die o.g. Bedingungen wären erfüllt.
2. *Die Reserven werden einer Stiftung übergeben, die sie im Auftrag des Bundes verwaltet.* Diese Lösung führte zu einer klaren Trennung der Aufgaben der Notenbank und der staatlichen Vermögensverwaltung. In der Schweiz wurde dieser Weg beschritten und der Erlös eines Teilverkaufs der Goldreserven in eine "Nationalstiftung" eingebracht. – Die o.g. Bedingungen wären erfüllt.
3. *Die Reserven werden zur Finanzierung eines Übergangs vom Umlageverfahren auf ein Kapitaldeckungsverfahren in der Pensionsversicherung verwendet.* Diese Variante bedürfte betreffend die Bedingungen (ii) und (iii) einer näheren Untersuchung, bedeutete doch dieser Vorschlag, daß die Reserven innerhalb weniger Jahre vollständig konsumiert würden. Dies hätte höchstwahrscheinlich steigende Auswirkungen auf Inflation und Leistungsbilanzdefizit.
4. *Die Reserven werden zur Rückzahlung der Auslandsschulden verwendet.* Dieser Vorschlag wäre hinsichtlich der o.g. Bedingungen optimal, denn hier würde jegliche Ausweitung der inländischen Geldmenge vermieden,³⁸ und die Nettoposition gegenüber dem Ausland bliebe unverändert. Die Rückzahlung der Schulden ist jedoch nur dann sinnvoll, wenn ihre Verzinsung über einer bei Veranlagung der Reserven zu erzielenden Rendite liegt.

Der Vorschlag, die Reserven in einen Forschungsfonds einzubringen, ist lediglich eine Frage der Verwendung der Erträge. Die Bundesregierung könnte auch einfach die von der OeNB überwiesenen Erträge der Forschung widmen.

Die entscheidende Frage betreffend die Verwendung der 70 Mrd. S nicht mehr benötigter Reserven geht über die nach der höchsten kurzfristig erzielbaren Rendite hinaus: Soll das zur Verfügung stehende Vermögen einfach Zinsen abwerfen, die zur Finanzierung des budgetpolitischen Alltags verwendet werden, oder entschließt man sich dazu, damit eine Großinvestition in die Zukunft Österreichs zu tätigen?

Anmerkungen

* Der vorliegende Artikel ist eine Kurzfassung der Diplomarbeit "Ist die Oesterreichische Nationalbank überkapitalisiert? – Eine Untersuchung ihrer aktiv- und passivseitigen Reserven", die im April 1999 von Georg Winckler, Ordinarius für Volkswirtschaftslehre an der Universität Wien, approbiert wurde. Ihm dankt der Autor für die geduldige und motivierende Betreuung.

¹ Diese setzen sich im wesentlichen aus Devisen und Valuten und Gold zusammen. Nur sie sind im folgenden mit "Fremdwährungsreserven" gemeint. Die Forderungen gegenüber der EZB und dem IWF sind hier nicht relevant.

- ² Auch als "monetäre Basis" bezeichnet.
- ³ EZB (1999) 4*f.
- ⁴ Angesichts der Eröffnungsbilanz des ESZB zum 1.1.1999 scheint dieser Betrag zu hoch gegriffen. Sein Entsprechungswert lag an diesem Tag bei etwa 200 Mrd. EUR.
- ⁵ Siehe beispielsweise Roger (1993).
- ⁶ Ebd. 15.
- ⁷ Ebd.
- ⁸ In diesem Sinne auch Grubel (1971) 1149: "... define reserve supplies as adequate if they equal aggregate world demand estimated from reserve demand functions based on recorded past behavior and at projected level of the determinants."
- ⁹ Machlup (1966) 207.
- ¹⁰ 1997 lag der Anteil des EU-Binnenhandels an den Exporten der EU-15 bei 69,60%, jener an den Importen bei 66,06%.
- ¹¹ Dieser besagt, daß Aggregate in ihrer Höhe prozentuell geringere Schwankungen aufweisen als ihre Teile. Die Höhe der Importe von Euroland werden also z.B. geringer schwanken als diejenigen der einzelnen Staaten.
- ¹² In: McCauley (1998) 35.
- ¹³ Europäische Kommission (1990) 203.
- ¹⁴ Werte von 1990 für damalige zwölf Mitgliedsstaaten.
- ¹⁵ Gros, Thygesen (1998) 474.
- ¹⁶ EWI (1997) 8.
- ¹⁷ EWI (1997) 45.
- ¹⁸ Dies unterstreicht auch das EWI (1998) 25.
- ¹⁹ Die betreffende Entscheidung wurde im zweiten Halbjahr 1998 gefällt, jedoch nicht der Öffentlichkeit zugänglich gemacht; EZB (1999) 38*.
- ²⁰ EZB (1999) 38*.
- ²¹ Art. 30 (4) ESZB-S.
- ²² Dementsprechend heißt es in OeNB (1994) 26: "(...) ist eine Benachteiligung der OeNB durch vergleichsweise überhöht verlangte Übertragungen nicht möglich. Entsprechendes gilt auch für eine allfällige Übertragung von Gold."
- ²³ Vgl. Hochreiter, Winckler (1995)
- ²⁴ Bewertet mit dem Mittel aus 1. und 2. Fixing in London im Periodendurchschnitt.
- ²⁵ Für die an der Währungsunion teilnehmenden Staaten exklusive der Euroland-Währungen; unter der Annahme, dass der Anteil der Euro-Währungen in jedem Land 33% betrug; vgl. EZB (1999) 4*f.
- ²⁶ Importe i.w.S., also inklusive Dienstleistungen; exklusive jener aus Euroland; Werte von 1996.
- ²⁷ Unbeschadet dessen ist eine zunehmende Verschuldung einer Region gegenüber einer anderen unter dem Aspekt der Kreditmärkte natürlich sehr wohl relevant.
- ²⁸ Winckler (1997) 11f.
- ²⁹ Das Ergebnis dieses Ansatzes stellt jene Währungsverlustgrenze dar, die bei einem gegebenen Fremdwährungsbestand und einer gegebenen Währungsstreuung mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit innerhalb eines angenommenen Zeithorizonts nicht überschritten wird; OeNB (1998) 110.
- ³⁰ Laut Geschäftsbericht 1997 betrug die Reserve zur Deckung von fast 900 Mrd. S (aktivseitige Bilanzposten 1 bis 6) rund 55 Mrd. S (S.182, unter "sonstige Rückstellungen").
- ³¹ Gros, Schobert (1998) 14.
- ³² Vgl. OeNB (1998) 112.
- ³³ "Überziehungs- oder andere Kreditfazilitäten bei der EZB oder den Zentralbanken der Mitgliedstaaten (...) für Organe oder Einrichtungen der Gemeinschaft, Zentralregierungen, regionale oder lokale Gebietskörperschaften, sonstige Einrichtungen des öffentlichen Rechts oder öffentliche Unternehmen der Mitgliedstaaten sind ebenso verboten wie der unmittelbare Erwerb von Schuldtiteln von diesen durch die EZB oder die nationalen Zentralbanken." Dieser Artikel Art.104 (1) EGV wurde durch die Ratentscheidung

93/3603/EC präzisiert. Der Ausdruck "andere Kreditfazilitäten" wird hier in Art.1 (1) folgendermaßen definiert:

- (1) Jede Forderung gegen den öffentlichen Sektor, die am 1.1.1994 bestand, mit der Ausnahme festverzinslicher Forderungen, die vor diesem Datum erworben wurden.
 - (2) Jede Finanzierung der Verpflichtungen des öffentlichen Sektors gegenüber Dritten.
 - (3) Jede Transaktion mit dem öffentlichen Sektor, aus der (auch nur möglicherweise) zu einer Forderung gegenüber diesem entstände.
- ³⁴ Die Diskussion derartiger Fälle betraf vielmehr die Frage, ob derartige Übertragungen zur Reduktion des Budgetdefizits herangezogen werden dürften. Diese wurde mit "Nein" beschieden. Sehr wohl reduziert eine solche Operation aber die Staatsschuld.
- ³⁵ Außer jener aus Gold-Swaps, diese ist jedoch vernachlässigbar.
- ³⁶ Wert in der Bilanz 1998 von rund 330 Mrd. S, reduziert um 45% der Devisenreserven oder 110 Mrd. S. Diese 45% stellen den maximal möglichen Anteil anderer Währungen als des US-Dollar-an den Devisenreserven der OeNB dar.
- ³⁷ Das „alte“ NBG 1984 sah vor, daß 10% des Jahresüberschusses dem Allgemeinen Reservefonds zugeführt werden sollten, bis dieser 10% des Gesamtumschs erreicht hatte. Der Bund erhielt ein Drittel des nach den Zuweisungen an den Allgemeinen Reservefonds und an die Pensionsreserve verbleibenden Reingewinns sowie die Hälfte des nach der in ihrer Höhe vom Generalrat zu bestimmenden Zuweisung an die Freie Reserve verbleibenden Bilanzgewinns.
- ³⁸ In diesem Sinne auch Prof. Felderer in "Die Presse" (22.12.1998).

Literatur

- Europäische Kommission, Ein Markt, eine Währung, in: Europäische Wirtschaft 44 (1990).
- EWI, Die einheitliche Geldpolitik in Stufe 3. Festlegung des Handlungsrahmens (Frankfurt 1990).
- EWI, Jahresbericht 1997 (Frankfurt 1998).
- EZB, Monatsbericht Januar 1999 (Frankfurt 1999).
- Fischer Weltalmanach (Frankfurt 1998).
- Gros, Daniel; Thygesen, N., European Monetary Integration (Reading 1998²).
- Grubel, H., The Demand for International Reserves: A Critical Review of the Literature, in: Journal of Economic Literature 9 (1971) 1148-1166.
- Hochreiter, E.; Winckler, G., The Advantages of Tying Austria's Hands: The Success of the Hard Currency Strategy, in: European Journal of Political Economy 11 (1995) 83-111.
- IWF, Direction of Trade Statistics Yearbook 1997 (Washington 1998).
- Machlup, F., The Need for Monetary Reserves, in: Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review 78 (1966) 175-222.
- McCauley, R.N., The Euro and the Dollar (=BIS Working Paper, mimeo, 1998).
- OeNB, Die Währungsreserven der Oesterreichischen Nationalbank im Rahmen des europäischen monetären Integrationsprozesses, in: Berichte und Studien 2 (1994).
- OeNB, Geschäftsbericht 1997 (1998).
- OeNB, Statistisches Monatsheft 12 (1998).
- Roger, S., The management of foreign exchange reserves (=BIS Working Papers 38, 1993).

Zusammenfassung

Durch den Eintritt Österreichs in die dritte Stufe der Europäischen Währungsunion hat sich die Höhe der von der Oesterreichischen Nationalbank (OeNB) benötigten Fremdwährungsreserven deutlich reduziert. Erstens braucht die OeNB keine Reserven zur Verteidigung des Schillingkurses mehr. Zweitens reduzieren sich die Fremdwährungstransaktionen der österreichischen Wirtschaft, weil der Handel in der Eurozone währungstechnisch Binnenhandel ist. Drittens allerdings hat die OeNB als Systemzentralbank die Verpflichtung zu einer gewissen Reservehaltung. Diese Überlegungen resultieren in einem verfügbaren Volumen von mindestens 70 Mrd. S.