

Zur Diskussion

Die *New Economy*, *Emerging Markets* und der Finanzplatz Österreich

Ralf Kronberger

Zu den hier diskutierten Themenblöcken New Economy, Emerging Markets und Finanzplatz Österreich lassen sich vor allem folgende Aussagen machen: (1) Finanzdienstleistungsprodukte erfahren wesentliche Veränderungen durch den Einsatz der Informations- und Kommunikationstechnologie. (2) Ob die New-Economy-Unternehmen auf den Aktienmärkten nun richtig bewertet sind oder nicht, kann derzeit nur schwer gesagt werden. (3) Die zuletzt häufigen Finanzmarktkrisen auf den Emerging Markets sind auf verhältnismäßig leicht erkennbare Ungewichte in den fundamentals zurückzuführen. Eine Vermeidung solcher Krisen ist problematisch, weil sie oft strukturell bedingt sind. (4) Der Finanzplatz Österreich ist einerseits durch die Konsolidierung im österreichischen Bankensektor geprägt und andererseits durch die Frage, ob, wie und in welcher Form die Wiener Börse weiterbestehen wird.

Einleitung

Ökonomen verspüren oft Unbehagen bei der Tatsache, daß 97% des Handelsvolumens auf den Finanzmärkten nicht durch Güterhandel verursacht sind (Schneider). Dies ist eine beeindruckende Zahl, doch einige Zahlen zur Struktur und Größe der Finanzmärkte sollen helfen, die richtigen Relationen zwischen den einzelnen Finanzmarktsegmenten herzustellen.

Von 1980 bis 1998 erhöhte sich das Weltfinanzvermögen um mehr als 550% von 12 Bill. \$ auf 80 Bill. \$. Am stärksten wuchs der Anteil des Aktienkapitals. Über die höchste Liquidität verfügen die Devisenmärkte. 1998 wurden täglich 2 Bill. \$ am Weltmarkt umgesetzt, gefolgt von Anleihen mit einem Tagesumsatz von rund 600 Mrd. \$. Der Tagesumsatz im Weltaktienhandel entspricht in etwa jenem des täglichen Welt-BIP, welches sich auf rund 100 Mrd. \$ beläuft (The Economist, 1999).¹

Die stark gestiegenen Volumina auf den Finanzmärkten spiegeln nicht nur die Tatsache wider, daß Kapital an sich wesentlich mobiler ist als Güter, sondern auch, daß die Integration der Finanzmärkte in den letzten Jahren sehr stark vorangetrieben wurde. Neben der Beseitigung der regulativen Barrieren spielt allerdings auch der Einsatz der Informations- und Kommunikationstechnologie (IKT) eine immer wichtigere Rolle in den Finanzmärkten. Die IKT vereinfacht die Abwicklung immer größerer Umsätze, erlaubt den Einsatz neuer Finanzinstrumente sowie deren weitere Verbreitung im kommerziellen und verstärkt im Konsumentensegment.

Zuvor beschriebene Tendenzen sind auch am österreichischen Finanzmarkt beobachtbar. Vor wenigen Monaten wurde die Wiener Börse an das deutsche Handelssystem Xetra angeschlossen, was unter anderem zu einer beträchtlichen Reduktion der Transaktionskosten geführt haben soll (OeNB, 2000). Zudem ist geplant, eine Börse für die zentral- und osteuropäischen Länder unter dem Namen NEWEX zu errichten. Diesen Entwicklungen steht allerdings eine im internationalen Vergleich niedrige Kapitalisierung und eine ebenso schlechte

¹ Zum Vergleich: Das österreichische Tages-BIP entspricht rund 0,5% des täglichen Umsatzes auf den Weltaktienmärkten.

Performance der Wiener Börse gegenüber.² Wird der Finanzplatz Österreich eine größere Bedeutung zumindest auf regionalem Niveau bekommen, oder wird er in Zukunft ganz von der Bildfläche verschwinden?

Immer größere Finanzmärkte scheinen auch Gefahren in sich zu bergen. Die zweite Hälfte der neunziger Jahre war durch eine Serie von Banken- und/oder Währungskrisen geprägt, welche beträchtliche Effekte auf das Weltfinanzsystem ausübten. Beispielsweise die Mexikokrise Ende des Jahres 1994, Anfang 1995 führte nicht nur zu einem Zusammenbruch der lokalen mexikanischen Finanzmärkte, sondern riß auch weitere lateinamerikanische Staaten mit in die Krise (z. B. Argentinien).³ Weitere Finanzkrisen folgten, 1997 die Südostasienkrise, 1998 die Rußlandkrise und 1999 die Brasilienkrise. Wesentliches Kennzeichen all dieser Krisen waren die Übertragungseffekte, die vom Krisenland ausgingen und Wirkungen in einer Region oder auch mehreren geographisch nicht aneinander grenzenden Regionen zeigten. Was ist nun Ursache dieser Krisen, und wie kann man sie in den Griff bekommen?

Innovationen und Finanzmärkte

Aus mikroökonomischer Sicht bringt der zunehmende Einsatz der IKT deutlich sinkende Informations- und Transaktionskosten mit sich. Hinsichtlich Produkte und Struktur bedeutet dies eine immer weiter fortschreitende Disintermediation im Bank- und Finanzwesen. Im wesentlichen können vier Wellen der Disintermediation unterschieden werden (The Economist, 20. 5. 2000a):

- Transformation einfacher Spareinlagen in komplexere Instrumente wie Pensionsinvestmentfonds (PIFs), Lebensversicherungen usw.;
- Kapitalmärkte übernehmen Bankfunktionen hinsichtlich der Kreditvergabe (steigende Verbriefung);
- die Informationstechnologie bringt eine Rationalisierung im *Back-Office*-Bereich;
- Disintermediation der Bankprodukte.

Für den Bankensektor zeichnen sich also gravierende strukturelle Veränderungen ab. Die traditionelle Bankenfunktion, die Spareinlagen als Kredite zur Verfügung zu stellen und die damit einhergehende Erzielung von Zinserträgen, wird zunehmend in den Hintergrund gedrängt, nicht zuletzt aufgrund der fortschreitenden Automatisierung und Standardisierung bei der Kreditvergabe (Varian; Mishkin/Strahan, 1999).⁴ Darüber hinaus greifen Unternehmen zur Kapitalbeschaffung verstärkt auf Anleihen- und Rentenmärkte zurück. Auch die Tendenz zur zunehmenden Verbriefung erleichtert nicht nur den Unternehmen den Zugang zur alternativen Kapitalbeschaffung.

Die jüngste Disintermediationswelle – ausgelöst durch die verstärkte Nutzung der Möglichkeiten des Internet – könnte mittelfristig den Ausspruch Bill Gates „Banking is important, banks are not“ Wirklichkeit werden lassen.

Die *New Economy* – ihre Bewertung auf den Aktienmärkten

Die Preisbildung an den Aktienmärkten gab in jüngster Zeit vermehrt Anlaß zur Unruhe. Kaum jemand verwehrt sich, daß die Aktien vor allem der Technologieunternehmen, welche die Trendsetter der *New Economy* sind, überbewertet seien. Es herrschten geringe Zweifel, daß

² Der ATX der Wiener Börse verzeichnete von 1996 bis Oktober 1999 einen Zuwachs von 17 %. Gemessen an den restlichen Börsen im Euroland ist dies die kleinste Zuwachsrates (EK, 1999).

³ Für eine weitergehende Analyse der Effekte der Mexikokrise auf Argentinien siehe u. a. D'Amato et al. (1997) und Traa et al. (1998).

⁴ Dieser Trend ist auch bereits in Österreich beobachtbar (Tabelle 1).

es nach der Börsenralley in der zweiten Hälfte des Jahres 1999 zu einem Platzen der Spekulationsblase kommen mußte. Weniger Einstimmigkeit herrschte darüber, wie stark die Überbewertung⁵ bzw. wie stark die zu erwartende Korrektur und deren zu erwartende Konsequenzen seien. Dieses Bild ist auch stimmig mit der Feststellung Streisslers, daß es keinen „wahren Wert“ gibt und die Preise somit „ruhelos“ und „ohne einen Anker“ sind. „... die Preise aller langfristigen Vermögensgüter ... sind ... lediglich abdiskontierte Zukunftshoffnungen des Durchschnitts der Marktteilnehmer ... oder ... nur zu oft Ausdruck von Massenhysterien“. Viele Marktteilnehmer glaubten zu dem Zeitpunkt aber, daß die Technologieunternehmen ein immens hohes Gewinnpotential durch den vermehrten Einsatz von IKT hätten. Entsprechend hoch waren auch die Bewertungen dieser Aktien. Erschwerend kam noch hinzu, daß anfänglich die Expertise zur Bewertung der *New Economy* erst im Aufbau begriffen war. Daß die *New-Economy*-Unternehmen, nachdem man sie besser bewerten konnte (anhand neu entwickelter Kennzahlen), eine Bewertungskorrektur erfuhren, zählt zu einem natürlichen Prozeß (Treichl, 2000).

Die Korrektur an den Aktienmärkten stellte sich denn auch tatsächlich im März 2000 ein. Vor allem die Indizes der Technologieaktien verzeichneten starke Einbrüche. Der Technologieindex Nasdaq brach von März auf Mai 2000 um etwas weniger als 40% ein. Indizes wie der deutsche Dax oder der amerikanische S&P 500 brachen aufgrund geringerer Gewichtung der Technologieaktien weniger ein.⁶ Das heißt, auf den Aktienmärkten hat bereits eine deutliche Korrektur eingesetzt. Ob der Talboden schon erreicht ist oder ob noch eine Fortsetzung der Korrektur folgt, ist ungewiß. Szenarien ähnlich jenem folgend der großen Depression im Jahre 1929 oder Kettenreaktionen ausgelöst durch eine Verarmung großer Teile der Bevölkerung durch Kursverluste von Aktien, welche auf Kredit gekauft wurden, scheinen bisher nicht eingetreten zu sein (Schneider).

Meltzer (2000) arbeitete die Ähnlichkeiten und die Unterschiede der beiden Zeitperioden 1920–29 und 1990–99 bezogen auf die USA heraus. Beide Perioden waren durch bedeutende Produktivitätssteigerungen gekennzeichnet, welche mit einer niedrigen Inflation einhergingen. In beiden Zeitabschnitten konnten die Budgetdefizite in Budgetüberschüsse umgewandelt werden. Auch stiegen die Aktienkurse sowohl in den zwanziger als auch in den neunziger Jahren sehr stark. Vergleicht man die deflationierten S&P-Indizes beider Perioden, werden Unterschiede deutlich. Die Spekulationsblase ist in den zwanziger Jahren auf einem vergleichsweise niedrigeren Niveau geplatzt, als sich der S&P Ende der neunziger Jahre befand. Der wesentlichste Unterschied zwischen den beiden Zeitabschnitten ist aber in der Geld- und Währungspolitik zu sehen. In den zwanziger Jahren orientierte sich die Geldpolitik an einem stabilen Außenwert der Währung, während in den neunziger Jahren wesentlich mehr Wert auf einen stabilen Innenwert der Währung gelegt wird. Auch die Problemlage ist eine andere. Während gegen Ende der zwanziger Jahre das Hauptproblem die Beendigung der Deflationsphase darstellte, ist für die USA nun die Reduzierung des äußerst hohen Leistungsbilanzdefizits notwendig.⁷

In engem Zusammenhang mit der These, daß der *New Economy* eine Rezession ähnlich jener in den dreißiger Jahren folgt, steht die Annahme, daß ein drastischer Kursrückgang der Aktien zu einer erheblichen Reduktion im Konsum führt. Poterba (2000, 111) kommt nach Ana-

⁵ Selbst Krugman, einer der renommiertesten amerikanischen Ökonomen, erwartete eine Kurskorrektur des Nasdaq auf rund 2000 Punkte. Juni/Juli 2000 schwankte der Index um die 4000-Punkte-Marke (Hoffmann/Wettach, 2000).

⁶ Die Zeitreihen der wichtigsten Aktienindizes sind auf einer Vielzahl von Websites abzurufen, z. B. [<http://www.bloomberg.com>], [<http://www.onvista.de>], [<http://www.bluebull.com>].

⁷ Meltzer (2000, 16) merkt zudem an: “The lesson I draw is that the stock market received too much attention in 1928–29, and it gets too much attention now. The stock market in the late 1920s, and the 1990s mainly reflected current and anticipated future earnings growth.”

lysen der Börsenkrachs 1929 und 1987 zu folgendem Schluß: "The 1929 and 1987 stock market declines, while reflecting wealth declines rather than increases, are natural episodes to consider. In neither case does the evidence suggest a large impact of stock market fluctuations on consumer spending." Bei der Frage von negativen Effekten auf den Wohlstand durch Aktienkursverluste sind Verteilungsfragen zu berücksichtigen. In den USA besitzen 1% der reichsten Haushalte rund die Hälfte des gesamten US-Aktienvermögens. 80% der Bevölkerung besitzen 4% des Aktienvermögens, 14% des Geldvermögens (ohne Aktien) und 29,3% der Immobilien. Diese Verteilung impliziert, daß ärmere Bevölkerungsschichten von Kursrückgängen kaum beeinträchtigt sind, weil nur ein kleiner Teil ihres Vermögens in Aktien angelegt ist. Die marginale Konsumneigung der reichen Haushalte ist bei weitem kleiner als die durchschnittliche marginale Konsumneigung. Eine Wohlstandsminderung der reichen Haushalte durch Kursverluste ihrer Aktien führt unter der Annahme symmetrischen Verhaltens dazu, daß sie ihren Konsum in diesem Fall auch weniger einschränken.⁸

Internationale Finanzkrisen

Wie schon angedeutet ging die weltweite Öffnung der Finanzmärkte mit deutlich wahrnehmbaren Finanzkrisen ausgehend von den sogenannten *Emerging Markets* einher.⁹ Die Ursachen und der Verlauf der Finanzmarktcrisisen in Mexiko, Südostasien (im wesentlichen waren die Länder Thailand, Indonesien und Südkorea in dieser Region betroffen), Rußland und Brasilien sind zwar nicht homogen, aber sie lassen sich doch auf drei wesentliche Charakteristika zurückführen (Summers, 2000):

(1) Nach einer Periode beträchtlicher Kapitalströme beschließen die Investoren, ihre Finanzposition im betroffenen Land zu reduzieren. Dies geschieht meist als Reaktion auf veränderte *fundamentals*. Beispielsweise kann die Wechselkurspolitik eines Landes an Glaubwürdigkeit verlieren aufgrund beträchtlicher Fiskal- und Leistungsbilanzdefizite (*twin deficit*) wie in Brasilien, ein großes Leistungsbilanzdefizit in Thailand, eine hohe Verschuldung der öffentlichen Haushalte in Rußland und/oder strukturelle und regulative Schwächen in den nationalen Finanzmärkten.

(2) Viele der Investoren in den *Emerging Markets* gingen dazu über, anstatt ihr Verhalten auf eigene Analysen zu stützen, sich vielmehr am Verhalten anderer Investoren zu orientieren (*heard behavior*). Zwei Phänomene ergeben sich daraus. Zum einen entwickelte sich ein Verhalten der Anleger, wie es von den Bankpaniken bekannt ist („Wenn alle ihr Geld von der Bank abheben, dann mache ich es auch“). Die Zahlungsunfähigkeit der Bank ist dadurch beinahe schon vorprogrammiert. Zum anderen ist die Volatilität der Kapitalströme auch damit zu erklären, daß internationale Anleger ihr Finanzvermögen auf eine Vielzahl riskanter Auslandsinvestitionen aufteilen. Da sie mit fixen Informationskosten je Land konfrontiert sind, kann es sich rechnen, daß sich die Anleger einfach diversifizieren, ohne sich die Mühe zu machen, sich über jede einzelne Anlage getrennt zu informieren (Obstfeld, 1998).

(3) Eine Form des *Circulus vitiosus* stellt sich ein. Der Kapitalabfluß gepaart mit einer deutlichen Abwertung der Währung sorgt für eine fortschreitende Verschlechterung der *fundamentals*. Dies zieht wiederum eine negative Reaktion der Finanzmärkte nach sich. Die reale Abwertung der Währung führt zu einer Senkung der Realeinkommen und -ausgaben. Abwertungserwartungen führen zu weiteren Kapitalabflüssen. Zudem steigt der Wert von Verbindlichkeiten im Ausland gemessen an der nationalen Währung. Eine Verschlechterung der Kreditwürdigkeit der nationalen Schuldner ist die Folge. Der Druck auf die nationalen Finanzmärkte wird stärker und führt wiederum zu einer weiteren Verschlechterung der *fundamentals*.

Der in (2) angeführte Übertragungseffekt – ausgelöst durch das Herdenverhalten von Anlegern – stellt nur einen möglichen Übertragungskanal dar. Eichengreen/Rose bestätigten

⁸ Aktienbesitz ist in den USA weit populärer als in Österreich, wodurch in Österreich Kursveränderungen bei den Aktien noch weniger Einfluß auf die marginale Konsumneigung haben dürften. Zum einen besaßen Ende 1999 43% der amerikanischen Bevölkerung und nur 6% der österreichischen Bevölkerung Aktien. Zum anderen ist auch in Österreich eine starke Konzentration des Aktienbesitzes festzustellen (dazu Mooslechner, 1997).

⁹ Eichengreen/Rose legen den Schwerpunkt ihrer Analyse auf eine Panelbetrachtung von 20 OECD-Ländern. Die Unterschiede zwischen den OECD-Ländern und den *Emerging Markets* werden in ihrer Arbeit viel mehr angedeutet als systematisch analysiert. Sind es doch gerade die Krisen in den *Emerging Markets*, welche in der zweiten Hälfte der neunziger Jahren dominierten.

empirisch, daß die Übertragung von Schocks über den Handelskanal zwischen Ländern mit einem hohen Grad an Handelsverflechtung ebenfalls sehr wahrscheinlich ist. Ähnlich ist das Argument über die Verflechtung der Finanzmärkte. Wenn der Grad an wechselseitigen Investitionen in zwei Ländern sehr hoch ist, werden sich schlechte Nachrichten negativ auf die Finanzmärkte beider Länder auswirken. Liquidität an sich kann ebenfalls zum Problem werden. Im konkreten Beispiel der Rußlandkrise zeigte sich, daß hoch exponierte Finanzinstitutionen wegen der hohen Verluste ihre Positionen auch in anderen Märkten zurücknehmen mußten und auf diesem Wege zu einer Übertragung der Krise auf andere Märkte beitrugen. Zuletzt seien noch die *reputational externalities* genannt (Zeckhauser, 1986). Eine Finanzmarktkrise kann die Investoren bezüglich allgemeiner Rahmenbedingungen und struktureller Schwächen anderer Länder, welche ähnlich gelagert sein mögen wie im betroffenen Land, sensibilisieren. Eine Ausbreitung der Krise auf andere Länder als Reaktion auf diese Sensibilisierung kann die Folge sein.

Die Kenntnis von Ursachen und Ausbreitung von internationalen Finanzmarktkrisen könnte einen ersten Schritt wenn nicht zu deren Vermeidung, dann vielleicht zu deren Vorhersage darstellen. Theoretisch werden zur Erklärung der Währungskrisen Modelle der Zahlungsbilanzkrisen herangezogen.¹⁰ Die *fundamentals* einer Wirtschaft verschlechtern sich solange, bis sie inkonsistent mit der Aufrechterhaltung eines fixen Wechselkurses werden (erste Generation der Zahlungsbilanzkrisenmodelle). Eine zweite Generation dieser Zahlungsbilanzkrisenmodelle erklärt das Zustandekommen von Währungskrisen, auch ohne eine dauerhafte Verschlechterung der *fundamentals*. Lediglich die Erwartung einiger wesentlicher Investoren kann zu beträchtlichen Kapitalabflüssen führen, was letztendlich zu einer Währungskrise führt. Die negativen Erwartungen haben also dann tatsächlich zu einer Währungskrise geführt (*self fulfilling prophesies*). Nach Modellen der ersten Generation ist eine Währungskrise vorhersehbar und unausweichlich (nicht so in der Empirie). Wenn ein Limit an Reserveverlusten überschritten ist, kommt es zur Krise. Nach Modellen der zweiten Generation weiß man nicht, wann und ob die Krise überhaupt auftritt (Esquivel/Larrain, 1998). Eine theoretische Erklärung befriedigt zwar den wissenschaftstheoretischen Ökonomen, gibt dem Praktiker allerdings keinerlei Hinweise, ob und wann die Krise tatsächlich auftritt.

Die Vorhersage von Währungskrisen basierend auf ökonometrischen Modellen läßt bisher zu wünschen übrig. Mechanistische Prognosemodelle sind insofern problematisch, als sie einfach die Heterogenität von Währungskrisen nicht richtig abbilden können (Eichengreen/Rose). Dennoch sind Vorhersagemodelle in Entwicklungsländern erfolgreicher als in westlichen Industrieländern. Die Varianz der *fundamentals* in den Entwicklungsländern ist einfach größer, und die Ungleichgewichte sind dadurch besser erkennbar. Sie sind somit den Zahlungsbilanzkrisen der ersten Generation näher. Währungskrisen ähnlich jenen in der ersten Hälfte der neunziger Jahre im europäischen Wechselkurssystem sind schwieriger vorherzusagen, weil sie den Zahlungsbilanzmodellen der zweiten Generation näher sind. Unabhängig davon, ob das verwendete ökonometrische Modell ein strukturelles oder ein Panelmodell ist, „the empirical methods may not be able to predict these crises very well. Moreover, if the potential determinants of currency crisis differ across countries and across time, panel regressions that look for consistent patterns may perform poorly“ (Flood/Marion, 1998, 40).

Vermeidung von (internationalen) Finanzkrisen

Die Häufigkeit der Finanzkrisen in den *Emerging Markets* entfachte eine breite Diskussion nicht nur unter den Ökonomen. Lösungsvorschläge zur Vermeidung zukünftiger Währungs-

¹⁰ Für ein Survey über die theoretische Literatur der Zahlungsbilanzkrisenmodelle der ersten und der zweiten Generation siehe Flood/Marion (1998).

und Banken Krisen können auf zwei Ebenen gesehen werden. Auf der nationalen Ebene: Was können die *Emerging Markets* in Zukunft selbst beitragen, um nicht Opfer einer Krise zu werden? Auf internationaler Ebene: Müssen bestehende internationale Organisationen – wie der Internationale Währungsfonds (IWF) oder die Weltbank – ihr Verhalten ändern, abgeschafft oder neue Institutionen zur zukünftigen Vermeidung dieser Krisen geschaffen werden?

Reformbedarf in den *Emerging Markets*

Die Terminologie *Emerging Markets* (*Schwellenländer*) sollte bereits einen Hinweis darauf geben, daß die Finanzmärkte in diesen Regionen noch nicht ausreichend entwickelt sind. Perioden schwerer Kreditrestriktionen liegen oft nur wenige Jahre zurück. Das heißt, viele der *Emerging Markets* hatten noch nicht genügend Zeit, um stabile nationale Finanzmärkte mit ausreichender Liquidität und Tiefe aufzubauen. Als Beispiel sei hier das argentinische Finanzsystem angesprochen (Calomiris/Powell, 2000):

In den Jahren 1989 und 1990 war die argentinische Wirtschaft noch von Hyperinflation und einem fast vollständig zerstörten Finanzsystem geprägt. Im Jahr 1990 betrug die Relation Geldmenge M3 zum BIP 5%. Ein breit angelegtes Reformpaket, welches die Schaffung eines *Currency Boards* ebenso umfaßte wie Liberalisierungsmaßnahmen und die Schaffung einer neuen Zentralbank-Charta, führte zu einer Stabilisierung der Wirtschaft wie auch des Finanzsektors. Reformen der Bankenregulierung inkludierten die Implementierung der Baseler Mindestreservestandards und den Aufbau eines Informationssystems über die größeren Schuldner im argentinischen Finanzsystem durch die Zentralbank. Bis zum Anfang des Jahres 1995 waren die strukturellen Schwächen des argentinischen Finanzsystems noch nicht so weit beseitigt, daß eine Bankpanik mit anschließender Finanzkrise ausgelöst durch die Mexikokrise vermieden werden konnte. Die Konsequenz der Mexikokrise waren nicht nur die Schließung einer großen Zahl von Finanzinstitutionen, sondern auch weitere Regulierungsmaßnahmen im Bankensektor (z. B. Einlagensicherung, zusätzliche Reserve- und Mindestkapitalvorschriften, Modernisierung der Zahlungssysteme). Die in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre bereits weit fortgeschrittene Restrukturierung des Finanzsektors und die adaptierte Regulierung des Bankensektors trugen dann wesentlich dazu bei, daß die negativen Effekte der Südostasien-, Rußland- und Brasilienkrise wesentlich besser vom argentinischen Finanzsystem abgefedert wurden als zuvor die Mexikokrise.

Die Darstellung der Reformen des Finanzsystems in Argentinien verfolgt zwei Zielsetzungen. Zum einen soll aufgezeigt werden, daß Argentinien hinsichtlich der Bankenregulierung und der damit einhergehenden Stabilisierung des Finanzsektors so etwas wie ein Musterschüler unter den *Emerging Markets* ist (World Bank, 1998) und daher für viele andere *Emerging Markets* noch ein hoher Aufholbedarf besteht „... the case for hastening the clean up of financial repression, bad regulation and lousy financial supervision“ (Dornbusch).¹¹ Zum anderen soll gezeigt werden, daß gutes makroökonomisches und öffentliches Management vermutlich vordergründiger ist als die Frage, ob sich eine Wirtschaft durch Kapitalverkehrskontrollen von den globalen Finanzmärkten abschotten soll oder nicht. „... it is hard to believe that countries with poor governance can effectively manage the situation in the way honest Chile was“ (Dornbusch). Argentinien ist hinsichtlich der Kapitalverkehrskontrollen die Antithese zu Chile (Argentinien verfügt über keine Kapitalverkehrskontrollen) und zeigt, daß neben einem stabilen Finanzsektor makroökonomische Disziplin eine wichtige Rolle zu spielen scheint, unabhängig von der Frage der Kapitalverkehrskontrollen. Womit ein weiterer wesentlicher Faktor zur Vermeidung (internationaler Finanzmarktkrisen verdeutlicht worden wäre.

Eine Gemeinsamkeit aller größeren Zahlungsbilanzkrisen der letzten Jahre wurde noch nicht angesprochen. Alle betroffenen Länder wiesen eine hohe kurzfristige Inlandsschuld und/oder eine hohe kurzfristige Auslandsverschuldung auf (Summers, 2000). Wenn die Investoren auf einen hohen Grad an kurzfristiger Auslandsverschuldung aufmerksam werden, müssen die Zinsen im betroffenen Land erhöht werden, um für das zusätzliche Risiko zu ent-

¹¹ Die Bankpraxis bestätigt diese Sicht. Neben dem Aufbau einer hinreichenden Bankenregulierung und funktionierenden Bankaufsicht muß auch das entsprechende *Know-how* bei den Banken selbst aufgebaut werden: „In vielen Entwicklungsländern wurde diesem Aspekt nicht genügend große Aufmerksamkeit geschenkt, und wenn man ihm theoretische Aufmerksamkeit schenkte, so war in vielen Ländern, die nie eine Marktwirtschaft hatten (etwa Rußland) natürlich nicht ein Reservoir an Finanzmarktspezialisten verfügbar. Bevor man solche qualifizierten Unternehmer aber ausbildet, vergeht mindestens ein halbes, wenn nicht eine ganze Generation. Wenn man also in solchen Ländern ohne ein Reservoir einen Finanzmarkt schneller aufbauen will, muß man auf den Import von qualifizierten Personen zurückgreifen“ (Walter, 2000).

schädigen, bzw. kann es auch trotz Zinserhöhungen zu bedeutenden Kapitalabflüssen aus dem Land kommen – die Zahlungsbilanzkrise auslösend. Zur Vermeidung dieses Phänomens sollte versucht werden, nicht nur kurzfristiges Auslandskapital anzuziehen, sondern eben auch langfristiges. Einerseits sollten beispielsweise Restriktionen gegenüber ausländischen Direktinvestitionen sowie Steuern, welche sich verzerrend auf das Investorverhalten auswirken (z. B. ein Überhang bei der Fremdkapitalfinanzierung), beseitigt werden. Andererseits sollten bei unterentwickelten Finanzmärkten, die ohnehin einen Bias in Richtung kurzfristiges Kapital aufweisen, Maßnahmen zur Erreichung einer entsprechenden Kapitalmarktiefe ergriffen werden (Ausbildung von Aktienmärkten und Rentenmärkten).¹²

Reformbedarf bei internationalen Finanzinstitutionen

Im Zusammenhang mit den internationalen Finanzkrisen in den *Emerging Markets* wurde vehemente Kritik vor allem am IWF, dessen ureigenste Aufgabe ja die Finanzierung temporärer Ungleichgewichte in der Zahlungsbilanz ist, und auch der Weltbank geübt. Vor allem dem IWF wurde vorgeworfen, daß er zu stark in die nationalen Wirtschaftspolitiken eingreife und dadurch in Zeiten von Finanzkrisen noch zusätzlich destabilisierend wirken würde; daß sie Privatinvestoren zu *moral hazard* verleiteten, weil der IWF in jedem Fall als *lender of last resort* im Falle einer Krise handeln würde usw. (Mayer, 2000). Die daraus abgeleitete schwerwiegende Schlußfolgerung von Ökonomen wie Sachs oder Krugman, den IWF am besten gleich ganz abzuschaffen, würde aber vermutlich nicht eine Stabilisierung der internationalen Finanzmärkte mit sich bringen.

Im Gegenteil, sollten die westlichen, höher entwickelten Länder in Zukunft durch die Veranlagung ihrer Vermögen in *Emerging Markets* höhere und vor allem einigermaßen sichere Erträge beispielsweise für Pensionsinvestmentfonds erzielen wollen (Holzmann), scheint der Erhalt reformierter internationaler Finanzinstitutionen durchaus sinnvoll. Vorschläge der Reformkommissionen (wie Erhöhung der Transparenz durch regelmäßiges Publizieren wirklich aktueller Finanzdaten, das Monitoring der Wirtschaftspolitiken größerer Volkswirtschaften und deren externer Effekte auch gegen nationale politische Interessen) haben Sinn. Damit geht auch die Einrichtung eines Frühwarnsystems für Finanzkrisen einher.¹³ Der IWF könnte mit der Bank für internationalen Zahlungsausgleich kooperieren. Die Schaffung überarbeiteter Standards für die Eigenkapitalquote und das Liquiditätsmanagement der nationalen Finanzinstitutionen könnte insbesondere den *Emerging Markets* zu mehr Stabilität verhelfen. Der IWF könnte dann das Monitoring bei der Implementation der Standards übernehmen sowie technische Hilfe leisten.¹⁴

Österreichs Bedeutung für die internationalen Finanzmärkte

Die Schlagzeilen „Aktien über Frankfurt handeln“ (Kurier, 21. 7. 2000), „Übernahme der Bank Austria bringt Todesstoß für Börse“ (Die Presse, 24. 7. 2000), „Regierung erwägt Börsengang ‚light‘“ (Ungerböck, 2000), „Ostbörse Newex soll im Herbst 2000 starten“ (Die Presse, 4. 2. 2000) für die Börse sind symptomatisch für jüngste Entwicklungen in den österreichischen Finanzmärkten. Sie weisen auf folgende Tendenzen hin: Der österreichische Ban-

¹² Dem Problem der kurzfristigen Auslandsverschuldung wird oft der Vorschlag für Kapitalverkehrskontrollen entgegengesetzt. Für eine Diskussion darüber siehe Dornbusch.

¹³ Der Vorschlag der Einrichtung eines Frühwarnsystems für Finanzkrisen ist schnell niedergeschrieben. Bisher eingesetzte Vorhersagemodellen für Finanzkrisen in der angewandten Ökonomie brachten eher unbefriedigende Ergebnisse.

¹⁴ Für eine ausführlichere Diskussion über den Reformbedarf bei IWF und Weltbank siehe Bergsten (2000) und Sachs (2000).

kensektor sieht sich durch die fortgeschrittene Integration immer stärkerem Wettbewerb ausgeliefert. Die Konsolidierung zeigte zunächst Auswirkungen primär in den nationalen Märkten, sollte sich aber zukünftig stärker auf überregionalem Niveau auswirken. Einige der österreichischen Finanzmärkte, insbesondere die österreichische Börse, verfügen nur über unzureichende Kapitalisierung und Liquidität. Traditionell galt Österreich als Drehscheibe für den Osthandel. Ob Österreich die Rolle eines regionalen Börsenzentrums, als Brückenschlag in die mittel- und osteuropäischen Staaten (MOEL) übernehmen können wird, wird die Zukunft zeigen.

Der österreichische Bankensektor

Entsprechend dem gesamteuropäischen Trend kam es vor allem im Laufe der neunziger Jahre zu einer Konsolidierungswelle im österreichischen Bankensystem. Zwischen 1980 und 1999 reduzierte sich die Zahl der österreichischen Kreditinstitute um mehr als 40% von 1595 auf 951 Institute (OeNB, 2000). Diese Konsolidierung ist vor allem auf Veränderungen im Sparkassensektor zurückzuführen. Diesem Trend steht allerdings noch eine im EU-Vergleich niedrige Rentabilität der österreichischen Banken gegenüber (Tabelle 1). Niedriger Ertrag und die im internationalen Vergleich hohe Bankendichte – auf 1462 Einwohner kommt 1 Bank bzw. 1 Niederlassung einer Bank – lassen so auf eine weitere Konsolidierung im Bankensektor schließen (OeNB, 2000; Der Standard, 24. 7. 2000b).

Tabelle 1: Ertragsindikatoren österreichischer Banken in % der Bilanzsumme

	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Nettozinsertrag	1,25	1,68	1,63	1,49	1,32	1,20
Nettoprovisionsertrag	0,33	0,46	0,49	0,49	0,50	0,51
Erträge Finanzgeschäfte/Sonstige Erträge	2,02	2,74	2,75	2,62	2,50	2,30
Aufwand Finanzgeschäfte/Sonstige Aufwände	1,40	1,90	1,89	1,81	1,71	1,63
Ergebnis Finanzgeschäfte/Sonstige Ergebnisse	0,62	0,84	0,86	0,81	0,80	0,68

Quelle: OeNB (2000)

Auch dem EU-Trend entsprechend kam bis vor kurzem keine größere Bankenübernahme oder Fusion auf überregionaler Ebene in Österreich zustande, nicht zuletzt aufgrund der Tatsache, daß „... die nationalen Märkte, insbesondere für das Privatkundengeschäft immer noch durch eine Reihe von rechtlichen, kulturellen und geschäftspraxisbedingten Hindernissen zersplittert (sind), die die Entwicklung von ‚gesamteuropäischen‘ Standardprodukten erschweren“ (EK, 1999, 119).

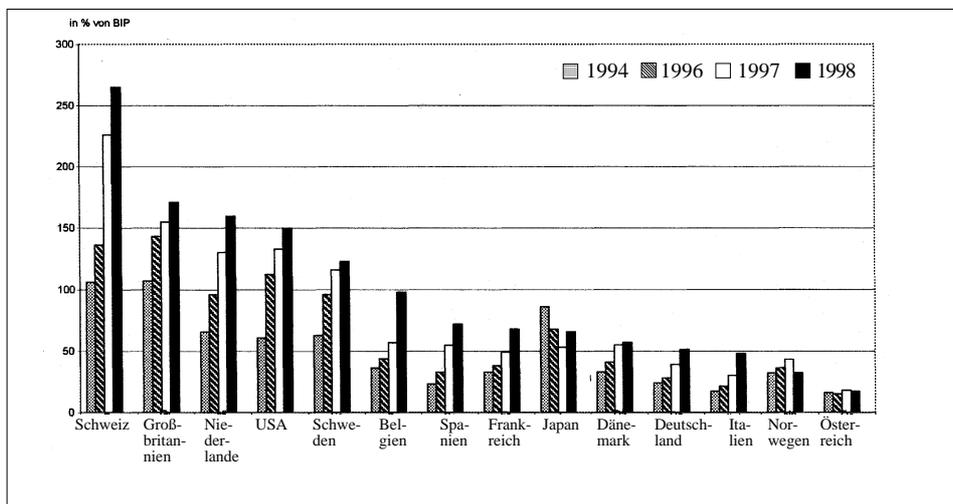
Die Mitte 2000 bekanntgegebene Übernahme der Bank Austria, der größten österreichischen Bankengruppe, durch die deutsche Hypovereinsbank (HBV) steht nicht im Widerspruch zu den beobachteten Trends der EU-Kommission. Die Tatsache, daß die Bank Austria ein selbständiger Teilkonzern bleibt und das Osteuropageschäft beider Banken in Wien gebündelt wird, bestätigt zum einen die von der EU-Kommission beobachteten Konsolidierungstendenzen auf nationaler bzw. regionaler Ebene und zum anderen, daß der Standort Wien an regionaler Bedeutung für Bankengeschäfte in den MOEL gewinnen könnte (Der Standard, 24. 7. 2000a). Die HBV-Bank-Austria-Gruppe steigt nach ihrer Bilanzsumme zur drittgrößten europäischen Bank und zur fünftgrößten Bank weltweit auf. Dennoch ist die HVB-Bank-Austria-Gruppe vielmehr als European Player mit Fokus auf Mitteleuropa als *Global Player* zu sehen (Der Standard, 24. 7. 2000b).

Der österreichische Aktienmarkt

Die Etablierung Wiens als regionales Börsenzentrum für die MOEL ist wesentlich mehr umstritten, als dies im Bankensektor der Fall ist. Eine Reihe von Indikatoren deutet allgemein auf eine schwache Position der Wiener Börse im internationalen Vergleich hin. Bei Betrachtung der Aktienmarktkapitalisierung im Verhältnis zum BIP wird deutlich, daß Österreich an letzter Stelle der in Abbildung 1 gelisteten Länder liegt. 1998 betrug das Verhältnis Aktienmarktkapitalisierung/BIP 17%, 1994 16%. Im gleichen Zeitraum entwickelte sich dieser Indikator nur in Japan und Norwegen schlechter als in Österreich. In der Schweiz, den Niederlanden, USA, Belgien, Spanien, Frankreich, Deutschland und Italien stieg die Aktienmarktkapitalisierung um mehr als das Doppelte.

Neben der Kapitalisierung stellt die Liquidität eine weitere wichtige Kenngröße zur Beurteilung eines Aktienmarktes dar. Für das Zustandekommen einer vernünftigen Preisbildung sollte ein Mindestvolumen an Aktien an den Börsen gehandelt werden. Bei der Kenngröße *Tägliches Handelsvolumen* liegt die Wiener Börse an letzter Stelle hinter den Börsenplätzen New York, London, Tokio, Deutschland, Paris, Madrid, Schweiz, Italien, Amsterdam, Stockholm, Kopenhagen, Brüssel und Oslo (OeNB, 2000).¹⁵ Mit einem täglichen Handelsvolumen von 51 Mio. \$ im Jahre 1999 liegt die Wiener Börse weit abgeschlagen hinter den Börsen anderer kleiner offener Volkswirtschaften wie Oslo (171 Mio. \$), Brüssel (233 Mio. \$) und Kopenhagen (264 Mio. \$). In Deutschland betrug 1999 das tägliche Handelsvolumen 6.108 Mio. \$.

Abbildung 1: Kapitalisierung der Aktienmärkte



Quelle: mehrere Ausgaben von OeNB, The Austrian Financial Markets – A Survey of Austria’s Capital Markets

Zusätzlich wird sich mit der Übernahme der Bank Austria eine beträchtliche Verschiebung im wichtigsten österreichischen Börsenindex, dem Austrian Trade Index (ATX), ergeben. Die Bank-Austria-Stammaktie war am 24. 7. 2000 zu 24,654% im ATX gewichtet (Wiener Börse, 24. 7. 2000). Nach der Übernahme wird die Bank-Austria-Stammaktie aus dem ATX ge-

¹⁵ Die Reihung entspricht den Handelsvolumina der aufgezählten Börsenplätze vom größten zum kleinsten.

nommen werden und als HBV-Aktie in Frankfurt gehandelt werden. Dies bedeutet natürlich auch einen drastischen Rückgang in der Aktienmarktkapitalisierung. Die HBV-Aktie wird sowohl in Frankfurt als auch in Wien gelistet sein. Ob die Doppelnotierung die Herausnahme der Bank-Austria-Aktie, der umsatzstärksten österreichischen Aktie, aus dem ATX nur annähernd kompensieren wird, ist fraglich.

Sowohl aktuelle Geschehnisse als auch längerfristige Entwicklungen – angedeutet durch die dargestellten Indikatoren – lassen Zweifel an einer *starken* Wiener Börse aufkommen. Die starke Konzentration des Wertpapierhandels führte dazu, daß auf den großen Börsenplätzen verstärkt Standardwerte mit hohen Umsätzen gehandelt und entsprechend Börsen mit Nebensegmenten vermehrt durch geringe bis schwankende Liquidität gekennzeichnet sind – mit Ausnahme beispielsweise des Neuen Marktes in Deutschland und dem Londoner Alternative Investment Market (Fink/Haiss, 1998). Zahlreiche Neuemissionen am Neuen Markt von Unternehmen wie Adcon, AT&S, Beko, Brainforce, Fabasoft, Pankl Racing Systems, Sanochemia und Update.com sind Ausdruck der vergleichsweise höheren Liquidität der deutschen Aktienmärkte und damit Attraktivität auch für österreichische Unternehmen.¹⁶

Maßnahmen wie die Einführung des deutschen Handelssystems XETRA an der Wiener Börse sowie die sich in Gründung befindliche New Europe Exchange (NEWEX) sollten unter anderem zu einer höheren Attraktivität des Börsenplatzes Wien führen. Der NEWEX ist ein Gemeinschaftsprojekt der Frankfurter und der Wiener Börse. Er soll zu einer regional bedeutenden Spezialbörse für die MOEL-Staaten werden. Diese regional höhere Bedeutung soll ihr unter anderem dadurch verliehen werden, daß alle in Frankfurt gelisteten Aktien an den NEWEX transferiert werden sollen (OeNB, 2000).

Die Einführung des NEWEX in Wien kann zwar als Schritt in Richtung Etablierung der Wiener Börse als Drehscheibe für den Osten gewertet werden, doch einige Aspekte lassen Zweifel aufkommen, ob es die Wiener Börse tatsächlich schafft, vom Potential der sich im Aufbau befindlichen Finanzmärkte der MOEL zu profitieren. Fink/Haiss (1998) geben u. a. folgendes zu bedenken:

- Die Wiener Börse liegt in Euroland und konkurriert hinsichtlich der Versorgung der MOEL mit Eurokapital mit den anderen Finanzplätzen innerhalb der WWU.
- Die kritische Masse wurde bisher noch von keinem Finanzprodukt an der Wiener Börse erreicht. Allerdings besitzt die Wiener Börse einen Wettbewerbsvorteil hinsichtlich der MOEL-Derivativprodukte.
- Zur weiteren Senkung der Transaktionskosten sind europaweite Kooperationen notwendig. Einerseits sollte der Börseplatz Wien verstärkt sein spezielles Know-how hinsichtlich der lokalen Märkte vor allem für kleinere und mittlere österreichische Unternehmen sowie jenes über die MOEL gezielt einsetzen. Andererseits wird es notwendig sein, die verhältnismäßig kleinen Märkte mit ausreichend Liquidität zu versorgen. Die Voraussetzungen eines gemeinsamen Handelssystems mit der deutschen Börse sind bereits geschaffen, für eine ausreichende Anzahl an *remote members* sollte ebenfalls gesorgt werden. Eine weitere Aufwertung der Spezialbörse NEWEX könnte möglich sein, wenn nach der Vereinigung der Deutschen und der Englischen Börse zum *iX* auch die Londoner Listings von MOEL-Firmen nach Wien transferiert würden.

Ein Zukunftsszenario für die Wiener Börse könnte also sein, daß sich der NEWEX als regional wichtiges Börsenzentrum für die MOEL etabliert. Die ausreichende Liquidität und Kapitalisierung inländischer Aktien stellt dennoch ein großes Fragezeichen dar. Wird die Wiener Börse imstande sein, ausreichende mittelständische Unternehmen u. a. als Ersatz für das Verschwinden der Bank-Austria-Aktie für eine Notierung in Wien gewinnen zu können? Auf der

¹⁶ Das aktuelle Listing aller am Neuen Markt notierenden Unternehmen kann im Internet unter [<http://www.neuer-markt.de>] eingesehen werden.

Vergangenheit beruhende Kennzahlen würden auf eine schwere Zeit hinsichtlich inländischer Werte deuten.¹⁷

Schlußbemerkung

Das Potential der IKT in den Bank- und Finanzmärkten ist bei weitem noch nicht voll ausgeschöpft. Es ist sicherlich spannend zu verfolgen, ob die Banken auch in Hinkunft die dominierende Rolle bei der Abwicklung von Bankgeschäften behalten, wie es sich derzeit in einigen skandinavischen Ländern abzeichnet, oder ob zukünftig einige *Internet-Startups* den Großteil des *Online-Bankings* abwickeln werden. Sowohl *Online-Banking* als auch zahlreiche andere Online-Finanzdienstleistungen werden mit großer Sicherheit weiter an Bedeutung gewinnen.

Die Überbewertung und die anschließende Korrektur von *New Economy*-Werten an den Aktienbörsen sind ein spannendes Thema, welches vor allem in jüngster Zeit gerne von den Medien aufgegriffen wird. Dennoch sollte man bei den Bewegungen auf den Aktienmärkten und vor allem bei deren Auswirkungen auf die Realwirtschaft die richtigen Relationen im Auge behalten. Das Heranziehen der Börsenkurse als einziger Leitindikator für den Zustand der realen Wirtschaft ist in der Regel wenig fruchtbar.

Die kurz analysierten Finanzmarktkrisen in den *Emerging Markets* sind allesamt auf verhältnismäßig einfach erkennbare Ungleichgewichte in den *fundamentals* zurückzuführen. Wer beispielsweise nur einigermaßen aufmerksam die argentinische oder brasilianische Presse wenige Monate vor Ausbruch der Krise verfolgte, der wußte schon im vorhinein, daß der Ausbruch der Krise einfach nur eine Frage der Zeit war. Der große Unsicherheitsfaktor war der Zeitpunkt. Eine Errichtung von Frühwarnsystemen in Verbindung mit sorgfältigem Monitoring der *fundamentals* sollte zumindest ein rechtzeitiges Erkennen von Finanzmarktkrisen erleichtern. Die Bestimmung des Zeitpunkts der möglichen Krise oder gar deren Vermeidung sind wesentlich problematischer. Letzteres umso mehr, als die Ungleichgewichte in den *fundamentals* oft strukturell bedingt sind. Gerade um die strukturellen Schwächen in den *Emerging Markets* überwinden zu können, wird es entsprechend hohe Anstrengungen auf lokaler wie auch auf internationaler Ebene und nicht zuletzt auch einige Zeit brauchen.

Am Finanzplatz Österreich stehen zwei große Entwicklungen bevor. Erstens ist eine fortschreitende Konsolidierung im Bankensektor zu erwarten. Zweitens muß die Wiener Börse zum einen ihre Berechtigung als nationale Börse behaupten, was ihr in letzter Zeit eher schlecht als recht gelang. Zum anderen bestehen berechtigte Hoffnungen, daß sie sich zu einer regional bedeutenden auf die MOEL spezialisierte Börse entwickeln kann. Wie sie dieses Spannungsfeld in dieser heiklen Situation überwinden kann, bleibt abzuwarten.

Literatur

- Bergsten, F. (2000), Empire Strikes Back, *The International Economy* 3, 10–13.
 Calomiris, C./Powell, A. (2000), Can Emerging Market Bank Regulators Establish Credible Discipline? – The Case of Argentina 1992–1999, NBER WP 7715, Cambridge MA.
 D'Amato, L. et al. (1997), Contagion, Banks Fundamentals or Macroeconomic Shock? – An empirical Analysis of the Argentine 1995 Banking Problems, Banco Central de la Republica Argentina-WP 2, Buenos Aires.
 Der Standard (24. 7. 2000a), Randa: „Gleich Nägel mit Köpfen“ [<http://www.diepresse.at>].
 Der Standard (24. 7. 2000b), Wifo: „Initialzündung für heimische Banken“ [<http://www.diepresse.at>].
 Die Presse (24. 7. 2000), Übernahme der Bank Austria bringt Todesstoß für Börse [<http://www.diepresse.at>].

¹⁷ Für eine ausführliche Diskussion hinsichtlich der Wettbewerbsfähigkeit der österreichischen Finanzmärkte siehe Fink/Haiss (1998). Für einen aktuellen und detaillierten Überblick über alle österreichischen Finanzmarktsegmente siehe OeNB (2000). Eine Darstellung beispielsweise der Rentenmärkte und andere Segmente der Wiener Börse als dem ATX waren in der angestrebten Kürze dieses Artikels nicht möglich.

- Die Presse* (4. 2. 2000), Ostbörse Newex soll im Herbst 2000 starten [<http://www.diepresse.at>].
- EK – Europäische Kommission, Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen* (1999), Fortschritte in Richtung auf gesamteuropäische Finanzmärkte, *Europäische Wirtschaft* 69, 109–120.
- Esquivel, G./Larrain, B.* (1998), *Latin America Confronting the Asian Crisis*, HIID Development Discussion Paper 681, Cambridge MA.
- Fink, G./Haiss, P.* (1998), Finanzmarktreform in Zentraleuropa im Wettbewerb mit dem Finanzplatz Wien, Tagungsband zur WU-Jahrestagung 1998, Wien.
- Flood, R./Marion, N.* (1998), *Perspectives on the Recent Currency Crisis Literature*, NBER WP 6380, Cambridge MA.
- Hoffmann, M./Wettach, S.* (13. 7. 2000), „Wie eine Achterbahn“ – US-Ökonom Paul Krugman über die Zukunft der New Economy, ihre Spielregeln und Europas Chance im Wettlauf mit den USA, *Wirtschaftswoche* 29, 54–55.
- Knowlton, W./Zeckhauser, R.*, Hrsg. (1986), *American Society – Public and private Responsibilities*, Cambridge MA.
- Kurier* (21. 7. 2000), Aktien über Frankfurt handeln [<http://www.kurier.at>].
- Mayer, O.* (2000), The IMF Debate, *Intereconomics* 2, 53–54.
- Meltzer, A.* (2000), The „New Economy“ in the 1920s and the 1990s (Luncheon Speech), *Volkswirtschaftliche Tagung der OeNB*, Wien.
- Mishkin, F./Strahan, P.* (1999), What Will Technology Do to Financial Structure?, NBER WP 6892, Cambridge MA.
- Mooslechner, P.* (1997), *Das Geldvermögen privater Haushalte in Österreich*, Wifo, Wien.
- Obstfeld, M.* (1998), The Global Capital Market – Benefactor or Menace?, NBER WP 6559, Cambridge MA.
- OeNB – Oesterreichische Nationalbank* (2000), *The Austrian Financial Markets – A Survey of Austria's Capital Markets*, Revised Edition 2000, Wien.
- Poterba, J.* (2000), Stock Market Wealth and Consumption, *Journal of Economic Perspectives* 2, 99–118.
- Sachs, J.* (2000), Glorifying Mediocrity, *The International Economy* 3, 14–15.
- Summers, L.* (2000), International Financial Crises – Prevention, and Cures, *The American Economic Review* 2, 1–15.
- The Economist* (23. 10. 1999), Finance – trick or treat, 117–118.
- The Economist* (20. 5. 2000a), A survey of online finance – The virtual threat, 1–7.
- The Economist* (20. 5. 2000b), A survey of online finance – Branching out, 15–19.
- Traa, B. et al.* (1998), *Argentina – Recent Economic Developments*, IMF Staff Country Report 98/38, Washington DC.
- Treichl, A.* (2000), Technologischer Wandel, Aktienmärkte und Unternehmensbewertung, 28. *Volkswirtschaftliche Tagung der OeNB*, Wien.
- Ungerböck, L.* (2000), Regierung erwägt Börsegang „light“ für die Telekom, *Der Standard* (21. 7. 2000) [<http://www.derstandard.at>].
- Walter, N.* (2000), Finanzmarktarchitektur – stabil genug für die Herausforderungen des neuen Jahrtausends?, *Conturen* 2, 16–25.
- Wiener Börse*, (24. 7. 2000), ATX – Austrian Traded Index – Composition on 24 July 2000 [<http://www.wbag.at>].
- World Bank* (1998), *Argentine Financial Sector Review*, Report 17864–AR, Washington DC.
- Zeckhauser, R.* (1986), The Muddled Responsibilities of Public and Private America, in: Knowlton/Zeckhauser, 45–77.

Abstract

The New Economy, Emerging Markets and the Austrian Financial Markets

Three broad topics, New Economy, Emerging markets, and the Austrian financial market, are covered in the article. (1) Two relationships between the New Economy and the financial markets will be shown. First, information and communication technology will change the nature of financial services considerably. Second, it cannot be said whether the valuation of New Economy enterprises after the recent adjustments is now correct or not. (2) Recently frequent financial crises in the emerging markets were caused by imbalances in the fundamentals that were easily recognizable. However, it is more difficult to avoid future crises since their causes are often structural. (3) The Austrian financial market will see a consolidation within its banking sector. Further, it is unclear whether the Vienna Stock exchange can develop its role as a regional financial center for the CEECs.