

Economic Newsletter Extra

Das Experiment Europäische Währungsunion

Die Gründung der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion war weniger ökonomisch als vielmehr politisch motiviert. Die Lösung der gegenwärtigen Krise sollte ökonomischen Grundsätzen gehorchen.

„According to the theory of optimum currency areas, a monetary union in Europe should go together with some centralization of the national budgets. Such a centralization of the budgetary process allows for automatic transfers to regions and countries hit by negative shocks. Monetary unification in Europe has been realized, despite the fact that no significant central European budget exists.”

Paul De Grauwe¹

Als die Europäische Währungsunion in den neunziger Jahren allmählich Gestalt annahm, betraf einer der wesentlichen Kritikpunkte den Umstand, dass die Geldpolitik zwar vereinheitlicht werden sollte, die Fiskalpolitik (in welchem Umfang auch immer) aber nicht. Manche Ökonomen sahen die Währungsunion deswegen von vornherein zum Scheitern verurteilt. Dank der raschen internationalen Akzeptanz des Euro, relativ niedriger Zinsen, einer weitgehend stabilen Inflationsrate und eines im Durchschnitt zufrieden stellenden Wirtschaftswachstums rückte dieses Manko jedoch in den Hintergrund – bis der Kollaps der Finanzmärkte und die darauf folgende Rezession die öffentlichen Haushalte mit voller Wucht traf. Die Rechnung wird uns jetzt präsentiert: Die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion ist in der größten Krise seit ihrer Gründung im Jahr 1999. Obwohl kürzlich ein zweites und überraschend umfassendes Rettungspaket für Griechenland beschlossen und das Instrumentarium des Europäischen Finanzstabilisierungsfonds (EFSF) erweitert wurde, obwohl zuvor schon der Stabilitätspakt überarbeitet und der Euro-Plus-Pakt zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit beschlossen wurde, ist an den Finanzmärkten nach wie vor alles beim alten, d.h.: der Teufel los.

Freilich, die Implementierung einer gemeinsamen Wirtschafts- und Fiskalpolitik bzw. eines zentralisierten öffentlichen Haushaltes in einer Währungsunion ist alles andere als trivial, aber die Abneigung der Politiker gegen den (teilweisen) Verlust nationaler Souveränität dürfte in den neunziger Jahren wohl auch eine nicht zu unterschätzende Rolle gespielt haben. Die

¹ Economics of Monetary Union, 4th Edition, Oxford University Press, 2000, p. 214.

Aufgabe der geldpolitischen Eigenständigkeit war gerade noch tragbar, betraf sie doch lediglich die Zentralbanker.

Als Feigenblatt für die verabsäumte politische Union wurde der auf den Maastricht-Kriterien aufbauende Stabilitäts- und Wachstumspakt ins Leben gerufen. Zudem hatte man mit den Struktur- und Agrarfonds auf EU-Ebene zumindest einen Umverteilungstopf zur Verfügung, um regionale Unterschiede der wirtschaftlichen Entwicklung auszugleichen. Schließlich bestand die Zielsetzung der Währungsunion ja auch darin, eine wirtschaftliche Konvergenz der teilnehmenden Länder herbeizuführen. Beide Instrumente konnten nicht verhindern, dass:

- die Wettbewerbsfähigkeit der einzelnen Mitgliedsländer der Währungsunion heute nach wie vor stark voneinander abweicht,
- die Tragbarkeit der öffentlichen Finanzen in einigen Mitgliedsländern heute nicht mehr gewährleistet ist.

Retrospektiv betrachtet stellen sich vor allem zwei Fragen: Erstens, hätte ein zentralisiertes Budget die divergierende wirtschaftliche Entwicklung abfedern können oder aber das politische Fehlverhalten (die mangelnde Ausgabendisziplin) sogar noch weiter verstärkt? Zweitens, warum ist der Stabilitäts- und Wachstumspakt gescheitert?

EU-Fonds: Eine Bestandsaufnahme

Die Struktur- und Agrarfonds sind Teil des gesamten „Haushalts“ der Europäischen Union. Der gegenwärtige Finanzrahmen des EU-Haushalts, beschlossen für die Jahre 2007 bis 2013, hat ein Gesamtvolumen von lediglich 976 Mrd EUR². Für den Zeitraum 2014 bis 2020 sieht der derzeitige Entwurf ein Budget von einer Billion Euro vor. Der EU-Haushalt speist sich aus fünf Einnahmequellen, von denen die Eigenmittel in Relation zum Bruttonationaleinkommen der Mitgliedstaaten³ mit rund drei Viertel den größten Anteil ausmachen. Weitere Quellen sind etwa Mehrwertsteuer-Eigenmittel oder Zölle auf die Einfuhr von Erzeugnissen aus Nicht-EU-Staaten. Mit einem Anteil von 45 % bzw. 42 % stellen die Posten „Nachhaltiges Wachstum“ und „Natürliche Ressourcen“ die größten Ausgabenkategorien dar. Dahinter verbergen sich die Struktur- und Kohäsionsfonds sowie Ausgaben für die Agrar- und Fischereiwirtschaft und Konversionshilfen für den ländlichen Raum.

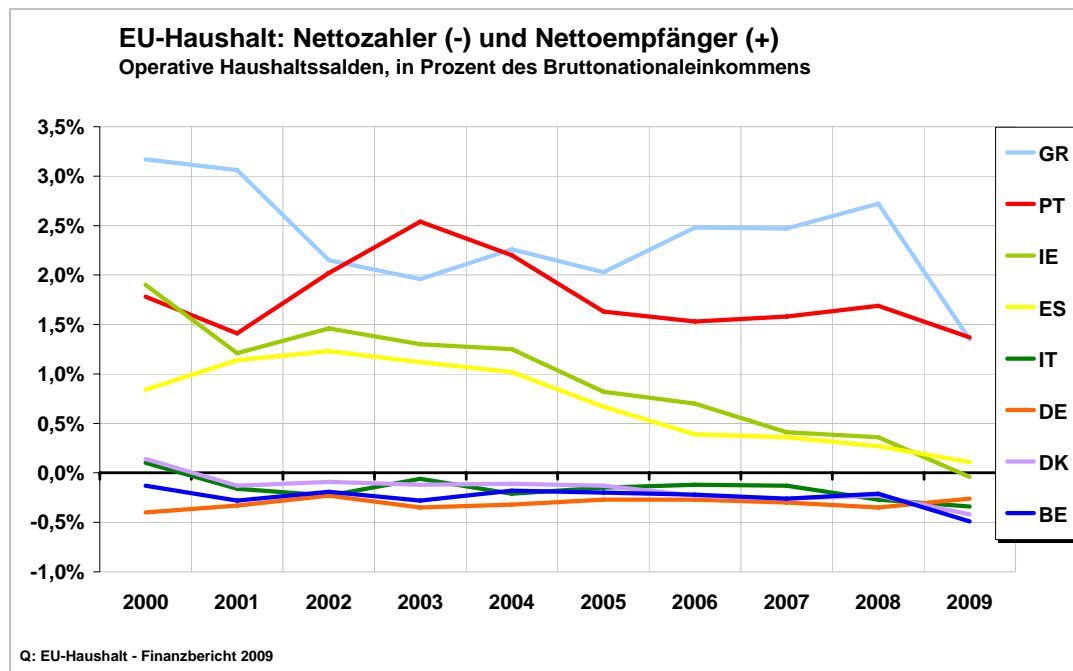
Eine beliebte – und oft auch missbrauchte – Darstellung der EU-Hilfen ist die Auflistung der EU-Mitglieder als Nettozahler und Nettoempfänger. Es gibt eine Vielzahl von Berechnungsmethoden⁴, die alle ihre Berechtigung haben, aber unterschiedliche Ergebnisse liefern. Zudem ist entscheidend, ob dieser Saldo absolut, im Verhältnis zu einer Wirtschaftsgröße wie etwa dem Bruttoinlandsprodukt oder dem gesamtwirtschaftlichen Einkommen oder aber pro Kopf der Bevölkerung dargestellt wird. Die EU verwendet in ihrer Darstellung nicht die einfachste Berechnungsmethode (Saldierung der Ein- und Auszahlungen je Mitgliedsland) sondern so genannte „operative Haushaltssalden“. In absoluten Zahlen ist Deutschland der größte Nettozahler in der EU. In Relation zum Nationaleinkommen sind das

² Das entspricht rund 1,1 % des Bruttoinlandsproduktes der EU. Im Vergleich dazu betragen die Staatsausgaben in den einzelnen Mitgliedsländern 35 % bis 50 % des jeweiligen BIP.

³ Der Beitrag beträgt 1 % des Bruttonationaleinkommens.

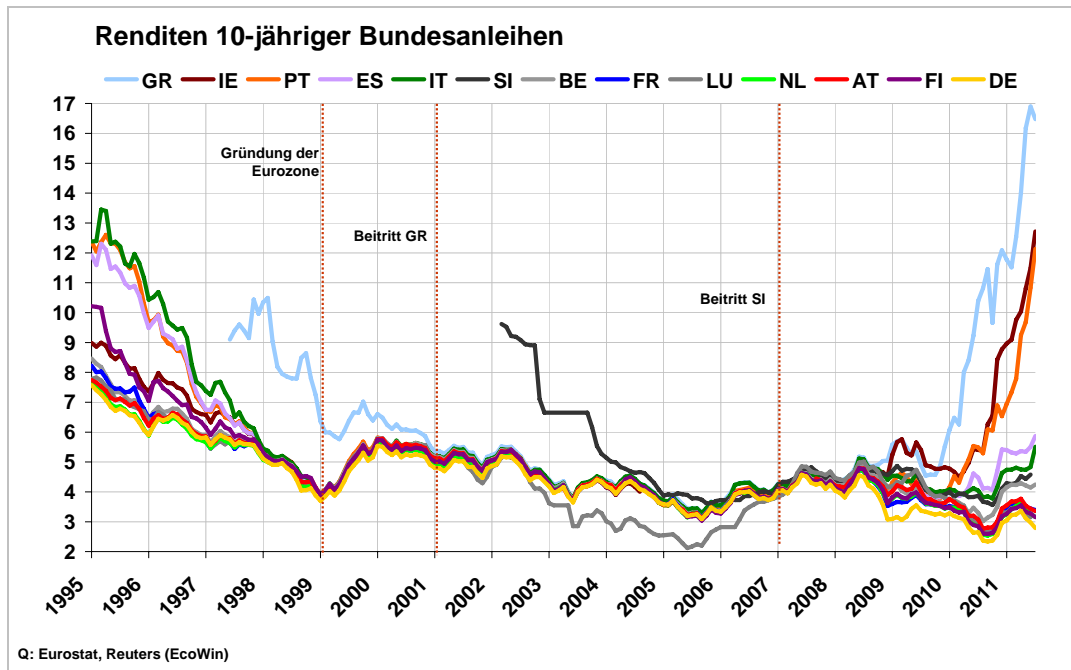
⁴ Zu den einzelnen Berechnungsmethoden und Daten siehe „Nettozahler oder Nettoempfänger: In der EU eine Frage der Perspektive?“, Aktueller Kommentar, Deutsche Bank, 11. Mai 2011.

aber Belgien und Dänemark⁵. Die Gruppe der Nettoempfänger hat sich mit der Osterweiterung der EU naturgemäß vergrößert: Alle zehn Mitgliedstaaten Mittel- und Osteuropas waren im Jahr 2009 Nettoempfänger. Dennoch ist bezeichnend, dass auch Griechenland, Portugal und Spanien immer noch zur Gruppe der Nettoempfänger gehören (Irland hatte 2009 bereits einen nahezu ausgeglichenen Saldo; Italien ist seit 2001 Nettozahler). Die Nettozuflüsse an Griechenland betragen im Durchschnitt der letzten zehn Jahre rund 2 ½ % des Nationaleinkommens, jene an Portugal 1,8 %. Spanien liegt mit Nettozuflüssen von etwa ¾ % des Nationaleinkommens merklich darunter.



Die südeuropäischen Länder haben in der letzten Dekade relativ gegenüber den anderen Mitgliedstaaten des Euroraums an Wettbewerbsfähigkeit verloren (gemessen an den Lohnstückkosten) und sektorale Ungleichgewichte geschaffen (Bauboom – dazu gehört auch Irland). Griechenland und Portugal haben darüber hinaus übermäßige öffentliche Defizite und Schulden angehäuft. Begünstigt wurde diese Entwicklung vor allem durch ein strukturell deutlich zu niedriges Zinsniveau: Im Vorfeld des Beitritts zur Währungsunion haben sich die Kapitalkosten der Hochzinsländer rasch dem wesentlich niedrigeren Zinsniveau der Hartwährungsländer angenähert – allein infolge der politischen Entscheidung über die Teilnahme an der Währungsunion, wohlgerneht. Die Wirtschaftsstruktur, Wettbewerbsfähigkeit usw. in diesen Ländern hat sich durch den Beitritt jedoch nicht verändert. Die gesunkenen Refinanzierungskosten bescherten diesen Ländern ein anhaltendes monetäres Wachstumsprogramm, das durch die hohen Transferzahlungen aus den EU-Fonds zusätzlich gefördert wurde. Zudem bedingt der Mittelzufluss aus den Struktur- und Kohäsionsfonds eine Kofinanzierung des öffentlichen Haushaltes des jeweiligen Empfängerlandes und bietet somit einen Anreiz zur Schuldenaufnahme.

⁵ Diese Aussagen beziehen sich auf das Jahr 2009; Quelle: EU-Haushalt 2009 - Finanzbericht



Die Fonds zur Finanzierung der Regionalpolitik haben ihre Ziele (Konvergenz, regionale Wettbewerbsfähigkeit) zumindest in den genannten Ländern offenbar verfehlt.

Freilich ist es unzulässig, aus den hier herausgegriffenen Beispielen die Schlussfolgerung zu ziehen, dass die Förderpolitik der EU insgesamt erfolglos und überflüssig sei. Transfers und Subventionen (d.h. Zahlungen ohne Gegenleistung) bergen immer die Gefahr des (individuellen, politischen, ökonomischen) Fehlverhaltens des Empfängers in sich.

In diesem Zusammenhang stellt sich die Frage, wie eine – nach der Theorie optimaler Währungsräume durchaus wünschenswerte – Zentralisierung nationaler Budgets zur Abfederung asymmetrischer Schocks ausgestaltet sein muss, um politisches Fehlverhalten (moral hazard) weitgehend zu vermeiden. Es ist dies insbesondere eine Frage nach der Größe und nach dem Verwendungszweck, und zwischen diesen beiden Bestimmungsfaktoren besteht ein Zusammenhang. Zu letzterem gibt Paul De Grauwe⁶ eine eindeutige Empfehlung: „...it is important to realize that budgetary transfers should be used to cope only with temporary shocks, or, when shocks are permanent, these transfers should be used only temporarily. A country or a region that faces a permanent shock (e.g. a permanent decline in the demand for its output) should adjust by wage and price changes or by moving factors of production.” Daraus bestimmt sich die Größe des gemeinsamen Haushaltes: groß genug, um handlungsfähig zu sein und im Bedarfsfall eine wirksame Hilfe zu leisten, aber – relativ gesehen – wesentlich kleiner als die Zentralhaushalte der Mitgliedsländer. Denn je höher und je dauerhafter Transferzahlungen geleistet werden, desto geringer ist einerseits der Anpassungsbedarf: Das Reallohniveau wird auf einem zu hohen Niveau gehalten und die Arbeitsmobilität⁷ reduziert. Andererseits wächst mit hohen / dauerhaften Transfers das Risiko politischer Spannungen, insbesondere in einer internationalen Gemeinschaft

⁶ Ebenda, p. 213

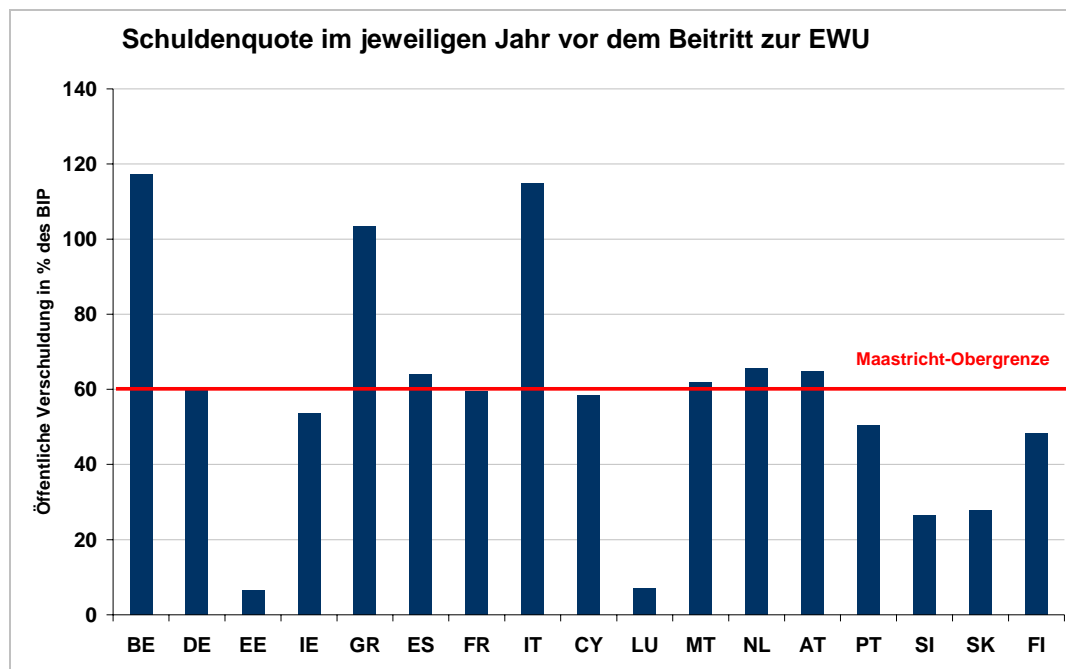
⁷ Der Anreiz oder die Notwendigkeit, wirtschaftlich schwache Länder / Regionen zu verlassen und anderswo Arbeit zu suchen.

(Währungsunion). **Es ist eine Illusion zu glauben, dass mit einer gemeinsamen Währung die Grenzen der jeweiligen nationalen Identitäten überwunden werden könnten.**

Der Stabilitäts- und Wachstumspakt ist zahnlos

In der Europäischen Währungsunion können die Mitgliedsländer auf exogene wirtschaftliche Schocks nur mit ihren eigenen nationalen Budgets reagieren. Je besser die budgetäre Situation vor dem Auftreten eines Schocks ist, desto höher der Spielraum der einzelnen Regierungen, denn hohe Budgetdefizite sind nur kurzfristig tragbar (siehe Griechenland, Portugal, Irland).

Im Vertrag zur Gründung der Europäischen Union (1991, gemeinhin als Maastricht-Vertrag bezeichnet) wurden Konvergenzkriterien definiert, d.h. Eintrittsbedingungen, die jedes EU-Land, das Mitglied der Währungsunion werden wollte, erfüllen musste – je ähnlicher die Ausgangssituation bei Eintritt in die Union, desto geringer das Risiko asymmetrischer Schocks. Neben der Inflationsrate, dem Zinsniveau und dem Wechselkurs wurde besonderes Augenmerk auf die Finanzlage der öffentlichen Haushalte gelegt. So durfte das jährliche Budgetdefizit des Gesamtstaates nicht größer sein als 3 % des nominellen Bruttoinlandsprodukts (Defizitquote) und der öffentliche Bruttoschuldenstand 60 % des BIP nicht übersteigen. Die Vertragsbestimmungen ließen jedoch (und lassen für neue Eintrittskandidaten immer noch) eine gewisse Flexibilität zu. Zum Beispiel wird es als ausreichend betrachtet, wenn der Schuldenstand hinreichend rückläufig ist und sich „rasch genug“ dem Referenzwert von 60 % des BIP nähert. Andernfalls wären Belgien, Griechenland und Italien niemals Mitglied der Europäischen Währungsunion geworden.⁸



⁸ Dieser Interpretationsspielraum in den Vertragsbestimmungen zeigt, wie stark die Gründung der Währungsunion politischen – anstatt ökonomischen – Motiven folgte.

Um sicherzustellen, dass die Nationalstaaten auch nach ihrem Beitritt zur Währungsunion eine gewisse Haushaltsdisziplin wahren, wurde 1997 ein Stabilitäts- und Wachstumspakt vereinbart, in dem sich die Mitgliedsländer verpflichteten, mittelfristig das Ziel eines nahezu ausgeglichenen oder gar überschüssigen Haushalts zu verfolgen. D.h. der ohnehin geringe Spielraum, den der Maastricht-Vertrag vorsieht, wurde nochmals eingeschränkt. Das jährlich dem ECOFIN-Rat vorzulegende Stabilitätsprogramm der nationalen Regierungen dient als vorbeugender Kontrollmechanismus. Der Pakt sieht Sanktionen für Länder mit einem „übermäßigen Defizit“ vor; ob letzteres vorliegt, stellt der Rat der Wirtschafts- und Finanzminister fest („blauer Brief aus Brüssel“).

Der Grundgedanke des Stabilitätspaktes ist richtig, alleine seine Ausgestaltung, insbesondere die Sicherstellung der Einhaltung des Paktes, ist alles andere als geglückt. **Es ist zu vermuten, dass die mit der Ratifizierung der Verträge verbundene Einschränkung der nationalen Souveränität bezüglich der Haushaltspolitik deswegen so reibungslos erfolgte, weil mit der Verpflichtung zum Pakt keinerlei rechtlich fixierte Sanktionen oder gar eine rechtliche und politische Haftung verbunden sind.**

Die jüngsten Verschärfungen der Paktbestimmungen tragen m.E. kaum zu einer stärkeren Disziplin bei. Anstatt die EU-Kommission mit der Entscheidung zu betrauen, ein Verfahren bei übermäßigem Defizit einzuleiten, ist der Richter nach wie vor identisch mit dem potenziellen Angeklagten (Rat der Wirtschafts- und Finanzminister). Es gibt nach wie vor einen Interpretationsspielraum („vorübergehende Überschreitung“, „Ausnahme“). Sanktionsautomatismen existieren nach wie vor nicht. Das Risiko einer tatsächlichen Verhängung von Sanktionen im Fall eines Fehlverhaltens ist äußerst gering. Zudem ist die Sinnhaftigkeit der im Pakt festgeschriebenen finanziellen Sanktionen zweifelhaft. Wäre der angedrohte (temporäre) Verlust des Stimmrechts in den Gremien der EU nicht wesentlich effektiver?

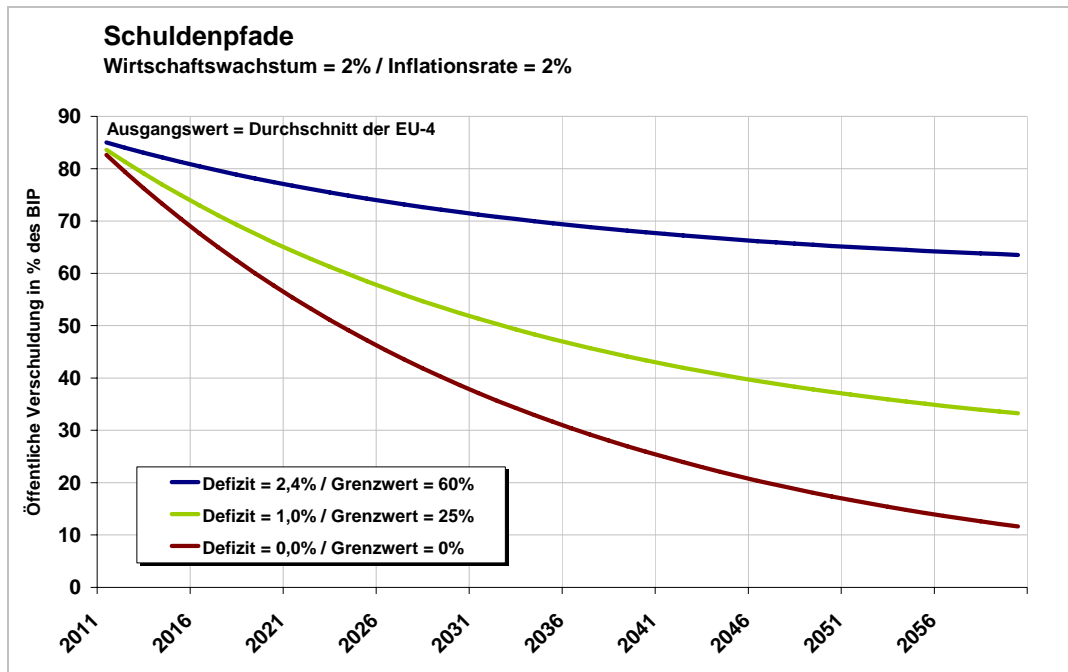
Die Maastricht-Kriterien für Defizit und Verschuldung sind irreführend

Warum beträgt die Defizitgrenze 3 % des BIP? Dieser Wert stammt aus dem Jahr 1991 und steht in direktem Zusammenhang mit der Schuldenobergrenze von 60 % des BIP: Bei einem jährlichen Haushaltsdefizit von 3 % des BIP konvergiert die Schuldenquote gegen 60 % des BIP – vorausgesetzt, das jährliche Wachstum des nominellen Bruttoinlandsprodukt beträgt durchschnittlich 5 %! Diese Annahme hatte zu Beginn der neunziger Jahre noch einen fundierten Hintergrund, nämlich ein tatsächlich hohes Wirtschaftswachstum, begleitet von einer höheren Inflation. Das aggregierte nominelle BIP der vier größten Volkswirtschaften Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien nahm im Durchschnitt der achtziger Jahre um mehr als 8 %, in den Neunzigern tatsächlich um rund 5 % zu. Im letzten Jahrzehnt ist der durchschnittliche jährliche Anstieg allerdings auf 3,1 % gesunken. Ein nomineller Zuwachs des BIP in dieser Größenordnung würde eine Defizitobergrenze von knapp 2 % des BIP erfordern (anstatt 3 %, wie zurzeit erlaubt), um die Schuldenquote langfristig auf 60 % des BIP zu drücken.⁹ Bei einem Anstieg des nominellen BIP um beispielsweise 4 % könnte das erlaubte Defizit auf 2,4 % angehoben werden.

Aber selbst wenn die EU-4 im langfristigen Mittel ein reales Wirtschaftswachstum von 2 % (bei einer angenommenen Inflationsrate von 2 %) erzielen, würde es, ausgehend von einer

⁹ Allerdings ist die Schuldenobergrenze von 60 % ebenso ein willkürlich gewählter Wert.

durchschnittlichen Schuldenquote von 86 %¹⁰ im Jahr 2010, mehr als 50 (!) Jahre dauern, bis sich die Schuldenquote auf 60 % reduziert und auf diesem Niveau verbleibt.



Es bedarf somit weitaus größerer Anstrengungen, um eine rasche Rückkehr zu einer tragfähigen öffentlichen Haushaltspolitik zu gewährleisten, als uns die Einhaltung der Maastricht-Kriterien vorgaukelt.

Lehren aus der Krise ziehen

Die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion wurde von der falschen Seite her aufgezäumt: Statt die monetäre Union als Schlusspunkt der europäischen Integration zu setzen, wurde diese (entgegen der ökonomischen Logik) in der Hoffnung vorgezogen, damit einen politischen Integrationsprozess anzustoßen, dessen Ziel eine wie auch immer geartete politische Union sein soll. Die Krise hat offenbart, dass eine gemeinsame Währung nicht annähernd dazu in der Lage ist. Selbst der gemeinsame Kapitalmarkt mit einem einheitlichen Kapitalzins erwies sich als Illusion, der wir in der impliziten Annahme, die Währungsunion sei gleichzeitig auch eine vollkommene Haftungsunion, erlegen sind.

Die gemeinschaftliche und unbeschränkte Haftung ist auch eine notwendige Voraussetzung für die so genannten Euro-Bonds, jüngst wieder von Italien ins Gespräch gebracht. Die Debatte darüber wird kaum rational, vielmehr emotional und bisweilen hitzig geführt. Jegliche Aussagen über die zusätzlichen Kapitalkosten der Niedrigzinländer beruhen lediglich auf Vermutungen über die vom Markt verlangte Rendite und vernachlässigen zumeist den (positiven) Liquiditätseffekt, vor allem aber lenken sie vom eigentlichen Kernpunkt ab: Es ist ökonomisch nicht vertretbar, dass die Kapitalkosten für alle

¹⁰ Ungewichteter Mittelwert; zum Vergleich: die gewichtete Schuldenquote des gesamten Euroraumes betrug 85,5 % des BIP.

Mitgliedsländer des Euroraumes gleich hoch sind, ungeachtet deren Wettbewerbsfähigkeit respektive Wirtschaftskraft resp. Finanzlage resp. Bonität. Die Emission von Eurobonds müsste zumindest von entsprechenden Ausgleichszahlungen begleitet werden.¹¹

Ein gemeinsamer EU-Haushalt zur Absorption exogener Schocks existiert nicht. Die EU-Fonds verfolgen andere Ziele (die offenbar verfehlt werden) und haben jedenfalls keine antizyklische Wirkung. In Anbetracht dessen, dass Transferleistungen die Gefahr in sich bergen, Anpassungsprozesse zu verschleppen und „moral hazard“-Verhalten zu fördern, ist bei den derzeitigen Überlegungen zu einem gemeinsamen EU-Steueraufkommen große Vorsicht geboten.

Die divergierende wirtschaftliche Entwicklung in der Eurozone, die auseinander driftenden Lohnstückkosten und die steigenden Leistungsbilanzdefizite wurden nicht als Problem wahrgenommen. Attraktive, ausländische Direktinvestitionen anlockende Wirtschaftsstandorte, eine höhere Arbeitsmobilität und ein unternehmerfreundliches Umfeld entstehen nicht durch laufende Transfers aus EU-Töpfen sondern sind Aufgabe der Wirtschaftspolitik.

Die Krise hat auch offenbart, dass die Rolle der EU-Kommission erweitert und gestärkt werden muss, um Entscheidungsprozesse zu beschleunigen und der EU bzw. der Eurozone eine im Vergleich zu den nationalen Regierungsvertretern wesentlich stärkere Stimme zu verleihen.

Schließlich: Der Stabilitäts- und Wachstumspakt ist nicht mehr glaubwürdig (war er es je?). Derzeit laufen gegen 23 der 27 EU-Mitglieder „Verfahren bei einem übermäßigen Defizit“. Die vereinbarten Sanktionen wirken nicht abschreckend, werden wohl auch nicht verhängt werden und beseitigen zudem das Problem nicht. Die Staatsschuldenkrise wird durch eine weitere Reform des Paktes nicht beseitigt. Deutschland und Frankreich, die stärksten Befürworter des Paktes, waren die ersten Länder, die diesen in den Jahren 2002 und 2003 gebrochen haben. Es gibt kaum einen Grund anzunehmen, dass die Mitgliedsländer der Eurozone in Zukunft jene Haushaltsdisziplin verfolgen, die sie im letzten Jahrzehnt vermissen ließen.

Tatsächlich bedarf es nationaler Lösungen, indem alle Mitgliedsländer rasch ihre öffentlichen Finanzen sanieren und für die Zukunft eine solide und damit nachhaltige Haushaltspolitik garantieren. Letztere ist allerdings nur glaubwürdig, wenn die Verpflichtung zu ausgeglichenen Haushalten und Schuldenobergrenzen gesetzlich verankert werden. Dabei kann ein gewisser Spielraum (Schockabsorber) durchaus erhalten bleiben.¹²

Budgetrestriktionen gehorchen der ökonomischen Rationalität, entsprechen aber (noch) nicht der Realität.

¹¹ Eine Festlegung der Höhe dieser Ausgleichszahlungen nach ökonomischen Kriterien erscheint kaum vorstellbar, da durch den Übergang zu einem gemeinsamen Kapitalmarkt Marktpreise für die zuvor nationalen Schuldverschreibungen nicht mehr existieren. Anstattdessen wäre der Entscheidungsprozess politisch motiviert und würde Marktverzerrungen langfristig zementieren.

¹² In Abhängigkeit von der jeweiligen Ausgangslage der Länder kann auch eine Verpflichtung zu ausgeglichenen Primärhaushalten (Budgetsaldo exklusive Zinszahlungen auf die Staatsschuld) oder strukturellen Haushalten (d.h. um konjunkturelle Effekte bereinigt) ausreichen, um Glaubwürdigkeit erzielen.

Disclaimer

Dieser Newsletter wurde von der BAWAG P.S.K. Bank für Arbeit und Wirtschaft und Österreichische Postsparkasse Aktiengesellschaft, Georg-Coch-Platz 2, 1018 Wien („**BAWAG P.S.K.**“) ausschließlich zu Informationszwecken erstellt („**Information**“). Die Information stellt keine Anlageberatung bzw. sonstige Beratung dar. Die Information ist kein Angebot und keine Empfehlung, Wertpapiere oder andere Finanzinstrumente zu kaufen oder zu verkaufen. Die Information stammt aus öffentlich zugänglichen Quellen, die die BAWAG P.S.K. als zuverlässig erachtet hat. Die BAWAG P.S.K. gibt keine Garantie oder Gewährleistung ab, indirekt oder direkt, im Hinblick auf die Richtigkeit und Genauigkeit, die Verlässlichkeit und die Vollständigkeit der Information. Die BAWAG P.S.K. übernimmt für die Information keinerlei Haftung. Unter keinen Umständen haftet die BAWAG P.S.K. für Verluste, Schäden, Kosten oder sonstige Aufwendungen (insbesondere gilt dies für direkte oder indirekte Schäden, für Folgeschäden oder entgangenen Gewinn), die im Zusammenhang mit der Verwendung der Information oder aufgrund von Maßnahmen im Vertrauen auf die Information entstehen. Die BAWAG P.S.K. übernimmt keine Verpflichtung, die Information zu aktualisieren. Vergangene Wertentwicklungen lassen keinen verlässlichen Rückschluss auf zukünftige Entwicklungen zu. Tatsächliche Ergebnisse können von Prognosen abweichen. Derartige Abweichungen können merklich positiv oder negativ sein. Der Inhalt dieses Dokuments ersetzt keine professionelle und individuelle Beratung. Dieses Dokument ist nur für die Nutzung durch den Empfänger bestimmt und darf ohne schriftliche Zustimmung der BAWAG P.S.K. weder verändert, vervielfältigt, verbreitet, veröffentlicht oder an andere Personen weitergegeben werden.

This newsletter has been prepared by BAWAG P.S.K. Bank für Arbeit und Wirtschaft und Österreichische Postsparkasse Aktiengesellschaft, Georg-Coch-Platz 2, 1018 Wien („**BAWAG P.S.K.**“) solely for the purpose of providing general information (“**Information**“). The Information does not constitute investment or other advice. It does not constitute an offer or recommendation to purchase or sell any securities or other investments or financial products. The Information derives from public sources BAWAG P.S.K. considered to be reliable. However, BAWAG P.S.K. does not make any representation, express or implied, as to the accuracy, reliability or completeness of the Information. BAWAG P.S.K. disclaims all warranties with regard to the Information. In no event shall BAWAG P.S.K. be liable for any loss, damages, costs or other expenses of any kind (including, but not limited to, direct, indirect, consequential or loss of profit) arising out of or in connection with any use of, or any action taken in reliance on, any Information. BAWAG P.S.K. assumes no obligation for updating the Information. Past performances do not permit reliable conclusion to be drawn as to future performances. Actual results may vary from forecasts and variations may be materially positive or negative. The content in this document is not to be relied upon as a substitute for professional and individual advice. This document is only for the use of its recipient and must not without the written consent of BAWAG P.S.K. be amended, copied, distributed, published or forwarded to other persons.

Rückfragehinweis

Stefan Rossmanith (Tel. +43 5 99 05 32055 / stefan.rossmanith@bawagpsk.com)

Michaela Dueñas Vega (Tel. +43 5 99 05 32053 / michaela.duenas-vega@bawagpsk.com)

Bezugsquelle

Diese und weitere Publikationen von Strategy & Economics finden Sie auf der Homepage der BAWAG P.S.K. unter dem Link <http://www.bawagpsk.com/BAWAG/FK/SV/14032/Economics.html>.
Für Zusendungen per E-mail folgen Sie bitte dem Link „Think Business Newsletter An- bzw. Abmeldung“.

© 2011, BAWAG P.S.K., Wien.

BAWAG P.S.K.
Bank für Arbeit und Wirtschaft und Österreichische Postsparkasse Aktiengesellschaft
Strategy & Economics
Georg-Coch-Platz 2
A-1018 Wien

<http://www.bawagpsk.com>