



OESTERREICHISCHE NATIONALBANK

Eurosystem

WORKSHOPS

Proceedings of OeNB Workshops

From Bretton Woods to the Euro – Austria on the Road to European Integration

*In Memoriam Karl Waldbrunner 1906–1980
First Vice President of the Oesterreichische Nationalbank*

November 29, 2006

No. 11

Die Hartwährungspolitik und die Liberalisierung des Kapitalverkehrs sowie des Finanzsektors

Ewald Nowotny

BAWAG P.S.K.

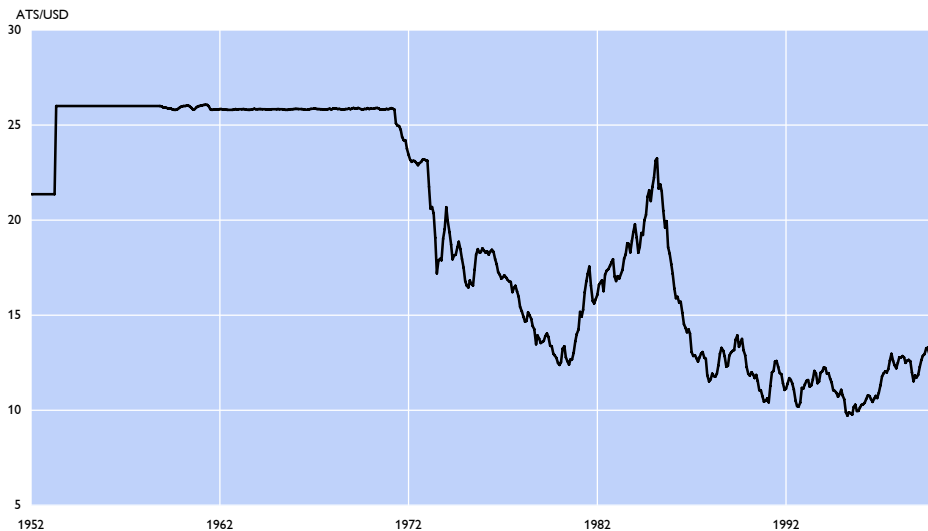
Dieser Beitrag diskutiert vier Fragen, die im Kontext der österreichischen Hartwährungspolitik relevant sind: Im ersten Abschnitt analysiere ich, auf welchen Grundlagen die Hartwährungspolitik aufbaut. Dabei betone ich vor allem, dass mit der ökonomischen Entwicklungsstrategie nach dem Zweiten Weltkrieg bis 1971 auch eine bewusste währungspolitische Strategie der Unterbewertung des Schilling verbunden war. Die Neuformulierung der währungspolitischen Strategie im Jahre 1971 muss daher vor diesem Hintergrund als radikaler Reformschritt betrachtet werden. Im zweiten Abschnitt widme ich mich der Frage, ob die Hartwährungspolitik im internationalen Vergleich erfolgreich war. Im dritten Abschnitt rufe ich ein theoretisches Fundament der für die Hartwährungspolitik aus den Siebzigerjahren in Erinnerung, das meiner Ansicht nach sehr gut geeignet ist, die unterschiedlichen Rollen der Geld-, der Einkommens- und der Fiskalpolitik im Rahmen der Hartwährungspolitik darzustellen. Im vierten Abschnitt erläutere ich, welche Rolle die Liberalisierung des Kapitalverkehrs und die Privatisierung des Finanzsystems im Rahmen der Hartwährungspolitik spielten.

1. Die österreichische Wirtschaftsentwicklung seit dem Zweiten Weltkrieg im Überblick: Auf welchen Grundlagen baut die Hartwährungspolitik auf?

Die Grundlagen der österreichischen Wechselkurspolitik wurden bereits Anfang der Fünfzigerjahre geschaffen. Mit der Vereinheitlichung des ATS/USD-Wechselkurses auf 26 Schilling pro Dollar im Jahre 1953 wertete Österreich um 22% ab (Grafik 1). Der Wechselkurs blieb im Rahmen des Bretton Woods-Systems stabil. Erst mit dessen Zusammenbruch setzte eine lange Phase der Dollarabwertung ein, die lediglich durch die Hochzinsphase der Geldmengenpolitik unter dem Präsidenten der amerikanischen Federal Reserve Bank Paul Volcker und der Börseneuphorie der New Economy unterbrochen wurde. Von seinem Wert im Jahre 1969 bis zur Euroeinführung fiel der

Wechselkurs des Schilling gegenüber dem US-Dollar um mehr als 50%. Entgegen den Prognosen der Verfechter flexibler Wechselkurse zeigte sich in der Periode ab August 1971, dass die Volatilität der Wechselkurse sehr hoch war. Exemplarisch sei hier auf die ATS/USD-Relation verwiesen, die eine Standardabweichung von 25% des Mittelwertes aufwies. Die exportorientierte Wachstumsstrategie basierte auf einer Unterbewertung des Schilling.¹

Grafik 1: Der Wechselkurs des Schilling gegenüber dem US-Dollar von 1952 bis 1999



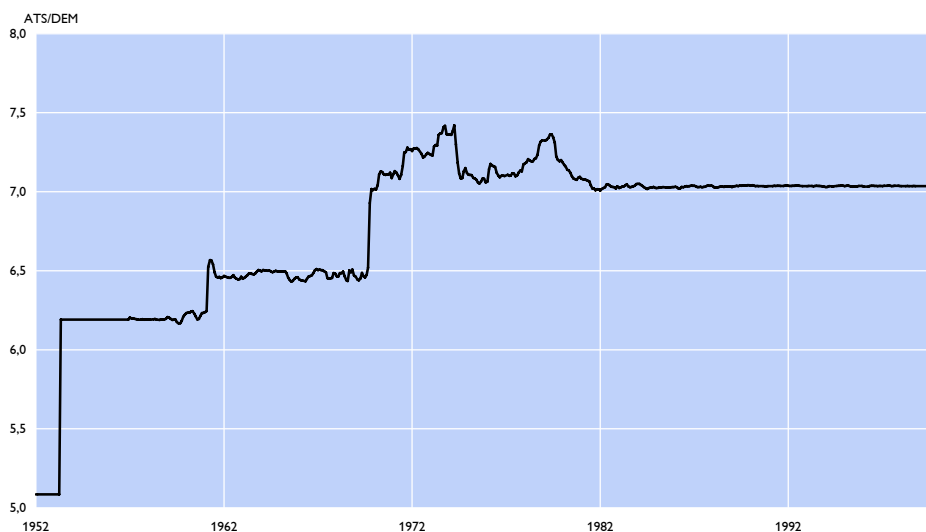
Quelle: Thomson Financial.

Die strategische Unterbewertung des Schilling zeigt sich auch im Wechselkurs gegenüber der Deutschen Mark. Die Abwertung im Jahr 1953 betrug mehr als 20%, was sich in Grafik 2 deutlich zeigt. In zwei weiteren Schritten wertete der Schilling gegenüber der Deutschen Mark weiter ab (1961 um etwa 4% und 1969 um etwa 7%). Nach dem Zusammenbruch des Bretton Woods-Systems schwankte der Wechselkurs des Schilling gegenüber der Deutschen Mark. Der Schilling orientierte sich am Indikator, der neben der Deutschen Mark auch die Währungen der wichtigsten Handelspartner Österreichs enthielt. Bis 1973 gab der Schilling im Zuge des Indikators noch einmal etwa 7% nach. Erst 1974 begann der Schilling gegenüber der Deutschen Mark leicht aufzuwerten (etwa 4%), blieb bis 1977

¹ Zur Entstehung der exportorientierten Wachstumsstrategie sei auf die Beiträge Heinz Kienzls und Hans Seidls in der Podiumsdiskussion verwiesen, die im vorliegenden Band zusammengefasst ist.

relativ stabil und verlor dann bis 1979 etwa 3%. Von 1979 bis 1981 wertete der Schilling um etwa 4% gegenüber der Deutschen Mark auf. Von 1981 bis zum Beitritt in die WWU im Jahre 1999 betrug der durchschnittliche ATS/DEM-Wechselkurs etwa 7,034 bei einer Standardabweichung von weniger als 0,1%. Der Vergleich der Volatilität des ATS/DEM-Kurses mit jener des ATS/USD lässt die Vorteile des Wechselkursziels für die Transaktionskosten im österreichischen Außenhandel erahnen.

Grafik 2: Der Wechselkurs des Schilling gegenüber der Deutschen Mark von 1952 bis 1999



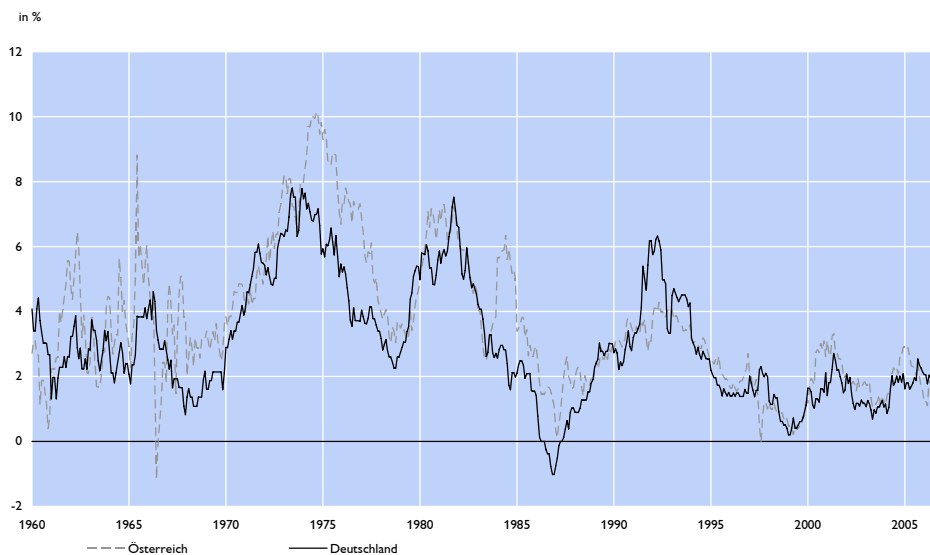
Quelle: Thomson Financial.

Die Inflationsrate in Österreich stieg in den Sechzigerjahren in zwei Wellen kurz an (1962 und 1965) (Grafik 3). Während diese beiden relativ kurz waren, begann in den Siebzigerjahren eine besonders starke und lange Teuerungswelle, die erstmals mit einer deutlichen Wachstumsschwäche einherging. Die Stagflation (Stagnationsperiode mit Inflation) zeigte sich auch in Deutschland, so dass die steigende Inflation des Jahres 1970 in Österreich nicht in erster Linie durch die Abwertung des Schilling gegenüber der Deutschen Mark im Jahre 1969 erklärt werden kann. (Auch wenn die Aufwertung der Deutschen Mark zur Preissteigerung beitrug.) “Wenn man die Geldentwertung mit anderen Ländern verglich, so lässt sich allerdings feststellen, dass 1970 der Preisaufrtrieb in den westlichen Industrieländern mit durchschnittlich 5,7% etwas kräftiger als in Österreich ausgefallen ist. Außerdem hatte Österreich die Aufwertung der Deutschen Mark relativ gut verkräftet, wenngleich sich trotz der von der Regierung versprochenen flankierenden Maßnahmen die Importe aus der Bundesrepublik stark verteuerten.

Die ausgezeichneten Exportergebnisse und eine hochaktive Leistungs- und Zahlungsbilanz unterstützten die Ansicht der Wirtschaftsexperten, dass Österreich auf die internationale Währungskrise des Jahres 1969 richtig reagiert habe.“ (Matis 2001, 258).

Die Inflation stieg bis Mitte der Siebzigerjahre auf 10%, was vor allem auf die weltweite Konjunktur, deren Auswirkungen durch expansives Budgets 1972 und 1973 verstärkt wurden, und starke Preisschocks auf Rohstoffmärkten (insbesondere die beiden Ölpreisschocks) zurück geführt wurde.² Ein dichtes Netz an Instrumenten wurde in Österreich eingesetzt, um die Teuerung in den Griff zu bekommen. Die zweite Hälfte dieses Jahrzehnts stand im Zeichen der Disinflation, die im Jahr 1979 zu Teuerungsraten von unter 4% führte. Anfang der Achtzigerjahre stieg die Inflationsrate wieder auf etwa 7% an und konnte erst 1987 wieder auf unter 2% gedrückt werden. Bis zum Jahre 1992 stieg sie noch einmal auf etwa 4% an, pendelte sich jedoch in der Folge auf Werten zwischen 0,5% und 3% ein. Aus Grafik 3 geht hervor, dass sich die Inflationsentwicklung in Österreich mit dem Ende von Bretton Woods und dem Übergang zum Indikator parallel zu jener des Ankerlandes entwickelte. Im Rahmen der Disinflationpolitik war der nominelle Anker also erfolgreich.

Grafik 3: Inflationsraten in Österreich und Deutschland von 1960 bis 2006



Source: Thomson Financial.

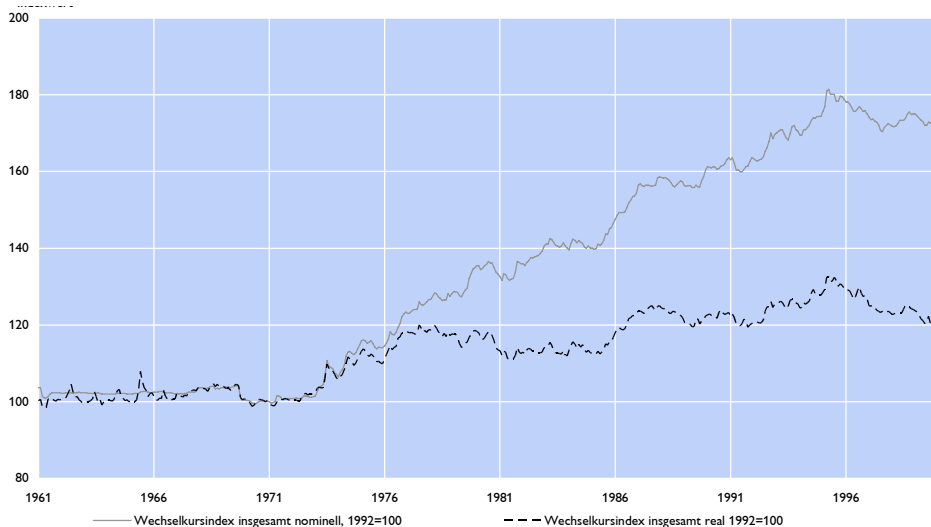
² Matis 2001, 261.

Die Wechselkurse gegenüber der Deutschen Mark und gegenüber dem US-Dollar zeigen die Entwicklung der österreichischen Wechselkurspolitik sehr eindrucksvoll. Allerdings sind sie weniger geeignet ein akkurates Bild der Auswirkungen der Wechselkurspolitik auf den Außenwert des Schilling zu liefern. Die Auswirkungen von Wechselkursänderungen sind komplexer, da österreichische Unternehmen in zahlreiche Länder exportieren und dort auf Konkurrenz aus anderen Ländern treffen, so dass die Auswirkungen von Veränderungen des Außenwertes des Schilling auf die Wettbewerbsfähigkeit im Inland und im Ausland von der Entwicklung zahlreicher bilateraler nomineller Wechselkurse und den entsprechenden relativen Inflationsraten abhängen. „Dieser Gesamteffekt wird empirisch durch effektive Wechselkursindices erfasst. Vereinfacht ausgedrückt misst der effektive Wechselkursindex einer Währung ihre Kaufkraft in Devisen, ihren internationalen Wert. Für diesen Zweck werden die bilateralen Wechselkurse bzw. deren Veränderungen zu einem Index zusammengefasst. Jeder Währung wird ein Anteil (ihr „Indexgewicht“) zugeordnet, der aus der unterschiedlichen Bedeutung der verschiedenen Länder (Währungen) im Außenhandel jenes Landes abgeleitet wird.“ (Mooslechner 1995, S. 582). Der nominelle effektive Wechselkurs bildet den Indexwert anhand der nominellen bilateralen Wechselkurse, während der reale effektive Wechselkurs die um das Inflationsdifferenzial bereinigten bilateralen Wechselkurse aus Datenbasis heranzieht.

Die nominelle Aufwertung des Schilling gegenüber den Währungen der österreichischen Handelspartner lässt sich anhand Grafik 4 deutlich erkennen. Bereits im Laufe der Sechzigerjahre wertete der Schilling nominell gegenüber der Gesamtheit seiner Außenhandelspartner leicht auf. Die Währungen einiger Außenhandelspartner mussten gegenüber dem US-Dollar abwerten, so dass sich auch bei gleichbleibendem ATS/USD-Wechselkurs eine nominelle effektive Aufwertung des Schilling ergab. Als der ATS/USD-Wechselkurs angesichts der Aufwertung der Deutschen Mark im Jahre 1969 allerdings unverändert blieb, führte dies lediglich dazu, dass die schleichende nominelle effektive Aufwertung des Schilling seit 1960 rückgängig gemacht wurde. Mit Hilfe des „Indikators“ gelang es bis 1973 den nominellen effektiven Wechselkurs des Schilling weitgehend konstant zu halten. Der Indikator wurde laufend angepasst: jene Währungen, die gegenüber dem US-Dollar nominell abwerten mussten, hatten auch höhere Inflationsraten als Österreich. Sie wurden aus dem Indikator entfernt. Damit deckten sich in dieser Phase bis 1973 der reale und nominelle effektive Wechselkurs auch weitgehend. Zahlreiche Währungen werten nach dem endgültigen Zusammenbruch von Bretton Woods im Jahre 1973 gegenüber der Deutschen Mark ab. Die zunehmende Orientierung der österreichischen Wechselkurs- und Geldpolitik an Deutschland führte zu einer nominellen und realen effektiven Aufwertung des Schilling.

Der angestrebte Import von niedrigen Inflationsraten aus Deutschland funktionierte ab Mitte der Siebzigerjahre immer besser und das Inflationsdifferenzial gegenüber Deutschland fiel. Die meisten Handelspartner hingegen hatten deutlich höhere Inflationsraten als Österreich. Aus Grafik 4 lassen sich die Auswirkungen dieses Umstandes gut ablesen. Ab 1974 divergierten der nominelle und der reale Wechselkursindex zusehends. Obwohl der Schilling gegenüber den Währungen seiner Handelspartner bis 2006 nominell effektiv um mehr als 60% aufwertete, betrug der Anstieg des nominellen realen Wechselkursindex nur weniger als 10%. Das Ziel der österreichischen Währungspolitik durch die Wechselkursbindung an die Deutsche Mark nicht nur Preisstabilität, sondern auch strukturelle Verbesserung in den exponierten Sektoren zu erreichen, war also aufgegangen.

Grafik 4: Reale und nominelle effektive Wechselkursindices des Schilling von 1961 bis 1999

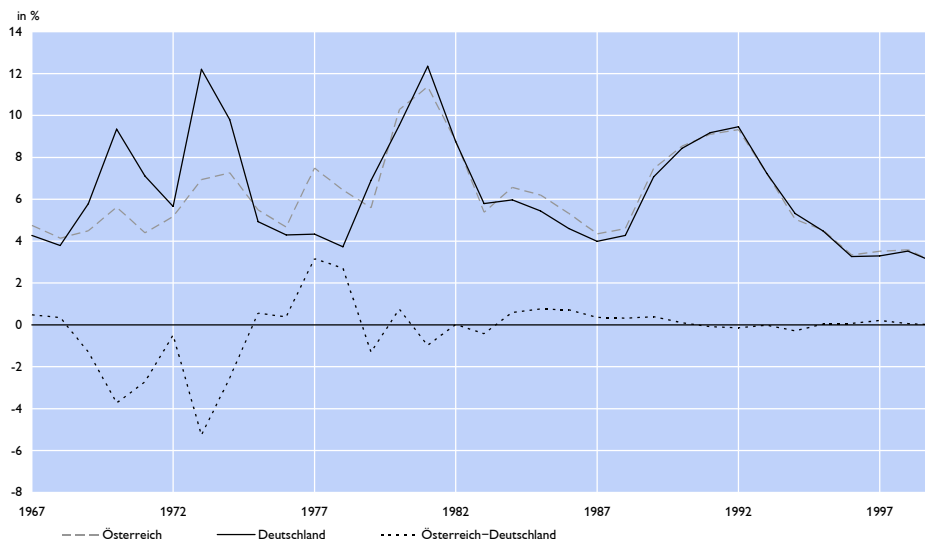


Quelle: WIFO.

Die kurzfristigen Zinsen in Österreich glichen sich erst relativ spät – nämlich zu Beginn der Achtzigerjahre – an das deutsche Niveau an (Grafik 5). Mehrere Instrumente ermöglichten bis dahin eine gewisse Autonomie der OeNB gegenüber den Indikatorwährungen trotz des bestehenden Wechselkursziels, das sich zusehends zur Ausrichtung an der Deutschen Mark entwickelte. Erklären lässt sich der verbleibende Spielraum bei der kurzfristigen Zinspolitik einerseits durch die langsame Liberalisierung des Kapital- und Devisenverkehrs sowie durch eine Vielzahl von heute zunehmend in Vergessenheit geratenen Instrumenten der Geld-

und Wechselkurspolitik in Österreich.³ Diese funktionierten zumeist auf freiwilliger Basis (z.B. Gentlemen's Agreement über die Eindämmung von Devisenzuflüssen aus dem Ausland).

Grafik 5: Die kurzfristigen Zinssätze in Österreich und Deutschland von 1967 bis 1999



Quelle: AMECO.

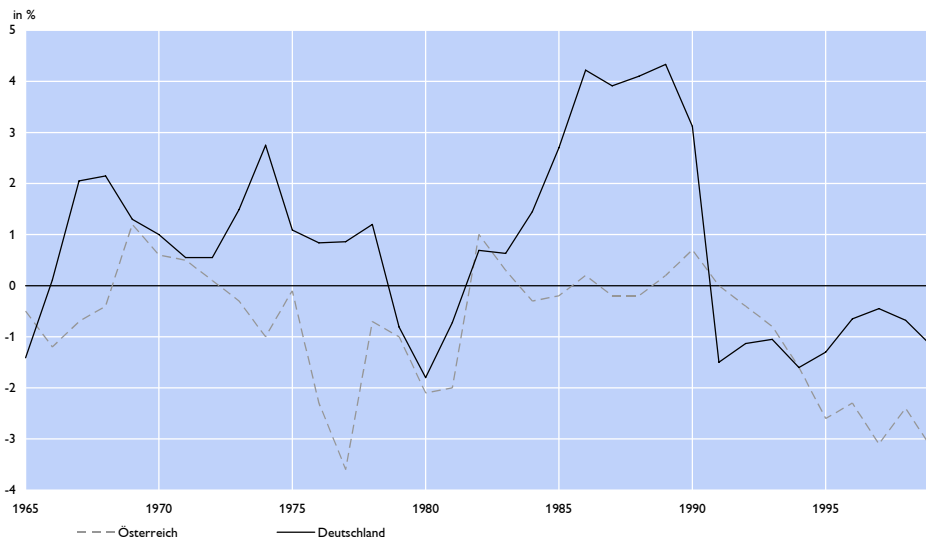
Die österreichische Leistungsbilanz erholte sich ab 1967 zusehends (Grafik 6). War der Anteil der Importe, der durch Exporte gedeckt war, von 1960 bis 1966 noch von 79% auf 72% gefallen, so konnte bereits im Jahr 1969 wieder eine Quote von 86% erreicht werden. Dazu trug auch die nicht mitvollzogene Aufwertung der Deutschen Mark im Jahr 1969 bei. Zusätzlich zur globalen ergab sich auch eine strukturelle Verbesserung der Leistungsbilanz. Die Europäische Wirtschaftsgemeinschaft (EWG) führte zu Diskriminierungen österreichischer Exporte in die EWG. Neben den Beitrittsbemühungen, die Oliver Rathkolb in seinem Beitrag zu diesem Band bespricht, reagierte Österreich darauf mit dem Bestreben, seine Exporte regional stärker zu diversifizieren. Dies gelang einerseits durch den Beitritt zur EFTA (European Free Trade Association) im Jahre 1972 sowie durch die intensiven Bemühungen um die Märkte in den COMECON-Staaten. Der Anteil der Exporte in die EWG sank von 50% auf 40% und jener in die EFTA stieg von 13% auf 24%.⁴ Die internationale Stagflation in den

³ Siehe dazu auch den Beitrag von Mooslechner, Schmitz und Schuberth im vorliegenden Band.

⁴ Rathkolb (2006).

Siebzigerjahren und die beiden Erdölkrisen hinterließen ihre Spuren in der österreichischen Leistungsbilanz. Das Leistungsbilanzdefizit stellte die Hartwährungspolitik vor eine ernste Probe, da die Währungsreserven in den späten Siebzigerjahren deutlich sanken.⁵ Dies setzte die Hartwährungspolitik einer ernststen ökonomischen Bedrohung, aber auch einer wachsenden politischen sowie akademischen Kritik aus.⁶ Die Anpassung wurde letztlich durch die Einkommenspolitik bewerkstelligt. Erst ab dem Jahr 1983 hatte Österreich für eine Dekade wieder eine im Wesentlichen ausgeglichene Leistungsbilanz. Im Jahre 1992 passivierte sie sich wieder bis 1999.

Grafik 6: Die Leistungsbilanzsalden Österreichs und Deutschlands von 1965 bis 1999



Quelle: WIFO, AMECO.

2. Die österreichische Wirtschaft in der Periode der Hartwährungspolitik: War die Hartwährungspolitik im internationalen Vergleich erfolgreich?

Die gesamtwirtschaftlichen Effekte der österreichischen Währungs- und Wirtschaftspolitik zwischen dem Zusammenbruch von Bretton Woods und dem Beitritt zur Wirtschafts- und Währungsunion 1999 können hier nur kurz umrissen

⁵ Socher (1980).

⁶ Siehe dazu auch das Editorial und den Beitrag von Mooslechner, Schmitz und Schubert im vorliegenden Band.

werden. Dabei beschränke ich mich auf internationale Vergleiche mit Deutschland, Frankreich, Italien, Japan, den USA und dem Vereinigten Königreich in den Bereichen Wirtschaftswachstum, Arbeitslosigkeit, Inflation und Staatsverschuldung (dem sogenannten „magischen“ Viereck der Wirtschaftspolitik).

Ab dem Jahr 1973 begann das *Wirtschaftswachstum* deutlich volatiler zu werden und sich zu verlangsamen. Erst in der zweiten Hälfte der Achtzigerjahre konnte es sich wieder etwas beschleunigen. Langfristig lag das österreichische Wirtschaftswachstum zwischen 1970 und 1999 über jenem der großen Industriestaaten (Grafik 7). Ausgehend von einem Indexwert von 100 im Jahre 1970 stieg das Bruttoinlandsprodukt pro Kopf der Bevölkerung auf etwa 207 an. Damit lag es sogar über jenem Japans (Indexwert 204), was vor allem auf die dortige schwere Finanz- und Wirtschaftskrise in den Neunzigerjahren zurückzuführen war. Italien kam bei der Euroeinführung auf einen Indexwert von 197. Frankreich, die USA und das Vereinigte Königreich erreichten – bei sehr unterschiedlichem Verlauf über die Zeit – Indexwerte von 181 bis 184. Deutschland fiel vor allem durch die Wiedervereinigung in diesem Vergleich zurück und kam auf einen Indexwert von 171.

Grafik 7: Die Entwicklung des BIP-pro-Kopf in Deutschland, Frankreich, Italien, Japan, Österreich, USA und im Vereinigten Königreich von 1970 bis 1999



Quelle: AMECO.

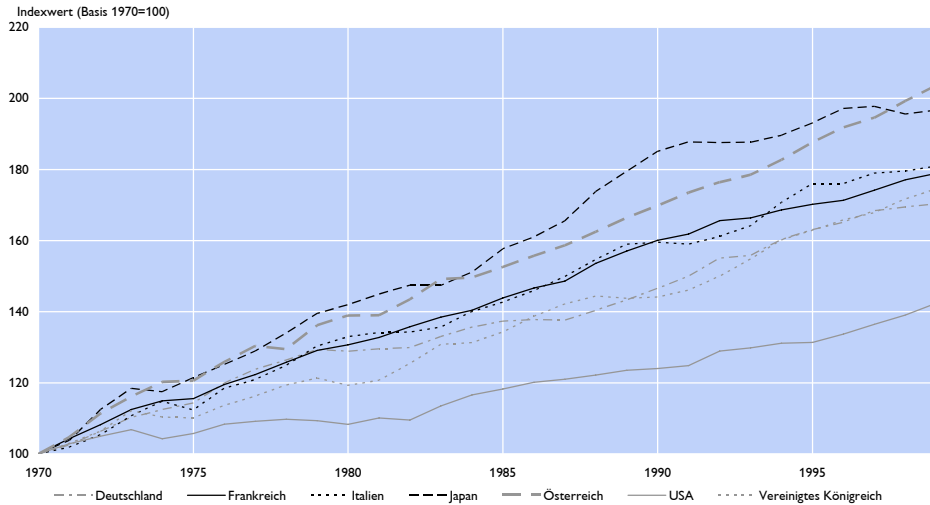
Das Wirtschaftswachstum pro Kopf wird durch zwei Komponenten erklärt: das Wachstum der geleisteten Arbeitsstunden pro Jahr und durch das Wachstum der

Arbeitsproduktivität (Output pro Arbeitsstunde). Die Hauptursache für das starke Wirtschaftswachstum war die Entwicklung der Arbeitsproduktivität in Österreich. Sie war im internationalen Vergleich sehr hoch (Grafik 8). Die nominellen Aufwertungen im Zuge der österreichischen Wechselkurspolitik nach 1971 führten immer wieder auch zu kurzfristigen realen Aufwertungen. Aufgrund der höheren Inflationsraten in den Ländern der wichtigsten Konkurrenten der österreichischen exponierten Sektoren waren diese realen Aufwertungen in der Regel nur kurzfristig wirksam. Nämlich solange bis die Inflationsdifferenziale wieder zu einer realen Aufwertung dieser Länder führten. Auf die kurzfristigen realen effektiven Aufwertungen des Schilling führt Handler (1989, 28) das hohe Produktivitätswachstum zurück: „Durch [real effektive Aufwertungen des Schilling] würde nämlich ein zusätzlicher Kostendruck auf die im exponierten Sektor tätigen Unternehmungen ausgeübt, der zur Rationalisierung (und damit zur Erhöhung der Produktivität) zwingt. Dies würde langfristig die Kosten senken und die Konkurrenzposition stärken. Die kurzfristige reale Aufwertung wäre somit der Preis für eine langfristige reale Abwertung, also einer Dämpfung der Kostenentwicklung relativ zum Ausland.“ Die Bank selbst äußerte sich bereits 1975 klar dazu als ihr damaliger Präsident in seiner Ansprache vor dem Generalrat verklärte: „Versuche, die Wettbewerbsfähigkeit auf den Weltmärkten durch eine Abwertung der Währung zu erhöhen, sind – wie das Beispiel der Länder zeigt, die diesen Weg eingeschlagen haben – nicht zielführend; ein solches Vorgehen wird daher, was ich ausdrücklich betonen möchte, von der Notenbank nicht in Erwägung gezogen.“ (ähnlich auch 1977 und 1982).

Die Arbeitslosenquote war in Österreich bis Anfang der Achtzigerjahre überaus niedrig (Grafik 9). Arbeitskräftemangel wurde durch Migration behoben. Im Jahr 1974 betrug die Zahl der sogenannten GastarbeiterInnen 230.000.⁷ Auch während der Siebzigerjahre hielt die Vollbeschäftigung in Österreich noch an. Erst Anfang der Achtzigerjahre begann die Arbeitslosigkeit auch in Österreich zu steigen. Im Vergleich zu den wichtigsten Industrieländern kam der Anstieg damit sehr spät. In Deutschland, Frankreich und dem Vereinigten Königreich setzte er bereits nach dem ersten Ölpreisschock ein. Der Anstieg der Arbeitslosigkeit war in Österreich sehr flach und die Arbeitslosenrate erreichte erst im Jahre 1996 die 4%-Marke. In Deutschland und dem Vereinigten Königreich kam es erst Mitte der Achtzigerjahre zu einem Ende des wesentlich steileren Anstiegs als die Arbeitslosenrate bereits über 7% bzw. über 11% lag. In Frankreich setzte die Trendwende erst Anfang der Neunzigerjahre bei fast 12% ein.

⁷ Matis 2001, 264.

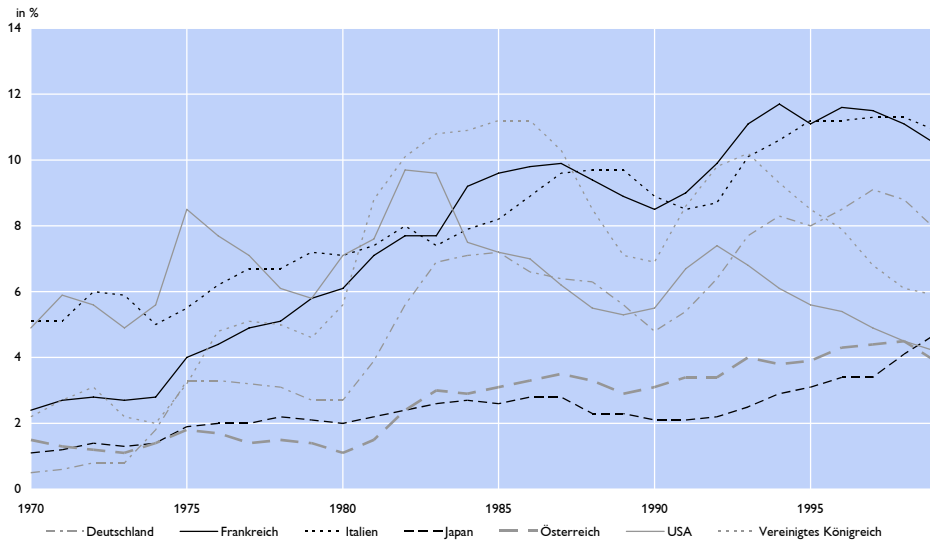
Grafik 8: Die Entwicklung der Arbeitsproduktivität in Deutschland, Frankreich, Italien, Japan, Österreich, USA und im Vereinigten Königreich von 1970 bis 1999



Quelle: OECD.

Italien und die USA hatten bereits in den Sechzigerjahren deutlich höhere Arbeitslosenraten zu verzeichnen. Dennoch führte auch in Italien der erste Ölpreisschock zu einem deutlichen Anstieg, der erst Ende der Neunzigerjahre gestoppt werden konnte, als die Arbeitslosenrate bereits bei fast 12% lag. In den USA ist die Arbeitslosigkeit traditionell wesentlich volatil. So fiel sie im Laufe der Sechzigerjahre von etwa 6% auf unter 4% und stieg dann in drei starken Schüben bis 1981/2 auf über 9% an. Sie sank dann erst bis zum Jahre 1999 auf das österreichische Niveau. Nur Japan kann in den Jahren ab 1960 bis 1999 auf eine ähnlich erfolgreiche Arbeitsmarktlage wie Österreich verweisen.

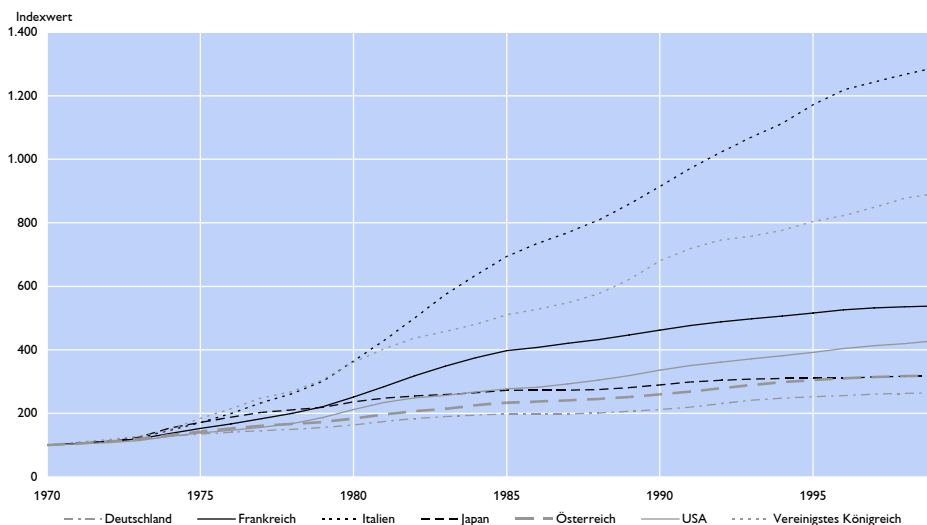
Grafik 9: Die Entwicklung der Arbeitslosigkeit in Deutschland, Frankreich, Italien, Japan, Österreich, USA und im Vereinigten Königreich von 1970 bis 1999



Source: AMECO.

Die Inflationsrate war in Österreich in den Siebzigerjahren im internationalen Vergleich mit den führenden Industrienationen – trotz der absoluten Höhe – relativ gering. Die Inflationsdifferenz zwischen Italien und Österreich stieg auf fast 15 Prozentpunkte an. Die Differenz blieb zwischen 1979 bis zur Euroeinführung 1999 durchgehend positiv. Frankreich hatte Anfang der Siebzigerjahre ähnliche Inflationsraten wie Österreich. Doch stieg auch hier die Inflationsdifferenz bis zum Jahre 1979 auf über 7 Prozentpunkte an. Die Inflationsdifferenz blieb bis 1988 positiv. In den Neunzigerjahren bis zur Euroeinführung lag die Inflationsrate in Frankreich geringfügig unter der österreichischen. Wie aus Grafik 10 hervorgeht, stiegen das Preisniveau in Österreich von 1970 bis 1999 wesentlich weniger stark an als in allen Vergleichsländer mit der Ausnahme Deutschlands und Japans. Der Index stieg in Österreich auf 319 Punkte an. In Deutschland auf 265 und in Japan auf 316. Wesentlich höhere Werte weisen Frankreich (538), Italien (1289), die USA (429) und das Vereinigte Königreich (892) auf.

Grafik 10: Die Entwicklung des Konsumentenpreisindex in Deutschland, Frankreich, Italien, Japan, Österreich, USA und im Vereinigten Königreich von 1970 bis 1999



Quelle: AMECO und OECD.

Gegen Ende der Sechzigerjahre war die österreichische Budgetpolitik auf Konsolidierungskurs. Die Wachstumsdelle des Jahres 1967 wurde als vorübergehende Schwäche interpretiert und ein Defizit unter dem Gesichtspunkt der Verstetigung der Budgetpolitik und der Wirksamkeit der automatischen Stabilisatoren bewusst in Kauf genommen. Dennoch führte der Abgang zu Nervosität in der ÖVP und der „Koren-Plan“ enthielt Konsolidierungsschritte, die trotz zusätzlicher Sozialausgaben der SPÖ-Alleinregierung zu einem bis 1974 anhaltenden Budgetüberschuss führten. In dieser Phase fiel die *Staatsschuldenquote* des Bundes um circa 2 Prozentpunkte. Erst im Jahre 1975 wurde wieder ein Budgetdefizit verzeichnet, das bis zum Beitritt zur Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion 1999 im Durchschnitt circa 3% des BIP betrug.⁸ Die Schuldenquote lag in Österreich im Jahre 1970 über der Deutschlands und Japans, aber deutlich unter jener der USA (Grafik 11 und Tabelle). Im Laufe der frühen Siebzigerjahre glichen sich die Quoten Deutschlands, Japans und Österreichs an. Ab Mitte des Jahrzehnts begannen sie aber zu divergieren: während die japanische Schuldenquote bis zum Jahre 1980 um fast 43 Prozentpunkte auf 55% des BIP stieg, erhöhte sich die österreichische um 17 Prozentpunkte auf 35%

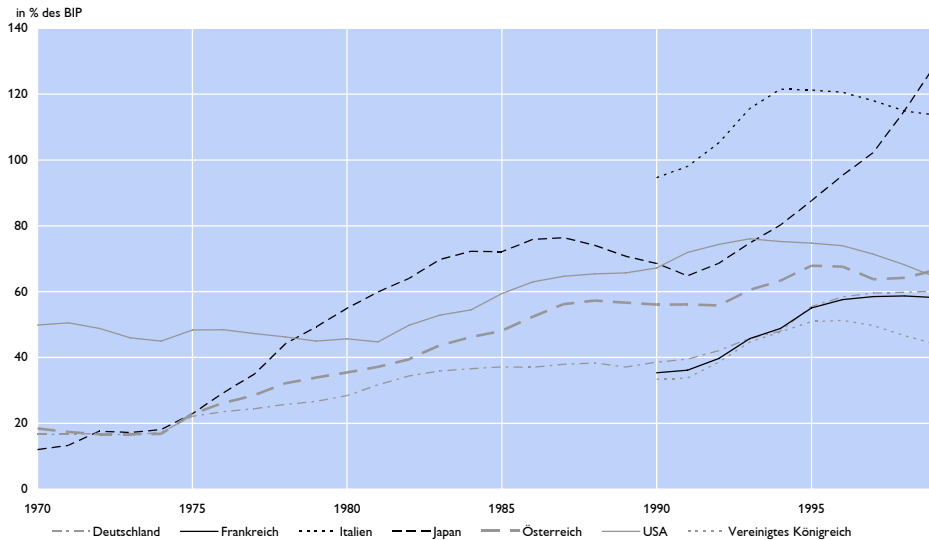
⁸ Zur Diskussion der Entwicklung und der Verteilungseffekte der Staatsverschuldung siehe Nowotny (2001).

und die deutsche um 12 Prozentpunkte auf 28% des BIP. Die amerikanische Staatsschuldenquote erreichte bereits 1970 einen Wert von 50% des BIP und ging bis 1980 leicht auf 47% zurück. Im Laufe der Achtzigerjahre stieg die österreichische Schuldenquote kontinuierlich um 21 Prozentpunkte auf 56% des BIP an. Der Anstieg war in Deutschland deutlich geringer (+12 Prozentpunkte) und erreichte 1990 einen Stand von 39% des BIP. In Japan und den USA stiegen die Staatsschulden von einem höheren Niveau weiter an und erreichten im Jahr 1990 Werte von 69% bzw. 67% des BIP. Bis zur Euroeinführung erhöhte sich der österreichische Schuldenstand auf 67% des BIP. Der Anstieg betrug also von 1970 bis 1999 48 Prozentpunkte des BIP. In den Neunzigerjahren stiegen die japanischen Staatsschulden sehr stark an, so dass sie im Jahre 1999 bereits 129% des BIP ausmachten (+60 Prozentpunkte). In den USA hingegen blieb die Schuldenquote in dieser Periode weitgehend konstant (-3 Prozentpunkte) und hatte 1999 mit 64% des BIP ein ähnliches Niveau wie der österreichische Vergleichswert. Im Zuge der Wiedervereinigung stiegen auch die deutschen Staatsschulden stark an und beliefen sich 1999 auf 60% des BIP (+22 Prozentpunkte). Der österreichischen Staatsverschuldung waren in der Zeit der Hartwährungspolitik Grenzen gesetzt, da die Fiskalpolitik den Konvergenzkriterien des Wechselkursziels untergeordnet war.⁹ Zusammenfassend lässt sich sagen, dass sich die österreichische Schuldenquote im Jahre 1999 leicht über der deutschen und in etwa auf dem Niveau der amerikanischen lag, jedoch deutlich niedriger als der japanische Vergleichswert war.

Zusammenfassend kann man selbst auf Basis einfacher internationaler Vergleiche der wesentlichen Ziele der Wirtschaftspolitik – hohes und stabiles Wirtschaftswachstum, niedrige und stabile Arbeitslosigkeit und niedrige und stabile Inflation, sowie geringe Staatsverschuldung – schließen, dass die österreichische Wirtschaftsentwicklung vom Zusammenbruch des Bretton Woods-Systems bis zur Euroeinführung erfolgreich war.

⁹ Pech (2002).

Grafik 11: Schuldenquote in Deutschland, Frankreich, Italien, Japan, Österreich, USA und im Vereinigten Königreich von 1970 bis 1999



Quelle: AMECO.

Tabelle: Staatsschuldenquoten in Deutschland, Japan, Österreich und in den USA von 1970 bis 1999

	Deutschland	Japan	Österreich	USA
		<i>Niveau in % des BIP</i>		
1970	16,6	12,0	18,5	49,9
1980	28,4	55	35,4	45,7
1990	38,6	68,6	56,1	67,2
1999	60,2	128,9	66,5	64,5
		<i>Anstieg in Prozentpunkten des BIP</i>		
1970–1980	11,8	43,0	16,9	–4,2
1980–1990	10,2	13,6	20,7	21,5
1990–1999	21,6	60,3	10,4	–2,7
1970–1999	43,6	116,9	48,0	14,6

Aus diesem Blickwinkel lassen sich die Implikationen der Wechselkurspolitik der OeNB wie folgt zusammenfassen: Die Priorität des Wechselkursziels führt zur Endogenisierung der Inflationsrate nach dem gedeckten Kaufkraftparitäten-Modell. Dadurch wurde eine niedrige Inflationsrate erreicht (Stabilitätsimport). Um die internationale Wettbewerbsfähigkeit nicht zu verschlechtern, durfte das nominelle Lohnstückkostenwachstum in Österreich nicht über den Werten der wichtigsten Handelspartner bzw. der wichtigsten Konkurrenten auf den entsprechenden

Exportmärkten liegen. Dies gelang im Wesentlichen auch, wie sich anhand des realen effektiven Wechselkurses zeigte. Verantwortlich dafür waren die Einkommenspolitik der Sozialpartner und das Produktivitätswachstum. Konjunkturelle Probleme konnten durch fiskalpolitische Maßnahmen teilweise abgeschwächt werden. Allerdings nur so weit als letztere das Wechselkursziel nicht gefährdeten.

3. Wie wurde die Hartwährungspolitik in den Siebzigerjahren theoretisch fundiert?

Speziell in den Schriften meines leider vor kurzem verstorbenen Freundes Helmut Frisch wurde das Konzept des Skandinavischen Inflationsmodells in Österreich popularisiert. Das Modell selbst geht auf Aukrust (1970) und Edgren et al. (1973) zurück und modelliert die Inflation in einer kleinen offenen Volkswirtschaft mit fixen Wechselkursen anhand der „Weltinflation“ sowie anhand struktureller Parameter, wie ich im Folgenden im Detail darstellen werde. Die Vorteile der strukturellen Inflationstheorie(n) ergeben sich vor allem daraus, dass sie Inflation nicht „... in ihrer Gesamtheit und generell aus einer einzigen Perspektive ...“ zu erklären versucht, sondern „... als multidimensional und zusammengesetzt aus unterschiedlichsten Inflationsimpulsen und einer großen Bandbreite unterschiedlicher Übertragungsmechanismen und Dynamiken ...“ (Mooslechner, 2002, 234f.) versteht. Dieses Modell eignet sich zum Verständnis der Hartwährungspolitik besonders, da es Antiinflationspolitik als jeweils richtiges Zusammenspiel mehrerer Politikkomponenten versteht. Dies trifft auf die österreichische Hartwährungspolitik in höchstem Masse zu.¹⁰

Im Modell werden ein exponierter (E) und ein geschützter Sektor (S) einer kleinen offenen Volkswirtschaft unterschieden.¹¹ Ersterer umfasst jene Sektoren, die dem internationalen Wettbewerb ausgesetzt sind, letzterer die restlichen Sektoren. Die Unternehmen des exponierten Sektors (Importeure und Exporteure, Tourismus) sind reine Preisnehmer am entsprechenden Weltmarkt, der selbst von vollkommener Konkurrenz geprägt ist. Die Inflationsrate im exponierten Sektor π_E entspricht jener des Weltmarktes π_W und das nominelle Lohnwachstum w_E entspricht der Inflationsrate im exponierten Sektor plus dem Anstieg der Arbeitsproduktivität in diesem Sektor λ_E :

¹⁰ Das heißt aber nicht, dass die empirische Kritik am Skandinavischen Modell für Österreich deshalb vernachlässigt werden kann (Handler 1980).

¹¹ In der Darstellung folge ich Frisch (1976).

$$\pi_E = \pi_W \quad (1)$$

$$w_E = \pi_E + \lambda_E \quad (2)$$

Die Lohn- und Gewinnverteilung im exponierten Sektor ändert sich also über die Zeit nicht. Dies setzt einen gewissen Grundkonsens unter den Sozialpartnern voraus, da die Verteilung des Volkseinkommens nicht mehr Gegenstand der Verhandlungen ist, sondern als gegeben angenommen wird. Für Österreich dürfte diese Annahme für die Zeit der Hartwährungspolitik akkurat sein. Ebenso zutreffend dürfte auch die zweite Annahme bezüglich der Lohnbildung sein: die Lohnbildung in beiden Sektoren erfolgt solidarisch, d.h. die nominelle Lohnwachstumsrate im geschützten Sektor ist ebenso hoch wie im exponierten.

Im geschützten Sektor wird die Wettbewerbsintensität als deutlich niedriger als im exponierten angenommen. Für das Österreich der Hartwährungspolitik scheint auch diese Annahme zulässig, da z.B. der Finanzsektor bis in die späten Achtzigerjahre stark reguliert war und der öffentliche Sektor, der einen großen Teil des geschützten Sektors ausmachte, nicht dem Wettbewerb ausgesetzt war. Die Preisbildung im geschützten Sektor erfolgt im Modell durch ein konstantes „Mark-Up“ auf die Lohnstückkosten.

$$w_S = w_E \quad (3)$$

$$w_E = \pi_E + \lambda_E \quad (4)$$

$$\pi_S = w_S - \lambda_S \quad (5)$$

Damit ist die Inflationsrate im geschützten Sektor durch das nominelle Lohnwachstum und das Wachstum der Arbeitsproduktivität gegeben. In beiden Sektoren sind also die relevanten Größen (die Inflationsraten sowie die Raten des nominellen Lohnwachstums) durch das Modell erfolgreich bestimmt. Für die Volkswirtschaft wird über beide Sektoren ein gewichteter Durchschnitt gebildet, wobei die Gewichte die relativen Anteile der Produktion im geschützten und im exponierten Sektor an der Gesamtproduktion darstellen.

$$\pi = \alpha_S \pi_S + \alpha_E \pi_E \quad (6)$$

$$\alpha_S + \alpha_E = 1 \quad (7)$$

$$\pi = \pi_W + \alpha_S (\lambda_E - \lambda_S) \quad (8)$$

Aus den Gleichungen (6) und (7) lässt sich dann die Inflationsrate π als Funktion der Weltinflationsrate und der strukturellen Parameter des Modells – Anteil des geschützten Sektors am Output α_S sowie anhand der Wachstumsraten der Produktivität $\lambda_{E,S}$ – darstellen. Die Inflationsrate bestimmt sich aus der Weltinflationsrate und der Differenz zwischen dem Produktivitätswachstum im exponierten bzw. im geschützten Sektor. Je höher der Anteil des geschützten Sektors und je niedriger sein Produktivitätswachstum, desto höher ist die Inflation.

Frisch (1976) argumentierte, dass dieses Modell eine zu starke Vereinfachung des Inflationsprozesses gewesen wäre. Von Calmfors (1975) und van Poeck (1975) übernimmt er die Erweiterung des Modells um die Phillipskurve, um sowohl Erwartungen als auch die aggregierte Nachfrage (approximiert durch die Arbeitslosigkeit) berücksichtigen zu können. Gleichung (4a) beschreibt diese Phillipskurve. Die nominelle Lohnsteigerung im exponierten Sektor setzt sich aus einer autonomen Komponente, aus einer von der Arbeitslosigkeit (der aggregierten Nachfrage) abhängigen Komponente sowie aus einer von Inflation und Produktivitätswachstum im exponierten Sektor abhängigen Komponente zusammen:

$$w_E = A + B \left(\frac{V - U}{N} \right) + C(\pi_E + \lambda_E) \quad (4a)$$

Setzt man nun Gleichung (4a) in Gleichung (6) ein und ersetzt α_E durch $(1 - \alpha_S)$ dann ergibt sich:

$$\pi = [1 - \alpha_S(1 - C)]\pi_w + \alpha_S(C\lambda_E - \lambda_S) + \alpha_S B \left(\frac{V - U}{N} \right) + \alpha_S A \quad (9)$$

Die Inflation erklärt sich damit durch die „importierte“ Inflation, die strukturelle Inflation (Differenz der Wachstumsraten der Arbeitsproduktivität in beiden Sektoren) sowie die Überschussnachfrage und anhand einer autonomen Komponente.

Wie lässt sich die Hartwährungspolitik nun in diesem Modell interpretieren? Die Weltinflation war im Falle der Hartwährungspolitik zuerst die gewichtete Durchschnittsinflation der im Indikator vertretenen Länder dann vor allem jene Deutschlands. Die Aufgabe der Währungspolitik war die Reduktion der importierten Inflation. In einem strukturellen Modell kann sie das vor allem indem sie die Rahmenbedingungen für eine Senkung des Koeffizienten $[1 - \alpha_S(1 - C)]$ sowie der autonomen Inflation $\alpha_S A$, die sich vor allem aus Inflationserwartungen ergibt, herstellt. Die strukturellen Parameter, die letztlich die Inflation im Modell bestimmen, ergeben sich aus der Einkommens- und Strukturpolitik. Aufgabe der Einkommenspolitik und der Sozialpartner war es, unter den Bedingungen des Skandinavischen Modells die Wachstumsraten der nominellen Löhne sowie die Wachstumsraten der Produktivität so zu gestalten, dass die österreichische Inflation nicht wesentlich von der Deutschen abwich. Dies geschah einerseits durch eine Einkommenspolitik, die von einer konstanten Lohnquote ausging und sich vor allem an der Inflationsrate und am Produktivitätswachstum im exponierten Sektor orientierte. Dies wurde andererseits durch eine mittels Währungspolitik oktroyierte Strukturpolitik erreicht, die auf ein hohes Wachstum der Produktivität sowie auf eine zunehmende internationale Integration der Wirtschaft – d.h. Reduktion von α_S – und auf eine Erhöhung der Wettbewerbsintensität ausgerichtet war. Dazu

gehörte auch das strukturpolitische Ziel, die Produktivität auch im geschützten Sektor zu erhöhen und damit die Differenz ($\lambda_E - \lambda_S$) zu reduzieren. Das heißt, wenn man so will, war Österreich quasi der Idealfall des Skandinavischen Modells. Sein Schlüsselpunkt waren die Einkommens- und Strukturpolitik. Es ist tatsächlich gelungen, diese Bereiche als Instrumente einer Wirtschaftspolitik einzusetzen, die unter dem Primat der Währungspolitik stand.

4. Welche Rolle spielten die Liberalisierung des Kapitalverkehrs und die Privatisierung des Finanzsektors im Rahmen der Hartwährungspolitik?

Ein Wechselkursziel gepaart mit der Liberalisierung des Kapitalverkehrs und des Finanzsektors hat in vielen Ländern zu Finanzkrisen geführt, die mit sehr hohen Kosten verbunden waren. Österreich sind solche Krisen erspart geblieben. Dieser Umstand leistet einen bisher vernachlässigten Beitrag zur Erklärung der im internationalen Vergleich erfolgreichen gesamtwirtschaftlichen Entwicklung in Österreich von 1969 bis 1999.

Kaminsky und Reinhart (1999) untersuchen 76 Währungs- und 26 Banken Krisen weltweit zwischen 1970 und 1996. Dabei kommen sie zu dem Schluss, dass diese sehr häufig gemeinsam auftreten, wobei in der Regel die Bankenkrise vor der Währungskrise beginnt. Allerdings verschärft letztere häufig die bereits bestehenden Probleme im Bankensektor. Weiters zeigt sich, dass gemeinsam auftretende Banken- und Währungskrisen wesentlich höhere reale Kosten verursachen. Eine so genannte „Zwillingskrise“ kostet im Durchschnitt 13,1% des BIP, während die Kosten einer einzeln auftretenden Krise 5,1% des BIP ausmachen. Weiters argumentieren sie, dass die Liberalisierung des Finanzsektors und/oder die des Kapitalverkehrs die Wahrscheinlichkeit einer Banken- und/oder Währungskrise erhöhen. Der leichtere Zugang zu Finanzierungen löst häufig einen Boom-Bust-Zyklus aus, der zu einer Krise führt (z.B. Finnland, Schweden, Norwegen). Die Ingredienzien einer Banken- und Währungskrise wären also auch in Österreich vorhanden gewesen – Kapitalverkehr und Finanzsystem wurden im Laufe der Periode 1970 bis 1999 liberalisiert (aber auch teilweise wieder reguliert) und ein Wechselkursziel bestand ebenso. Dennoch blieben Österreich die hohen Kosten einer Krise erspart. Dies lässt sich meiner Ansicht nach durch die Art und Weise der Implementierung der Liberalisierung in beiden Bereichen erklären.

Was versteht man unter der Stabilität des Finanzsystems? Die einzelnen Komponenten des Finanzsystems sind die Finanzinfrastruktur (z.B. Zahlungs- und Wertpapier settlement-Systeme), die Finanzinstitutionen (z.B. Banken, Versicherungen) und die Finanzmärkte (z.B. Aktien-, Anleihe- oder Geldmarkt). Zur Definition der Stabilität bediene ich mich eines funktionalen Ansatzes. Die zentralen Funktionen des Finanzsystems bestehen darin, die Nettoersparnisse des

Haushaltssektors auf effiziente Weise den Unternehmen (und dem Staat) zu Investitionszwecken zur Verfügung zu stellen, die Zahlungen innerhalb der Wirtschaft verlässlich und effizient abzuwickeln und die effiziente Bepreisung, das Management und die Allokation der Risiken zu gewährleisten. Ein Finanzsystem ist stabil, solange es diese Funktionen im Wesentlichen erfüllt. Dadurch trägt es zum gesamtwirtschaftlichen Wachstum auf zwei Arten bei: erstens ist es die Basis für die Kapitalakkumulation und zweitens kann es durch die Absorption von Schocks die Stabilität des Wachstums erhöhen.

Wie verliefen die Liberalisierung des Kapitalverkehrs und jene des Finanzsystems in Österreich?

Der Kapitalverkehr unterlag devisenrechtlichen Beschränkungen. Das Devisengesetz (BGBl. 162/1946) trat 1946 in Kraft.¹² Die Aus- bzw. Einfuhr von sowie die Verfügung über devisenrechtlich bedeutsame Werte unterlagen strengen Bewilligungspflichten. Devisentransaktionen mussten gemeldet werden. Alle ausländischen Devisen mussten der Oesterreichischen Nationalbank (OeNB) zum Tausch angeboten werden. Die Bewilligungspraxis war bis 1953 sehr streng. Erst dann begann ein vorsichtiger, stufenweiser Liberalisierungsprozess. Dieser begann mit der Liberalisierung der Bewilligungspraxis seitens der Devisenbehörde (OeNB). Als Instrument wurden Kundmachungen nach dem Devisenrecht gewählt, die die Bedingungen definierten, denen zufolge Bewilligungen zuerst auf individueller dann auf genereller Basis erteilt wurden. Dadurch blieb die Rechtsgrundlage unangetastet und die Devisenbehörde hatte die notwendige Flexibilität und einen großen Gestaltungsspielraum, um auf allfällige Probleme im Zusammenhang mit der Liberalisierung zu reagieren (wie dies 1971 auch geschah). Allerdings wurde diese Praxis aus verfassungsrechtlicher und demokratiepolitischer Perspektive heftig kritisiert.¹³ In der ersten Phase (1954–1959) wurden laufende Transaktionen und Zahlungen mit den OEEC-Ländern sowie mit Kanada und den USA von Devisenbeschränkungen befreit. In der zweiten Phase (1959–1963) wurde der Schilling zuerst für Ausländer konvertibel und dann wurden auch für Inländer deutliche Erleichterungen im Kapitalverkehr beschlossen. Im Zuge der spekulativen Kapitalbewegungen während des Zusammenbruchs des Bretton Woods-Systems kam es zur Re-regulierung des Kapitalverkehrs seitens durch die OeNB (1971–1976). In der letzten Phase (1981–1991) wurden verbleibende Beschränkungen betreffend die Eigengeschäfte der Banken sowie die Transaktionen privater Haushalte schrittweise aufgehoben. Der Liberalisierungsprozess wurde erst im Jahr 1991 endgültig abgeschlossen. Mooslechner, Schmitz, Schubert (im vorliegenden Band) fassen die Abfolge der

¹² Csoklich, List, Schwarzer 1987.

¹³ Der Verfassungsgerichtshof hob die entsprechende Regelung im Jahr 1954 auf. Dieser befand, dass die ohne jede Einschränkung erteilte Lenkungsermächtigung des Devisengesetzes, Ausnahmen von den Bestimmungen des Devisengesetzes zu erlassen, mit ART. 18, Abs 2, Bundesverfassungsgesetz unvereinbar war.

Liberalisierungsschritte blendend zusammen: Ausländer vor Inländern innerhalb dieser Banken vor Unternehmen und privaten Haushalten; Leistungs- vor Kapitalverkehrsbilanz und innerhalb dieser lang- vor kurzfristigem Kapitalverkehr.

Braumann (2002) bietet eine Zusammenstellung der wichtigsten Eckpunkte der Regulierung des Finanzsektors in Österreich vor Beginn der Liberalisierung. Die Regulierungsintensität war relativ hoch: Zweigstelleneröffnungen waren bewilligungspflichtig; Sparkassen und Genossenschaftsbanken unterlagen regionalen Beschränkungen; Eck- bzw. Habenzinsabkommen, Kreditabkommen sowie Markteintrittsbarrieren reduzierten die Wettbewerbsintensität (der Markteintritt musste von Regierung und Bankenverband genehmigt werden); der Anteil der öffentlichen Hand an den Banken betrug etwa 60% der Aktiva des Bankensystems. Der Liberalisierungsprozess begann im Vergleich zu anderen OECD-Ländern spät. Bei Braumann setzt sie erst 1977 – wesentlich später als jene des Kapitalverkehrs – mit der Liberalisierung der Zweigstelleneröffnung ein. In der Folge kam es auch zu einer deutlichen Aufweichung des Zinskartells, zur Abschaffung der Kreditkontrollabkommen und die Wettbewerbsintensität bei der Zinsgestaltung und Kreditvergabe erhöhte sich (1979–1981). Das Zinskartell wurde allerdings in den Jahren von 1985 bis 1987 wieder revitalisiert. Im Zuge des Beitritts zur EU (1995) wurden die regulierenden Marktzutrittsbeschränkungen abgebaut (erste und zweite Bankrechtskoordinierungsrichtlinie) sowie der Staatanteil an den verschiedenen Instituten privatisiert. Die Wettbewerbsintensität stieg durch diese Maßnahmen noch einmal deutlich an.

Die graduelle Liberalisierung des Kapitalverkehrs und des Finanzsystems wirkte sich auf zweifache Weise positiv auf die wirtschaftliche Entwicklung Österreichs aus:¹⁴ erstens leistete sie einen Beitrag zur Sicherung der Stabilität des Finanzsystems im Sinne einer Absenz von Finanzkrisen, die sehr hohe reale Kosten verursacht hätten. Krisensignale macht Braumann im Zuge des Liberalisierungsprozesses auch in Österreich fest: exzessive Kreditvergabe, Vermögenspreisblasen, politische Einflussnahme, Fremdwährungsrisiken und extremer Wettbewerb. Allerdings kommt er zu dem Schluss, dass durch die graduelle Vorgehensweise die Akkumulation von Problemen verhindert werden konnte, auftretende Probleme einzeln besser gelöst werden konnten und damit die Wahrscheinlichkeit einer Krise reduziert wurde. Für einen internationalen Vergleich wählt Braumann eine 40 Länder umfassende Stichprobe. Diese Länder wurden für den Vergleich ausgewählt, da sie zwischen 1973 und 2000 ebenso wie Österreich ihre Finanzsysteme liberalisierten. Von ihnen hatten immerhin 29 Finanzkrisen. Die vorsichtige Vorgehensweise bei der Liberalisierung hat sich also

¹⁴ Und wie in Mooslechner, Schmitz, Schubert (in diesem Band) erläutert, trug diese Reihenfolge zur Reduktion der möglichen Kosten der Hartwährungspolitik bei, da ansonsten manche der Instrumente zur ihrer außenwirtschaftlichen Absicherung (z.B. Kreditkontrollabkommen) nicht zur Verfügung gestanden oder weniger effektiv gewesen wären.

sichtlich gelohnt. Zweitens erhöhte die Liberalisierung die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems. Laut Braumann verdoppelten sich die Kredite an den Privatsektor in Relation zum BIP zwischen 1973 und 2000 und nahmen damit 3.7 Mal schneller zu als im Durchschnitt der Stichprobe. Die Zinsmarge – als Indikator für die Wettbewerbsintensität und Kosten der Banken – fiel im selben Zeitraum 3 Mal so schnell wie im Durchschnitt der Stichprobe. Zudem waren auch die fiskalischen Kosten, die durch Probleme im Bankenbereich entstanden mit 0,8% des BIP relativ niedrig. Der Durchschnitt der Stichprobe betrug 6,4%.

Der graduellen Ansätze bei der Liberalisierung des Finanzsystems und des Kapitalverkehrs, die aufeinander abgestimmt waren, trugen zur Erhaltung der Stabilität des Finanzsystems und des Wechselkurses bei. Beide Auswirkungen reduzierten die potentiellen Kosten des Wechselkursziels deutlich. Dadurch wurden potentielle politische Verteilungskonflikte bezüglich der Verteilung der Kostenlast von Finanz- und/oder Wechselkurskrisen verhindert, was wieder zur Stabilität des Konsenses in der Wechselkurspolitik und damit zur Glaubwürdigkeit und Stabilität der Hartwährungspolitik beitrug.

5. Zusammenfassung

Im ersten Teil dieses Beitrags zeigte ich, dass die währungspolitische Strategie, die die OeNB nach dem Ende des Bretton Woods-Systems einschlug, insofern erfolgreich war, als es gelang, sowohl Preisstabilität zu sichern als auch strukturelle Verbesserungen im exponierten Sektor zu forcieren, die trotz nomineller Aufwertungen den realen effektiven Wechselkurs weitgehend stabilisieren konnten. Die Analyse offenbarte aber auch, dass die Leistungsbilanz in der zweiten Hälfte der Siebzigerjahre einer ernsten Belastung ausgesetzt war, die erst nach einem Lernprozess der wirtschaftspolitischen Akteure durch eine entsprechende Koordinierung der Wirtschaftspolitik überwunden werden konnte.

Im zweiten Teil widmete ich mich der makroökonomischen Performance Österreichs in einem internationalen Vergleich mit den Ländern Deutschland, Frankreich, Italien, Japan, USA und dem Vereinigten Königreich. Als Kriterien ziehe ich die Entwicklung des BIP-pro-Kopf, der Arbeitsproduktivität, der Arbeitslosigkeit und der Staatsschuldenquote heran. Der internationale Vergleich zeigte, dass Österreich während der Hartwährungspolitik eine sehr gute makroökonomische Performance bei allen Kriterien auswies.

Im dritten Teil meines Beitrags versuchte ich diese gute Performance anhand des Skandinavischen Inflationsmodells und der klaren Zuordnung von wirtschaftspolitischen Zielen zu bestimmten wirtschaftspolitischen Instrumenten zu erklären. Die Einkommens- und Strukturpolitik dienten dabei als Instrumente einer Wirtschaftspolitik, die unter dem Primat der Währungspolitik stand.

Abschließend ging auf die – meiner Ansicht nach häufig unterschätzte – Rolle der Liberalisierung des Kapitalverkehrs und des Finanzsystems ein. Die in beiden

Bereichen verfolgten graduellen und wechselseitig sehr gut abgestimmten Ansätze reduzierten die potentiellen Kosten und Verteilungsprobleme der Hartwährungspolitik deutlich, wodurch die Stabilität und Glaubwürdigkeit des Wechselkursziels wiederum verstärkt wurde.

Literatur

- Allen, W. A. and G. E. Wood (2005) Defining and Achieving Financial Stability, *Journal of Financial Stability* Vol. 2, 152–172.
- Aukrust, O. (1970) Prim. I: A Model of the Price and Income Distribution Mechanism of an Open Economy, *Review of Income and Wealth* Vol. 16, 51–78.
- Braumann, B. (2002) Die Liberalisierung des österreichischen Finanzsektors – eine Analyse des Erfolgs, *OeNB Finanzmarktstabilitätsbericht* 4, 108–123.
- Braumann, B. (2004) Tu Felix Austria: Evidence for a De-celerator in Financial Reform, *International Economics and Economic Policy* Vol. 1 No. 1, 53–72.
- Calmfors, L. (1975) Swedish Inflation and International Price Influences, *Institute for International Economic Studies, Seminar Paper No. 45*, Stockholm.
- Csoklich, W., W. List and A. Schwarzer (1987) *Das österreichische Devisenrecht*, Manz, Wien.
- Edgren, G., K.-O. Faxen and C.-E. Odhner (1973) *Wage Formation and the Economy*, Allen & Unwin, London, England.
- Matis, H. (2001) Vom Nachkriegselend zum Wirtschaftswunder – Der Schilling im „goldenen Zeitalter“, in: K. Bachinger, F. Butschek, H. Matis und D. Stiefel (Hrsg.), *Abschied vom Schilling – eine österreichische Wirtschaftsgeschichte*, Styria, Graz, 155–286.
- Mooslechner, P. (2002) Vom skandinavischen Modell zur monetären Einheitserklärung und zurück: Ein unzeitgemäßes Plädoyer für die Rolle struktureller Erklärungsansätze zum Inflationsphänomen, in: G. Chaloupek, A. Guger, E. Nowotny, G. Schödiauer, (Hrsg.), *Ökonomie in Theorie und Praxis – Festschrift für Helmut Frisch*, Springer, Wien, 227–244.
- Nowotny, E. (2001) Gründe und Grenzen der Öffentlichen Verschuldung, in: G. Chaloupek, A. Guger, E. Nowotny und G. Schödiauer (Hrsg.), *Ökonomie in Theorie und Praxis – Festschrift für Helmut Frisch*, Springer, Wien, 245–266.
- Pech, H. (2002a) Zur Entstehung währungspolitischer Strategien, in: K. Liebscher (Hrsg.), *Vom Schilling zum Euro, Beiträge zur Geschichte der österreichischen Wirtschaftspolitik und der Oesterreichischen Nationalbank*, Manz'sche Verlags- und Universitätsbuchhandlung, Wien, 111–123.
- Poeck, A. v. (1975) The Scandinavian Model of Inflation and the Belgian Economy, *Tijdschrift voor Economie en Management* Vol. 20, No. 4, 495–514.
- Rathkolb, O. (2006) Anmerkungen zur Europapolitik der SPÖ 1945–1972, in: M. Zollinger, H. Androsch und A. Pelinka (Hrsg.), *Karl Waldbrunner –*

- Pragmatischer Visionär für das neue Österreich, Carl Gerold's Sohn
Verlagsbuchhandlung, Wien, 307–324.
- Socher, K. (1996) Die Entstehung der Hartwährungspolitik, in: K. Socher (Hrsg.)
Wolfgang Schmitz – Wirtschaftspolitische Weichenstellungen 1963–1973, Orac
Verlag, Wien, 85–96.