

200 Jahre österreichische Währungspolitik

Heinz Handler¹

Dieser Beitrag widmet sich der österreichischen Währungspolitik der letzten 200 Jahre – zum einen in Form eines historischen Abrisses, zum anderen durch eine Analyse von Mustern und Zusammenhängen zwischen dem Wechselkurs und anderen makroökonomischen Variablen. Im 19. Jahrhundert war der Wechselkurs einfach Ausdruck des Austauschverhältnisses, bevor er ab dem Ersten Weltkrieg auch als wirtschaftspolitisches Instrument vor allem zur Inflationsbekämpfung und Ankurbelung der Produktivität eingesetzt wurde. In diesen 200 Jahren war die österreichische Währung meist an einen fixen Wechselkurs gebunden. Im 19. Jahrhundert richtete sich der Wechselkurs im Wesentlichen nach dem Silber- bzw. dem Goldpreis. Das 20. Jahrhundert stand über weite Strecken im Zeichen eines Gold-Devisen-Standards und der sogenannten Hartwährungspolitik. Mit der Einführung des Euro zu Beginn des 21. Jahrhunderts wurde die nationale Wechselkurspolitik zugunsten einer gemeinsamen europäischen Währung aufgegeben, die ihrerseits mit einem flexiblen Wechselkurs ausgestattet ist. Österreichs Präferenz für stabile Wechselkurse ist nicht zuletzt darauf zurückzuführen, dass sich das Land von einer der wenigen Großmächte Europas (bis zum Ersten Weltkrieg) zu einer kleinen offenen Volkswirtschaft mit engen Verflechtungen zum deutschen Wirtschaftsraum entwickelt hat.

JEL-Klassifizierung: E58, F31, N13, N14, N23, N24

Schlagwörter: Währungsgeschichte, Wechselkurspolitik, Zentralbank, Österreich

Als die privilegierte österreichische National-Bank 1816 gegründet wurde, fußten die Währungssysteme der größeren Länder auf keinen formalisierten Standards, wobei sich in der Praxis in der einen oder anderen Form ein Edelmetallstandard herausbildete. Ein florierender Markt für Gold, Silber, etc. und der freie Kapitalverkehr brachten den Ländern mit Gold- und Silberwährungen weitgehend konstante bilaterale Wechselkurse. Mit der Einführung von Papiergeld und Scheidemünzen kam es jedoch immer wieder dazu, dass der Missbrauch des Währungssystems zum Zweck der Staatsfinanzierung Finanzmiseren auslöste. Größere Wechselkursschwankungen waren hauptsächlich auf Kriege, Revolutionen und deren Einfluss auf die öffentlichen Finanzen und die Inflationsentwicklung zurückzuführen.

Bereits zur Zeit des Goldstandards Ende des 19. und Anfang des 20. Jahrhunderts und umso mehr in der instabilen Zwischenkriegszeit kam es immer wieder zu Krisen. Das führte schließlich zu einer Diskussion über fixe versus flexible Wechselkurse. Während der hier analysierten 200-Jahr-Periode war die jeweilige österreichische Währung meist an einen fixen Wechselkurs gebunden. Im 19. Jahrhundert richtete sich der Wechselkurs im Wesentlichen nach dem Gold- bzw. Silberpreis, während das 20. Jahrhundert über weite Strecken im Zeichen eines Gold-Devisen-Standards stand. Zuletzt ging der Schilling Anfang des 21. Jahrhunderts im Euro auf. Zwischenzeitlich gab es immer wieder Phasen, in denen sich der Wechselkurs frei am Devisenmarkt bildete (z. B. nach dem Ende des Bretton-Woods-Systems). Diese Phasen

¹ Technische Universität Wien, Institut für Stochastik und Wirtschaftsmathematik und Emeritus Consultant, Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung (WIFO), heinz.handler@wifo.ac.at. Der Autor bedankt sich bei Ernest Gnan und Maria Teresa Valderrama (beide OeNB) sowie beim Gutachter für hilfreiche Kommentare und wertvolle Anregungen. Die alleinige Verantwortung für den Inhalt und etwaige darin enthaltene Unzulänglichkeiten liegt selbstverständlich beim Autor.

Wissenschaftliche
Begutachtung:
Niels Thygesen,
Universität
Kopenhagen

waren aber immer nur Übergangslösungen, bevor sich etwa mit der viel beachteten Hartwährungspolitik und zuletzt mit der Euro-Einführung innerhalb des Euroraums wieder ein festes Wechselkursregime etablierte.

Im Folgenden geht Kapitel 1 kurz auf die Rolle ein, die der Wechselkurs als wirtschaftspolitisches Instrument spielen kann. Die zwei daran anschließenden Kapitel behandeln – hauptsächlich auf Jobst und Kernbauer (2016) sowie Butschek (1985) gestützt – die Entwicklung der Währungsbeziehungen Österreichs und deren Zusammenhang mit der übrigen Wirtschaft: Dabei beschäftigt sich Kapitel 2 mit dem Zeitraum vor dem Ersten Weltkrieg und Kapitel 3 mit der Wechselkurspolitik und deren Auswirkungen nach dem Ersten Weltkrieg bis heute. Kapitel 4 untersucht die Interaktion zwischen dem Wechselkurs und anderen wirtschaftspolitischen Variablen wie Inflation, Haushaltssaldo und Zahlungsbilanz. Kapitel 5 schließt mit einer zusammenfassenden Betrachtung. Warum der Erste Weltkrieg als Zäsur zwischen den Kapiteln 2 und 3? Weil sich die Wechselkurspolitik davor darauf beschränkt hat, Währungsbeziehungen durch grundsätzlich feste Paritäten zu gestalten. Danach hingegen wurde die gesamtwirtschaftliche Entwicklung aktiv über die Wechselkurse gesteuert. Vor dem Ersten Weltkrieg war außerdem ein ausgeglichener Außenhandel das vorrangige politische Ziel. Mit Kriegsende hingegen rückten binnenwirtschaftliche Ziele wie Wirtschaftswachstum und Vollbeschäftigung in den Vordergrund.

1 Der Wechselkurs als wirtschaftspolitisches Instrument

Die Wechselkurspolitik, so wie sie heute verstanden wird, gewann erst nach dem Niedergang des klassischen

Goldstandards während des Ersten Weltkrieges an Bedeutung. Ursprünglich dienten eine Reihe von Edelmetallen als Zahlungsmittel, oft über die Staatsgrenzen hinweg. Der Silber- und Goldpreis wurde auf dem Weltmarkt bestimmt. Zusammen mit dem Gold- und Silbergehalt einer regionalen Münze definierte er deren Preis in Relation zu den Münzen anderer Regionen. Diese relativen Preise standen aber in keinem Zusammenhang mit der wirtschaftlichen Lage der jeweiligen Regionen. De facto sorgte der Metallstandard für eine externe Verankerung der Währung. Die Wechselkurse waren demnach technische Größen, sie wurden (noch) nicht als wirtschaftspolitisches Instrument eingesetzt. Dabei wurde die Wechselkursparität von staatlichen Stellen mitbestimmt, nämlich über die Festlegung, wie viele Kurantmünzen aus einem Pfund Silber zu prägen waren, oder später, wie viele Silberunzen einem bestimmten Geldschein entsprachen.

Eine aktive Währungspolitik wurde erstmals mit der Verminderung des Geldwerts durch die Ausgabe von Papiergeld und Scheidemünzen betrieben, mit dem Effekt, dass der Materialwert der jeweiligen Münze oder Banknote nicht mehr dem Nominalwert entsprach. In diesem Fall müssen die wirtschaftlichen Fundamentaldaten und eine glaubwürdige Wirtschaftspolitik das Vertrauen in die Währung sichern. Zumindest aber braucht es rechtsverbindliche Regelungen für Geldanlagen. Dann bekommt eine Währung einen nationalen Charakter und dann wird der Wechselkurs gegenüber anderen Währungen zu einem Maßstab für die relative Wirtschaftskraft der jeweiligen Länder. Mit der unterschiedlichen Bedeutung von Münzgeld, Papiergeld und Devisen in den verschiedenen Epochen haben sich verschiedene Währungsregime herauskristallisiert:

- der Bimetallstandard zu Beginn des 19. Jahrhunderts
- der klassische Goldstandard Ende des 19. und Anfang des 20. Jahrhunderts
- teils fixe, teils flexible Wechselkursysteme in der turbulenten Zwischenkriegszeit
- das Bretton-Woods-System, ein Wechselkursystem mit an den Goldpreis gekoppelten und damit festen, aber anpassungsfähigen Wechselkursen; und danach
- die generelle Freigabe des Wechselkurses, einschließlich des Zeitraums der monetären Integration Europas

Diese Zeitabschnitte unterscheiden sich auch anhand des Ausmaßes der Kapitalverkehrsbeschränkungen: Zur Zeit des Bimetallstandards und des Goldstandards gewann der freie Kapitalverkehr kurzfristig wenn auch begrenzt an Einfluss. Auch die Zeit nach Ende des Bretton-Woods-Systems stand mit grundsätzlich flexiblen, aber gegebenenfalls per Devisenmarktinterventionen aktiv gesteuerten Wechselkursen („kontrolliertes Floating“) im Zeichen des freien Kapitalverkehrs. Während der Zwischenkriegszeit und zu Beginn des Bretton-Woods-Systems hingegen dominierten Kapitalverkehrskontrollen.

Die Theorie zur Wechselkurspolitik beschäftigt sich sowohl mit den Determinanten des Wechselkurses (der flexible Wechselkurs als endogene Variable) als auch mit den zu erwartenden Konsequenzen einer Wechselkurssteuerung für den Rest der Wirtschaft (der Wechselkurs als exogene Variable).

In der Literatur finden sich zu den langfristigen Wechselkursdeterminanten (der kurzfristige Aspekt ist nicht Gegenstand dieser Studie) folgende zum Teil komplementäre Erklärungen:

- Der Theorie der Kaufkraftparität zufolge reflektiert der (sich auf dem Devisenmarkt bildende) nominelle Wechselkurs zwischen zwei Wäh-

rungen das relative Preisniveau (der handelbaren Güter), sofern keine Marktverzerrungen vorliegen. Längerfristig betrachtet bedeutet dies, dass es in Ländern mit einer relativ hohen Inflation zu einer Währungsabwertung kommt.

- Die relativen Preise sind oft nur Ausdruck der jeweiligen geldpolitischen Rahmenbedingungen. Eine übermäßig expansive Geldpolitik wird demnach bei einem flexiblen Wechselkursregime inflationstreibend wirken und so zu einer Abwertung der Währung führen. Wenn auch der langfristige Kapitalverkehr miteinbezogen wird (Portfolio-Ansatz zur Wechselkursbestimmung), dann zieht ein relativer Rückgang der langfristigen Zinssätze Kapitalabflüsse und eine Währungsabwertung nach sich.
- In Bezug auf den realwirtschaftlichen Sektor können strukturelle Unterschiede zwischen zwei Staaten die Preiseffekte ergänzen und die reale Wechselkursentwicklung beeinflussen. Relative Produktivitätszuwächse im Inland oder eine Verschiebung der Verbraucherpräferenzen zugunsten heimischer, also nicht importierter Güter führen daher tendenziell zu einer realen Aufwertung.

Anders herum betrachtet, über welche wichtigen Kanäle können Wechselkursänderungen den Rest der Wirtschaft langfristig beeinflussen?

- Jede Veränderung des Wechselkurses verändert unmittelbar auch dessen Austauschverhältnis im Außenhandel (*terms of trade*) sowie im Land selbst die Inflationsdynamik und letztlich – je nach Reaktion der Preise auf Wechselkursänderungen – das Preisniveau. An einen stabilen Anker – sei es ein Edelmetall oder eine ausländische Währung – wird der Wechselkurs also in erster Linie gekoppelt, um die Preisentwicklung unter Kon-

trolle halten zu können. In Zeiten der Silber- und Goldstandards lag das Ziel der Wechselkurspolitik darin, die Glaubwürdigkeit der Währung und ihren Außenwert zu erhalten. Zur Zeit der österreichischen Hartwährungspolitik stand die Eindämmung von Kostensteigerungen im Vordergrund, um in weiterer Folge auch die Produktivität anzukurbeln.

- Durch die Veränderung des Austauschverhältnisses im Außenhandel kann eine Währungsabwertung ein Leistungsbilanzdefizit stabilisieren oder reduzieren, wobei die Preiselastizitäten der Import- und Exportnachfrage sowohl auf die Dynamik (J-Kurven-Effekt) als auch auf das Resultat (Marshall-Lerner-Bedingung) einwirken. In der Literatur werden auch die Auswirkungen dieses Resultats auf die Inlandsnachfrage, Kapazitätsengpässe (Absorptionsansatz) und die monetären Rahmenbedingungen behandelt.

In der Praxis wurden mit der Wechselkurspolitik zu verschiedenen Zeiten unterschiedliche Ziele verfolgt. Im Vordergrund stehen – wie auch im Fall der österreichischen Hartwährungspolitik – Bemühungen, durch die Steuerung der nominellen Wechselkurse Wechselkursschwankungen zu dämpfen und Preissteigerungen zu minimieren. Die realen Wechselkurse lassen sich nur indirekt über die nominellen Wechselkurse und die Preisentwicklung beeinflussen. Eine reale Abwertung würde dazu beitragen, die Wettbewerbsfähigkeit zu verbessern und dadurch ein Leistungsbilanzdefizit zu reduzieren. Kurzfristig wurden Wechselkursänderungen auch zur Abfederung der Auswirkungen exogener Schocks auf die Realwirtschaft genutzt. Das bedingt aber letztlich, dass sich

Anpassungen der nominellen Wechselkurse auch in den realen Wechselkursen niederschlagen.

Die verschiedenen theoretischen Ansätze lassen den Schluss zu, dass empirisch auf lange Sicht nur selten ein einseitiger Zusammenhang zu beobachten sein wird. Realistisch ist vielmehr, dass sich der Wechselkurs im Gleichklang mit anderen ökonomischen Variablen verändert. Die hier skizzierten theoretischen Zusammenhänge dienen aber als Hintergrund für den nachfolgenden geschichtlichen Abriss und die empirische Analyse in Kapitel 4.

2 Währungsbeziehungen vor dem Ersten Weltkrieg

Der Übergang ins 19. Jahrhundert stand im Zeichen der allmählichen Herausbildung nationaler Währungen, die über den Weltmarktpreis von Edelmetallen und über liberale Finanzmärkte miteinander verbunden waren. Die zu diesem Zeitpunkt noch immer merkantilistisch geprägte Wirtschaftspolitik war hauptsächlich darauf ausgerichtet, die Zahlungsbilanz in Ordnung zu halten. Der geltende Metallstandard sorgte für konstante bilaterale Wechselkurse, da Preisschwankungen auf dem Gold- oder Silbermarkt keinen Einfluss auf den relativen Wert einer Währung hatten. Der Wechselkurs stellte somit noch kein wichtiges wirtschaftspolitisches Instrument dar. Erst die fallweise, aber steigende Ausgabe von Papiergeld, mit der das Problem der Kriegs- und Budgetfinanzierung vordergründig in den Griff zu bekommen war, machte über die so ausgelöste Inflation den Wechselkurs wirtschaftspolitisch bedeutsam. Die Wechselkurspolitik beschränkte sich letztlich jedoch darauf, Wechselkursschwankungen gering zu halten.

2.1 Das frühe 19. Jahrhundert: Kriegsfinanzierung, Papiergeld und Staatsbankrott

Die ersten in Österreich ausgegebenen Geldscheine (*Bancozettel*) waren jederzeit in Silbermünzen (*Gulden Conventionsmünze*) einlösbar. Diese Einlösbarkeit wurde während der Napoleonischen Kriege und im Zuge der darauf folgenden Reparationszahlungen aufgehoben. Zudem wurde zwischen 1804 und 1808 immer mehr Papiergeld in Umlauf gebracht, was zu einer massiven Inflation führte. Das geringe Silberagio, also der für Silbermünzen zu zahlende Aufpreis auf die Bancozettel, stieg nach 1806 rasant an und lag 1811 bereits bei 500%. Dies führte noch im selben Jahr zum Staatsbankrott und zur Einleitung einer Währungsreform. Die Bancozettel wurden um 80% abgewertet und mussten in Form von Einlösungsscheinen in neues staatliches Papiergeld, den Gulden *Wiener Währung* umgetauscht werden. Während die Umlaufmenge der Einlösungsscheine und damit des Gulden *Wiener Währung* gesetzlich beschränkt war, wurde die Reform durch die zusätzliche Ausgabe von Antizipationsscheinen (die einen Vorgriff auf künftige Steuereinnahmen darstellten) ab 1813 gefährdet. Antizipationsscheine wurden, ohne dies der Öffentlichkeit entsprechend zu kommunizieren, in immer größeren Mengen in Umlauf gebracht. So wurde das Vertrauen in die erwarteten Ergebnisse der Währungsreform untergraben. Um die Konvertibilität des Gulden *Wiener Währung* in den Gulden *Conventionsmünze* wiederherzustellen, wurde die 1816 neu gegründete Nationalbank mit einem Monopol zum Banknotendruck ausgestattet. Außerdem wurde ihr ein gewisser Grad an Unabhängigkeit von der staatlichen Verwaltung gewährt, auch wenn die Staatfinanzierung nicht explizit verboten wurde. Jobst und

Kernbauer (2016, S. 54) merken dazu an, dass, „[...] die Einlösung des staatlichen Papiergelds und dessen Ersatz durch in Silber konvertible Banknoten das zentrale Ziel des Patents von 1816 darstellte.“

Die Währungsreform zog sich sehr lange hin und war kaum abgeschlossen, als 1848 die Revolution über Österreich herein brach. Nach dem Zusammenbruch des Bankensystems schritt die Nationalbank ein und versorgte die Regierung mit frischem Geld. Als die Kredite an den Staat publik wurden, führte ein erneuter Ansturm auf Silbermünzen dazu, dass die Einlösung der von der Nationalbank ausgegebenen Banknoten in Münze eingestellt und schließlich ein Zwang zur Annahme der Banknoten zum Nennwert eingeführt wurde. Angesichts der europäischen Großmachtambitionen des Habsburgerreichs wurde die Notenpresse wiederholt angeworfen. Allerdings ließen weder die Leistung der österreichischen Wirtschaft noch die Größe des Militärapparats solche Ambitionen zu. Das Ergebnis war, dass das Silberagio des Guldens stark schwankte, wobei der Höhepunkt 1860 mit 50% erreicht wurde.

2.2 Vom Silber zum Gold

Der Gulden *Conventionsmünze* (fl. CM) blieb im Umlauf, bis sich die Habsburgermonarchie 1857 dem Deutschen Zollverein anschloss. Ziel des Zollvereins war es, die Währungsvielfalt insofern zu reduzieren, als der Silbergehalt der vom Münzvertrag geregelten Silberwährungen auf den sogenannten Vereinstaler abgestimmt wurde. In Österreich führte die damit zusammenhängende Umstellung auf den Gulden „österreichischer Währung“ (ö.W.) zu einer minimalen Abwertung (1 fl CM = 1,05 fl ö.W.). Der Gulden österreichischer Währung blieb bis 1901 gesetzliches Zahlungsmittel.

Um die Währungsreform zu unterstützen, wurde mit der Plenerschen Bankakte der Wechsel von einem System der *fiscal dominance* (die Notenbank finanziert den Staat) zu einem System der *monetary dominance* (die Notenbank steuert die Zinssätze) eingeleitet (Jobst und Kernbauer, 2016). Die Plenersche Bankakte, die Anfang 1863 in Kraft trat, stärkte die Unabhängigkeit der OeNB und definierte die Notendeckung neu. Nunmehr war der Banknotenlauf entweder durch das Diskontgeschäft (für bis zu 200 Millionen Gulden), oder durch Silber (für den darüber hinausgehenden Banknotenlauf) zu decken. Die Plenersche Bankakte gab außerdem einen strengen Zeitplan für den Abbau der Staatsschulden vor.

Nach der Niederlage 1866 gegen Preußen hatte Österreich neuerlich mit einem enormen Haushaltsdefizit, einer steigenden Steuerquote und einer Ausweitung der Geldmenge zu kämpfen. Während der Weltausstellung in Wien führten Spekulationen auf dem Finanzmarkt 1873 schließlich zu einem Kollaps des Aktienmarktes. Aufgrund der raschen Ausbreitung des klassischen Goldstandards sank der Marktpreis von Silber derart tief, dass sich 1879 ein Disagio herausbildete, d. h., dass das Papiergeld teurer wurde als die Silbermünzen. Die Folge war, dass die Notenbank mit Silber regelrecht überschwemmt wurde. Schlussendlich wurde die Entscheidung gefällt, die Metallbindung der Währung gänzlich aufzugeben. Bis zur ersten Hälfte der 1890er-Jahre wurde der Gulden als reine Papierwährung beibehalten, weshalb diese Phase als Frühform eines flexiblen Wechselkursregimes gelten kann (Flandreau und Komlos, 2001; Chaloupek, 2003).

Als die Doppelmonarchie Österreich-Ungarn 1867 ausgerufen wurde, gab es Diskussionen über einen Wechsel vom Silber- zum Goldstandard.

Goldkronen wurden bereits seit 1857 geprägt und hauptsächlich im grenzüberschreitenden Zahlungsverkehr eingesetzt. Die Nationalbank war schon 1862 autorisiert worden, zur Deckung des Bargeldumlaufs in Gold zu investieren. Tatsächlich wechselte die Doppelmonarchie aber erst 1892 von einer Silberparität zu einer Goldparität, wobei 1 Gulden (100 Kreuzer) der alten Silberwährung umgerechnet 2 Kronen (100 Heller) der neuen auf Gold basierenden Währung entsprach. Die Goldkonvertibilität wurde zwar nie zur Gänze umgesetzt, doch intervenierte die Oesterreichisch-ungarische Bank (OeUB) auf dem Devisenmarkt, um den Wechselkurs der Krone gegenüber Goldstandardwährungen stabil zu halten. Damit wechselte Österreich-Ungarn 1896 de facto zu einem Gold-Devisenstandard (Yeager, 1998). Flandreau und Komlos (2001) sprechen mit Blick auf die Zeit von 1896 bis 1914 von einem der ersten gelungenen Versuche, ein Wechselkursziel mit einer glaubwürdigen Parität und einer engen, aber nicht näher definierten Bandbreite zu setzen. Die OeUB war im Zuge der Anti-Inflationspolitik ab 1910 verpflichtet, die Stabilität des Wechselkurses der Krone gegenüber anderen wichtigen Währungen zu gewährleisten. Damit sind Parallelen zur österreichischen Hartwährungspolitik des späten 20. Jahrhunderts gegeben.

3 Wechselkurspolitik nach dem Ersten Weltkrieg

Mit dem Ende des Ersten Weltkrieges brach auch die Österreichisch-ungarische Monarchie auseinander. Die Wirtschaftspolitik musste sich nun an neuen Zielen orientieren. Das Streben nach einem außenwirtschaftlichen Gleichgewicht rückte in den Hintergrund; Priorität hatte nunmehr die interne Stabilisierung über den Abbau der Staatsver-

schuldung und der Inflation sowie der Wiederaufbau der Produktionskapazitäten. Mit dem Ende des klassischen Goldstandards entdeckte man das Potenzial des Wechselkurses als wirtschaftspolitisches Instrument. Manche Länder waren um die Wiederherstellung des Goldstandards in der einen oder anderen Form bemüht, andere Länder experimentierten mit flexiblen Wechselkursen. Der Wert einer Währung sollte damit nicht länger notwendigerweise an den Metallschatz in den Notenbanktresoren gebunden sein, sondern zunehmend von den wirtschaftlichen Fundamentaldaten (wie etwa der internen und externen Stabilität und der Gesamtfaktorproduktivität) abhängen.

3.1 Konsolidierung in der Zwischenkriegszeit: von einer weichen zu einer harten Währung

Im Ersten Weltkrieg wurden die explodierenden Staatsausgaben der österreichisch-ungarischen Monarchie weitgehend über Kriegsanleihen finanziert. Die daraus resultierende massive Ausweitung der Geldmenge trieb die Inflation nach oben und führte zu einer Abwertung der Krone gegenüber anderen Währungen. Nach dem Krieg wollte die Oesterreichisch-ungarische Bank an einer gemeinsamen Währung mit den anderen Nachfolgestaaten der ehemaligen Monarchie festhalten. Dieses Ansinnen scheiterte jedoch mit der Abstempelung der in Jugoslawien und der Tschechoslowakei zirkulierenden Banknoten. Um den unkontrollierten Zufluss ungestempelter Kronen-Banknoten zu verhindern, musste das territorial stark geschrumpfte Österreich diesem Beispiel folgen. Die kriegsgeschädigte Wirtschaft litt unter einem anhaltend hohen Haushaltsdefizit und hoher Inflation, die 1921 in einer Hyperinflation mündete. Die Kronen-Banknoten ver-

lören rasant an Wert. Die Kehrtwende wurde mit der Unterzeichnung der Genfer Protokolle im Rahmen des Völkerbundes im Oktober 1922 geschafft, die es Österreich gestatteten, eine Völkerbundanleihe auf Basis der alten Goldkrone von 1914 zu begeben. Im Gegenzug verpflichtete sich Österreich dazu, ein unabhängiger Staat zu bleiben und eine umfassende institutionelle Reform in Angriff zu nehmen, unter anderem mit der Einführung eines Verbots für die Staatsfinanzierung durch die Zentralbank. Dank des Reformprogramms stabilisierten sich die Inflationsrate und der Wechselkurs sehr rasch. 1923 ging die Oesterreichische Nationalbank (OeNB) aus der Oesterreichisch-ungarischen Bank hervor. Im März 1925 wurde die Krone vom Schilling abgelöst (10.000 Kronen = 1 Schilling), wobei die Goldbindung aufrechterhalten wurde (0,21172086 Gramm Feingoldgehalt pro 1 Schilling). Anders als etwa die USA, das Vereinigte Königreich, Frankreich oder Italien entschied sich Österreich dagegen, an den Vorkriegs-Goldstandard anzuschließen. Stattdessen fiel die Entscheidung zugunsten einer unabhängigen Koppelung an den Goldpreis, die durch Devisenkontrollmaßnahmen abgesichert wurde. Die OeNB wurde mit dem Mandat ausgestattet, für Geldwertstabilität im Vergleich zu anderen wertbeständigen Währungen zu sorgen. Ziel war es, letztendlich zu einer Art Goldstandard zurückzukehren (Jobst und Kernbauer, 2016).

Die internationalen Unruhen an den Börsen waren in Österreich erst ab Mai 1931 nach dem Bankrott der Credit-Anstalt zu spüren. Als die Credit-Anstalt ihre schweren Verluste für 1930 offenlegte, hatte dies einen Ansturm auf die Banken zur Folge, der nur durch massive Liquiditätshilfen der OeNB und Staatsgarantien für sämtli-

che Einlagen bei der Credit-Anstalt bewältigt werden konnte. Die Inflationserwartungen stiegen, Kapitalflucht setzte ein und die OeNB verlor ihre Devisenreserven fast zur Gänze. Die OeNB konnte zwar die Goldparität des Schillings aufrechterhalten, doch bildete sich aufgrund der Wiedereinführung von Devisenkontrollmaßnahmen² im Oktober 1931 ein Goldagio heraus, das Ende 1931 28% und im Juni 1932 33% erreichte. Bis Anfang 1932 erhöhte die OeNB den Diskontsatz schrittweise auf 10%. Die komplette Rückkehr zur Goldparität hätte zu enormen Preis- und Kostenreduktionen geführt, was außer Reichweite schien (Kernbauer, 1991). Als sich schließlich mehrere große Staaten vom Goldstandard abwandten (beginnend mit dem Vereinigten Königreich im September 1931), wurde der Schilling gegenüber Gold bis Juli 1932 um 22% abgewertet (März, 1990).

Abgesehen von dieser kurzen Wechselkursschwäche war der Schilling langfristig allerdings bemerkenswert stark, was ihm den Spitznamen „Alpendollar“ einbrachte. Gestützt wurde der Schilling durch die Beibehaltung der Devisenkontrollmaßnahmen (bis 1935) und durch ein eher moderates Haushaltsdefizit. Die schrumpfende Geldmenge (M1 verringerte sich von 4 Mrd Schilling im Jahr 1928 auf 2,2 Mrd Schilling im Jahr 1934) war im Wesentlichen darauf zurückzuführen, dass die Geschäftsbanken bei der Kreditvergabe an den privaten Sektor sehr zurückhaltend agierten. Die OeNB verstand ihre Geldpolitik als nicht restriktiv, da die monetäre Basis leicht gewachsen war und der Diskontsatz wieder gesenkt werden konnte. Anders als eine Vielzahl an Staaten (da-

runter auch die Mitglieder des angeschlagenen „Goldblocks“ Frankreich, Italien und die Schweiz), die 1936 ihre Währungen abwerteten, setzte Österreich als Reaktion auf die Inflationserwartungen auf flankierende deflationäre Maßnahmen. Da der Schilling nunmehr wieder als stabile Währung galt, zog sich der Völkerbund 1936 aus der Überwachung von Österreichs Finanzen zurück (Kernbauer, 1991; Klausinger, 2006).

Nach der Besetzung und dem Anschluss Österreichs an das Dritte Reich im März 1938 wurde zunächst statt dem Schilling die Reichsmark eingeführt, und zwar im Verhältnis von 1,5 Schilling zu 1 Reichsmark (d. h., es kam zu einer Aufwertung; davor kamen 2,17 Schilling auf 1 Reichsmark). Die OeNB wurde ihrer Funktion als Währungsbehörde enthoben und ihre Goldreserven wurden an die Deutsche Reichsbank übertragen. Im Hinblick auf das relative Lohnniveau (Butschek, 1985) und das relative Preisniveau (Kernbauer, 1991) wurde das Verhältnis Schilling zur Reichsmark später als angemessen bewertet.

3.2 Von einer kriegsgeschädigten Wirtschaft zum Bretton-Woods-System

Während des Zweiten Weltkrieges, als das Bretton-Woods-System ausverhandelt wurde, herrschte unter den späteren Teilnehmern des Systems Konsens darüber, dass der Weg zur Wiedererlangung wirtschaftlicher Stabilität nur über einen Gold-Devisen-Standard führen würde. Die Teilnehmer einigten sich auf ein System mit fixen, aber anpassungsfähigen Wechselkursen und Kapitalverkehrskontrollen. Damit einher ging die Verpflichtung, die Wäh-

² In Deutschland wurden im Zuge der Ausbreitung der Bankenkrise bereits im Juli 1931 Devisenkontrollmaßnahmen eingeführt.

rungen Schritt für Schritt für die in der Leistungsbilanz erfassten Transaktionen konvertibel zu machen. Sogenannte Ecklösungen (starr fixe oder frei schwankende Kurse) wurden hingegen abgelehnt.

Es dauerte fast ein Jahrzehnt, bis Österreich die Nachkriegsinflation und das Haushaltsdefizit in den Griff bekommen und frühere Handelsverflechtungen wieder aufgebaut hatte und mit der Erreichung der Schillingkonvertibilität reif für den Beitritt zum goldbasierten Bretton-Woods-System wurde. Gleich nach dem Zweiten Weltkrieg wurde der Schillingwechsellkurs von den Besatzungsmächten mit 10 Schilling pro US-Dollar festgesetzt, womit der Schilling überbewertet war. Außerdem waren Devisengeschäfte für Exporte und Importe bewilligungspflichtig. Parallel dazu führten Schwarzmarktkurse de facto zu einer Unterbewertung des Schillings, die jedoch sukzessive vom Preisauftrieb überlagert wurde. Exporteure schlossen Kompensationsgeschäfte ab und handelten Prämien aus, wodurch sich ein System multipler Wechselkurse herausbildete.

Zu den Sofortmaßnahmen zur Sanierung der kriegsgeschädigten Wirtschaft zählte ein Reihe von Währungsgesetzen, die die OeNB in ihren Funktionen von 1922 wiederherstellten, den Geldumlauf um 60% reduzierten, und bestimmten, dass die verbleibenden 40% des Bargeldumlaufs nur für den Erwerb lebenswichtiger Güter genutzt werden durften. Diese Maßnahmen erfolgten im Hinblick auf die Ablösung der Reichsmark durch den Schilling, konnte allerdings nicht verhindern, dass die Inflation von 26% im Jahr 1946 auf 96% im Jahr 1947 anstieg. Zu Stabilisierungszwecken wurde daher im Juli 1947 ein erstes Lohn-Preis-Abkommen auf Sozialpartnerebene ausgehandelt, dem bis 1951 vier weitere fol-

gen sollten. Als Vorbedingung für die Teilnahme am Marshallplan wurde im November 1947 der Geldumlauf weiter reduziert, indem 3 „alte“ Schillinge gegen 1 „neuen“ Schilling getauscht wurden. Dies hatte zur Konsequenz, dass sich die Marktprämie gegenüber dem „offiziellen“ Schilling-Wechsellkurs rapide verringerte.

Im August 1948 trat Österreich den Bretton-Woods-Institutionen bei. Der Beitritt war an die Verpflichtung gekoppelt, die bestehenden Devisenbeschränkungen zu lockern und das duale Wechselkurssystem aufzugeben. Im November 1949 wurde das Wechselkurssystem insofern vereinfacht, als anstelle des „offiziellen“ Wechselkurses ein Grundkurs von 14,40 Schilling pro US-Dollar und ein Prämienkurs von 26 Schilling pro US-Dollar (nahe beim Marktkurs) eingeführt wurden. Für etliche Transaktionen bedeutete dies geringere Subventionen und höhere Preise. Letztlich abgeschlossen wurde die Reform erst im Mai 1953 mit einer effektiven Abwertung des Schillings und der Umstellung auf einen Einheitskurs auf dem Niveau des bisherigen Prämienkurses. Parallel dazu verzichtete Österreich im Sinne der Liberalisierungsbemühungen des Allgemeinen Zoll- und Handelsabkommens (GATT) und der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit in Europa (OEEC) sukzessive auf die restriktive Regulierung des Außenhandels, die die Nachkriegszeit zunächst geprägt hatte. 1953 wurden der Warenverkehr und der Handel mit Dienstleistungen liberalisiert. Damit einher ging die schrittweise Liberalisierung des internationalen Zahlungsverkehrs. Der Schilling wurde 1959 für Ausländer konvertibel, die volle Konvertibilität wurde erst 1962 erreicht.

Mit der Novellierung des Nationalbankgesetzes 1955 wurde das oberste

Ziel der Schillingpolitik neu definiert: Sie sollte nunmehr – anstatt wieder einen Goldstandard einzuführen – dafür sorgen, die Kaufkraft im Inland und den Wert gegenüber wertbeständigen ausländischen Währungen zu bewahren. Gleichzeitig wurde die Unabhängigkeit der OeNB gestärkt und ihr geldpolitisches Instrumentarium um Offenmarktgeschäfte und die Einführung der Mindestreservepflicht erweitert.

In den späten 1950er-Jahren und den frühen 1960er-Jahren war der Preisauftrieb mäßig und nicht so hoch wie in den Ländern der wichtigsten Handelspartner. Da die Wirtschaft florierte und sich die Leistungsbilanz günstig entwickelte, kam die Parität von 26 Schilling pro US-Dollar bis zum Ende der Goldeinlöseverpflichtung des US-Dollars im August 1971 nicht unter Druck.

3.3 Schritt für Schritt zu einer Hartwährungspolitik

Das Bretton-Woods-System brach letztlich nach und nach zusammen, wobei sich der Prozess von August 1971 (Ende der Goldeinlöseverpflichtung des Dollars) bis März 1973 (generelle Freigabe der Wechselkurse) hinzog. Während die flexiblen Wechselkurse die Zahlungsbilanzen vieler Länder entlasteten, war diese Zeit zugleich von hohen Wechselkursschwankungen gekennzeichnet. Um die weggefallene Goldbindung wettzumachen, wurde die Unabhängigkeit der Notenbank forciert und die direkte Inflationssteuerung zum neuen Maßstab einer stabilitätsorientierten geldpolitischen Strategie erkoren. Innerhalb der EU wurde die alte Idee einer Währungsunion mit fixen Wechselkursen aufgegriffen, der eine möglichst große Zahl der EU-Staaten beitreten sollte. Der Sinn fixer Wechselkurse für Länder mit sehr unterschiedlichen wirtschaftlichen Fun-

damentaldaten wurde aber nachträglich durch die internationale Finanzkrise 2008 und infolge der Staatsschuldenkrise im Euroraum in Frage gestellt.

Österreich war eines der ersten Länder, das auf eine sogenannte Hartwährungspolitik setzte, um generell die Nachteile flexibler Wechselkurse in Grenzen zu halten und speziell Preissteigerungen zu verringern (Handler, 1989; 2007). Bereits im Mai 1971 hatten sich die Währungshüter von einer möglichst ausgeglichenen Leistungsbilanz als ihrem obersten Ziel verabschiedet. Stattdessen wurden mit einer Aufwertung des Schillings um etwa 5% erste Maßnahmen zur Eindämmung des Inflationsdrucks ergriffen. Weitere Maßnahmen in diesem Sinne: (1) die OeNB definierte im August 1971 einen Indikator, um auf der Grundlage eines Währungskorbes einen Referenzwert für den Schillingwechsellkurs zu bilden; (2) eine Annäherung des Schillings an den Europäischen Wechselkursverbund („Europäische Währungsschlange“) sollte Wechselkursschwankungen innerhalb einer bestimmten Bandbreite auf Basis des Smithsonian Agreements vom April 1972 halten; und (3) die Schlangewährungen als Richtwert für den Schillingwechsellkurs wurden ab Juli 1976 von der D-Mark abgelöst (Schmitz, 2016).

Die erste Ölkrise und die internationale Rezession von 1975 hatten in den zwei darauffolgenden Jahren ein hohes Leistungsbilanzdefizit zur Folge. Während die Regierung darauf mit einer restriktiven Budgetpolitik reagierte, verlagerte die OeNB ihren Fokus dahingehend, die Abwertung des real-effektiven Wechselkurses zu stabilisieren. Dabei profitierte der Schilling vom schwächer werdenden US-Dollar. Nominell betrachtet verfolgte die OeNB die Politik, die Glaubwürdigkeit des Schillings zu sichern, indem sie die

Schwankung des Schillings gegenüber der D-Mark möglichst gering hielt. Ab Mitte des Jahres 1981 lag die Abweichung tatsächlich praktisch bei null. Wenn sich danach die österreichische Wirtschaft weniger dynamisch entwickelte als die deutsche Wirtschaft, wurde die Stabilität des Wechselkurses mittels einer Zinsprämie in Österreich gegenüber Deutschland erkauft.

In der EU standen die 1990er-Jahre weitgehend im Zeichen der Bemühungen, die Beitrittsreife für die dritte Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion zu erlangen. Dazu wurde in Österreich u. a. der internationale Kapitalverkehr liberalisiert (Nauschnigg, 2003). Damit war auch die Glaubwürdigkeit eines stabilen Wechselkurses gewährleistet, die nur einmal, nämlich im August 1993, auf die Probe gestellt wurde, als massive Spekulationen den Schilling unter Druck brachten; diese Spekulationen konnten aber von der OeNB erfolgreich abgewehrt werden. Insgesamt hat die Hartwährungspolitik in Österreich dazu beigetragen, Preisstabilität ohne merkliche Belastung des Wirtschaftswachstums bzw. des Arbeitsmarkts zu erreichen und auch zu halten.

3.4 Reibungslose Umstellung auf den Euro

Österreichs Beitritt zur EU 1995 erfolgte bereits mit dem Anspruch, letztlich den Euro einzuführen, was schließlich im Jahr 1999 geschah, womit Österreich zu den Gründungsmitgliedern des Euroraums gehörte. Zugunsten der Mitgliedschaft in einer großen Währungsunion, der auch alle wichtigen Handelspartner angehörten, verzichtete Österreich nun auf den Schilling. Mit der Einführung des Euro wurde der Wechselkurs des Schillings gegenüber den anderen Vorläuferwäh-

rungen des Euro unwiderruflich festgelegt, was wiederum bedingt, dass Schief lagen in der Zahlungsbilanz nun durch binnenwirtschaftliche Anpassungen abgefangen werden müssen.

Der Euro gehört heute zu den Hauptwährungen auf den internationalen Finanzmärkten. Gegenüber anderen Währungen bildet sich der Euro-Wechselkurs frei auf dem Devisenmarkt, wobei die Wechselkursentwicklung die internationalen Beziehungen zwischen den großen Wirtschaftsräumen, insbesondere zwischen Europa und den Vereinigten Staaten, abbildet. Seit 1999 ist es zu starken Wechselkursausschlägen gekommen, wobei der Euro von Juni bis Juli 2008 um 85% aufgewertet und danach bis November 2015 um 32% abgewertet hat.

Die Zuständigkeit für die Wechselkurspolitik im Euroraum teilt sich das Eurosystem mit dem Rat der Europäischen Union. Dabei ist das Eurosystem für die täglichen Interventionen am Devisenmarkt zuständig, während der Rat der Europäischen Union im Einvernehmen mit der Europäischen Zentralbank (EZB) die allgemeine Orientierung des Wechselkurssystems bestimmt. Die OeNB ist Teil des Eurosystems und hat einen Sitz im EZB-Rat.

4 Wechselwirkungen zwischen dem Wechselkurs und anderen Policy-Variablen

Der folgende Abschnitt bietet je nach Verfügbarkeit zuverlässiger historischer Daten einen Überblick über 200 Jahre Wechselkursentwicklung in Österreich in Wechselwirkung zur Preisentwicklung, zur Entwicklung der öffentlichen Finanzen (Budgetsaldo und Staatsverschuldung) sowie zur Entwicklung monetärer und realwirtschaftlicher Variablen.

4.1 Langfristige real-effektive und nominell-effektive Aufwertung

Um das ganze Wechselkursspektrum der Handelsbeziehungen eines Staates zu erfassen, müssen (handelsgewichtete) nominell-effektive und real-effektive Wechselkurse betrachtet werden. Eine real-effektive Aufwertung, d. h. ein Verlust an relativer Wettbewerbsfähigkeit, beruht entweder auf einer nominell-effektiven Aufwertung oder auf einem relativen Anstieg der Inlandspreise. Wie in Grafik 1 ersichtlich, hat der Schilling seit dem Ende des Bretton-Woods-Systems bis in die Mitte der 1990er-Jahre sowohl nominal-effektiv (in Summe mehr als 100%) als auch real-effektiv (etwa 30%) aufgewertet. Die Aufwertung spiegelt in erster Linie die österreichische Hartwährungspolitik mit ihrem Streben nach Preis- und Lohnzurückhaltung und Produktivitätszuwachsen wider. Dieser Trend hielt bis Mitte der 1990er-Jahre an, als im Vorfeld der Einführung des Euro das Budgetdefizit abgebaut und die relative Lohnstückkostenposition verbessert wurden. Die deutlich schnellere nominelle Aufwertung ist ein Indiz dafür, dass die sinkende preisliche Wettbewerbsfähigkeit aufgrund der nominell-effektiven Aufwertung teilweise durch

sinkende relative Preise und Kosten wettgemacht wurde. Seit der Jahrhundertwende sind die real-effektive und die nominell-effektive Wechselkursentwicklung eng miteinander korreliert, was bedeutet, dass sich die Preise im In- und Ausland mehr oder weniger im Gleichklang entwickelt haben.

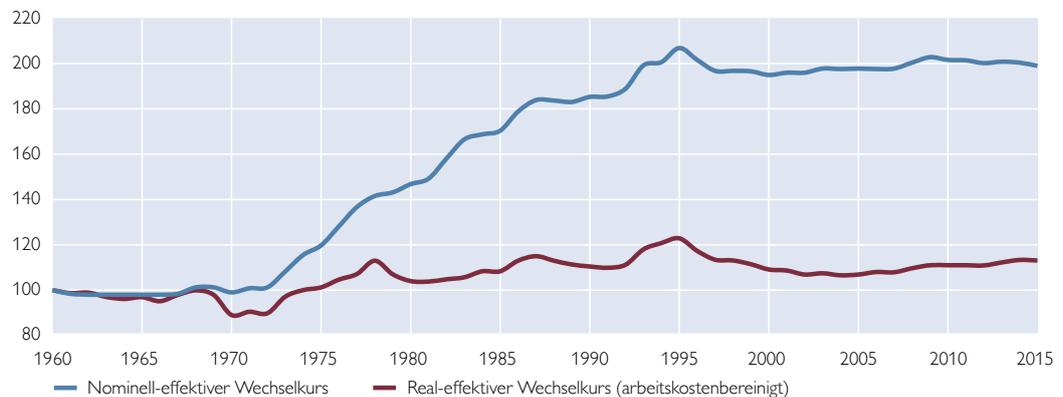
4.2 Inflation und Wechselkurs

Gemäß dem monetären Ansatz zur Wechselkursbestimmung führt eine übermäßig hohe relative Geldmenge zu einer Währungsabwertung sowie zu höheren Inflationserwartungen und auf längere Sicht auch zu Inflation. In den hier betrachteten 200 Jahren standen die Perioden ohne kriegerische Auseinandersetzungen im Zeichen einer weitgehend parallelen moderaten Inflationentwicklung und einer relativ stabilen Wechselkursentwicklung. Nennenswerte Unterbrechungen gab es in den Kriegsjahren (Napoleonische Kriege, österreichisch-preußischer Krieg 1866, Erster und Zweiter Weltkrieg) und im Zuge von Währungsreformen. Während bis zum Ende des Zweiten Weltkrieges auf Inflationsperioden oft eine deflationäre Phase folgte, war seither in Österreich keine längere Deflation mehr zu verzeichnen (Tabelle 1).

Grafik 1

Nominell-effektiver und real-effektiver Wechselkurs Österreichs (1960–2015)

Index 1960=100



Quelle: AMECO.

Tabelle 1

Inflations- und Wechselkursgeschichte Österreichs

Zeitraum	Inflationsgeschichte	Inflationsrate		Wechselkursgeschichte
		Durchschnittliches Wachstum gegenüber Vorjahr in %	Standardabweichung	
1812–24	Deflation	–4,8	6,5	Währungsreformen, stabiles Silberagio nach 1818
1825–44	Preisstabilität	0,3	3,6	Stabiles Silberagio
1845–63	Gemäßigte Inflation	3,0	5,6	Schwankendes Silberagio
1864–73	Deflation, durch anschließende Inflation ausgeglichen	0,7	4,1	Stark schwankendes Silberagio
1874–1904	Gemäßigte Inflation bis zur Mitte der 1890er-Jahre	–0,6	2,1	Silberdisagio, Goldparität ab 1892
1905–14	Gemäßigte Inflation	2,1	2,1	Beibehaltung der Goldparität
1915–24	Erster Weltkrieg und Hyperinflation	381,5	878,2	Massive Abwertung der Krone
1925–45	Nahezu Preisstabilität	1,0	2,9	Währungsreform mit Umstellung auf Schilling unter Beibehaltung der Goldparität; 1938 Umstellung auf Reichsmark
1946–52	Inflation nach dem Zweiten Weltkrieg	31,3	29,1	Währungsreform, multiple Wechselkurse
1953–70	Gemäßigte Inflation	2,8	1,5	Fixer Wechselkurs gegenüber dem US-Dollar
1971–81	Austro-Keynesianismus, Inflation, Ölkrise	6,3	1,9	Unsicherheit nach Bretton Woods, Bindung des Schillings an die „harte“ D-Mark
1982–98	Gemäßigte Inflation	2,9	1,3	Hartwährungspolitik
1999 bis heute	Inflation auf Höhe des EZB-Zielwerts	1,9	1,1	Umstellung auf den Euro

Quelle: Angaben des Autors.

Schwankungen des Silberkurses führten zu einer Entkoppelung des Marktwerts des alten Silberguldens Conventionsmünze von seinem Nennwert. Mit der zunehmenden Bedeutung des Papiergeldes bei der Geldversorgung wurde das Silberagio Ausdruck der relativen Glaubwürdigkeit der Silbermünzen im Vergleich zu den Banknoten und Staatsnoten. In eben diesem Sinn büßte das umlaufende Papiergeld in Österreich während der Napoleonischen Kriege seine ursprüngliche Glaubwürdigkeit wegen des übermäßigen Gebrauchs der Notenpresse ein. Danach reagierte das Silberagio auf externe und interne politische Unruhen und die damit einhergehende Entwick-

lung der öffentlichen Finanzen. 1818 war das Silberagio zwölfmal höher als vor dem Krieg und konnte zusammen mit der signifikanten Deflation erst mit der Umsetzung der Währungsreform der neu gegründeten OeNB stabilisiert werden.

Wiederholte Maßnahmen der Regierung zur Ausweitung der Geldmenge schlugen sich in entsprechenden Schwankungen des Silberagios nieder. Nach der Abwertung der Bancozettel 1848 schwankte das Silberagio zwischen 5 % in den Jahren 1856–58 und ungefähr 40 % im Jahr 1861. Für die Phasen mit einem niedrigen Silberagio waren Pressburger (1966) zufolge mehrere Spezialfaktoren ausschlaggebend,

darunter die Reduktion des Banknotenumschlags (1865 und 1874–76), die Vorbereitungen auf den Wiener Münzvertrag von 1857 und die darauf folgende Währungsreform, die die Silberkonvertibilität des neuen Gulden österreichischer Währung ermöglichte (in den Jahren 1856–58). Das Agio kehrte sich 1879 in ein Disagio um und blieb bis 1886 nahe bei null. Gegen Ende des 19. Jahrhunderts stieg das Silberdisagio aufgrund des relativen Kursverfalls von Silber im Verhältnis zu Gold auf etwa 50% an. Nach der Währungsumstellung vom Silbergulden auf die Goldkrone im Jahr 1892 blieb die Goldparität bis zum Ersten Weltkrieg bestehen (Grafik 2).

Für den Zeitraum von 1970 bis 2015 ließ sich zwischen dem Leistungsbilanzsaldo (in Prozent des BIP) und der effektiven Wechselkursentwicklung kein nennenswerter signifikanter Zusammenhang ausmachen. Betrachtet man 3-Jahres-Durchschnittswerte, findet sich nur eine sehr schwache negative Korrelation ($R^2 = 0,04$) zwischen

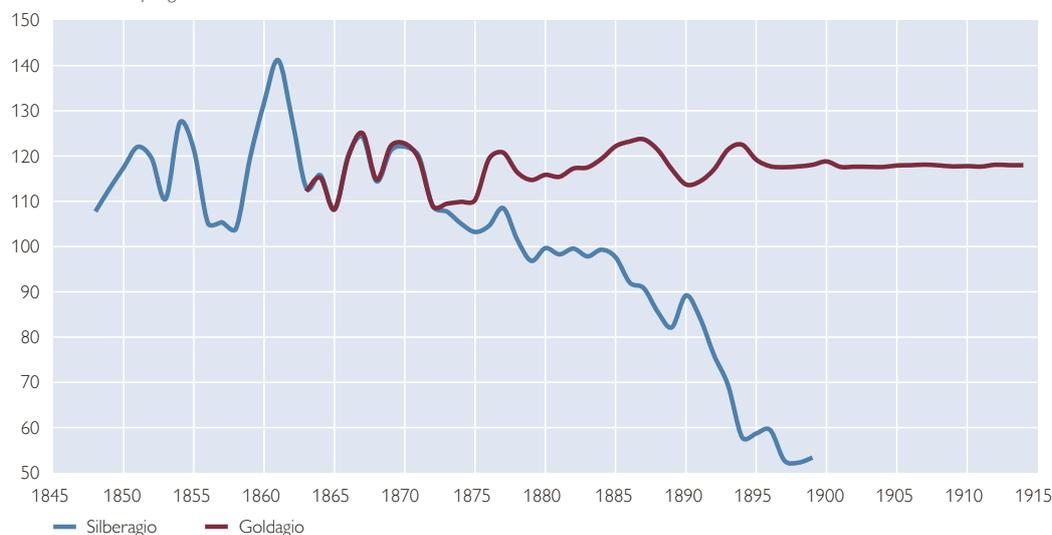
der Leistungsbilanz wie oben definiert und der prozentuellen Veränderung des real-effektiven Wechselkurses, und das nur für die Zeitspanne von 1970 bis 1993. Interessant ist, dass die Leistungsbilanz- und Wechselkursentwicklung von 1994 bis 2014 positiv korreliert war ($R^2 = 0,20$). Es ist möglich, dass die Unterzeichnung des Maastricht-Vertrags 1992 und die Reformen nach der europäischen Währungskrise 1993 zu nachhaltigen Leistungsbilanzüberschüssen geführt haben, die nicht durch die reale Wechselkursaufwertung aufgezehrt wurden. Ohne weiterführende Analysen lassen sich jedoch keine überzeugenderen Aussagen treffen.

Ein möglicher Zusammenhang könnte auch zwischen der Entwicklung der Leistungsbilanz und der relativen Zinsentwicklung bestehen: Bei einem steigenden Leistungsbilanzdefizit könnte eine Zinsanhebung bei sonst gleichen Bedingungen Abwertungstendenzen entgegenwirken. Den Ist-Daten vom Beginn der 1970er-Jahre bis Ende der 1990er-Jahre zufolge korrelierten die

Grafik 2

Silberagio (1848–99) und Goldagio (1863–1914)

Index, Preis des Papiergelds = 100



Quelle: AMECO.

relativen Anleiherenditen (die Sekundärmarktrenditen zehnjähriger österreichischer Staatsanleihen gemessen an den Renditen entsprechender deutscher bzw. amerikanischer Staatsanleihen) und die Leistungsbilanzsalden schwach negativ. Nur in der Zeit nach der Euro-Einführung gingen erhebliche Leistungsbilanzüberschüsse eindeutig mit relativ niedrigen Zinssätzen einher.

In der Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg und während der inflationären Phasen in den 1970er-Jahren und Anfang der 1980er-Jahre nahm der nominell-effektive Wechselkurs vergleichsweise stark zu. Hingegen ging die schwache Inflationsentwicklung seit Mitte der 1990er-Jahre mit nur geringen Änderungen des nominell-effektiven Wechselkurses einher.

4.3 Öffentliche Finanzen, Zahlungsbilanz und realer Sektor

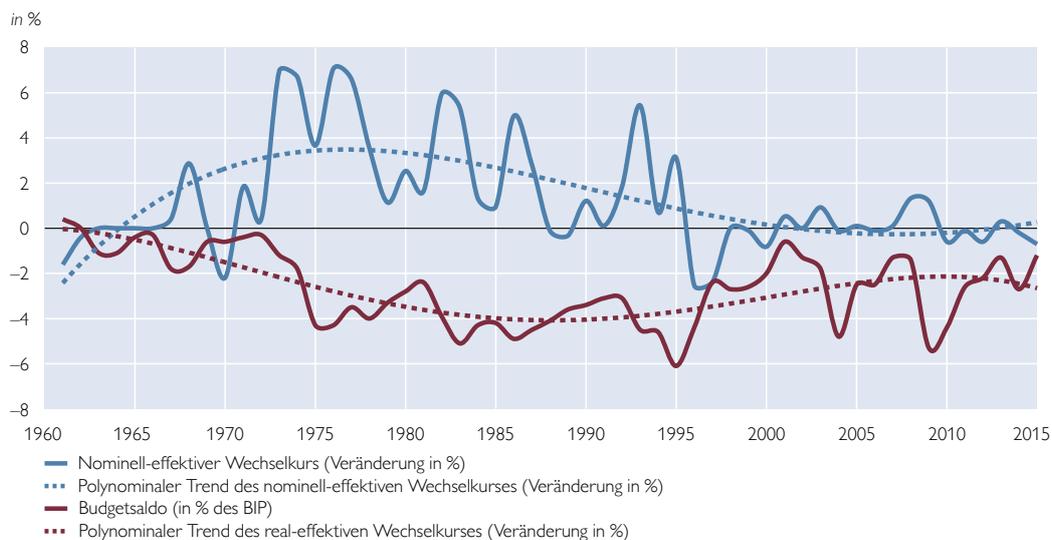
Der Zusammenhang zwischen staatlicher Budgetfinanzierung und Inflation

ist immer dann offensichtlich, wenn die Notenpresse angekurbelt wird. In Österreich war dies vor allem im frühen 19. Jahrhundert der Fall. In den letzten Jahrzehnten, so auch zur Zeit der Hartwährungspolitik und seit der Einführung des Euro, kam es oft antizyklisch zu Haushaltsdefiziten. Mit anderen Worten, Staatsausgaben, die früher der Kriegsfinanzierung dienten, kommen nun Konjunkturpaketen und Maßnahmen zur Bekämpfung der Arbeitslosigkeit zugute. Seit den späten 1960er-Jahren gehen wachsende Budgetdefizite gemessen am BIP tendenziell mit einer nominell-effektiven Wechselkursaufwertung einher, und umgekehrt (Grafik 3). Die Theorie lässt offen, ob zwischen den beiden Variablen ein negativer oder positiver Zusammenhang besteht. Hingegen herrscht weitgehend Konsens darüber, dass ein wachsendes Budgetdefizit das heimische Zinsniveau anheben kann, was Kapitalzuflüsse verursacht und eine Aufwertung der Währung zur

Grafik 3

Nominell-effektiver Wechselkurs und Budgetsaldo (1961–2015)

(mit einem polynominalen Trend vierten Grades)



Quelle: OeNB, AMECO, Berechnungen des Autors.

Folge hat.³ Im Fall der österreichischen Hartwährungspolitik und der damit faktisch vorgezeichneten Geldpolitik wurde der wachstumsdämpfende Effekt der nominell-effektiven Aufwertung durch eine expansive Fiskalpolitik aufgehoben. Mit dem Beitritt zum Euroraum kam es hier zu einer teilweisen Korrektur. Darüber hinaus kann als dritte Variable die Wirtschaftslage in die Überlegungen miteinbezogen werden: In einer angeschlagenen Wirtschaft steigen die Staatsausgaben und fallen die Staatseinnahmen. Damit wächst das Haushaltsdefizit, gleichzeitig sinkt aber auch die Einfuhrnachfrage, wodurch sich die Leistungsbilanz verbessert und die Währung aufwertet. Dem steht die Hypothese gegenüber, dass ein steigendes Budgetdefizit mit einem steigenden Leistungsbilanzdefizit einhergeht („Zwillingsdefizit“) und daher zu einer Währungsabwertung führt (Feldstein, 1986).

Wie zuvor ausgeführt, spielten realwirtschaftliche Ziele wie eine Steigerung des BIP und eine Senkung der Arbeitslosenquote lange Zeit hindurch bestenfalls eine indirekte Rolle in der Geld- und Wechselkurspolitik. Das gilt jedenfalls für das 19. Jahrhundert und für die Zeit vom frühen 20. Jahrhundert bis zum Ende des Ersten Weltkrieges. Der Zusammenhang zwischen dem Wechselkurs und der realwirtschaftlichen Entwicklung wurde erst in der Zwischenkriegszeit mit dem Ausbruch der Weltwirtschaftskrise relevant. Nach dem Zweiten Weltkrieg war die Wirtschaftspolitik hauptsächlich darauf ausgerichtet, realwirtschaftliche Variablen – speziell die Produktivität – dergestalt zu beeinflussen, dass der ange-

peilte durchschnittliche Marktkurs nahe beim vermuteten Gleichgewichtswechselkurs lag.

5 Zusammenfassung

Dieser Beitrag widmet sich der österreichischen Währungspolitik der letzten 200 Jahre – zum einen in Form eines historischen Abrisses, zum anderen mittels Analyse von Mustern und Zusammenhängen des Wechselkurses mit anderen realwirtschaftlichen Variablen. In den ersten 100 Jahren war die österreichische Wechselkurspolitik im Wesentlichen darauf ausgerichtet, die Glaubwürdigkeit der technischen Währungsparitäten sicherzustellen und zu halten, wenn auch Kurantmünzen durch Scheidemünzen abgelöst wurden und immer wieder in großem Ausmaß neues Geld gedruckt wurde. Drastische Veränderungen des Marktwerts von Währungen waren meist ein Resultat von Kriegen und kriegsbedingter Verschuldung. Im 19. Jahrhundert wurden die Kriegskassen meist durch „Gelddrucken“ gefüllt, und zwar sowohl wörtlich durch die Schaffung von Banknoten und Staatsnoten, als auch durch direkte Notenbankkredite an den Staat. Nach Kriegen bedurfte es immer wieder eines Neustarts mittels einer Währungsreform (so in den Jahren 1811, 1859, 1866, 1925 und 1947).

Nach dem Ersten Weltkrieg wurde die Wechselkurspolitik aktiv als wirtschaftspolitisches Instrument vor allem zur Inflationsbekämpfung und Ankerbelung der Produktivität eingesetzt. Eine frühe Form anti-inflationärer Wechselkurspolitik war ein paar Jahre vor dem Ersten Weltkrieg zu beobachten, als die OeNB den Auftrag erhielt,

³ Weiterführende Literatur zur Theorie und Empirie des Zusammenhangs von Haushaltsdefizit und Wechselkurs findet sich bei Hakkio (1996) und Saleh (2003).

den Wechselkurs der Krone gegenüber anderen wichtigen Währungen stabil zu halten.

Während der hier analysierten 200 Jahre war die jeweilige österreichische Währung meist an einen fixen Wechselkurs gebunden, wobei sich der Wechselkurs im 19. Jahrhundert vor allem nach dem Silber- bzw. Goldpreis richtete und im 20. Jahrhundert über weite Strecken ein Gold-Devisen-Standard maßgeblich war, bevor Anfang des 21. Jahrhunderts der Schilling vom Euro abgelöst wurde. Zwischendurch gab es auch Übergangslösungen mit flexiblen Wechselkursen – so zum Beispiel im Fall der Papierwährung in den 1880er-Jahren und frühen 1890er-Jahren und in der Zeit nach Bretton Woods in den frühen 1970er-Jahren – bevor sich wieder ein festes Wechselkursregime etablierte. In die Geschichte ein-

gegangen ist etwa die Hartwährungspolitik der 1980er- und 1990er-Jahre, die Österreich gute Dienste geleistet hat. So ließen sich die weiter oben dargelegten Ziele ohne nennenswerte Nebeneffekte erreichen. Mit der Einführung des Euro verzichtete Österreich zugunsten der – mit einem flexiblen Wechselkurs ausgestatteten – gemeinsamen europäischen Währung auf eine nationale Wechselkurspolitik. Dass hierzulande nach dem Abgehen vom einstigen Metallstandard heute einem stabilen gegenüber einem flexiblen Wechselkursregime der Vorzug gegeben wird, erklärt sich nicht zuletzt aus der Tatsache, dass Österreich – bis zum Ersten Weltkrieg eine der wenigen europäischen Großmächte – heute eine kleine offene Volkswirtschaft mit engen wirtschaftlichen Verflechtungen zum benachbarten Deutschland ist.

Literaturverzeichnis

- Butschek, F. 1985.** Die österreichische Wirtschaft im 20. Jahrhundert. Gustav Fischer Verlag.
- Chaloupek, G. 2003.** Carl Menger's Contributions to the Austrian Currency Reform Debate (1892) and His Theory of Money. Beitrag zur 7. ESHET Conference, Paris. 30. Jänner – 1. Februar.
- Feldstein, M. 1986.** The Budget Deficit and the Dollar. In: Fischer, S. (Hrsg.). NBER Macroeconomics Annual 1986, Band 1. MIT Press.
- Flandreau, M. und J. Komlos. 2001.** How to Run a Target Zone? Age Old Lessons from an Austro-Hungarian Experiment. CESifo Working Paper 556.
- Hakkio, C. S. 1996.** The Effects of Budget Deficit Reduction on the Exchange Rate. In: Economic Review Q3. Federal Reserve Bank of Kansas City. 21–38.
- Handler, H. 1989.** Grundlagen der österreichischen Hartwährungspolitik: Geldwertstabilisierung, Phillipskurve, Unsicherheit. Manz.
- Handler, H. 2007.** Vom EWS zum Euro: DM und Schilling Hand in Hand. In: M. Gehler und I. Böhler (Hrsg.). Verschiedene europäische Wege im Vergleich: Österreich und die Bundesrepublik Deutschland 1945/49 bis zur Gegenwart. Festschrift für Rudolf Steininger zum 65. Geburtstag. Studien Verlag. 285–304.
- Jobst, C. und H. Kernbauer. 2016.** Die Bank. Das Geld. Der Staat. Nationalbank und Währungspolitik in Österreich 1816–2016. Campus.
- Kernbauer, H. 1991.** Währungspolitik in der Zwischenkriegszeit. Geschichte der Oesterreichischen Nationalbank von 1923 bis 1938. OeNB.
- Klausinger, H. 2006.** Oskar Morgenstern als wirtschaftspolitischer Berater in den 1930er-Jahren. WU Economics Working Papers 98.
- März, E. 1990.** Die große Depression in Österreich 1930–1933. In: Wirtschaft und Gesellschaft 16(3). 409–37.

- Nauschnigg, F. 2003.** Kapitalverkehrsliberalisierung – Die österreichischen Erfahrungen. In: *Wirtschaft und Gesellschaft* 29(1). 63–72.
- Pressburger, S. 1966.** Das österreichische Noteninstitut 1816–1966. Teil I und II. OeNB.
- Saleh, A. S. 2003.** The Budget Deficit and Economic Performance: A Survey. University of Wollongong, Faculty of Business Working Paper 03-12. September.
- Schmitz, S. W. 2016.** Die Antwort der OeNB auf das Ende des Währungssystems von Bretton Woods: auf den Spuren des Indikators. In diesem Band.
- Yeager, L. B. 1998.** From Gold to the Euro: The International Monetary System in Retrospect. In: K. Dowd und R. H. Timberlake, Jr., (Hrsg.), *Money and the Nation State: The Financial Revolution, Government, and the World Monetary System*. Transaction Publishers. 77–104.