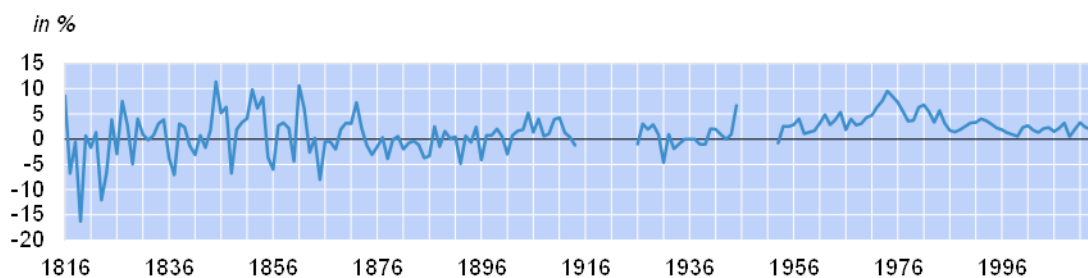
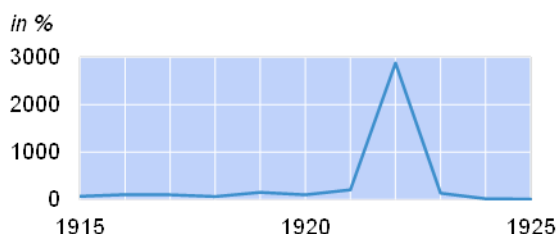
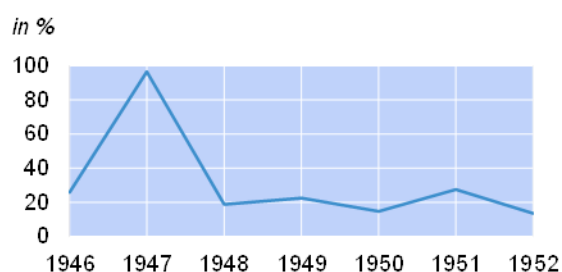


## Schwerpunktthema – Inflation aktuell Q3/16: Die wechselvolle 200-jährige Geschichte der Inflation in Österreich<sup>1</sup>

Seit der Gründung der Nationalbank im Jahr 1816 war die Entwicklung der Inflation in Österreich recht wechselvoll. Dieser Kasten fasst die Hauptergebnisse einer ausführlicheren Analyse in „Monetary Policy and the Economy“ 2016/3–4 zusammen.<sup>2</sup> Im Lauf dieser 200 Jahre haben sich die Rolle und das Mandat der Nationalbank, ihre Stellung im Staatsgefüge, die mittelfristigen Ziele der Geldpolitik sowie das geldpolitische Instrumentarium erheblich verändert. Auch die staatliche Organisation und die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen haben sich oftmals grundlegend geändert. Nicht zuletzt hat sich auch das ökonomische Denken gewandelt (z. B. Doktrin des Metallstandards im 19. Jahrhundert, Keynesianisches Konzept einer Abtauschmöglichkeit zwischen Beschäftigung und Preisstabilität in den 1960er- und 1970er-Jahren, Zeitinkonsistenztheorie als Begründung für Notenbankunabhängigkeit und Fokus auf das Preisstabilitätsziel seit den 1980er-Jahren). Die vorliegende Zusammenfassung der Geschichte der Inflation in Österreich in den letzten 200 Jahren unterscheidet, um den sich wandelnden Rahmenbedingungen Rechnung zu tragen, fünf Perioden.

Grafik K1.1

### Jahresinflationsrate in Österreich

**1816-2015****1915-1925****1946-1952**

Quelle: OeNB.

<sup>1</sup> Autoren: Christian Beer, Ernest Gnan, Maria Teresa Valderrama (Abteilung für volkswirtschaftliche Analysen).

<sup>2</sup> Beer, C., E. Gnan und M.-T. Valderrama. 2016. A (not so) brief history of inflation in Austria. In: Monetary Policy and the Economy 2016/3+4.

## 1 Die ersten 100 Jahre bis zum Ersten Weltkrieg

Im „langen 19. Jahrhundert“ wurden Phasen relativ hoher Inflation durch wiederholte Ernteausfälle, Kriegsfinanzierung über Notenbankkredit um die Mitte des Jahrhunderts und durch den „Gründerzeitboom“ im Vorfeld des Börsenkrachs 1873 ausgelöst (Grafik K1.1, die Hochinflationsperioden 1915–1925 und 1946–1952 werden separat in den beiden Grafiken unten dargestellt). Aber auch Deflation war zu beobachten, insbesondere in der Dekade nach dem Ende der Napoleonischen Kriege und in den zwei Jahrzehnten nach dem Börsenkrach von 1873. Ob letztere deflationäre Periode auch mit einer realwirtschaftlichen Depression zusammenfiel, darüber gehen die Meinungen auseinander (siehe Jobst und Kernbauer, 2016<sup>3</sup>). Die Inflation schwankte besonders stark in den Jahren nach den Napoleonischen Kriegen. Zwischen 1880 und dem Beginn des Ersten Weltkriegs war die Inflationsvolatilität hingegen gering, wozu neben der Geldpolitik und dem relativ stabilen Geldmengenwachstum auch engere Handelsbeziehungen und der technische Fortschritte, die den Transport und die Kommunikation erleichterten, beigetragen haben dürften. In Summe glichen sich Inflations- und Deflationentwicklungen einigermaßen aus, weshalb das Verbraucherpreisniveau langfristig recht stabil war. Zu dieser Stabilität hat das Bestreben der Notenbank, Konvertibilität in ein Edelmetall (im Österreich des 19. Jahrhunderts meist Silber) zu garantieren, wesentlich beigetragen.

In der dem Kasten zugrunde liegenden Analyse wird auch der langfristige Zusammenhang zwischen Geldmenge und Inflationsrate analysiert. Weiters wird untersucht, ob Wirtschafts- und Inflationsentwicklung kurzfristig miteinander korrelierten, bzw. in der ökonomischen Diktion des 20. Jahrhunderts, ob eine Phillips-Kurven-Beziehung vorliegt. Für diese Analysen werden die Jahre vor und nach 1867 getrennt betrachtet. Die Zeit ab 1867 war laut Jobst und Kernbauer (2016) vom „Wechsel von fiscal zu monetary dominance mit Hindernissen“ geprägt. Darüber hinaus hatte der Österreichisch-Ungarische Ausgleich 1867 auch die Umwandlung der Notenbank in die Österreichisch-ungarische Bank zur Folge. Die gemeinsame Notenbank genoss de facto ein erhebliches Maß an Autonomie, weil der sich oftmals gegenseitig blockierenden Politik der beiden Reichshälften nur eine geldpolitische Instanz gegenüberstand.

Die empirischen Ergebnisse zeigen, dass die Korrelation zwischen dem Wachstum des Bargeldumlaufs und der Inflation vor 1867 relativ hoch war. Hingegen war sie im Zeitraum 1867 bis 1913 relativ niedrig. Dieser schwache Zusammenhang kann möglicherweise dadurch erklärt werden, dass sich die Gründerzeitinflation zum Teil in den Vermögenspreisen statt in den Verbraucherpreisen niederschlug und sich die lange Phase der negativen Inflation im Gefolge der Gründerzeit auf die Beziehung zwischen Geldmengenwachstum und Inflation ausgewirkt hat. Betrachtet man die Korrelation zwischen Produktionslücke und Inflation, so zeigt sich, dass diese bis rund 1870 ausgeprägter war als in den letzten Dekaden der Monarchie.

## 2 Erster Weltkrieg und Hyperinflation

Der Erste Weltkrieg heizte die Inflation über mehrere Kanäle an: Das Produktionspotenzial ging aufgrund geringerer Erwerbsbevölkerung und der Vernichtung von Sachkapital zurück. Gleichzeitig wurden zur Kriegsfinanzierung Notenbankkredite an den Staat vergeben und die Golddeckung der Währung aufgegeben. Der Banknotenumlauf erhöhte sich von Mitte des Jahres 1914 bis zum Ende des Ersten Weltkriegs um das Zwölfwache. Diese Entwicklungen hatten einen starken Anstieg der Inflation zur Folge: Zwischen 1915 und 1918 lag die durchschnittliche

---

<sup>3</sup> Jobst, C. und H. Kernbauer. 2016. Die Bank. Das Geld. Der Staat. Nationalbank und Währungspolitik in Österreich 1816–2016. Campus Verlag.

jährliche Inflation bei 84 %. 1918 war das Verbraucherpreisniveau elfmal höher als 1914 – somit ist ein auffallender Gleichklang in der Entwicklung des Bargeldumlaufs und des Preisniveaus zu beobachten.

Auch in den Nachkriegsjahren sah sich die Nationalbank in der Rolle der Notenpresse des Staates, wodurch die kriegsbedingt stark gestiegene Inflation letztlich in eine Hyperinflation mündete. 1919 lag die Inflationsrate bei 149 %, 1920 bei 99 %, 1921 bei 205 % und 1922 explodierte sie auf 2.877 %. Insgesamt erhöhte sich das Verbraucherpreisniveau zwischen 1914 und 1924 um knapp das 14.000-Fache. Bemerkenswert war, dass die Notenbankleitung im Bewusstsein der zu erwartenden mittelfristigen Konsequenzen ihres Kurses auf die Hyperinflation zusteuerte, da sie vor den befürchteten kurzfristigen sozialen und politischen Folgen einer inflationseindämmenden Politik zurückschreckte.

### **3 Währungsreform, Krise der Creditanstalt und die Große Depression**

Die Hyperinflation wurde schließlich durch ein Bündel von Maßnahmen beendet (u. a. Kredit und Reformprogramm des Völkerbundes, Währungs- und Fiskalreform). Ferner wurde die Oesterreichische Nationalbank als Aktiengesellschaft neu gegründet, die der Einflussnahme des Staates weitgehend entzogen war und die dem Staat keinesfalls Kredite gewähren durfte. Das am 20. Dezember 1924 beschlossene Schillingrechnungsgesetz bestimmte die Umrechnung von Kronen in den neuen Schilling.

Nach einigen ruhigeren, aber von hoher Arbeitslosigkeit geprägten Jahren brach 1931 die Creditanstalt zusammen, was zu kostspieligen Rettungsmaßnahmen seitens der Nationalbank und der Regierung führte (Absicherung des Schillingwechsellkurses durch Zinserhöhungen und Devisenkontrollen). Die Jahre vor dem „Anschluss“ Österreichs waren geprägt von wirtschaftlicher Flaute bei hoher Arbeitslosigkeit. Die Geldpolitik war restriktiv ausgerichtet. Dies spiegelte sich in der Inflationsentwicklung wider: Die Inflation fiel 1931 auf  $-4,6\%$  und betrug zwischen 1932 und 1937 im Schnitt  $-0,3\%$ . Der gesamte Zeitraum der sehr niedrigen Inflation bei gleichzeitig steigender Arbeitslosigkeit zwischen 1924 und 1937 spricht dafür, dass im Österreich der Zwischenkriegsjahre eine Phillips-Kurven-Beziehung bestand.

### **4 Zweiter Weltkrieg, Nachkriegsinflation und Währungsreform**

Auf den Anschluss Österreichs an Deutschland folgte unmittelbar die Liquidation der OeNB, und die deutsche Reichsmark löste den Schilling als gesetzliches Zahlungsmittel ab. Trotz der starken Ausweitung der Produktion nach dem Anschluss sank das allgemeine Preisniveau in den beiden Jahren vor dem Zweiten Weltkrieg um 1 %, u. a. aufgrund der impliziten Schillingaufwertung durch die Währungsumstellung, die Übernahme der niedrigeren deutschen Umsatzsteuer und die verhängten Preis- und Lohnstopps.

Im Zweiten Weltkrieg finanzierte die Deutsche Reichsbank die Kriegsausgaben des Dritten Reichs während der letzten Kriegsjahre überwiegend durch direkte Notenbankkredite. Darüber hinaus sank die Produktion von nicht kriegsrelevanten Gütern. Wie schon der Erste Weltkrieg zog auch der Zweite Weltkrieg einen eklatanten Rückgang des Potenzialoutputs bei einem gleichzeitig massiven Anstieg der Geldmenge nach sich. Dennoch lag die durchschnittliche Inflation zwischen 1940 und 1944 nur bei 1,2 % – allerdings hat nur der bis zum Ende des Zweiten Weltkriegs aufrechterhaltene Preisstopp den Ausbruch einer offenen Inflation verhindert.

Um nach Kriegsende eine heftige Preisexplosion abzuwenden, waren einschneidende Maßnahmen zur Abschöpfung des Geldüberhangs notwendig. Zu diesen Maßnahmen zählten

unter anderem die Sperrung von Buchgeldbeständen und die Wiedereinführung des Schilling. Dennoch lösten in den Nachkriegsjahren der Mangel an Gütern und Nahrungsmitteln sowie der anhaltend hohe Geldüberhang einen starken Inflationsschub aus (Inflationsrate 1947: 97 %). Durch verschiedene Maßnahmen (Währungsschutzgesetz, Preis-Lohn-Abkommen) konnte der Inflationsdruck jedoch schließlich eingedämmt werden. Gleichzeitig war die wirtschaftliche Entwicklung günstig. In den Jahren von 1948 bis 1952 lag die Inflationsrate bei durchschnittlich 20 %. Endgültig konnte der Inflationsdruck durch Einbremsen der Kreditexpansion (Kreditkontrollen 1951) gebrochen werden.

## **5 Nachkriegsaufschwung, Ära nach Bretton Woods, Hartwährungspolitik und Euro-Einführung**

Die letzte institutionelle Maßnahme zur Erzielung einer nachhaltigen Währungsstabilisierung erfolgte 1955 mit der Verabschiedung des Nationalbankgesetzes. Dieses stärkte die Unabhängigkeit der Bank und stattete sie mit dem Mandat aus, die Kaufkraft des Schilling im Inland und gegenüber den wertbeständigen ausländischen Währungen zu erhalten. Der Erfolg der Währungsstabilisierung zeigte sich im moderaten Inflationsdurchschnitt von 2,3 % in den Jahren 1954 bis 1960, bei einem Wachstum des realen BIP von durchschnittlich 7 %. Die 1960er-Jahre standen im Zeichen des Übergangs zur Vollbeschäftigung und relativ ausgeprägter Preis- und Lohnschwankungen. Zwischen 1961 und 1971 betrug die Inflation im Schnitt 3,7 %, das reale BIP-Wachstum durchschnittlich 4,5 %. Gegen Ende der 1960er-Jahre beschleunigte sich der Prozess der Geldentwertung infolge des weltweiten Inflationsdrucks (u. a. aufgrund der Militärausgaben der USA für den Vietnamkrieg) sowie starker Lohnerhöhungen. Insgesamt wurde der beachtliche wirtschaftliche Aufschwung bei relativ moderater Inflation in den zwei Jahrzehnten bis 1971 durch die enge Zusammenarbeit zwischen Regierung und Sozialpartnern ermöglicht.

Die Korrelation zwischen Geldmengenwachstum und Inflation war in den beiden Nachkriegsjahrzehnten bis zum Ende des Bretton-Woods-Systems in der kurzen Frist schwach ausgeprägt, langfristig betrachtet allerdings stärker. Da die Korrelation positiv war, wenn das Geldmengenwachstum als Vorlaufvariable eingeht, bestätigen die empirischen Ergebnisse für diesen Zeitraum die Sicht, dass Inflation ein „monetäres Phänomen“ ist.

Mit dem Ende des Bretton-Woods-Systems im Jahr 1971 und dem ersten Ölpreisschock 1974 kam es zu einem massiven Inflationsschub (Höchststand 1974 mit 9,5 %). Nach vorübergehend niedrigerer Inflation brachte der zweite Ölpreisschock zu Beginn der 1980er-Jahre einen erneuten Anstieg der Inflation auf über 6 %. Das erhöhte Niveau der Inflation äußerte sich auch in hoher Inflationsvolatilität. Zeitgleich mit den hohen Inflationsraten herrschte 1975, 1978 und 1981 in Österreich Rezession – ein Phänomen, das heute in der ökonomischen Theorie als Stagflation bezeichnet wird.

Zur Bekämpfung des Preisauftriebs nahm ab den 1970er-Jahren die Wechselkurspolitik eine zunehmend zentrale Rolle ein. Die Koppelung an einen Wechselkurs-„Indikator“ und ab 1976 an die D-Mark erwies sich für Österreich als effektives Mittel, um die Inflation unter den Werten der Handelspartner zu halten. Die nominelle Wechselkursaufwertung des Schilling gegenüber den Währungen der Haupthandelspartner wurde dadurch real gedämpft, fiel aber dennoch deutlich aus (nämlich um rund 30 % während dieses Zeitraums), so dass die österreichische Wirtschaft unter dem Druck stand, ihre Produktivität zu verbessern, um international wettbewerbsfähig zu bleiben. Im Zeitraum zwischen 1983 und 1993 – d. h. nachdem die inflationären Auswirkungen des zweiten Ölpreisschocks überwunden waren, aber noch vor dem

Beitritt Österreichs zur EU – betrug die Inflation im Schnitt 3,1 % jährlich. Die erfolgreiche Stabilisierung der Inflationsrate äußerte sich auch in einer rückläufigen Inflationsvolatilität.

Mit dem EU-Beitritt fiel die Inflation in Österreich weiter und lag 1995 bis 1999 bei durchschnittlich 1,9 %. Gründe hierfür waren der verstärkte Wettbewerbsdruck durch die Öffnung der österreichischen Wirtschaft und Anstrengungen, die im Vertrag von Maastricht fixierten Konvergenzkriterien für die Teilnahme an der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU), wozu eine niedrige Inflation und gesunde Staatsfinanzen gehören, zu erfüllen. In den 17 Jahren vom Beitritt Österreichs zum Euroraum 1999 bis zum Jahr 2015 betrug die Inflation Österreichs durchschnittlich 1,9 % und entsprach damit der vom EZB-Rat vorgegebenen Definition von Preisstabilität.

Regressionsanalysen für die Zeit der Zweiten Republik sprechen für eine positive kurzfristige Korrelation zwischen Produktionslücke und Inflationsrate. Für die Periode von 1972 bis 1998, d. h. die Zeit der österreichischen Hartwährungspolitik nach dem Ende des Bretton-Woods-Systems, weicht der Koeffizient für die Produktionslücke jedoch nicht signifikant von null ab. Hinzu kommt, dass die Rolle der Produktionslücke an Bedeutung verliert, wenn Rohölpreisänderungen (also externe Kostenschocks bzw. importierte Inflation) in die erklärenden Variablen einbezogen werden. Auch zwischen Geldmengenaggregaten und der Inflation ist nach dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems keine Korrelation mehr zu beobachten. Dies mag auf die Hartwährungspolitik und die daraus resultierende Endogenität des Geldumlaufs sowie die allgemein beobachtete Abnahme eines stabilen Zusammenhangs zwischen Geldmengenwachstum und Inflation zurückzuführen sein.

Die Analyse der 200-jährigen Inflationsgeschichte Österreichs legt folgende Schlussfolgerungen nahe:

- Außergewöhnlich hohe Inflationsraten bzw. Hyperinflationsphasen waren oftmals der direkten Verschuldung des Staates bei der Notenbank zur Kriegsfinanzierung und der Vernichtung von Produktionskapazitäten in Kriegen sowie dem Zurückschrecken vor kurzfristigen politischen und sozialen Konsequenzen von Maßnahmen zur Inflationsbekämpfung geschuldet.
- Österreichs Hyperinflationen und deren nachfolgende Eindämmung durch Währungsreformen waren mit hohen Kosten für breite, davon betroffene Bevölkerungsschichten verbunden und erschütterten wiederholt und lang andauernd das öffentliche Vertrauen in das Geldwesen und die staatliche Ordnung.
- Während der gesamten 200-jährigen Geschichte der österreichischen Nationalbank waren sich Gesetzgeber und Nationalbank grundsätzlich über den Nutzen einer stabilen Währung einig und auch darüber, dass die Nationalbank mit dem hierfür notwendigen Rüstzeug ausgestattet sein muss. In der kurzen Frist wog der staatliche Finanzbedarf allerdings oft schwerer als das Streben nach Geldwertstabilität.
- Die Geschichte der Nationalbank zeigt auch, dass eine einzelstaatlich-gesetzlich verankerte Unabhängigkeit keinen effektiven Schutz vor monetärer Finanzierung, exzessiver Geldvermehrung und vor galoppierender Geldentwertung bietet. Hingegen scheint die Erfahrung der Oesterreichisch-ungarischen Bank dafür zu sprechen, dass eine „supranationale“ Notenbank in einer Währungsunion mehrerer Staaten die Zentralbankunabhängigkeit de facto stärken kann.
- Die letzten gut zwei Jahrzehnte seit Österreichs Beitritt zur EU und zur Wirtschafts- und Währungsunion stellen – auch in der sehr langfristigen Perspektive der 200jährigen Geschichte der OeNB – für Österreich eine Phase sehr hoher Geldwertstabilität dar.