

Schriften des Vereins für Socialpolitik

Band 230

**Geld- und Währungspolitik
in kleinen, offenen Volkswirtschaften:
Österreich, Schweiz, Osteuropa**

Von

Péter Ákos Bod, Erwin W. Heri,
Eduard Hochreiter, Maria Schaumayer,
Erich Spörndli, Josef Tošovský, Georg Winckler

Herausgegeben von

Dieter Duwendag



Duncker & Humblot · Berlin

Schriften des Vereins für Socialpolitik
Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften
Neue Folge Band 230

SCHRIFTEN DES VEREINS FÜR SOCIALPOLITIK

Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften

Neue Folge Band 230

**Geld- und Währungspolitik
in kleinen, offenen Volkswirtschaften:
Österreich, Schweiz, Osteuropa**



Duncker & Humblot · Berlin

Geld- und Währungspolitik in kleinen, offenen Volkswirtschaften: Österreich, Schweiz, Osteuropa

Von

**Péter Ákos Bod, Erwin W. Heri,
Eduard Hochreiter, Maria Schaumayer,
Erich Spörndli, Josef Tošovský, Georg Winckler**

Herausgegeben von

Dieter Duwendag



Duncker & Humblot · Berlin

Die Deutsche Bibliothek – CIP-Einheitsaufnahme

Geld- und Währungspolitik in kleinen, offenen Volkswirtschaften :
Österreich, Schweiz, Osteuropa / von Péter Ákos Bod . . .
Hrsg. von Dieter Duwendag. – Berlin : Duncker und Humblot, 1994
(Schriften des Vereins für Socialpolitik, Gesellschaft für Wirtschafts-
und Sozialwissenschaften ; Bd. 230)
ISBN 3-428-07878-0
NE: Bod, Péter Ákos; Duwendag, Dieter [Hrsg.]; Gesellschaft für
Wirtschafts- und Sozialwissenschaften: Schriften des Vereins . . .

Alle Rechte, auch die des auszugsweisen Nachdrucks, der fotomechanischen
Wiedergabe und der Übersetzung, für sämtliche Beiträge vorbehalten

© 1994 Duncker & Humblot GmbH, Berlin

Satz und Druck: Berliner Buchdruckerei Union GmbH, Berlin

Printed in Germany

ISSN 0505-2777

ISBN 3-428-07878-0

Vorwort

Die aus der Außenwirtschaftstheorie bekannte Prämisse des „kleinen, offenen Landes“ trifft auf die meisten Volkswirtschaften zu. In dieser Position sind sie nicht in der Lage, weltwirtschaftlich relevante Variablen wie die internationalen Zinssätze, die Wechselkurse oder die Weltmarktpreise von sich aus maßgeblich zu beeinflussen. Vielmehr müssen sie derartige Variablen als Daten bzw. Restriktionen hinnehmen. Außenwirtschaftliche Restriktionen gelten zumal für die Geld- und Währungspolitik kleiner, offener Volkswirtschaften. Dieser Fragenkreis ist (ganz überwiegend) Gegenstand des vorliegenden Bandes. Abgedruckt sind jene sechs Referate, die auf der 24. Sitzung des Ausschusses für Geldtheorie und Geldpolitik am 2. und 3. April 1993 gehalten wurden, wobei diese Sitzung mit freundlicher und tatkräftiger Unterstützung der Österreichischen Nationalbank (OeNB) in Wien stattfand. Die Beiträge zeigen, daß die betrachteten vier („kleinen“) Länder, nämlich Österreich, die Schweiz, Ungarn und die CSFR bzw. die Tschechische Republik, durchaus unterschiedliche Ansätze gewählt und unterschiedliche Erfahrungen mit der Bindung an ein Wechselkursziel bzw. mit der Ausrichtung auf ein nationales Geldmengenziel gemacht haben.

In ihrem einführenden Beitrag stellt *Maria Schaumayer*, Präsidentin der OeNB, das Modell der faktischen Bindung des ÖS an die D-Mark (und andere europäische Hartwährungen) als einen gelungenen Versuch der Rechtfertigung eines Wechselkursziels auf der Basis einer optimalen Währungszone vor. Glaubwürdigkeit und Kontinuität der Politik, erleichtert durch einen hohen Grad an Basiskonkonsens und Sozialpartnerschaft, waren die entscheidenden Faktoren, die zur Konvergenz der fundamentalen Wirtschaftsdaten, zu positiven Wechselkurserwartungen und damit zur Stabilisierung des Außenwertes des ÖS geführt haben.

In einer theoretischen und empirisch ebenfalls auf Österreich bezogenen Untersuchung analysieren *Eduard Hochreiter* und *Georg Winckler* die Anpassungsprozesse, die aufgrund des Signals der sog. österreichischen Hartwährungspolitik in Gang gesetzt wurden und dieses Land schließlich zu einem Bestandteil eines optimalen Währungsgebiets (OCA) mit Deutschland gemacht haben. Ausführlich erörtert werden die Kriterien der OCA-Theorie und der Theorie der Zeitkonsistenz (Glaubwürdigkeit) der Politik, die mit Bezug auf diskretionäre Wechselkursänderungen zwar zu unterschiedlichen Aussagen gelangen, gleichwohl aber bei einer längerfristig ausgerichteten, glaubwürdigen und auf Regeln basierenden Wirtschaftspolitik miteinander harmonieren.

Als „autonome Geldmengenpolitik mit Wechselkursvorbehalt“ kennzeichnet *Erich Spörndli* die Konzeption der schweizerischen Geld- und Währungspolitik („pragmatischer Monetarismus“). Ein beträchtlicher Zinsbonus und eine geringere realwirtschaftliche Verflechtung gegenüber Deutschland sowie die Position als internationaler Finanzplatz hätten es der Schweiz bislang ermöglicht, dieses Konzept durchzuhalten. Unsicherheiten resultierten dagegen vor allem aus dem Fortgang der europäischen Integration (EWS, EWU). Sollte sie sich zügig weiterentwickeln, könnten die Marktkräfte auch für die Schweiz den Übergang zur Wechselkursfixierung und den Verzicht auf den Bonus niedriger langfristiger Realzinsen erzwingen.

Die Geld- und Währungspolitik der osteuropäischen Reformstaaten in der Übergangsphase ist Gegenstand der Beiträge von *Péter Ákos Bod*, Präsident der Ungarischen Nationalbank, und *Josef Tošovský*, Präsident der Nationalbank der CSFR bzw. (ab 1993) der Tschechischen Republik. Vor dem Hintergrund gravierender makroökonomischer Anpassungsprozesse und eines ausgeprägten Wandels der staatlichen und privaten Verhaltensnormen begründen beide Autoren — mit Blick auf das erfolgreiche österreichische Hartwährungsmodell — die Anbindung des Forint bzw. der Krone an einen „harten“ Währungskorb in Form eines Crawling-peg als den vergleichsweise besten nominalen Anker für ihre Volkswirtschaften. In Ungarn hat dieses Konzept bislang nicht zu Konflikten mit der inländischen Geldpolitik geführt (Kontrolle des Kreditwachstums, Zins- und Liquiditätspolitik mittels Offenmarktinstrumenten). In der CSFR war die Strategie des Festkurses mit einem seit 1991 konstanten nominalen Wechselkurs und einer nur geringen realen Aufwertung der Krone besonders erfolgreich. Gleichwohl, so *Tošovský*, stelle sich für die nun beginnende Phase der Konsolidierung des Reformprozesses das Problem der Wahl des Wechselkursregimes erneut, wobei die mikroökonomischen Vorteile eines Festkurssystems gegen die möglichen gesamtwirtschaftlichen Kosten abgewogen werden müßten.

Der letzte Beitrag von *Erwin W. Heri* behandelt kein Spezifikum kleiner, offener Volkswirtschaften, sondern — völlig unabhängig davon — die Risiken von großen, international operierenden Banken im derivativen Geschäft (Swaps, Futures, Optionen). Gezeigt wird, daß das Risikomanagement der Derivate sehr hohe Ansprüche an das technische Verständnis und an die technische Infrastruktur stellt, wobei angesichts des stürmischen Wachstums dieser Geschäfte insbesondere den operativen Risiken verstärkt Beachtung geschenkt werden sollte. Auch für die Aufsichtsbehörden und Zentralbanken stellen sich im „Jahrzehnt der Derivate“ (*Heri*) neue Herausforderungen.

Speyer, im August 1993

Dieter Duwendag

Inhalt

Geld- und Währungspolitik der Oesterreichischen Nationalbank Von <i>Maria Schaumayer</i> , Wien	9
Die Wechselkurspolitik der Oesterreichischen Nationalbank (OeNB). Beispiel einer erfolgreichen Wechselkursbindung Von <i>Eduard Hochreiter</i> und <i>Georg Winckler</i> , Wien	17
Aktuelle Fragen der schweizerischen Geldpolitik Von <i>Erich Spornli</i> , Zürich	43
Monetary Policy and Exchange Rate Policy in Hungary during the Years of Tran- sition Von <i>Péter Akos Bod</i> , Budapest	55
Exchange Rate and the Transition: The Case of the Czech Republic Von <i>Josef Tošovsky</i> , Prag	71
Zum Risiko der Banken im derivativen Geschäft — Einige nicht nur theoretische Überlegungen Von <i>Erwin W. Heri</i> , Basel	87

Geld- und Währungspolitik der Oesterreichischen Nationalbank

Von *Maria Schaumayer*, Wien*

Der heutige Vormittag Ihrer Veranstaltung ist der österreichischen Währungspolitik gewidmet. Ich halte vor diesem Kreis zunächst einige Bemerkungen zur Geschichte der österreichischen Notenbank angebracht, die im Jahr 1816 begonnen hat, und zwar auf der Grundlage zweier kaiserlicher Patente.

Mit ihnen wurde eine Sanierung der Währungsverhältnisse in der Monarchie eingeleitet, die im Laufe der napoleonischen Kriege durch die unkontrollierte Emission von Papiergeld desolat geworden waren. Das Greshamsche Gesetz hatte sich voll durchgesetzt, auch die in der Währungsgeschichte als „Staatsbankrott“ bezeichnete massive Abwertung (im Verhältnis 1 : 5 wurden die sog. Bancozettel in „Einlösungsscheine“ umgewandelt) konnte ein hohes und steigendes Agio des Silbergeldes gegenüber dem Papiergeld nicht verhindern.

Die Geschichte der Oesterreichischen Nationalbank ist in mehrerer Hinsicht interessant, wobei ich die Zäsuren der beiden Weltkriege und die dadurch ausgelösten institutionellen Veränderungen ausklammere. Ich meine hier vor allem zwei Aspekte. Nämlich einerseits die Lösung temporär gegensätzlicher Interessen von Staatsführung und Notenbank, also die Frage der Unabhängigkeit der währungspolitisch tätigen Institution: Als Ergebnis dieser Entwicklung wird die OeNB heute in internationalen Vergleichen als unabhängiges Noteninstitut hervorgehoben. Ich werde darauf noch zurückkommen. Weiters bietet die Integration eines unterschiedlich strukturierten Wirtschaftsraumes mit einheitlicher Währung, wie sie die 1816 gegründete „Privilegierte Oesterreichische Nationalbank“ auf dem Boden der Monarchie ermöglicht hat, eine gewisse Parallele zur aktuellen europäischen Integration.

Ich darf aber jetzt zum Aktuellen kommen. Die Weichen für den heute von der OeNB verfolgten währungspolitischen Kurs wurden in der ersten Hälfte der siebziger Jahre anlässlich der grundlegenden Neuordnung des internationalen Währungssystems gestellt. Die Freigabe der Wechselkurse nach bis dahin festen, aber anpassungsfähigen Kursrelationen auf Basis des Bretton-Woods-Abkommens brachte erhöhte autonome Gestaltungsmöglichkeit der jeweiligen nationalen Geldpolitik. Sie stellte auch für die österreichischen wirtschaftspolitischen Instanzen eine Herausforderung dar, ein tragfähiges währungspolitisches Konzept zu

* Präsidentin der Oesterreichischen Nationalbank, Wien.

entwickeln. Dabei bestanden im wesentlichen zwei Optionen: Entweder analog etwa zur Bundesrepublik Deutschland ein Geldmengenziel zu setzen und den Schilling-Wechselkurs frei schwanken zu lassen, oder den Wechselkurs gegenüber einem für die österreichischen außenwirtschaftlichen Beziehungen wichtigen Land bzw. einer Region mit hoher finanzieller Stabilität zu binden. Letztgenannte Variante bedeutet, am Prinzip eines Festkurssystems festzuhalten, die Währungen, gegenüber denen der Schilling-Außenwert möglichst gering schwanken soll, jedoch frei wählen zu können. Österreich entschied sich für den zweiten Weg.

Maßgeblich für diese Wahl waren vor allem folgende Überlegungen, die auch heute noch — wenn auch mit unterschiedlicher Gewichtung — Gültigkeit haben:

- Die Schaffung einer optimalen Währungszone, in der eine störungsfreie, d.h. von Wechselkursschwankungen möglichst wenig belastete Abwicklung außenwirtschaftlicher Aktivitäten ermöglicht wird. Stabile Wechselkurse ersparen dem exponierten Sektor der Wirtschaft Kurssicherungskosten und bieten eine verlässliche Kalkulationsgrundlage. Bestimmend für diese Überlegungen war vor allem die spezifische Struktur der österreichischen Außenwirtschaft mit ihrer starken Konzentration auf Westeuropa und hier insbesondere auf die Bundesrepublik Deutschland.
- Über einen harten Außenwert des Schilling ergibt sich ein dämpfender Effekt auf die Importpreise in Schilling gerechnet. Es war zu erwarten, daß die stabilisierende Wirkung einer solchen Wechselkurspolitik auf die Inlandspreise hoch ist, wenn es in weiterer Folge aufgrund institutioneller Gegebenheiten, wie sie in Österreich vor allem in der Einrichtung der Sozialpartnerschaft besteht, zu einer raschen Weitergabe der über den Wechselkurs erreichten Stabilisierung der Importpreise kommt. Wenn dadurch ein Klima geringer Inflationserwartungen geschaffen werden kann, ergeben sich auch entsprechend niedrigere jährliche Lohnsteigerungen.
- Die mit der Wechselkurspolitik verbundene Stabilität der Wechselkurerwartungen, die in dem Maße an Bedeutung gewann, als der Stellenwert der Geld- und Kapitalvermögen größer wurde und deren Volatilität aufgrund der im Zuge der Liberalisierung gewachsenen Globalisierung der Märkte sowie des Ausbaus der Kommunikationsmittel stark zugenommen hat. Es muß damit gerechnet werden, daß z.B. bei Abwertungserwartungen immer größere Beiträge in andere Währungen bei zahlreicher werdenden Anlageformen abfließen würden. Die negativen Konsequenzen, insbesondere für die Devisenposition, die Inlandsliquidität und das Zinsniveau, wären evident.

Aus der faktischen Bindung des Schilling an den Wechselkurs anderer Hartwährungen, insbesondere jenen der Bundesrepublik Deutschland, ergibt sich zwangsläufig, daß autonome Geldmengen- und Zinsziele grundsätzlich ausgeschlossen sind. Die Veränderung der Zentralbankgeldmenge wird nachfragebedingt erklärt, die Notenbank steuert lediglich ihr Entstehen nach In- und Auslands-

komponente. Die Zinspolitik wird vor allem mit dem Ziel eingesetzt, rentabilitätsorientierte kurzfristige Kapitaltransaktionen mit dem Ausland je nach den Erfordernissen der Hartwährungspolitik auszusteuern. Die Wahl des Wechselkurses als monetäres Zwischenziel und damit die Annahme endogen bestimmter Veränderungen der Geldmenge ist — so möchte ich diese Bemerkungen zusammenfassen — eine Alternative, die sich geldtheoretisch und empirisch voll rechtfertigen läßt.

Ich möchte aber betonen, daß dieses Modell stets aufgrund der realen Marktgegebenheiten bewertet worden ist. So haben wir aufgrund der aktuellen Konstellation in Deutschland zuletzt durchaus Möglichkeiten für einen Zinsspielraum nach unten gesehen und ihn auch — zusammen mit anderen Hartwährungsländern — genutzt.

Bevor ich mich weiter mit meinem Thema beschäftige, möchte ich kurz auf bestimmte institutionelle und rechtliche Voraussetzungen eingehen, die für die Effizienz der Währungspolitik wichtig sind. Zunächst ist festzustellen, daß die Oesterreichische Nationalbank einen hohen Grad an Unabhängigkeit besitzt. Sie ist zwar verpflichtet, auf die Wirtschaftspolitik der Bundesregierung Bedacht zu nehmen, gleichzeitig aber besteht ein gesetzliches Verbot der Defizitfinanzierung öffentlicher Haushalte, und der Bund darf keine Maßnahmen treffen, die geeignet sind, die Bank an der Erfüllung ihrer Verpflichtungen zu hindern.

In der Praxis kommt es dabei zunächst vor allem auf einen währungspolitischen Konsens zwischen Regierung und Notenbank an. Auf der Grundlage dieser Übereinstimmung kann die OeNB ihr Instrumentarium aber unbehindert von öffentlichen Einflüssen einsetzen.

Ich darf noch etwas ausholen und bemerken, daß die österreichische Wirtschaftspolitik im allgemeinen durch einen hohen Grad an „Basiskonsens“ gekennzeichnet ist, der durch bestimmte institutionelle Voraussetzungen wie die Sozialpartnerschaft erleichtert bzw. ermöglicht wird. Ohne diese Voraussetzungen wäre schon jene Kombination von Währungspolitik, Einkommenspolitik und Budgetpolitik nicht möglich gewesen, die in den siebziger Jahren als Reaktion auf die Ölverteuerungen die heimische Wirtschaftspolitik gekennzeichnet hat. Und ohne einen solchen Konsens wäre auch die gegenwärtig vorherrschende Kombination der wirtschaftspolitischen Bemühungen weit weniger effizient; sie unterscheidet sich in zwei wesentlichen Punkten von jenen der siebziger Jahre. Erstens sind strukturpolitische Zielvorstellungen in den Mittelpunkt des Interesses gerückt; und zweitens ist die Budgetpolitik nunmehr grundsätzlich auf ein Konsolidierungsziel ausgerichtet.

Ein nächster Punkt, den ich für besonders wichtig erachte, ist die Frage der Glaubwürdigkeit. Heute wird — auch international — die Rechtfertigung eines Wechselkurszieles auf der Grundlage einer optimalen Währungszone nicht mehr bestritten; das heißt für eine kleine offene Volkswirtschaft mit einem hohen Grad