
Währungspolitik in Konjunktur und Krise

Heinz Kienzl

1. Einleitung

Viele Notenbanken verstanden sich und manche verstehen sich heute noch als Institution, die eher im stillen ihr traditionelles Instrumentarium einsetzen, aber die Öffentlichkeit mit ihren wirtschaftspolitischen Vorstellungen nicht behelligen. Die Leitung der Oesterreichischen Nationalbank hat aber, da in den siebziger Jahren die Zeiten für Währungspolitiker schlecht und stürmisch waren, mit dieser Tradition gebrochen und an der Formulierung und Gestaltung der österreichischen Wirtschaftspolitik aktiver als früher mitgewirkt. Sie ist dabei von dem Gedanken ausgegangen, daß die Komplexität der wirtschaftlichen Zusammenhänge den Einsatz eines ganzen, wohl sortierten Arsenal von Instrumenten verlangt. In Fachkreisen spricht man von einem »multiinstrumentalen policy-mix«. Überrascht waren manche Meinungsbildner, vor allem solche, die im Bereich der Massenmedien tätig waren, daß Nationalbankfunktionäre sich der Aufgabe unterzogen, die Öffentlichkeit auf den Einsatz dieser Instrumente vorzubereiten. In unserem politischen System sind Maßnahmen von Gewicht nur durchsetzbar, wenn die Öffentlichkeit lang und intensiv genug auf deren Einsatz vorbereitet wird. Dieser durchaus demokratische, wenngleich etwas schwerfällige Prozeß nimmt, wie die Erfahrung 1972 und 1977 gelehrt hat, etwa ein halbes Jahr in Anspruch.

2. Interdependenz wirtschaftspolitischer Maßnahmen

2.1. Allgemeine Vorbemerkungen

In der österreichischen Wirtschaftspolitik wurden die Instrumentarien Einkommenspolitik, Preispolitik, Fiskalpolitik und Geldpolitik zwar immer

schon eingesetzt, die Zentralbankleitung versteht jedoch heute radikal anders als früher ihre Funktion so, daß sie sich nicht damit begnügen kann, ihren eigenen Part zu spielen, sondern daß sie ihr Vorgehen mit dem der anderen Institutionen — von der Regierung über die Interessenvertretungen bis zum Kreditapparat — abstimmen muß.

Diese Behauptung soll mit einem Beispiel illustriert und belegt werden. Vom Gesetzgeber ist der Notenbank die Aufgabe gestellt, mit allen ihr zur Verfügung stehenden Mitteln den inneren Geldwert zu stabilisieren. Eine Stabilisierungspolitik muß aber rasch Erfolge erzielen, will sie nicht völlig unglaublich werden, jeden öffentlichen Kredit verspielen und an gegenläufigen preis- und lohnpolitischen Aktionen scheitern. Um konkret zu werden — im Winter 1972 erkannte die Notenbankleitung, daß der Inflationsdruck weiter zunehmen wird und daß rasch etwas unternommen werden müsse, wollte man nicht in eine Lohn- und Preisspirale kommen. Die Öffentlichkeit und auch manche Politiker erkannten diese Notwendigkeit nicht rechtzeitig, und es dauerte fast ein halbes Jahr, bis sich die Auffassung durchsetzte, daß eine umfassende und radikale Antiinflationsstrategie entwickelt und verwirklicht werden müsse.

Im Spätherbst 1972 war es dann soweit. Es wurden eine halbjährige Lohnpause, eine Preispause, eine Kreditrestriktion und eine entsprechende Fiskalpolitik konzipiert; ferner wurde beschlossen, einen Hartwährungskurs einzuschlagen. Nach einigen Monaten waren die ersten Erfolge zu sehen, der Index der Verbraucherpreise begann im Sommer 1973 tatsächlich zu sinken, ein Stabilisierungserfolg war in greifbare Nähe gerückt. Nur der Einsatz aller Instrumente konnte ein so rasches Ergebnis zeitigen und verhindern, daß die Bevölkerung das Vertrauen in die Wirtschaftspolitik verlor. Andernfalls wären die Gewerkschaften gezwungen worden, Lohnbewegungen durchzuführen, um die Preissteigerungen zu kompensieren, wohl oder übel hätte dann die Währungspolitik dem Druck der Lohnpolitik nachgeben müssen, es sei denn, man hätte die Konfrontation bis zur letzten Konsequenz durchzustehen versucht. Daß die ganze sorgfältig konzipierte und zielbewußt durchgeführte Unternehmung keinen Endenerfolg zeitigte, lag daran, daß im Spätherbst 1973 der im Gefolge des Ölpreisdiktats der OPEC einsetzende übermächtige internationale Preisdruck einen neuerlichen Inflationsschub herbeiführte.

Es ist aber auch eine weitere Überlegung erwähnenswert, die für den Einsatz aller, und zwar vor allem rasch wirkender antiinflationistischer Instrumente, besonders die Preispolitik, spricht. Die Konjunkturverläufe der siebziger Jahre folgten bekanntlich nicht den althergebrachten Mustern. Wenn die Konjunkturabläufe aber nicht die erfahrungsmäßige Regelmäßigkeit aufweisen, besteht die Gefahr, daß man Restriktionsmaßnahmen im Zeitpunkt einer Hochkonjunktur ansetzt, diese aber erst im Zeitpunkt einer Rezession wirksam werden. Das gilt ja ganz besonders für ein außenwirtschaftlich so abhängiges Land wie Österreich, dessen Konjunkturabläufe in einem hohen Maße durch weltwirtschaftliche oder zumindest europäische Entwicklungen gestaltet werden.

Es muß hinzugefügt werden, daß auch hochentwickelte ökonometrische Prognosemodelle nicht mit der wünschenswerten Sicherheit den Kon-

junkturablauf voraussehen lassen. Damit soll ganz gewiß nichts gegen die Notwendigkeit von kurzfristigen Prognosemodellen gesagt, sondern eben nur die Behauptung unterstützt werden, daß man nicht lange vorausplanen kann, statistische Daten oft spät vorliegen, Stabilisierungsmaßnahmen, wenn sie erfolgreich sein sollen, rasch wirken müssen.

2.2. Einkommenspolitik

Den Vorbemerkungen, die mehr das wirtschaftspolitische Umfeld betreffen als die Währungspolitik, wäre noch hinzuzufügen, daß man, wenn von Einkommenspolitik die Rede ist, tatsächlich Einkommenspolitik und nicht nur Lohnpolitik meint. In der Gewerkschaftsbewegung wehrte man sich stets mit gutem Grund, die Konsumentennachfrage nur durch Herabsetzung der Prozentsätze der Kollektivvertragsabschlüsse einbremsen zu wollen, wie dies in anderen Industriestaaten versucht wurde. Sind doch die Unternehmereinkommen von ihrer materiellen Bedeutung her, aber auch vom Standpunkt der sozialen Gerechtigkeit her nicht vernachlässigbar. Nicht vergessen werden darf, daß Einkommenspolitik für die Landwirtschaft vorwiegend über agrarische Preispolitik gemacht wird — man denke nur an den Milchpreis oder den Zuckerrübenpreis.

Dieses gewichtige wirtschaftspolitische Instrument kann sowohl expansiv als auch restriktiv eingesetzt werden. Lohnbewegungen, die einsetzen, wenn ein Konjunkturaufschwung international gesehen möglich ist und die mit anderen expansiven wirtschaftspolitischen Maßnahmen kombiniert werden, sind ein Beispiel für expansive Politik. Eine restriktive Lohnpolitik wurde in Österreich in Form von Lohnpausen durchgeführt, niemals in Form eines lang dauernden Lohnstopps. Das heißt, man war sich von vornherein darüber im klaren, daß innerhalb eines gewissen Zeitraums entweder keine oder nur höchst bescheidene Lohnbewegungen gemacht werden sollen, wobei der Zeitraum nur so lang sein darf, daß sich kein übermäßiger lohnpolitischer Druck ansammelt beziehungsweise die zugelassen Lohnbewegungen nie so stark sind, daß sie durch Beispielswirkung einen Überdruck erzeugen.

Nun bestehen zwischen Einkommenspolitik und Währungspolitik, insbesondere der Wechselkurspolitik, sehr wichtige Zusammenhänge. Österreich hat bekanntlich im Jahre 1969 die rund 10prozentige Aufwertung der D-Mark nicht mitgemacht. Dadurch wurde das Lohngefälle zwischen der Bundesrepublik Deutschland und Österreich mit einem Sprung größer. Dazu kam noch, daß damals auch ein Konjunkturaufschwung einsetzte. Das weitere Ergebnis war eine von Unternehmerseite ausgehende Lohnwelle, mit der sie die Abwerbung österreichischer Arbeitskräfte, insbesondere aus der Bauwirtschaft, nach der BRD abzuwehren versuchte. 1969 hielt man das Nichtmitmachen der D-Mark-Aufwertung für eine großartige konjunkturpolitische Sache, die eine gewaltige Expansion des österreichischen Exports und Fremdenverkehrs ermöglichen würde; tatsächlich wurde aber nur ein höheres Inflationsniveau erreicht, der Konkurrenzvorteil innerhalb von fünf Jahren verspielt. Eine Analyse ergab, daß in Zeiten eines internationalen Konjunkturaufschwungs die exponierten Sektoren

der österreichischen Wirtschaft die Lohnführerschaft übernehmen, das heißt die Lohnsteigerungsraten setzen, die dann im Wege der solidarischen Lohnpolitik auf die geschützten Wirtschaftszweige übertragen werden. In Zeiten eines Konjunkturrückschlages besteht die Gefahr, daß die geschützten Sektoren die Lohnführerschaft übernehmen. Dann steht man vor der Alternative, entweder die solidarische Lohnpolitik aufzugeben und in den exponierten Sektoren geringere Lohnbewegungen zu erzwingen, was im österreichischen Fall die Einheit der Arbeitnehmervertretung in Gefahr brächte, oder darauf keine Rücksicht zu nehmen und die Exportfähigkeit zu gefährden. Eben dieser gefährliche Zusammenhang kann nur durch das Mittel der Einkommenspolitik gebrochen werden.

2.3. Preispolitik

Bekanntlich wurde in Österreich schon in den fünfziger Jahren ein recht eigenständiges System der Preispolitik entwickelt, das stark dirigistische Züge trägt und verständlicherweise von allen Interessenten gleichermaßen attackiert wird. Im Grunde genommen müssen alle Preiserhöhungen, wo dies technisch möglich ist, vom Preisunterausschuß der Paritätischen Kommission bewilligt werden, bevor sie durchgeführt werden dürfen. Das System hat nur eine ganz entfernte Ähnlichkeit mit der Preispolitik, wie sie bei unseren Nachbarstaaten in Ost und West getrieben wird. Die Preisempfehlung erfolgt nicht durch politisches Diktat, sondern im Wege von Verhandlungen zwischen Konsumenten, Arbeitnehmer-, Unternehmer- und Landwirtschaftsvertretern.

Dieses System eröffnet die für die Konjunkturpolitik so wichtige Möglichkeit, Preisbremsen anzulegen, sobald währungspolitisch längerfristig wirksame Instrumente eingesetzt werden sollen.

2.4. Fiskalpolitik

Die österreichische Wirtschaftspolitik hat seit 1954 beim Einsatz der Fiskalpolitik im Sinne von Keynes das konjunkturpolitisch wirksame Inlandsdefizit nur in einer Richtung, nämlich der einer Konjunkturanhebung, eingesetzt. In Hochkonjunkturperioden wurde das Defizit bestenfalls stabilisiert, in Rezessionsperioden allerdings zum Teil erheblich und sehr konjunkturwirksam vergrößert. In Österreich hat die Vollbeschäftigung die wirtschaftspolitische Vorrangstellung. Demgegenüber treten einige andere Eckpunkte des magischen Poligons der Ökonomen, zum Beispiel längerfristiger Ausgleich des Budgets und Stabilität des Preisniveaus, etwas in den Hintergrund.

In der kurzen, aber doch recht gefährlichen Weltwirtschaftskrise 1974/75, die nur deshalb nicht zu unbeherrschbaren Dimensionen wuchs, weil die Regierungen der wichtigsten Industriestaaten Gegenmaßnahmen ergriffen, hat sich die Form der österreichischen Fiskalpolitik als richtig erwiesen.

Ein solches Budgetdefizit kann im Inland oder im Ausland finanziert werden. Beides berührt die Währungspolitik. Eine Aufnahme von Aus-

landskrediten führt dadurch, daß die einfließenden Devisenbestände vom Bund kaum in Anspruch genommen werden, zu einer Geldmengenvermehrung. Mit den Kreditaufnahmen wird fast ausschließlich inländisches Sozialprodukt herangezogen. Die Auslandsquote beträgt nur wenige Prozent. Selbst wenn mit Auslandskrediten Energiebauten finanziert werden, werden 92 Prozent der Mittel im Inland verbraucht, nur 8 Prozent dienen der Finanzierung von Importen aus dem Ausland. Mit anderen Worten, das importierte Auslandskapital vermehrt den österreichischen Zahlungsmittelumlauf. Es hat aber auch die Finanzierung des Defizits aus inländischen Kreditaufnahmen Rückwirkungen auf die Währungspolitik, und zwar in dem Sinne, daß die Währungspolitik auf diese Kreditaufnahmen Rücksicht nehmen muß und man — ganz generell gesprochen — keine restriktive Politik betreiben kann, wenn man weiß, daß der Bund in bedeutendem Ausmaß Inlandskredite aufnehmen muß. In Österreich kann, anders als in den USA, von keiner Verdrängung privater Kreditnehmer vom Kapitalmarkt durch die öffentlichen Kreditnehmer gesprochen werden. Im Gegenteil, die Kreditinstitute haben eine starke Präferenz für den privaten Kreditnehmer und lassen eher den öffentlichen Kreditnehmer, insbesondere den Bund, auf dem Trockenen sitzen, wenn sie die Möglichkeit haben, der Industrie, dem Handel oder auch den Privaten Kredit zu geben. Das ist natürlich vor allem deshalb der Fall, weil bei den Privatkrediten eine größere Rendite herauschaut und der Investitionskredit andere lukrative Geschäfte nach sich zieht.

3. Das wirtschaftspolitische Instrumentarium der Notenbank

3.1. Allgemeines

In den bisherigen Ausführungen wurden bereits einige Probleme der eigentlichen Währungspolitik angeschnitten, und diese sollen nun systematischer behandelt werden.

3.2. Wechselkurspolitik

Immer wenn wechselkurspolitische Maßnahmen gesetzt wurden, um Stabilisierungseffekte zu erzielen, ging die Kritik dahin, daß die Wechselkurspolitik ein völlig ungeeignetes Instrument zur Inflationsbekämpfung ist. Tatsächlich war ja auch die alte Definition der Wechselkurspolitik, wie sie der IMF handhabte, nur zahlungsbilanzpolitisch orientiert. Eine Veränderung des Wechselkurses sollte nur vorgenommen werden, falls ein strukturelles Ungleichgewicht der Zahlungsbilanz feststellbar war. Dieses Argument galt in Zeiten der wirtschaftlichen Hegemonie der USA und damit in Zeiten des Bestehens einer stabilen Weltwährungsordnung und eines mäßigen Preisauftriebs in den USA und in den anderen westlichen Industriestaaten. Wenn sich allerdings die wirtschaftlichen Voraussetzungen ändern, müssen sich auch die wirtschaftspolitischen Grundsätze anpassen, müssen die Instrumentarien auf ihre Wirksamkeit und ihre Ein-

satzmöglichkeiten neu überprüft werden. In der gegenwärtigen weltwirtschaftlichen Situation kann der Wechselkurs eher als eine Instrumentvariable denn als eine Funktion angesehen werden.

Kaum jemand glaubt noch daran, daß freie Wechselkurse stabile Wechselkurse sein werden, wie noch Anfang der siebziger Jahre prominente Währungstheoretiker versicherten. Mehr denn je setzen die Notenbanken die Wechselkurspolitik als Instrument ein, um Exporte zu fördern, Preissteigerungsraten zu dämpfen, Kapitalabflüsse zu bremsen usw.

An dieser Stelle ist es sinnvoll, einige Auffassungen über die Bedeutung des Wechselkurses für die Sicherung des inneren und äußeren Gleichgewichts einer Volkswirtschaft zu erörtern und die Lehren aus der internationalen Entwicklung zu ziehen. Obwohl eine Fülle von theoretischen Ausführungen über die Leistungsbilanzverbessernde Wirkung einer Abwertung vorliegt, ist der Grund für die Entscheidung, eine Abwertungs politik einzuschlagen, nicht immer bei der theoretischen Überzeugung der in diesem Punkt maßgebenden Politiker zu suchen, sondern bei ihrer Scheu und Schwäche, unter den politischen Voraussetzungen die erforderlichen wirtschaftspolitischen Maßnahmen so rechtzeitig zu setzen, daß innerhalb eines gegebenen Wechselkurses das außenwirtschaftliche Gleichgewicht gesichert und die Vollbeschäftigung erhalten beziehungsweise wiederhergestellt werden kann. Dabei war die Theorie, daß mit einer Abwertungs politik das außenwirtschaftliche Gleichgewicht gesichert werden kann, die ideale Rechtfertigungs ideologie für Politiker, die unpopuläre Maßnahmen vermeiden wollen und lieber die Schuld auf ferne Finanzmärkte oder Notenbanken zu schieben versuchen. Man muß keine eingehenden Studien anstellen, sondern braucht nur die jüngste Entwicklung in Europa zu betrachten, insbesondere die der Arbeitslosigkeit, um zu erkennen, daß durch sinnvolle, überlegte wirtschaftspolitische Maßnahmen, einen richtigen policy-mix, die Belastungen, die die Herbeiführung oder Wiederherstellung eines außenwirtschaftlichen Gleichgewichtes mit sich bringt, gerechter, sinnvoller und natürlich auch erfolgversprechender verteilt werden können als durch Wechselkursoperationen mit ihrer zweifelhaften Wirkung auf die Leistungsbilanz. Stellt sich doch die außenwirtschaftliche Situation der europäischen und auch der außereuropäischen Industriestaaten nach sieben Jahren flexibler Wechselkurse kaum so dar, als ob tatsächlich Abwertungen zu einer Verbesserung des außenwirtschaftlichen Gleichgewichtes geführt hätten. Wenn etwa die Beispiele von Italien und Großbritannien, den beiden typischen Abwertungsländern, angeführt werden, müßte gesagt werden, daß tatsächlich beide Länder auf Grund ganz anderer Faktoren ihr außenwirtschaftliches Gleichgewicht verbesserten. Italien, in dem eine Massenarbeitslosigkeit mit ihren politischen Gefahren und ihren ökonomischen Nachteilen sowie auch der ungeheuren sozialen Ungerechtigkeit, die sie mit sich bringt, geschaffen wurde, und Großbritannien, in dem einerseits eine so relativ hohe Arbeitslosigkeit herbeigeführt wurde, daß der Lebensstandard breiter Bevölkerungsschichten gesenkt wurde und dessen Nordsee-Erdöl gerade im Zeitpunkt der höchsten Not zu fließen begann. Jedenfalls wäre der Beweis, daß eine Abwertung leistungsbilanzverbessernd wirkt, noch zu erbringen. Der Beweis, daß eine

Massenarbeitslosigkeit dies sehr wohl vermag, ist erbracht, aber daran hat ja kaum jemand jemals gezweifelt.

Im gegenwärtigen Zeitpunkt ist es für einen Beurteiler des österreichischen Weges der Währungspolitik und der Leistungsbilanzsanierung vorzeitig, ein abschließendes Urteil über den Ausgang des Experiments abzugeben. Soviel kann aber festgestellt werden: Bisher haben wir erfolgreicher agiert als alle vergleichbaren Staaten. Nach dem Erdölschock standen drei Strategien zur Wahl: Inneres und äußeres Gleichgewicht durch eine radikale Stabilisierungspolitik zu sichern, aber Vollbeschäftigung und Wachstum zu opfern. Das äußere Gleichgewicht durch Abwertung und Restriktionen, unter anderem durch Lohn- und Preisrestriktionen, zu sichern, unter Verzicht auf langsame Steigerung des Lebensstandards der Arbeitnehmer und/oder schrittweise Senkung der Inflationsrate. Drittens schließlich der Senkung der Inflationsrate und der Erhaltung der Vollbeschäftigung den Vorrang zu geben, damit die Institutionen möglichst wenig zu belasten, in der Erwartung, mit intakten Institutionen in weiteren Schritten die Leistungsbilanz sanieren zu können. Wir wählten den dritten Weg.

Die wichtigste und umstrittenste Maßnahme war dabei die De-facto-Ankoppelung des Schillingkurses an die D-Mark. Damit gelang es, die Lohn- und Preiszuwachsrate entscheidend zu dämpfen, aber doch eine Steigerung der Reallöhne zu erreichen und die Inflationsmentalität zu brechen.

Im Rahmen dieser Politik spielten die internationalen Konjunkturerwartungen eine wichtige Rolle. Für 1977 rechneten wir auf Grund der OECD-Prognosen mit fast doppelt so hohen Wachstumsraten in Westeuropa, als dann tatsächlich erreicht wurden. Was natürlich unser Leistungsbilanzproblem verschärfte. Es wäre aber unrichtig, das volle Ausmaß unseres Leistungsbilanzdefizits der internationalen Nachfrageentwicklung anzulasten. Durch die Wirtschaftspolitik der Jahre 1975 und 1976 war es sozusagen programmiert, es wäre höchstens kleiner gewesen, hätte aber ebenso einen wohlabgestimmten policy-mix erfordert, wie er Ende 1977 vereinbart wurde.

Dieser policy-mix beruhte auf drei Säulen:

Erstens einer Beschränkung des Budgetdefizits durch die Einführung einiger Steuern, von denen die Luxusmehrwertsteuer nur die prominenteste war, und einige Ausgabensenkungen, bei denen im Vordergrund die Verringerung des Defizits der Sozialversicherung stand. Die zweite Säule war eine einkommenspolitische Verwendungszusage der ÖGB-Führung hinsichtlich der kommenden Lohnrunde, nochmals niedrigere Sätze anzuheben und damit den 1976 beschrittenen Weg fortzusetzen. Die dritte Säule wären die kreditpolitischen Maßnahmen, die allerdings schon durch Einführung einer aktivseitigen Kreditbegrenzung im Sommer 1977 begonnen wurden und durch Einführung einer Begrenzung des Zuwachses der Konsumentenkredite und der Politik der Verknappung der Liquidität eine Verschärfung erfuhren. Neben diesen zentralen Maßnahmen wurden eine Fülle anderer leistungsbilanzverbessernder Maßnahmen ins Auge gefaßt. Angefangen von der Umschichtung des Verkehrssubstrats von der Straße

auf die Schiene bis zur Schaffung einer Energieagentur, die das Energiesparen propagieren soll. Obwohl eine beachtliche Anzahl von National-Ökonomen dazu rieten, bei dieser Gelegenheit von der Hartwährungspolitik abzugehen und durch Wechselkursoperationen, die die Importe im weiteren Sinne des Wortes, also nicht zuletzt den Auslandsreiseverkehr der Österreicher verteuern und einschränken hätten sollen sowie durch Preissenkung die Exporte steigern hätten können, wurde diese Anregung von den Währungsbehörden verworfen; dabei waren sie sich im übrigen der Zustimmung der Gewerkschaftsbewegung sicher. Eine derartige Abwertung hätte nach schwedischem Vorbild etwa in der Größenordnung von 10 Prozent liegen müssen, um wirksam zu sein. Da die Auslandsware in der Regel die Preisführerschaft hat, hätte eine derartige Wechselkursoperation, ganz abgesehen von ihren psychologischen Folgen und der Wegnahme des Druckes in Richtung von Umstrukturierung der österreichischen Produktionspalette, den Index der Verbraucherpreise wiederum in die Nähe von 10 Prozent gebracht und damit ein Mitziehen der Gewerkschaften bei den Leistungsbilanzsanierungsmaßnahmen unmöglich gemacht.

Statt dessen wurde eine Doppelstrategie entwickelt, deren Ziel es ist, bei Beibehaltung der Restriktionsmaßnahmen auf kreditpolitischem, lohnpolitischem und budgetpolitischem Sektor zumindest in den ersten drei Quartalen 1978 durch Verbilligung der Investitionen die Investitionstätigkeit auf breiter Front wieder anzuregen. Währungspolitisch scheint es sich dabei um die Quadratur des Kreises zu handeln, denn wie sollen gleichzeitig eine Dämpfung der Kreditexpansion, eine Senkung der Kreditkosten im weitesten Sinne des Wortes sowie auch eine Senkung der Geldmarktsätze und der Anleiherenditen erreicht werden, wenn gleichzeitig die Liquidität aber so knapp gehalten werden soll, daß kein Abfluß in Form von Devisen ins Ausland erfolgt? Man glaubte, diese Doppelstrategie durch ein feinabgestimmtes Instrumentarium von Maßnahmen — unter anderem ein Gentlemen's-Agreement — erreichen zu können, das eine Expansion der Hedging-Operationen verhindern sollte, die zu einer übermäßigen Beanspruchung der Devisenreserven führen könnte. Weiters glaubt man, sich auf die Wirkung der aktivseitigen Kreditkontrolle nach Stopfung einiger Löcher hinreichend verlassen zu können. Ob es gelingen kann, mit dieser Doppelstrategie rasch die Leistungsbilanz zu sanieren und die Vollbeschäftigung durch Wirtschaftswachstumsförderung und Umstrukturierung zu sichern, kann natürlich nur die Zukunft lehren.

Es gibt durchaus ernstzunehmende Beurteiler der österreichischen Wirtschaftspolitik, die die Auffassung vertreten, daß die Einkommenspolitik als am schwersten zu handhabendes wirtschaftspolitisches Instrument, die Ausgangsdaten für die Entwicklung der internationalen Konkurrenzfähigkeit setzt und dann die Wechselpolitik den Daten, die durch die Einkommenspolitik gesetzt wurden, Rechnung zu tragen habe. Im großen und ganzen folgte die Wechselkurspolitik in den sechziger Jahren dieser Richtlinie, abgesehen von der Beibehaltung der Dollarparität nach Aufwertung der D-Mark im Jahre 1969. Mit der 1972 erfolgten Festlegung auf eine Hartwährungspolitik wurde aber der Versuch gemacht, mit dem Wechselkurs die Plafonds zu ziehen, das heißt, nicht die Wechselkurspolitik hatte sich

der Einkommensentwicklung anzupassen, sondern es wurde der Versuch unternommen, bestimmte Stabilitätsziele zu setzen, die dann auch nur bestimmte Zuwachsraten der Einkommen ermöglichen sollten.

Nun darf bei der Betrachtung der Wechselkurspolitik im Zusammenhang mit der Einkommenspolitik in den Jahren 1972 bis 1977 nicht übersehen werden, daß die Entwicklung der Weltwirtschaft einen durchaus abnormalen Verlauf genommen hat. Der Zusammenbruch des Weltwährungssystems, eine weltweite Inflationswelle und dann die durch die Ölpreissteigerung hervorgerufenen Ungleichgewichte in den Zahlungsbilanzen der ölproduzierenden Staaten, der Industriestaaten und der Entwicklungsländer schufen grundsätzlich andere außenwirtschaftliche Bedingungen für die österreichische Wirtschaftspolitik und insbesondere für die österreichische Währungspolitik. In den Jahren 1972 bis 1977 stand in Österreich daher die Abwehr der internationalen Inflationswelle im Vordergrund der Wirtschaftspolitik, wobei 1975 auch noch als vorrangiges Ziel das Abfangen der Auswirkungen des internationalen Wirtschaftsrückschlags hinzukam. Ein weltweiter Inflationsstoß von bisher nie erlebten Ausmaßen konnte nur mit einer elastischen Strategie abgefangen werden. Es gab Beurteiler der Wirtschaftspolitik, die die Auffassung vertraten, daß eine andere Geldpolitik als sie tatsächlich von der Oesterreichischen Nationalbank im Einvernehmen mit dem Finanzminister und damit der Bundesregierung betriebene elastische Politik, eine wesentlich wirksamere Abwehr der internationalen Inflation ermöglicht hätte. Diesen Überlegungen lag die Auffassung zugrunde, daß durch eine restriktive Geldmengenzpolitik, genauer gesagt, einer nur dem Wachstum des realen Bruttonationalprodukts entsprechend wachsenden Geldmenge, Geldwertstabilität und Inflationsabwehr sichergestellt hätte. Abgesehen von den Problemen, die sich daraus für eine so kleine und mit der Weltwirtschaft so verflochtene Ökonomie, wie es die österreichische nun einmal ist, ergeben hätten, darf nicht übersehen werden, daß gewaltige Ungleichgewichte durch die Verteuerung eines so wichtigen Rohstoffes, wie es das Erdöl nun einmal ist, hervorgerufen wurden.

Die Verteuerung wirkte in den verschiedenen Wirtschaftszweigen so unterschiedlich, daß kompensatorische Preissenkungen in den wenigen erdölverbrauchenden Wirtschaftszweigen notwendig gewesen wären, um die Preissteigerungen in den viel Erdöl verbrauchenden Wirtschaftszweigen auszugleichen und ein stabiles Preisniveau zu erzielen. Dies hätte zu gewaltigen Strukturveränderungen führen müssen, die über die Elastizität der österreichischen Wirtschaft hinausgehen. Hätten etwa bei landwirtschaftlichen Produkten Preissenkungen durchgeführt werden können, um damit die unvermeidlichen Preissteigerungen bei den mit Erdöl betriebenen Kraftwerken und des Straßentransports aufzufangen?

Andere Industriestaaten sind den Weg der Anpassung des Wechselkurses an verschlechterte Austauschverhältnisse, an verschlechterte Konkurrenzlagen gegangen. Die Erfahrungen, die sie gemacht haben, sind in einer anderen Richtung womöglich noch schlechter als die der Schweiz, die, wenngleich auch nicht geplant, so doch im Effekt mit einer mehr als zehnprozentigen Aufwertung des Franken die Inflation stoppte, aber

gleichzeitig eine Schrumpfung des Sozialprodukts über mehrere Jahre herbeiführte. In Großbritannien hat — wie erwähnt — die Politik der Abwertungen die Zahlungsbilanz nicht gerettet. Letzten Endes konnte das Pfund doch nur durch eine radikale Politik der Einkommenszuwachsreduktionen und das Nordseeöl vorläufig stabilisiert werden.

Die Frage erhebt sich, welcher Aktionsparameter ist einer Notenbank beziehungsweise der Wirtschaftspolitik überhaupt hinsichtlich der Wechselkurspolitik gegeben? Natürlich kann man mit einer Kreditreduktion, natürlich kann man sogar mit fiskalpolitischen Maßnahmen entsprechenden Steuererhöhungen, natürlich kann man mit einer gewaltigen Anhebung des Wechselkurses einen Inflationsprozeß stoppen und mit den ersten zwei Maßnahmen sogar ein Leistungsbilanzdefizit rasch reduzieren. Österreich hat aber den Beweis erbracht, daß der »multiinstrumentale policy-mix« die besten Resultate zeitigt. Der Einsatz der Einkommenspolitik, der Preispolitik und der Fiskalpolitik macht es möglich, das Instrument »Wechselkurs« nur in einem solchen Maße einzusetzen, daß damit die importierte Inflation abgewehrt wird. Er macht es überflüssig, den Wechselkurs so anzuheben, daß eine Verringerung der Konkurrenzfähigkeit eintritt, die Exportwirtschaft dadurch weniger Arbeitskräfte, Kredite, Rohstoffe usw. in Anspruch nimmt und auf diesem Umweg die gesamtwirtschaftliche Nachfrage gedrosselt wird.

Bemerkenswert ist vielleicht für den Beobachter der Wechselkurspolitik, daß Österreich eines der ersten Länder war, das von den alten Thesen des IMF hinsichtlich der Zahlungsbilanzorientierung der Wechselkursgestaltung abrückte und den Wechselkurs wirkungsvoll als Instrumentvariable einsetzte, und zwar in Richtung auf Inflationsabwehr.

Nachdem Österreich bis 1972 den Musterschüler des IMF gespielt hatte, zwang die Weltwährungskrise zum Umdenken. Dies geschah mit der Erfindung der Orientierungshilfe, die auf Basis der Kursentwicklung der stabilen Währungen — wobei diese nach ihrer Bedeutung für unseren Export gewichtet wurden — Grundlage für die tägliche Kursfestsetzung wurde. Dabei haben wir uns nicht sklavisch an den Indikator festgehalten, sondern nach jeweiligen wirtschaftspolitischen Bedürfnissen die Indikatorbasis auch verändert, zum Beispiel indem die Lira, das Pfund, der französische Franc und im übrigen auch — in die andere Richtung gehend — der Schweizer Franken zeitweise oder dauernd aus der Indikatorbasis herausgenommen wurden, und zwar dann, wenn das Verbleiben dieser Währung in der Indikatorbasis den Schilling zu weit von unserer Leitwährung, nämlich der D-Mark, entfernt hätte. Längere Zeit stand auch die Frage zur Debatte, dem europäischen Hartwährungsblock durch eine formelle Teilnahme an der kleinen Währungsschlange beizutreten. Österreich hat aber eine weitgehende Autonomie beibehalten.

Nach dieser Schilderung der Wechselkurspolitik wäre die Frage zu beantworten, die sich sicherlich schon jeder Leser gestellt hat, nämlich, welches Gewicht der Wechselkurspolitik zu geben ist, und zwar im Hinblick auf die Entwicklung des wichtigsten Inflationsindikators, nämlich des Index der Verbraucherpreise. Er ist deshalb der wichtigste, weil sich an ihm ja auch die Lohnbewegungen orientieren. Bei zugegebenermaßen über-

schlagsmäßigen Berechnungen ergibt sich, daß eine einprozentige Abwertung des Schillings nach einem time-lag von etwa einem Quartal zu einer Steigerung der Inflationsrate von mehr als einem Drittel Prozent bei den Verbraucherpreisen führt. Dies deshalb, weil die Preise der Importwaren auf dem Inlandsmarkt die Preisführerschaft haben.

Und noch eine weitere Bewertung unserer Wechselkurspolitik sollte nicht unerwähnt bleiben.

Die Exportwirtschaft einschließlich der Fremdenverkehrswirtschaft war anfangs überaus skeptisch und ließ es auch an Protesten, die sich gegen die Wechselkurspolitik richteten, nicht mangeln. Verständlicherweise hatte man Angst um die internationale Konkurrenzfähigkeit, bald aber konnten auch die Exporteure erkennen, daß ihnen die relativ geringe Inflationsrate, zu deren Herbeiführung die Wechselkurspolitik ein unvermeidliches und unverzichtbares Instrument war, so große Vorteile im internationalen Wettbewerb brachte, zum Beispiel den sozialen Frieden, der nicht zuletzt auf die verhältnismäßig niedrige Inflationsrate zurückging, daß daneben die unbestreitbaren Nachteile der relativen Aufwertung des Schillings geringer wogen.

3.3. Kreditpolitik

In Österreich bestehen für Kreditrestriktionsmaßnahmen derzeit keine gesetzlichen Grundlagen, und zwar weder für eine aktiv- noch für eine passivseitige Kreditplafondierung. Diesbezügliche kreditpolitische Maßnahmen können daher nur auf Grund von vertraglichen Vereinbarungen mit dem Kreditapparat ergriffen werden.

Darüber hinaus hat die Notenbank im Rahmen ihrer autonomen Refinanzierungspolitik die Möglichkeit, ihre kreditpolitischen Zielvorstellungen ohne langwierige Verhandlungen über zu treffende Abkommen durchzusetzen.

Für eine expansive Kreditpolitik ist es ihr allerdings möglich, im Rahmen ihrer Geldversorgung ausreichende Liquidität den Kreditunternehmen für Kreditvergaben zur Verfügung zu stellen. Der Beitrag der Notenbank für eine solche Kreditpolitik ist aber nach dem Motto eines großen Ökonomen: »Man kann die Pferde nur zur Tränke führen, saufen müssen sie selber« begrenzt. Mit anderen Worten, wenn keine Investitionsneigung beziehungsweise Verschuldungsneigung der Wirtschaftsunternehmungen und Privaten vorhanden ist, wird zwar durch expansive Maßnahmen die Liquidität bei den Kreditunternehmen steigen, die Institute hingegen werden ihr Geld nicht in Form von Krediten an den Mann bringen.

Anders ist die Situation hingegen bei vorhandenen Kreditbeschränkungen, die aus verschiedensten Überlegungen, sei es zur Bekämpfung inflationistischer Geldpolitik oder, so wie derzeit gegeben, zur Unterstützung der Beseitigung eines bestehenden Zahlungsbilanzungleichgewichts eine Verringerung des gesamten Kreditvolumens geboten erscheinen. Zur Erreichung der von seiten der Notenbank als angemessen angesehenen Kreditexpansion wurden im Rahmen der Kreditkontrolle bisher zwei Vorgehensweisen praktiziert. Bis Ende 1972 wurde ausschließlich die soge-

nannte passivseitige Kreditplafondierung angewandt. Zur Verschärfung des Restriktionskurses wurde ab diesem Zeitpunkt zusätzlich eine Beschränkung der Kreditvergaben von der Aktivseite (aktivseitige Kreditkontrolle) praktiziert.

Ohne auf besondere Details einzugehen, wäre zu diesen beiden Kreditkontrollmaßnahmen folgendes zu sagen:

Die Konzeption des Abkommens über qualitative und quantitative Kreditmaßnahmen auf dem Gebiete des Kreditwesens (passivseitige Kreditkontrolle) stammt aus dem Jahre 1957 und ist trotz gegebenen Strukturwandels im Kreditapparat im wesentlichen unverändert geblieben und, wie bereits erwähnt, bis Ende November 1972 ausschließlich angewandt worden. Diese Abkommen werden auf Basis freiwilliger Vereinbarungen zwischen dem Finanzministerium, der Notenbank und den einzelnen Sektoren des Kreditapparates beschlossen, zur Änderung der Abkommensbestimmungen ist der Konsens aller Vertragspartner erforderlich. Die Abkommen setzen ein Mindestausmaß für Liquiditäten fest und bestimmen das Höchstausmaß für das zu vergebende Kreditvolumen (Kreditplafond). Der § 1 des Abkommens enthält zusätzlich qualitative Momente der Kreditkontrolle, indem eine Vereinbarung enthalten ist, daß Kredite nur für volkswirtschaftlich gerechtfertigte Zwecke gewährt werden dürfen. Als nicht volkswirtschaftlich gerechtfertigt werden dabei insbesondere Kredite, die eine übermäßige Lagerhaltung ermöglichen, spekulativen Zwecken dienen sowie zu einer wirtschaftlich nicht gerechtfertigten Ausweitung der Konsumfinanzierung führen, angeführt.

In der Praxis allerdings traten diese qualitativen Vertragsbestandteile in den Hintergrund, und die Kontrolle der Kreditvergabe beschränkte sich auf die Quantität der vergebenen Kredite. Eine qualitative Kreditpolitik wird nämlich nur bei einem sehr kleinen Teil des österreichischen Kreditvolumens, bei den sogenannten ERP-Krediten, betrieben, wobei aber für die Vergabe dieser Kredite seitens der Notenbank nicht konjunkturelle, sondern Besicherungsgesichtspunkte im Vordergrund stehen und für die ERP-Kredit-Kommission größtenteils strukturpolitische Momente maßgebend sind. Die Erfahrung der Jahre 1970, 1971 und 1972 hat gezeigt, daß eine Reihe von Momenten gegen eine ausschließliche Handhabung der passivseitigen Kreditkontrolle sprach. Da die Abkommen so aufgebaut sind, daß ein bestimmter Prozentsatz des Standes der Verpflichtungen zum jeweiligen Monatsende in Form von Krediten veranlagt werden darf, war dieses System für eine rasch wirkende Kreditzuwachsbeämpfung auf Grund des langen Bremsweges — Kredite schaffen Einlagen und damit wieder einen neuen Kreditplafond für die Kreditvergabe — nicht besonders geeignet. So war es beispielsweise trotz Bestehens dieser Kreditkontrollabkommen möglich, daß die Kredite im Jahre 1970 um 25 Milliarden Schilling oder 16,8 Prozent, im darauffolgenden Jahr um 35 Milliarden Schilling oder 19,9 Prozent und als Spitzenwert bis zu diesem Zeitpunkt im Jahr 1972 um 44 Milliarden Schilling oder 21 Prozent ausgeweitet werden konnten. Abgesehen davon, daß nicht alle inlandswirksamen Kredite in dem Abkommen erfaßt sind, beeinträchtigen eine Reihe von Ausnahmegenehmigungen die Wirksamkeit. Darüber hinaus gestalten sich

Verhandlungen über Abkommensänderungen mühsam, da die Zustimmung aller Vertragspartner jeweils erforderlich ist. Weiters sind exakte, für währungspolitische Überlegungen notwendige Vorausberechnungen über die Kreditentwicklung nahezu nicht durchführbar, da zunächst die Einlagenentwicklung abgeschätzt werden muß, die allerdings, wie bereits erwähnt, unter Umständen wieder von der Kreditentwicklung abhängt. Als einer der wenigen Vorteile dieses Systems wäre jedoch anzuführen, daß die Kreditvergaben von der Höhe des Einlagenzuflusses abhängen und es daher im großen und ganzen relativ wettbewerbsneutral ist.

Ende November 1972 wurde von der Notenbank als Zielvorstellung für eine wünschenswerte Kreditausweitung ein Prozentsatz in Höhe von 12 Prozent des Standes zu Ende November 1972 bekannt. Damit gelangte erstmals eine aktivseitige Kreditplafondierung zur Anwendung, wobei ein schriftliches Abkommen allerdings nur für die Teilzahlungsinstitute und Sonderkreditunternehmen sowie in ähnlicher Form auch für die Vertragsversicherungsanstalten abgeschlossen wurde. Zur Durchsetzung der kreditpolitischen Zielvorstellungen der Währungsbehörden bei den übrigen Kreditunternehmen hat die Notenbank die Erteilung der Refinanzierungshilfe von der Einhaltung der als währungspolitisch wünschenswert angesehenen Kreditausweitung abhängig gemacht. Die Vorteile dieser aktivseitigen Kreditkontrolle, in der Folge Limesregelung genannt, gegenüber den passivseitigen Kreditkontrollabkommen bestehen im wesentlichen darin, daß sie ohne Verzögerung direkt auf die Höhe der Kreditvergabe wirken, klar und unkompliziert zu handhaben sind und darüber hinaus das Ausmaß der geplanten Kreditexpansion exakt vorauszurechnen ist. Diese Vorteile wiegen die gegebenen Nachteile, daß nämlich die Kreditexpansion ohne Rücksicht auf den Fremdmittelzufluß beschränkt wird und unter Umständen zu einer Wettbewerbsverzerrung führt, da einlagenintensive Institute die zugeflossenen Mittel bei niedriger Ausgangsbasis für die Kreditzuwachs-berechnung nicht in ausreichender Form in Krediten veranlagen können. Selbst dieser Einwand wird klarerweise gegenstandslos, wenn die Restriktionsmaßnahmen nicht mehr als ein bis zwei Jahre dauern. Bei Berechnung der als währungspolitisch wünschenswert angesehenen Kreditexpansion ging man von Erfahrungswerten der Vergangenheit aus. Bei Analyse der Zeitreihen des Kreditzuwachses, der Inflationsraten, des Bruttonationalprodukts und des Arbeitsmarktes stellte man fest, daß ein Zuwachs des Kreditvolumens unter 9 Prozent scharf restriktiv sein würde, bei 12 Prozent milder restriktiv, bei 15 Prozent neutral und über 18 Prozent inflationistisch.

Mit anspruchsvolleren ökonometrischen Methoden konnten keine besseren Hinweise für das richtige Ausmaß der Kreditrestriktionen gewonnen werden. Die Veränderungen des Kreditvolumens waren bisher nämlich in der Regel Funktionen des Konjunkturverlaufes und nicht umgekehrt.

Ende 1972 wurde somit zum erstenmal eine wirksame antiinflationistische Kreditpolitik entwickelt. Damals wurde die Phase I des Stabilisierungspaketes, das in der Folge mit verschiedenen Modifikationen bis 30. Juni 1977 verlängert wurde, installiert. Effektiv wurden die verschärften Kreditrestriktionsmaßnahmen bis Ende 1974 durchgeführt, wobei

die getroffenen Maßnahmen auf Grund der Ende 1974 gegebenen beträchtlichen Unterschreitungen der zulässigen Kreditexpansion keine restriktive Wirkung mehr ausübten. Dennoch wurden die kreditpolitischen Vereinbarungen verlängert. Maßgebend dafür war, daß angesichts der anhaltenden Auftriebstendenzen im Falle eines international möglichen Konjunkturaufschwunges ein Instrumentarium vorhanden sein sollte, um unter Umständen unerwünschte Entwicklungen sofort wirksam bekämpfen zu können.

Wirksamste Waffe für die Einhaltung des Limes seit dessen Installation war die flexible Refinanzierungspolitik der Notenbank. Zuletzt, und zwar ab Juni 1977, wurde die Refinanzierung der Kreditunternehmen nicht nur von der Einhaltung des sogenannten globalen Limes II — der alle Schillingdirektkredite der Kreditunternehmen insgesamt umfaßt — abhängig gemacht; darüber hinaus erwartete die Notenbank, daß der Kreditapparat bei der Kreditvergabe die Konsumkredite wegen der hohen Importlastigkeit des privaten Konsums stärker drosselt als die Investitionskredite. Die Notenbank gab bekannt, daß für die Erfüllung von Refinanzierungswünschen der Kreditunternehmen insbesondere die Limeseinhaltung bei den Krediten an unselbständig Erwerbstätige und Private und die Unterlassung der Werbung um solche Kreditkunden maßgebend sein wird. Da in der Folge die Kredite an unselbständig Erwerbstätige und Private perzentuell stärker ausgeweitet wurden als die übrigen Schillingkredite, wurden im November 1977 die Kreditunternehmen davon in Kenntnis gesetzt, daß nicht nur eine Überschreitung des globalen Limes II zu einem gänzlichen Refinanzierungsausschluß, sondern darüber hinaus eine Nichteinhaltung der Zielvorstellung der Notenbank bezüglich der Ausweitung der Kredite an unselbständig Erwerbstätige und Private zu Kürzungen des Refinanzierungsplafonds — unter Berücksichtigung des Ausmaßes der Überschreitung — für die Dauer der Limesüberschreitung führt. Zur Unterstützung der Bemühungen um die Sanierung der Zahlungsbilanz wurde der Zuwachs der Kredite an unselbständig Erwerbstätige und Private ab 1. Jänner 1978 auf nur mehr 0,55 Prozent des Standes zum 31. März 1977 pro Monat beschränkt.

Die Erfahrungen, die man mit den aktivseitigen Kreditrestriktionen machte, deuten darauf hin, daß sie auch wirksam waren. Als Indiz für die Wirksamkeit kann angenommen werden, daß bei der Limes-I-Regelung ein kleiner, aber doch merkbarer grauer Kreditmarkt entstand und bei der Limes-II-Regelung die Zuwachsrate des Kreditvolumens von 22,9 Prozent Ende Mai 1977 auf 15,1 Prozent Ende März 1978 sank.

3.4. Geldmengen- beziehungsweise Geldpreispolitik

Die Geldmengenpolitik hat unter dem Einfluß der theoretischen Überlegungen der Monetaristen eine Renaissance erlebt. In den USA, in der BRD und auch in der Schweiz haben die Notenbanken geldmengenpolitische Ziele verkündet, wenngleich die Definitionen der monetären Aggregate laufend, man möchte fast sagen je nach Bedarf, geändert wurden. Ob die tatsächlichen Entwicklungen anders verlaufen sind, als man sich

ursprünglich vorstellte, und man die Geldmengenziele echt anderen wirtschaftspolitischen Bedürfnissen angepaßt hat, sollen sachkundige Beurteiler untersuchen. In der Oesterreichischen Nationalbank hat man gegenüber der Fixierung und Veröffentlichung von Geldmengenzielen eine recht skeptische Einstellung. Die Erfahrung lehrt, daß ein kleines weltmarkverflochtenes Land mit einem liberalisierten Kapitalverkehr nicht über die nötigen Instrumente verfügt, um die Geldmenge so zu steuern, daß ein gleichmäßiger Zuwachs garantiert werden kann. Die Effekte unserer Maßnahmen während der weltweiten starken Inflation der Jahre 1971 bis 1974 haben gelehrt, daß ein durchschlagender Erfolg bei der Geldmengengestaltung nur dann erzielt werden kann, wenn zu harten dirigistischen Maßnahmen beim Kapitalverkehr gegriffen wird. Mit unseren Maßnahmen der außenwirtschaftlichen Absicherung durch Kontrolle der Auslandskreditaufnahmen wäre eine solche Absicherung nicht zu gewährleisten. Derartige dirigistische Maßnahmen sind aber in normalen Zeiten schwer zu vertreten, noch schwerer durchzusetzen und kaum zu administrieren. Damit ist aber auch nicht die Möglichkeit gegeben, eine exakte Geldmengensteuerung zustande zu bringen. Nun gibt es Theoretiker, die die Auffassung vertreten, daß auch ein kleines Land mit Hilfe der Wechselkurspolitik eine Steuerung der Geldmenge zustande bringen kann. Solange aber diesbezüglich keine eindeutige wissenschaftliche Auskunft vorliegt, ist eine große Skepsis gegenüber der Steuerung der Geldmenge mit Hilfe der Wechselkurspolitik geboten. Die Jahre 1973 und 1974 haben nämlich mit aller Deutlichkeit gezeigt, daß von einer stabilen Umlaufgeschwindigkeit des Geldes keine Rede sein kann und die Umlaufgeschwindigkeit gegenläufig zur Geldmengenverknappung war.

Geldmengenzpolitik wird vor allem mit Hilfe der Mindestreservenzpolitik und mit Offenmarktoperationen betrieben. Die geldmengenzpolitischen Maßnahmen, die in der Krise 1975 und noch 1976 eingesetzt wurden, bestanden im wesentlichen darin, daß eine vor allem aus Auslandskrediten des Bundes stammende große Liquidität in der österreichischen Wirtschaft zugelassen wurde. Die Notenbank konnte diese konjunkturpolitisch erwünschte Liquidisierung akzeptieren, weil die Inflation vor allem kosten- und nicht mehr nachfrageinduziert war.

3.5. Notenbankbilanzpolitik

Die Notenbank kann auch mit Hilfe ihrer Bilanzpolitik währungspolitische Wirkungen auslösen. Bekanntlich werden ja in den letzten Jahren Gewinne zum Teil reserviert, zum Teil sind sie Budgeteinnahmen. Man hat eine Bilanzpolitik betrieben, die in Zeiten der Hochkonjunktur die Geldmengenvermehrung in Form der Gewinnausschüttung mit Einverständnis des Finanzministers möglichst niedrig gehalten hat.

3.6. Abschließende Bemerkungen

Die Dotation der wachsenden österreichischen Volkswirtschaft mit Zentralbankgeld, welches die Basis für die Buchgeldschöpfung des Kredit-

apparates darstellt, ist eine eminent wichtige Funktion der Nationalbank. Dies um so mehr, wenn es, wie in der letzten Zeit, zu massiven Geldumlaufverringerungen im Zusammenhang mit dem Zentralbankdefizit kommt.

Letztlich muß man sich aber nach der oben versuchten Darstellung der Notenbankinstrumente und der Notenbankpolitik doch klarmachen, in welcher relativ kleinem Ausmaß die Notenbank die monetäre Entwicklung unserer Volkswirtschaft beeinflussen kann. Praktisch wird mit der Geldmengen- und Geldpreispolitik sowie mit der Refinanzierungspraxis ja nur der Liquiditätsspielraum, der den österreichischen Kreditinstituten für Kreditgewährungen an Nichtbanken zur Verfügung steht, verändert. Die Fremdfinanzierungen, die österreichische Nichtbanken bei Kreditinstituten oder im Ausland durchführen, sind aber im Vergleich zum Umfang der Eigenfinanzierungen (vor allem aus den über die Erlöse verdienten Abschreibungen) gering. Die maßgeblichen Bestimmungsgründe für die Liquiditätsverfassung der Kreditinstitute sind aber nach wie vor die Kreditnachfrage und das Einlageverhalten der Unternehmen außerhalb des Kreditinstitutssektors. Dazu kommt noch der expansive Effekt von Zahlungsbilanzüberschüssen und der restriktive von Zahlungsbilanzdefiziten. Wir haben ein Leistungsbilanzdefizit von beachtlichen Proportionen, aber nur ein kleines Zahlungsbilanzdefizit, da wir unser Defizit weitgehend mit der Aufnahme langfristiger Kredite decken. Diese Kreditaufnahmen, die nicht zuletzt auch der Deckung des Budgetdefizits dienen, haben seit dem wirtschaftlichen Rückschlag im Jahre 1975 ein Ausmaß erreicht, das man früher nicht für möglich gehalten hätte. Dementsprechend ist auch die Auslandsverschuldung Österreichs so stark gestiegen, daß die Belastung der Zahlungsbilanz mit der Tilgung und Verzinsung der Auslandsanleihen Dimensionen erreicht, die nicht mehr auf die leichte Schulter genommen werden können. Zwar ist die Kreditwürdigkeit Österreichs so gut, daß es bisher unschwer möglich war, von den amerikanischen Prüfungsgesellschaften, die das »rating« für den amerikanischen Kapitalmarkt vornehmen, das sogenannte »triple a« zu erhalten. Das zeigt aber, daß unter den Blinden der Einäugige König ist, aber keineswegs, daß für die österreichische Volkswirtschaft alle wirtschaftlichen Probleme als gelöst angesehen werden können.