

EU- und WWU-Beitritt: ein geldpolitischer Regimewechsel für Österreich?

Ernest Gnan,
Claudia Kwapil,
Maria Teresa
Valderrama¹

Die Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) hat das in Österreich geltende währungspolitische Regime in vieler Hinsicht verändert, die stabilitätsorientierte Ausrichtung der Geldpolitik ist jedoch beibehalten worden. Durch die institutionelle Ausgestaltung der WWU und die geldpolitische Praxis des Eurosystems wurde das währungspolitische Stabilitätskapital Österreichs – auf gesamteuropäischer Ebene – gesichert. Der in der Vergangenheit „partizipative“ Charakter der Entscheidungsgremien der Oesterreichischen Nationalbank (OeNB) wich höherer formaler Zentralbankunabhängigkeit. Die bereits in der Hartwährungspolitik bestehende Zuordnung einzelner wirtschaftspolitischer Ziele zu spezifischen Politiken bzw. Institutionen wird in der WWU fortgesetzt. Wie im Regime der Hartwährungspolitik ist die Geldpolitik des Eurosystems mittel- bis langfristig ausgerichtet. Die WWU hat den nominell-effektiven Wechselkurs Österreichs stabilisiert – noch mehr, als dies die Hartwährungspolitik vermochte. Der niedrigen heimischen Inflation und der Lohnpolitik kommt zur Erhaltung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit daher eine noch wichtigere Rolle als in der Vergangenheit zu. Der stabile real-effektive Wechselkurs zeigt, dass dies bislang sehr gut gelungen ist. Monetary-Conditions-Indizes und Taylor-Regeln legen nahe, dass die geldpolitischen Rahmenbedingungen für Österreich in der WWU lockerer geworden sind. Der EU- und der WWU-Beitritt könnten verschiedene Kanäle des geldpolitischen Transmissionsmechanismus verändert haben.

1 Einleitung

Diese Studie untersucht, wie sich zehn Jahre EU-Mitgliedschaft und davon sechs Jahre WWU-Mitgliedschaft auf das monetäre Regime in Österreich – seine strategischen Hauptmerkmale und Wechselwirkungen mit anderen Politikbereichen sowie die Implementierung der Geldpolitik und ihre Transmission auf die Wirtschaft – ausgewirkt haben. Ist die Mitgliedschaft an der WWU tatsächlich – wie oft argumentiert – eine Fortsetzung der zuvor über zwei Jahrzehnte verfolgten Schilling-Hartwährungspolitik, oder markierte der Euro – mit dem vorausgegangenen EU- und EWS (Europäisches Währungssystem)-Beitritt – einen monetären Regimewechsel für Österreich? Diese Frage ist insofern von großer Bedeutung, als die über die Jahre aufgebaute Stabilität und Glaubwürdigkeit des Schilling ein für die österreichische Volkswirtschaft wertvolles Kapital war, das mit der Umstellung auf den Euro in diesen „versenkt“ wurde (Theurl, 1998).

2 Ausgangspunkt: Spätphase der Hartwährungspolitik in den Neunzigerjahren

Anfang der Neunzigerjahre waren vom *Austro-Keynesianismus* (Seidl, 1982) der Sechziger- und Siebzigerjahre vor allem zwei Elemente übrig geblieben: die Hartwährungspolitik des Schilling und die sozialpartnerschaftliche Lohnpolitik.² Die Hartwährungspolitik der Neunzigerjahre wurde oft mit erwartungs- und spieltheoretischen sowie strukturpolitischen Argumenten begründet. Die Verringerung der Wechselkursunsicherheit (und den damit verbundenen Einsparungen von Kurssicherungskosten) wurde ebenso betont wie die Stabilisierung der Preiserwartungen für die Unternehmen – über relativ stabile Export- und Importpreise sowie moderat steigende Löhne – für Arbeitnehmer und Konsumenten – über produktivitätsorientierte Lohnsteigerungen und moderate Inflationsraten. *Erwartungsstabilisierung* zielte in dieser späten

Wissenschaftliche
Begutachtung:
Heinz Handler,
WIFO.
Wissenschaftliche
Assistenz:
Ernst Glatzer,
Wolfgang Harrer,
Abteilung für
volkswirtschaftliche
Analysen.

¹ Die Autoren danken Manfred Fluch, Eduard Hochreiter, Wolfgang Ippisch, Werner Metz, Helmut Pech und Thomas Wagner für Anregungen zum Manuskript.

² Klausinger (1998) setzt das Jahr 1982 als Trennlinie zwischen dem Ende des *Austro-Keynesianismus* und dem Beginn der „echten“ Hartwährungspolitik an.

Phase der Hartwährungspolitik auf die Stabilisierung der monetären Rahmenbedingungen und nicht auf die Konjunktur(erwartungs)stabilisierung ab, wie noch in den Siebzigerjahren.

Die Hartwährungspolitik nahm strukturelle Merkmale der österreichischen Wirtschaft nicht als gegeben an, sondern zielte auf eine Flexibilisierung der Reallöhne, auf Gütermarktreformen und eine *Disziplinierung* der Fiskalpolitik in Richtung Nachhaltigkeit („*Strukturpeitsche*“). Die Hartwährungspolitik war damit vor allem auch ein Instrument der *Selbstbindung* („*tying one's hands*“) und zur *Signalisierung stabilitätspolitischer Glaubwürdigkeit* (Hochreiter et al. 1994, 1995). Aufgrund der Betonung der Erwartungsstabilisierung und des regelhaften Charakters der Hartwährungspolitik wurde mitunter auch der Begriff des *Austro-Monetarismus* gebraucht (Handler, 2003; Haberler, 1982; Socher, 1982).

Mit der vollen *Liberalisierung des Kapitalverkehrs* ab dem Jahr 1991 gewann auch die Erwartungsstabilisierung gegenüber den internationalen Devisen- und Kapitalmärkten an Bedeutung. Die Geldmenge und die Geldmarktzinsen wurden zum Spiegelbild der Wechselkursbindung – die Geldpolitik fiel als eigenständiges Instrument der Nachfragesteuerung vollkommen aus.³ Bei Inkonsistenz der anderen ökonomischen Fundamentalfaktoren gegenüber der Hartwährungspolitik wurden Marktsanktionen in Form höherer Zinsrisikoprämien bis hin zu einer spekulativen Attacke gegen den Schilling befürchtet.

Der Beitritt Österreichs zum *Wechselkursmechanismus (WKM) des Europäischen Währungssystems* am 9. Jänner 1995 bewirkte de facto keine Änderung der Hartwährungspolitik (Schubert et al., 2002). Die Eintrittsmodalitäten wurden auch bewusst so gewählt, um jeden Eindruck eines Regimewechsels durch den WKM-Beitritt zu vermeiden, der die mit der Hartwährungspolitik erworbene Glaubwürdigkeit in Zweifel ziehen hätte können (Hochreiter et al., 2004). Der Leitkurs des Schilling zum ECU von 13,7167 ATS erfolgte auf Basis des D-Mark/Schilling-Marktkurses vom 5. Jänner 1995 in Höhe von 703,55 ATS und entsprach somit dem seit Jahren bewahrten bilateralen Fixkurs. Da Österreich beabsichtigte, die informelle D-Mark-Bindung unilateral beizubehalten, stellte die weite multilaterale EWS-Schwankungsbreite von $\pm 15\%$ keinerlei zusätzliche Restriktion dar. Es wurde bewusst kein Arrangement mit der Deutschen Bundesbank für ein enges Wechselkursband, wie es die Niederlande hatten, angestrebt, da auch dies als Aufweichung der Hartwährungspolitik hätte interpretiert werden können.

Allerdings wurde durch den WKM-Beitritt die bisher einseitige und freiwillige Selbstbindung in einen formellen, multilateralen, institutionellen Rahmen mit expliziten Rechten und Verpflichtungen (Kreditfazilitäten, Devisenmarktinterventionen, konsistente Wirtschaftspolitik) eingebettet. Der Beitritt zum WKM bewirkte auch, dass der Schilling nun von einer kleinen, „unbedeutenden Währung“ (Tichy, 1985) zu einem Teil des „EWS-

³ Die Hoffnung auf – wenn auch geringen – autonomen Zinssetzungsspielraum war bereits lange zuvor aufgegeben worden, nachdem im Jahr 1979 der Versuch der OeNB, den internationalen Zinsanstieg im Gefolge des zweiten Erdölpreisschocks zu „durchtauchen“, zu massiven Kapitalabflüssen geführt hatte (siehe Handler, 1989, S. 43 ff.)

Clusters“ (Liebscher, 2002) wurde und stärker in das Scheinwerferlicht der internationalen Devisenmärkte rückte.⁴ Dies verstärkte den Druck, die übrigen Instrumente der Wirtschaftspolitik an den Erfordernissen der Wechselkurspolitik auszurichten. Das ab der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre einsetzende Monitoring der Einhaltung der Maastricht-Konvergenzkriterien für den Beitritt zum Euro verringerte den fiskalpolitischen Spielraum auch formal (Katterl und Köhler-Töglhofer in diesem Heft).

Die Anpassung an exogene Schocks lastete somit noch stärker als in den Achtzigerjahren auf der *Lohnpolitik*. Reaktionen des realen Wechselkurses durch zentrale, sozialpartnerschaftliche Reallohnanpassung ermöglichten es, eine D-Mark-Bindung ohne hohe Kosten in Form hoher Arbeitslosigkeit aufrechtzuerhalten. Nach dieser Konzeption der Währungspolitik bestand eine klare Aufgabenverteilung zwischen einer staatlichen Stabilisierungspolitik und einer sozialpartnerschaftlichen Lohnpolitik, wobei erstere für die Sicherung der Währungsstabilität verantwortlich war und letztere auf die Sicherung hoher Beschäftigung abzielte (Klausinger, 1998).⁵

3 WWU verändert währungs- und geld- politisches Regime in Österreich

Tabelle 1 fasst Kriterien zusammen, anhand derer die Frage nach Ähnlichkeiten oder Unterschieden zwischen

dem währungspolitischen Regime der Hartwährungspolitik und jenem der WWU aus österreichischer Sicht beurteilt werden kann. Im Folgenden werden einige dieser Kriterien herausgegriffen.

Die WWU bewirkte für Österreich einen Quantensprung in der *Größe des Währungsraums* (Bevölkerung: 1:38, BIP: 1:32). Dadurch sind erhebliche positive Netzwerkeffekte für die Geldfunktionen gegenüber dem Schilling-Regime zu erwarten (Stenkula, 2003). Der Euro, als neben dem US-Dollar größte Weltwährung, nimmt bei internationalen Finanzmarkt- und Warentransaktionen eine bedeutende Rolle ein, dadurch verringern sich die Wechselkursrisiken bzw. die Wechselkurssicherungskosten für Wirtschaftsakteure aus dem Euroraum.

Die OeNB war bereits vor dem Beitritt zur WWU der Preisstabilität verpflichtet; allerdings ist das *Primat der inneren Preisstabilität* gegenüber anderen Zielsetzungen in der WWU im gesetzlichen Mandat der Zentralbank deutlicher ausgeprägt, was auch durch die Veröffentlichung einer quantitativen Definition von Preisstabilität unterstrichen wurde.

In der Hartwährungspolitik spiegelte das oberste Entscheidungsgremium der OeNB, der Generalrat, den „partizipativen“, sozialpartnerschaftlichen Charakter der Hartwährungspolitik wider. Ausgeprägte formale Unabhängigkeit war in diesem korporatistischen System mit weit reichen-

⁴ Die OeNB hatte bereits einen „Vorgeschmack“ auf eine prominentere Rolle des Schilling anlässlich der spekulativen Attacke auf den Schilling im August 1993 bekommen (siehe z. B. Hochreiter et al., 2004). Ebenso setzten nach dem Zusammenbruch der Regierung im Oktober 1995 angesichts der Unsicherheit über den weiteren Budgetkonsolidierungskurs vorübergehende Kapitalabflüsse ein (siehe Handler et al., 1996).

⁵ Tumpel-Gugerell et al. (2002) sprechen von einem „Trennungsmodell“ in dem Sinn, dass einzelne wirtschaftspolitische Ziele spezifischen Politiken bzw. Institutionen zugerechnet wurden.

dem Grundkonsens über wirtschaftspolitische Prioritäten nicht nötig (Pech, 2002).⁶ Hingegen sind in der multinationalen WWU formale Regeln der *Zentralbankunabhängigkeit* wichtiger geworden, um die Zielsetzung und Zuständigkeiten der – teilweise neu geschaffenen – Institutionen klar zu definieren. Die in der Hartwährungspolitik gegebene „fundamentale Institution“ gemeinsamer Wertvorstellungen und eines hohen „Systemvertrauenskapitals“ wurde in der WWU durch die „sekundäre Institution“ der ESZB/EZB-Verfassung substituiert (Theurl, 1998).

Komplementär zur höheren Zentralbankunabhängigkeit ist in der WWU an die Stelle der informellen, *Ex-ante-Rechenschaftspflicht* durch die Teilnahme aller gesellschaftlichen Gruppen im Generalrat eine formalgesetzlich deutlicher ausgebildete *Ex-post-Rechenschaft* getreten. Ein hohes Maß an *Transparenz* hinsichtlich der in die geldpolitischen Entscheidungen einfließenden Beweggründe ermöglicht in der WWU die Nachvollziehbarkeit der unabhängigen Geldpolitik für die Regierungen und die Öffentlichkeit.

Die WWU bewirkte ein verändertes *Zusammenspiel* zwischen der *Geldpolitik* und anderen Bereichen der *Wirtschaftspolitik*. Die Hartwährungspolitik war Teil eines nationalen Politikpakets. Dieses Konsensmodell war – bereits lange vor der WWU – einem erheblichen Wandel unterworfen (Clement, 2001; Lauber, 1997; Klausinger, 1998), da die Rolle der Sozialpartner seit den Achtzigerjahren abgenommen hatte (Kramer, 2004; Guger,

1998). Dennoch blieb die Hartwährungspolitik in ihrem Kern auch in den späten Achtzigerjahren im Wesentlichen unangefochten, und die Sozialpartner sahen sich – nicht zuletzt über die Vertretung im Generalrat der OeNB – als Teil der Entscheidung zur Aufrechterhaltung dieser Politik.

In der WWU wird die Geldpolitik durch den EZB-Rat entschieden – die Entscheidungsorgane der OeNB wurden im Hinblick auf die rechtlichen Konvergenzanforderungen des EG-Vertrags mit der NBG (Nationalbank)-Novelle 1998 grundlegend neu geordnet, um unter anderem die Unabhängigkeit des OeNB-Gouverneurs im EZB-Rat sicherzustellen (Dvorsky und Lindner in diesem Heft). Die Geldpolitik ist nicht mehr Teil eines *nationalen* Konsenspakets.

Allerdings ähnelt die praktische Rollenverteilung zwischen der Geldpolitik und den übrigen nationalen Bereichen der Wirtschaftspolitik (Fiskalpolitik, Strukturpolitik, Lohnpolitik) in der WWU jener während der Hartwährungspolitik: Die Geldpolitik wird als gegeben angesehen, die Anpassung z. B. an asymmetrische Schocks übernehmen – soweit möglich und sinnvoll – die übrigen Bereiche der Wirtschaftspolitik. Die Geldpolitik übernimmt in diesem System – wie schon in der Hartwährungspolitik – die Rolle des Ankers für die Stabilitätspolitik generell (Liebscher, 2002) und wird durch ein ergänzendes Regelwerk für die anderen Politikbereiche (z. B. Regeln zur Fiskaldisziplin, Lissabon-Agenda) teils auf europäischer, teils auf nationaler Ebene ergänzt und abgesichert.

⁶ Allerdings kamen Studien zur Zentralbankunabhängigkeit zu dem Schluss, dass die Unabhängigkeit der OeNB auch in der Vergangenheit im internationalen Vergleich sehr hoch war (siehe etwa Cukierman et al., 1992).

Währungs- und geldpolitisches Regime vor und in der WWU

Regime-Merkmale	Schilling-Hartwährungspolitik der Neunzigerjahre ¹	WWU ab 1. Jänner 1999
Größe des Währungsraums	Kleine Währung; informelle Währungsunion mit D-Mark-Hartwährungsblock	Sehr großer Euro-Währungsraum; zusätzlich großes Umfeld von Währungen mit Euro-Wechselkursorientierung
Kapitalverkehr	Ab 4. November 1991: vollkommen freier Kapitalverkehr	Vollkommen freier Kapitalverkehr
Wechselkursregime	Veränderlich im Rahmen des § 2(3) und § 4 NBG sowie des § 2 DevG Seit den Achtzigerjahren unilaterale, freiwillige Bindung an die D-Mark; seit 9. Jänner 1995 WKM-Teilnahme	Veränderlich nach Art. 111 EG-V, bislang freies Floaten
Zieldefinition Zentralbank	Erhaltung des Geldwerts in seiner Kaufkraft im Inland sowie in seinem Verhältnis zu den wertbeständigen Währungen des Auslands (§ 2(3) NBG); Bedachtnahme auf die Wirtschaftspolitik der Bundesregierung (§ 4 NBG)	Vorrangiges Ziel: Preisstabilität; soweit ohne Beeinträchtigung der Preisstabilität möglich: Unterstützung der allgemeinen Wirtschaftspolitik der Gemeinschaft (Art. 105 EG-V)
Unabhängigkeit des geldpolitischen Entscheidungsgremiums	Generalrat als höchstes geldpolitisches Entscheidungsgremium umfasste Sozialpartner-, Finanzsektor- und Wirtschaftsvertreter; Einspruchsrecht des Staatskommissärs gegen gesetzwidrige Generalratsentscheidungen mit aufschiebender Wirkung	Detailliertes Beeinflussungs- und Weisungsverbot; hauptberufliche EZB-Ratsmitglieder mit mindestens 5- bzw. 8-jähriger Amtszeit, Schutz vor vorzeitiger Abberufung
Monetäre Finanzierung des Staats	Verbot der Darlehens- und Kreditgewährung an den Bund (§ 41(1) NBG und § 42(1) NBG) inkl. Verbot der Umgehung mittels Offenmarktgeschäften (§ 54(3))	Verbot von Kreditfazilitäten für öffentliche Einrichtungen sowie des Primärmarkterwerbs von Schuldtiteln öffentlicher Einrichtungen (Art. 101 EG-V)
Rechenschaftspflicht	Aufsicht durch Staatskommissär (mit Einspruchsfrist)	OeNB: ex post an Nationalrat EZB: ex post an Europäisches Parlament; Beobachterstatus EK-Präsident und Ratspräsident im EZB-Rat
Transparenz	Hoch durch klare, der Öffentlichkeit bekannt gegebene Regelbindung der Geldpolitik	Hoch (u. a. veröffentlichte Definition von Preisstabilität, geldpolitische Strategie, ausführliche Information über EZB-Ratssitzungen, veröffentlichte Prognose)
Zuständigkeit für Wechselkurspolitik	OeNB (§ 2(3) NBG), in Koordination mit der Wirtschaftspolitik der Bundesregierung (§ 4 NBG) ²	International: ECOFIN/Eurosystem – je nach Wechselkursregime (Art. 111 EG-V) WKM II: Euroraum-Finanzminister und EZB sowie Pre-In-Finanzminister und Pre-In-NZBen
Verhältnis zu anderen Bereichen der Wirtschaftspolitik	Konsensuales Politikpaket; einzelne Ziele sind bestimmten Politiken zugeordnet; Vorrang der Wechselkursstrategie – Währungspolitik als „nomineller Anker“, „Strukturpeitsche“, „Disziplinierungsmechanismus“	Einzelne Ziele sind bestimmten Politiken zugeordnet; unabhängige Geldpolitik wird von fiskalpolitischem Regelwerk, (teilweise) nationalen Lohnpolitiken und Strukturreformen „flankiert“
Geldpolitische Strategie	Wechselkursziel; strikte Regel Langfristige Ausrichtung auf Stabilisierung von Preiserwartungen	Zwei-Säulen-Strategie; Anpassung Frühjahr 2003; diskretionäre Geldpolitik Mittelfristige Ausrichtung auf Erreichung des veröffentlichten Preisstabilitätsziels
Geldpolitisches Zwischenziel	Fixer bilateraler nomineller Wechselkurs zur D-Mark	Keines (M3-Wachstum ist prominenter Indikator; Wirtschaftsprognosen und zahlreiche andere Indikatoren zur künftigen Inflationseinschätzung)
Geldpolitische Instrumente	Bis 1996: vor allem Ständige Fazilitäten; 1996 bis 1998: zunehmender Schwerpunkt auf Tenderoperationen; unverzinsten Mindestreserve	Schwerpunkt auf Tenderoperationen, ergänzt um Ständige Fazilitäten; keine täglichen Geldmarktinterventionen; verzinste Mindestreserve mit Durchschnittserfüllung

Quelle: OeNB.

¹ Die gesetzlichen Angaben beziehen sich auf das Nationalbankgesetz (NBG) 1984 in der bis 2. Mai 1998 geltenden Fassung. Mit der NBG-Novelle 1998 wurde das NBG in zwei Stufen (erste Stufe ab 3. Mai 1998; zweite Stufe ab 1. Jänner 1999) an die Bestimmungen des EG-V angepasst.

² Siehe dazu auch Raschauer, 1976.

Die geldpolitische Zwei-Säulen-Strategie des Eurosystems ist diskretionär – ohne Zwischenziel – angelegt, während die Hartwährungspolitik eine strikte geldpolitische Regel war. Die Hartwährungspolitik und die Strategie des Eurosystems sind sich in ihrer grundlegenden Auffassung ähnlich,

dass die Geldpolitik mittel- bis langfristige ausgerichtet sein soll.

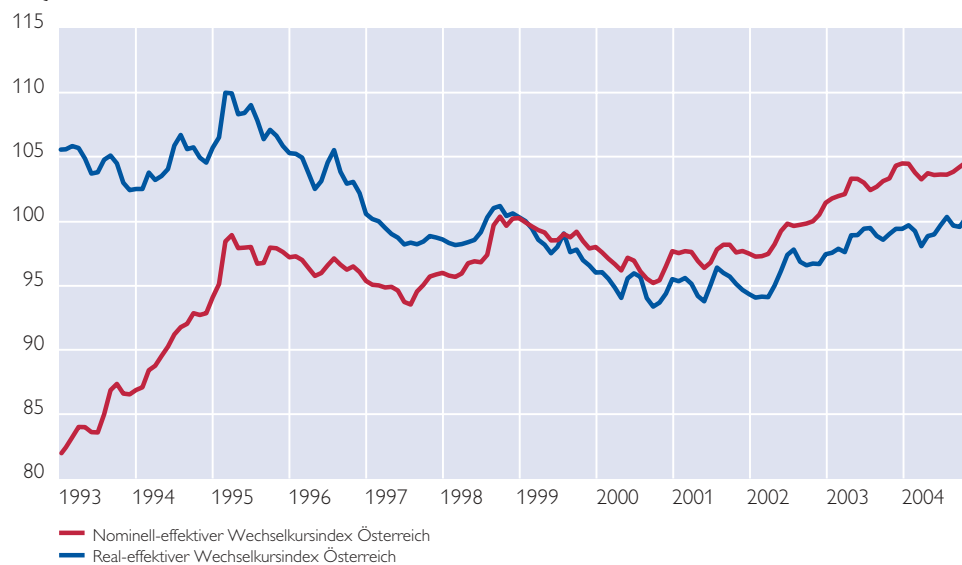
4 WWU stabilisiert effektive Wechselkurse Österreichs

Es wurde oft argumentiert, dass die Teilnahme an der WWU die „Zone

Grafik 1

Effektive Wechselkurse Österreichs

1. Quartal 1999 = 100



Quelle: WIFO.

monetärer Stabilität“ in Österreich dauerhaft erweitern würde und dass frühere Wettbewerbsnachteile durch „kompetitive“ Abwertungen anderer Länder dann nicht mehr möglich seien. Grafik 1 zeigt, dass sich in Österreich der nominell-effektive und der real-effektive Wechselkurs in der Tat seit der Teilnahme an der WWU stabilisiert haben. Seit Beginn der WWU im Jahr 1999 bis zum Dezember 2004 hat der *nominell-effektive Wechselkurs* Österreichs zwar – als Spiegelbild der internationalen Wechselkursentwicklung – um beinahe 5 % aufgewertet, der

real-effektive Wechselkurs auf Basis des Verbraucherpreisindex (VPI) ist hingegen unverändert geblieben, ein Ergebnis der im Vergleich zu den Handelspartnern niedrigeren österreichischen Inflationsraten. Die Veränderungen im Verlauf der betrachteten Periode sind ebenfalls relativ gering – selbst die deutlichen Kursschwankungen des US-Dollar und anderer Weltwährungen gegenüber dem Euro wirkten sich wegen der Dominanz des Intra-Euroraum-Handels kaum auf die effektiven Wechselkurse Österreichs aus.

Tabelle 1

Wechselkursvariabilität für Österreich vor und in der WWU

	Nominell-effektiver Wechselkursindex Österreich	Real-effektiver Wechselkursindex (VPI) Österreich
Langfristige Variabilität		
1993 bis 1998	4,80	3,18
1999 bis 2004	2,75	1,99
Kurzfristige Volatilität		
1993 bis 1998	0,82	0,97
1999 bis 2004	0,59	0,74

Quelle: WIFO, Basis 1. Quartal 1999 = 100.

Variabilitätsmaße: langfristig – Standardabweichung; kurzfristig – Standardabweichungen der Abweichungen vom gleitenden 12-Perioden-Durchschnitt für jede der beiden Subperioden.

Wie in Tabelle 2 ersichtlich, hat sich sowohl die langfristige als auch die kurzfristige *Variabilität der* betrachteten effektiven *Wechselkurse* Österreichs seit der WWU-Teilnahme deutlich verringert. Die WWU hat damit – mehr noch als dies im eingeschränkten Bezugsraum der Hartwährungspolitik möglich war – zu einer deutlichen Verstärkung der außenwirtschaftlichen

Preisrelationen für Österreich beigetragen.

Gleichzeitig wird damit deutlich, dass in der WWU einer niedrigeren heimischen Inflation als Schock-Absorptionsmechanismus und als Mittel zur Erhaltung der Wettbewerbsfähigkeit eine noch größere Rolle zukommt als zu Zeiten der Hartwährungspolitik.

Hartwährungspolitik, WWU und optimaler Währungsraum

Nicht unwesentlich für die Beurteilung eines geldpolitischen Regimes ist, ob der Währungsraum ausreichend homogen ist, sodass die Geldpolitik für alle Teile (Länder) des Währungsraums angemessen ist. Der Theorie optimaler Währungsräume (Mundell, 1961) folgend, untersucht die folgende Tabelle, ob Österreich durch den Wechsel von der D-Mark-Bindung zur Teilnahme am Euro den Ansprüchen eines optimalen Währungsraums näher gekommen ist.⁷

Die Inflationsentwicklung Österreichs ist mit jener des Euroraums höher korreliert als mit jener Deutschlands. Dies gilt sowohl für die betrachtete Gesamtperiode 1995 bis 2004 als auch für die beiden Sub-Perioden 1995 bis 1998 und 1999 bis 2004. Eine primär auf Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik für den Euroraum sollte daher den Bedürfnissen Österreichs in dieser Hinsicht gut entsprechen. Interessant ist weiters, dass sich die Korrelationskoeffizienten in den letzten sechs Jahren, verglichen mit der ersten Teilperiode, sowohl gegenüber dem Euroraum als auch gegenüber Deutschland erhöht haben.

Die Korrelation der Wachstumsraten ist geringer als die der Inflationsraten. Weiters war die Konjunktur in Österreich mit der des gesamten Euroraums im Zeitraum von 1995 bis 1998 enger korreliert als mit der Deutschlands, während in den Jahren 1999 bis 2004 ein stärkerer Gleichklang in der BIP-Entwicklung zwischen Österreich und Deutschland zu beobachten ist. Insgesamt ist jedoch bei beiden Vergleichen ein Anstieg der Korrelation im Zeitablauf festzustellen. Da die Geldpolitik des Euroraums Konjunkturdivergenzen zwischen den einzelnen Ländern nicht berücksichtigen kann, kommt den realwirtschaftlichen Anpassungsmechanismen auf asymmetrische Schocks über Löhne und Preise weiterhin – ebenso wie in der Hartwährungspolitik – eine hohe Bedeutung zu.

Korrelation von Inflation und BIP-Wachstum¹⁾

	Inflation (HVPI)		Reales BIP-Wachstum	
	Österreich/ Deutschland	Österreich/ Euroraum	Österreich/ Deutschland	Österreich/ Euroraum
1995 bis 2004	0,777	0,830	0,608	0,473
1995 bis 1998	0,561	0,798	0,169	0,357
1999 bis 2004	0,832	0,875	0,756	0,525

Quelle: Eurostat, OeNB.

¹⁾ Korrelationskoeffizienten der monatlichen Inflationsraten bzw. der Jahreswachstumsraten des realen BIP.

⁷ Aus Platzgründen wird hier nur der Gleichlauf der Inflationsraten und des realen BIP untersucht. Zu den in der Theorie optimaler Währungsräume wichtigen Fragen der Arbeitskräftemobilität und Lohnflexibilität wird auf Stiglitz (in diesem Heft) verwiesen. Janger und Wagner (2004) zeigen, dass sich die sektorale Spezialisierung Österreichs und der EU-15 in den letzten 20 Jahren nur langsam und relativ gleichförmig verändert hat, wodurch das Risiko asymmetrischer Schocks verringert wird.

5 Hartwährungspolitik, WWU und geldpolitische Rahmenbedingungen in Österreich

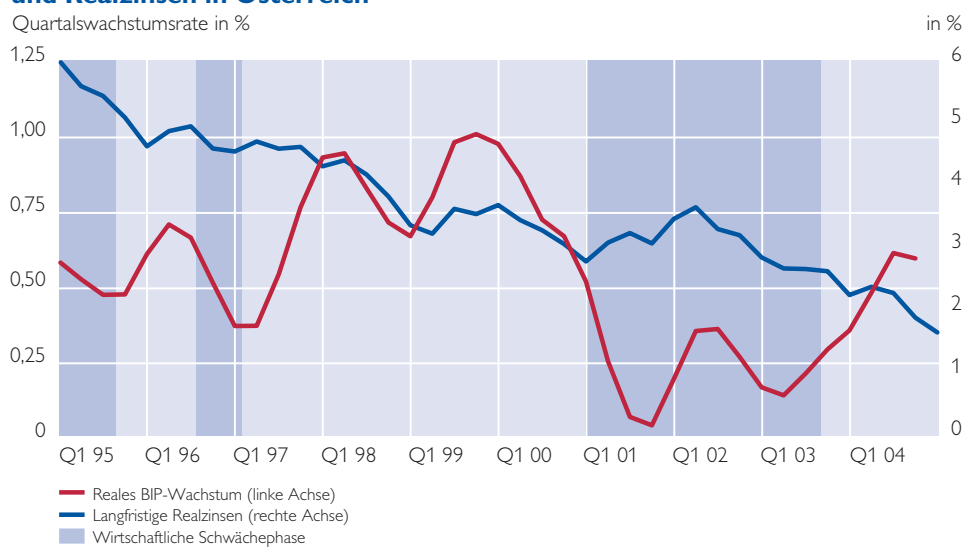
Das Eurosystem richtet seine Geldpolitik notwendigerweise auf den Euroraum *insgesamt* aus, und nicht auf die Wirtschaftsentwicklung in einzelnen Mitgliedsländern der WWU. Dennoch kann zu analytischen Zwecken die Frage gestellt werden, wie sich die WWU auf die geldpolitischen Rahmenbedingungen in einem einzelnen Mitgliedsland, im vorliegenden Fall in

Österreich, ausgewirkt hat. Das Niveau der *langfristigen Zinssätze* ist in Österreich seit dem EU-Beitritt im Jahr 1995 zurückgegangen. Zwischen 1995 und 1998 betrug der nominelle Zinssatz der 10-jährigen Benchmark-Bonds rund 6%, während er zwischen 1999 und 2004 bei 4,75% lag. Der Rückgang des Realzinsniveaus⁸ war noch ausgeprägter – von 4,8% auf rund 3%. Dies ist kein österreichisches Phänomen, sondern war in allen Ländern des Euroraums und in vielen OECD-Ländern zu beobachten.

Grafik 2

Entwicklung des BIP (gleitender Durchschnitt über vier Quartale)

und Realzinsen in Österreich



Quelle: Statistik Austria, Thomson Financial, OeKB, OeNB.

Um von konjunkturell bedingten Zinsniveauunterschieden zu abstrahieren, wird auch das *Realzinsniveau in wirtschaftlichen Schwächephasen*⁹ verglichen. Im Referenzzeitraum gab es nach der hier verwendeten Definition

drei wirtschaftliche Schwächephasen (Q1/95 bis Q3/95, Q3/96 bis Q1/97 sowie Q1/01 bis Q4/03). Lagen die langfristigen Realzinsen in den Konjunkturtälern von 1995 und 1996/97 bei rund 5,7% bzw. 4,7%, so betrug

⁸ Für die Berechnung des Realzinsniveaus wird hier der *Ex-ante-Realzins*, d. h., der um die Inflationserwartungen bereinigte Nominalzins, verwendet, wobei die Inflationserwartungen zum Zeitpunkt t dem Durchschnitt der monatlichen Inflationsraten von $t+1$ bis $t+12$ entsprechen.

⁹ Wirtschaftliche Schwächephasen werden in dieser Studie als jene Perioden definiert, in denen in mehr als zwei aufeinander folgenden Quartalen das Wachstum des realen BIP (saisonbereinigt) 0,5% oder weniger beträgt. Das Ende einer Schwächephase wird von zwei Quartalen markiert, in denen die Wachstumsrate über 0,5% liegt.

sie in der Schwächephase von 2001 bis 2003 rund 3%. Am Ende der ersten Schwächeperiode betrug die Output-Lücke $-0,8\%$, am Ende der zweiten Periode $-2,6\%$ und am Ende der dritten Phase schwachen Wachstums $-0,9\%$. Das heißt, obwohl das Ausmaß des wirtschaftlichen Einbruchs in den Perioden 1995 und 2001/03 vergleichbar und 1996/97 wesentlich ausgeprägter war, lagen die Realzinsen Mitte der Neunzigerjahre weit über dem Realzinsniveau des Wachstumseinbruchs Anfang des 21. Jahrhunderts. Auch diese Betrachtung lässt also die generelle Abnahme des Realzinsniveaus erkennen.

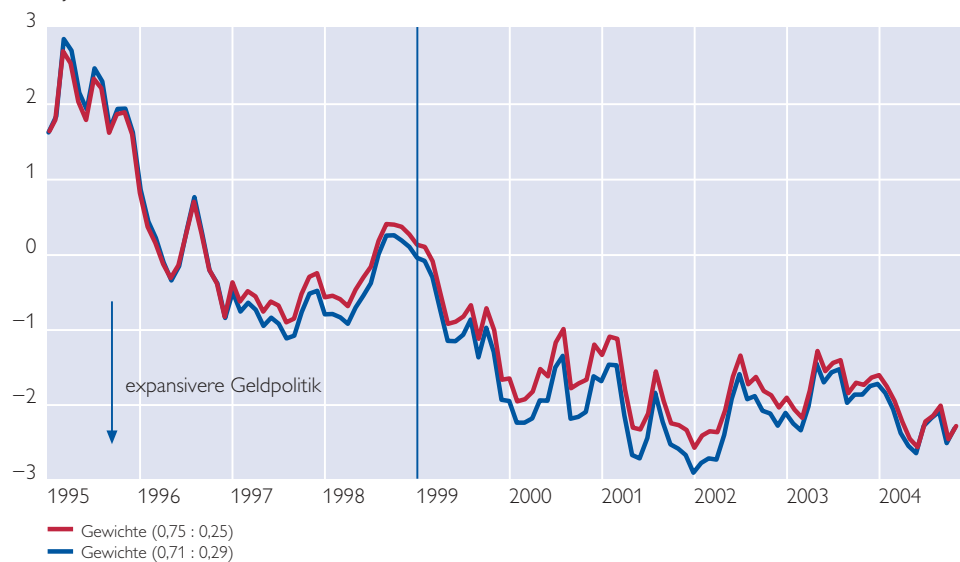
Monetary-Conditions-Indizes (MCIs), die die Entwicklung der kurzfristigen Realzinsen und des real-effektiven

Wechselkurses des Schilling (und später des Euro) zusammenfassen, deuten ebenfalls darauf hin, dass die geldpolitischen Rahmenbedingungen seit 1995 expansiver wurden. Die kurzfristigen Realzinsen und der real-effektive Wechselkurs gehen in die Berechnung von MCIs mit unterschiedlichen Gewichten – entsprechend ihrer verschiedenen starken Wirkung auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und damit auch auf die Inflation – ein.¹⁰ Die abnehmenden Werte beider MCIs deuten auf expansivere geldpolitische Rahmenbedingungen hin, wobei dies bis Anfang 2001 vorwiegend auf eine Abwertung des real-effektiven Wechselkurses zurückzuführen war und ab Anfang 2001 das sinkende Zinsniveau dominierte.

Grafik 3

Monetary Conditions in Österreich

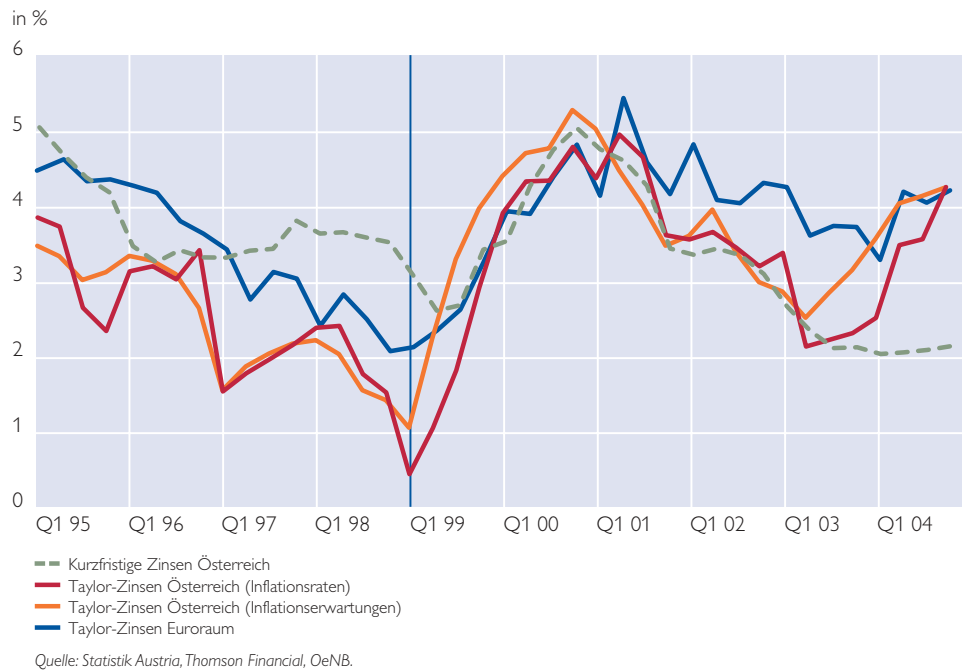
Index Jänner 1999 = 0



¹⁰ Die in Grafik 3 dargestellten MCIs unterscheiden sich in der Wahl dieser Gewichte, um die mit der Konstruktion von MCIs verbundene Unsicherheit darzustellen. Die rote Linie basiert dabei auf der Annahme, dass der Effekt der kurzfristigen Zinsen auf die Nachfrage drei Mal so stark ist (Verhältnis der Gewichte: 0,75 : 0,25) wie jener des effektiven Wechselkurses. Diese Gewichtung wurde von der Bank of Canada, der Deutschen Bundesbank sowie der Sveriges Riksbank für die Berechnung der jeweils nationalen MCIs verwendet. Gartner (1998) ermittelte Gewichte von 0,71 zu 0,29, die durch die blaue Linie dargestellt werden.

Grafik 4

Taylor-Zinsen für Österreich und den Euroraum



Ein weiterer Indikator zur Beschreibung der Geldpolitik sind die Zinssätze nach der *Taylor-Regel*. Taylor (1993) schlägt die Beschreibung des Verlaufs der (nominellen) geldpolitischen Zinsen durch die Abweichungen der Inflationsrate vom Inflationsziel (Inflationslücke) und des Output-Niveaus vom Potenzial-Output (Output-Lücke) vor. Dieser Idee folgend, wird hier Taylors ursprüngliche Regel (mit einem Gewicht von 1,5 für die Inflationslücke und 0,5 für die Output-Lücke) als einfacher Vergleichswert verwendet, um aus Unterschieden zur Taylor-Regel allfällige Veränderungen der geldpolitischen Reaktionsfunktion aus dem Blickwinkel der österreichischen Inflations- und Konjunktur-entwicklung zwischen der Zeit vor

der WWU und in der WWU zu beschreiben.

Grafik 4 zeigt Zinssätze nach drei unterschiedlichen Taylor-Regeln, wobei einer davon Taylor-Zinsen für den Euroraum (dunkelblaue Linie)¹¹ und zwei davon Taylor-Zinsen für Österreich darstellen. Weiters beinhaltet Grafik 4 den kurzfristigen Geldmarktzinssatz für Österreich.¹² Ein Vergleich zwischen den Taylor-Zinsen für Österreich und den kurzfristigen Zinsen, die zwischen 1995 und 1998 vorherrschten, zeigt, dass die tatsächlichen Zinsen vor der WWU über den Taylor-Zinsen lagen, das heißt restriktiver wirkten. Zu Beginn der WWU, zwischen 1999 und 2003, stimmten die Taylor-Zinsen mit den tatsächlichen Zinsen weitgehend überein; seit An-

¹¹ Für die Berechnung von Taylor-Zinsen können unterschiedliche Variablen herangezogen werden. So kann die Inflationslücke z. B. auf den aktuellen bzw. auf den erwarteten Inflationsraten beruhen. Um diese Unterschiede zu berücksichtigen, zeigt Grafik 5 zwei verschiedene Taylor-Zinsen für Österreich.

¹² Von 1995 bis 1998 bezieht sich diese Zeitreihe auf den Satz für Drei-Monats-Geld in Österreich laut Definition der Oesterreichischen Kontrollbank (OeKB), ab Jänner 1999 auf den Drei-Monats-EURIBOR.

fang des Jahres 2004 liegen die tatsächlichen Zinsen unter jenen, die sich von der Taylor-Regel ableiten. Der Grund für den Anstieg der Taylor-Zinsen in Österreich (und im Euroraum) zu Beginn des Jahres 2004 ist der Anstieg der Inflationsrate aufgrund der gestiegenen Erdölpreise. Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass der tatsächliche Zinssatz vor der WWU tendenziell über den Taylor-Zinsen lag, während er sich nach dem Start der WWU tendenziell bei den Taylor-Zinsen oder darunter befand. Die Geldpolitik wirkt auf die österreichische Wirtschaft nach diesem Maß, also seit Beginn der WWU, expansiver als die Hartwährungspolitik in den Jahren davor.

Wie ebenfalls aus Grafik 4 ersichtlich, haben sich die Taylor-Zinsen für Österreich an die des Euroraums seit Beginn der WWU angenähert. Betrug die mittlere Abweichung zwischen 1995 und 1998 rund 1 Prozentpunkt, so ist diese zwischen 1999 und 2004 auf rund 0,7 Prozentpunkte zurückgegangen.¹³ Dies steht im Einklang mit dem zuvor beschriebenen Anstieg in der Korrelation der Inflationsraten sowie der BIP-Entwicklung zwischen Österreich und dem Euroraum in der WWU gegenüber den Jahren davor.

6 EU-Beitritt, Euro und geldpolitischer Transmissionsmechanismus in Österreich

Die Auswirkungen des EU-Binnenmarktbeitritts und des späteren WWU-Beitritts auf die unterschiedlichen geldpolitischen Transmissionskanäle lassen sich nicht exakt quantifizieren. Schließlich wurden die Wirtschaftsleistung und die Inflation in den

letzten zehn Jahren nicht nur von der Geldpolitik, sondern auch von zahlreichen weiteren Faktoren bestimmt. Dazu kommt, dass viele der durch die EU- und WWU-Mitgliedschaft bewirkten Veränderungen Teil eines bereits vor 1995 einsetzenden Prozesses sind. Insbesondere der Deregulierungs- und Innovationsprozess im Finanzsektor – der durchaus aufgrund des EU-Beitritts beschleunigt worden sein könnte (Waschiczek in diesem Heft) – hat sich auf die Finanzmarktstruktur und somit auf den Transmissionsmechanismus ausgewirkt. Unter Berücksichtigung dieser Einschränkungen wird versucht abzuschätzen, wie der EU-Beitritt die unterschiedlichen geldpolitischen Transmissionskanäle beeinflusst haben könnte.

Ein guter Ausgangspunkt für eine Analyse möglicher Veränderungen im *Zinskanal* ist die Studie von van Els et al. (2001), in der die Ergebnisse von Simulationen der Transmissionskanäle für sieben Länder des Euroraums (darunter Österreich) gegenübergestellt werden. Die Untersuchungen basieren auf makroökonomischen Modellen, die einerseits für den Zeitraum vor 1994 und andererseits für den Zeitraum nach 1999 konstruiert wurden. Wie bei großen makroökonomischen Modellen üblich, ist auch hier der Zinskanal in einen Substitutionskanal (Verschiebung von Konsumausgaben infolge eines erhöhten Zinsniveaus) und einen Kapitalkostenkanal (Dämpfung von Gebrauchsgüterinvestitionen und Konsum infolge zinsbedingt erhöhter Kapitalkosten) unterteilt.

Den Simulationsergebnissen zufolge trägt der *Substitutionskanal*, der den Konsum direkt beeinflusst in Österreich jetzt erheblich stärker zur

¹³ Für diesen Vergleich wird jene Taylor-Regel für den Euroraum und für Österreich herangezogen, die auf den tatsächlichen Inflationsraten basiert.

Reduktion des realen BIP bei als vor 1994 (Tabelle 2). Dieses Ergebnis lässt sich durch eine in dem aktuelleren Modell aufgezeigte stärkere Reaktion des privaten Konsums auf Zinsänderungen erklären, die wiederum auf das im vergangenen Jahrzehnt gestiegene Zinsbewusstsein der österrei-

chischen Bevölkerung zurückzuführen ist. Ein solches Resultat ist angesichts der in Österreich in den letzten zehn Jahren gesetzten Finanzmarktliberalisierungsschritte und dem Anstieg der Privatkredite (Grafik 5) wenig überraschend.

Tabelle 2

Auswirkungen einer Zinsanhebung um 100 Basispunkte auf das reale BIP

in Österreich

in Prozentpunkten

		Reaktion nach dem				
		1. Jahr	2. Jahr	3. Jahr	4. Jahr	5. Jahr
Substitutionskanal						
BIZ (1995)		-0,03	-0,02	0,03	0,00	0,00
WGEM (2001)		-0,03	-0,12	-0,19	-0,19	-0,17
Kapitalkostenkanal						
BIZ (1995)		0,00	-0,08	-0,04	0,03	0,00
WGEM (2001)		-0,02	-0,02	-0,01	-0,01	-0,01
Vermögenskanal						
BIZ (1995)		0,00	0,02	-0,01	-0,03	-0,01
WGEM (2001)		-0,03	-0,10	-0,11	-0,09	-0,08

Quelle: von Els et al. (2001).

Im Gegensatz dazu ist die Wirkung der *Kapitalkosten* auf die Investitionen in dem neuen Modell viel schwächer ausgeprägt als in dem alten Modell. Dies könnte darauf zurückzuführen sein, dass sich die Leitzinssatzentwicklungen nunmehr weniger stark auf langfristige Zinssätze auswirken. Die Geschwindigkeit, mit der Zinssignale übertragen werden, hängt von vielen Faktoren im Bereich der Finanzmarktstruktur und von der Wettbewerbsintensität im Finanzsystem ab, aber auch davon, ob Banken den geldpolitischen Kurs für dauerhaft erachten oder nicht. Es gibt Anhaltspunkte dafür, dass sich die Übertragung von Zinsentwicklungen auf Zinsen im Kundengeschäft der Banken gewandelt hat. De Bondt (2002) hält fest, dass vor dem EU-Beitritt eine Änderung der Geldmarktsätze um 100 Basispunkte eine Änderung der langfristigen Zinsen im Kundengeschäft der Banken nach drei Monaten

um 68 Basispunkte bewirkte. Im Jahr 2000 betrug der Effekt einer Leitzinssatzerhöhung um 100 Basispunkte nach drei Monaten nur mehr 18 Basispunkte. Seit dem EU-Beitritt hat sich zwar die Konsolidierung des österreichischen Bankensektors beschleunigt, aufgrund der Finanzmarktintegration hat sich aber auch der Wettbewerb in diesem Sektor verstärkt.

Empirische Untersuchungen weisen auf die Signifikanz des *Kreditkanals* für den geldpolitischen Transmissionsprozess in Österreich hin. So stellen seit jeher Bankkredite die wichtigste Außenfinanzierungsquelle für Unternehmen dar. Daten, die einen direkten Vergleich des Transmissionsmechanismus vor und nach dem EU-Beitritt ermöglichen würden, liegen für den Kreditkanal nicht vor. Eine Vergleichsmöglichkeit bieten zwei Studien von Valderrama (2001a und 2001b). Valderrama (2001a) schätzt eine Investitions-

nachfragegleichung mit finanziellen Faktoren für den Zeitraum von 1979 bis 1999, während Valderrama (2001b) den Beobachtungszeitraum von 1994 bis 1999 untersucht. Obwohl die Aussagekraft eines solchen Vergleichs begrenzt ist, da die Schätzmodelle etwas voneinander abweichen, lässt sich festhalten, dass die Sensitivität der Investitionen gegenüber den finanziellen Faktoren für den längeren Beobachtungszeitraum 0,200 und für den kürzeren 0,285 beträgt. Die Bedeutung des Kreditkanals dürfte sich durch den EU-Beitritt also tendenziell vergrößert haben.

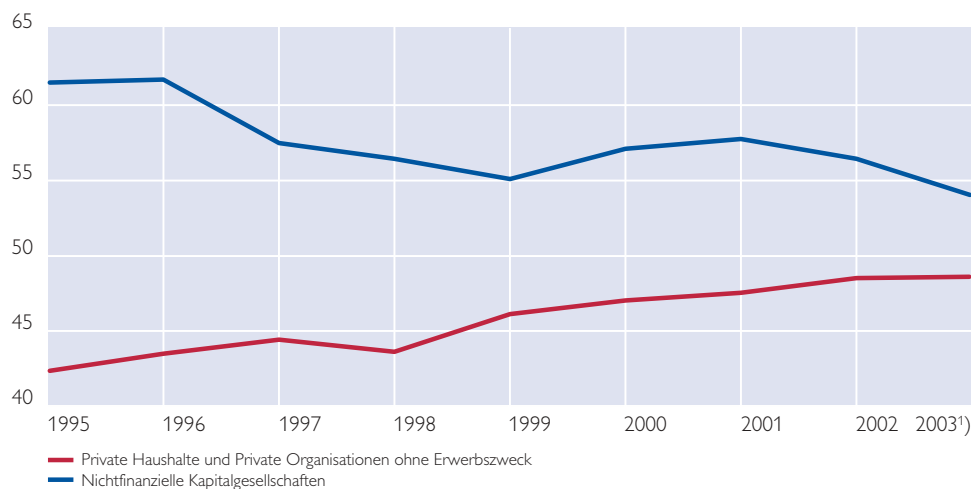
Valderrama (2003) zeigt, dass in Österreich die Investitionsnachfrage von Firmen, die auf Bankkredite angewiesen sind aber über keine engen Hausbankbeziehungen verfügen, stärker von finanziellen Faktoren beeinflusst wird (Finanzakzeleratoreffekt). Die von Valderrama (2001b) festgestellte höhere Sensitivität lässt sich allerdings nicht durch die größere

Abhängigkeit von Bankkrediten erklären, da der Anteil der Kredite an der Finanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften insgesamt seit 1995 gesunken ist (Grafik 5). Als mögliche Ursache für die Stärkung des Kreditkanals könnte eine Schwächung des Hausbankprinzips angeführt werden. Trotz der relativ großen Bedeutung von Bankkrediten als Außenfinanzierungsquelle hatte die Tradition der Hausbankbeziehungen in Ländern wie Österreich und Deutschland die Transmissionswirkung des Kreditkanals gehemmt. Die Auswirkungen des EU-Beitritts auf das Hausbankprinzip sind jedoch nicht eindeutig. Einerseits könnte der erhöhte Wettbewerb die Banken davon abhalten, kostenintensive Informationen über Kreditnehmer einzuholen, da Letztere leichter zu anderen Banken wechseln könnten. Andererseits wäre es für die Banken von Vorteil, kleinere Firmen als Kunden zu halten, denn größere Unternehmen haben ohnehin einen besseren

Grafik 5

Finanzielle Verpflichtungen der privaten Haushalte und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften

in % des BIP



Quelle: OeNB.

¹⁾ Vorläufige Daten.

Zugang zu alternativen Finanzierungsmöglichkeiten.

Da die Marktkapitalisierung in Österreich traditionell äußerst gering ist, wurde dem *Vermögenskanal* bislang keine große Bedeutung beigemessen. Obwohl die Börsenkapitalisierung in der zweiten Hälfte der Achtzigerjahre und auch zu Beginn des neuen Millenniums stark angestiegen ist, ist die Marktkapitalisierung in Österreich im internationalen Vergleich nach wie vor sehr niedrig. Allerdings ist die heimische Marktkapitalisierung kein geeigneter Indikator für die Bedeutung der Aktienveranlagung. Der WWU-Beitritt hat durch den Wegfall des Wechselkursrisikos die Diversifikation in ausländische Aktien des Euroraums erleichtert. Obwohl es keine Vergleichsdaten aus den Jahren vor 1995 gibt, lässt sich ein klarer Wandel in der Zusammensetzung des Finanzvermögens privater Haushalte und nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften feststellen. Vor allem im Unternehmensbereich ist der Anteil ausländischer Aktien deutlich gestiegen. Die Bedeutung des Vermögenskanals dürfte in Österreich daher ebenfalls zunehmen. Konsum- und Investitionsentscheidungen in Österreich könnten auch durch die Reaktionen ausländischer Aktienmärkte auf Zinsentwicklungen beeinflusst werden. Van Els et al. (2001) orten ebenfalls eine wachsende Bedeutung des Vermögenskanals in Österreich (Tabelle 2).¹⁴

7 Zusammenfassung

Während die Hartwährungspolitik Teil eines nationalen, konsensualen Politikpakets war, wurde mit der WWU

die Geldpolitik auf die europäische Ebene transferiert. Der in der Vergangenheit „partizipative“ Charakter der Entscheidungsgremien der OeNB wich höherer formaler Zentralbankunabhängigkeit. Komplementär wurde die vorherige, informelle Ex-ante-Rechenschaftspflicht durch erhöhte Transparenz über die Grundlagen und Beweggründe der geldpolitischen Entscheidungen ersetzt. Die bereits in der Hartwährungspolitik praktizierte Zuordnung einzelner wirtschaftspolitischer Ziele zu spezifischen Politiken bzw. Institutionen wird in der WWU fortgesetzt. Wie im Regime der Hartwährungspolitik ist die Geldpolitik des Eurosystems mittel- bis langfristig ausgerichtet. Das Primat der (internen) Preisstabilität wurde durch den Vertrag von Maastricht und die Veröffentlichung einer quantitativen Definition der Preisstabilität unterstrichen. Der Lohnpolitik kommt als Schock-Absorptionsmechanismus weiterhin eine zentrale Rolle zu.

Die WWU hat die effektiven Wechselkurse Österreichs und damit das außenwirtschaftliche Preisumfeld stabilisiert – mehr noch, als dies die Hartwährungspolitik vermochte. Der stabilere effektive Wechselkurs in der WWU unterstreicht die Bedeutung niedriger heimischer Inflation zur Erhaltung der Wettbewerbsfähigkeit. Ganz in diesem Sinn bewirkte die im Vergleich zu den Handelspartnern bislang niedrigere österreichische Inflationsrate, dass der real-effektive Wechselkurs Österreichs – trotz einer US-Dollar-Abwertung – Ende 2004 gegenüber dem Beginn der Währungsunion unverändert war.

¹⁴ Allerdings beruhen die verwendeten Simulationsmodelle auf unterschiedlichen Vermögensdefinitionen. So ist im Modell für den Zeitraum vor 1994 Vermögen ausschließlich als Geldhaltung definiert, während Vermögen in dem aktuelleren Modell auch Anleihen und Aktien einschließt.

Sowohl Monetary-Conditions-Indizes als auch Taylor-Regeln legen nahe, dass die geldpolitischen Rahmenbedingungen für Österreich in der WWU im Vergleich zu den vier Jahren vor dem Beginn der WWU lockerer geworden sind. Sowohl bei der Inflation als auch beim realen BIP-Wachstum hat sich der Gleichlauf Österreichs mit dem Euroraum verstärkt. Die einheitliche Geldpolitik des Eurosystems entspricht damit – im Sinn der Theorie optimaler Währungsräume – durchaus auch den individuellen Bedürfnissen Österreichs.

Die Zinsreagibilität des privaten Konsums könnte sich – als Spiegelbild eines größeren Zinsbewusstseins – erhöht haben. Hingegen scheint sich die Übertragung von Leitzinssatzänderungen auf langfristige Zinssätze vor dem Hintergrund steigenden Wettbe-

werbs im Finanzsektor abgeschwächt zu haben. Der in Österreich empirisch relevante Kreditkanal könnte sich verstärkt haben, wobei eine Lockerung der traditionellen Hausbankbeziehung eine Ursache sein könnte. Die verstärkte Veranlagung in in- und ausländischen Aktien lässt erwarten, dass der Vermögenspreiskanal tendenziell an Bedeutung gewinnt.

Die WWU hat das in Österreich geltende währungspolitische Regime in vieler Hinsicht verändert. An der grundsätzlichen, stabilitätsorientierten Ausrichtung der Geldpolitik hat sich aber nichts geändert. Durch die institutionelle Ausgestaltung der WWU und die geldpolitische Praxis des Eurosystems wurde das währungspolitische Stabilitätskapital Österreichs – auf gesamteuropäischer Ebene – gesichert.

Literaturverzeichnis

- Cecchetti, S. 1995.** Distinguishing Theories of the Monetary Transmission Mechanism. Federal Reserve Bank of St. Louis Review 77. 83–97.
- Cecchetti, S. 2001.** Legal Structure, Financial Structure, and the Monetary Policy Transmission Mechanism. In: Deutsche Bundesbank, The Monetary Transmission Process: Recent Developments and Lessons for Europe. Houndmills, U.K. und New York: Palgrave. 170–194.
- Clement, W. 2001.** Wirtschaftspolitische Positionen in der II. Republik. Redeunterlage für die Abschiedsvorlesung an der Wirtschaftsuniversität Wien. 26. April.
- Cukierman, A., S. B. Webb und B. Neyapti. 1992.** Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes. In: The World Bank Economic Review 6. (3). 353–398.
- De Bondt, G. 2002.** Retail Bank Interest Rate Pass-through: New Evidence at the Euro Area Level. EZB Working Paper 136.
- Gartner, C. 1998.** A Monetary Conditions Index for Austria. Wien: OeNB (unveröffentlicht).
- Guger, A. 1998.** Economic Policy and Social Democracy: The Austrian Experience. In: Oxford Review of Economic Policy 14 (1). 40–58.
- Haberler, G. 1982.** Austria's Economic Development after the two World Wars: A Mirror Picture of the World Economy. In: Arndt, S. W. (Hrsg.), The Political Economy of Austria, Washington, D.C. London. 61–75.
- Handler, H. 1989.** Grundlagen der österreichischen Hartwährungspolitik. Wien.
- Handler, H. 2003.** From Hard Currency Policy to Monetary Union. Präsentiert beim Winckler Symposium, OeNB. 7. November.
- Hochreiter, E. und G. Winckler. 1994.** Signalling a Hard Currency Strategy: The Case of Austria. In: Kredit und Kapital 13, 163–184.

- Hochreiter, E. und G. Winckler. 1995.** The Advantages of Tying Austria's Hands: The Success of the Hard Currency Strategy. *European Journal of Political Economy* 11(1).
- Hochreiter, E. und G. S. Tavlas. 2004.** Two Roads to the Euro: The Monetary Experiences of Austria and Greece. Im Erscheinen. In: International Monetary Fund, Euro Adoption in the Accession Countries- Opportunities and Challenges.
- Janger, J. und K. Wagner. 2004.** Sektorale Spezialisierung in Österreich und in den EU-15-Ländern. *Geldpolitik und Wirtschaft Q2/04*. OeNB.
- Kamleitner, B., E. Hofmann und E. Kirchler. 2004.** Kaufkraftschwund nach der Währungsumstellung: Zur erwartungsgeleiteten Wahrnehmung des (T)Euro. Unveröffentlichte Untersuchung. Universität Wien.
- Kirchler, E. 2002.** Eurowertverständnis: Einstellungen, Wissen und Erwartungen. Universität Wien. Arbeitsgruppe Wirtschaftspsychologie und Fessel+GfK.
- Klausinger, H. 1998.** Krisentheorien und Krisenpolitik in Österreich. Einige Anmerkungen zur Rolle von Staat, Markt und Verbänden. In: Nautz, J. und E. Brix (Hrsg.). *Zwischen Wettbewerb und Protektion. Zur Rolle staatlicher Macht und wettbewerblicher Freiheit in Österreich im 20. Jahrhundert*. 199–214.
- Kramer, H. 2004.** Sozialpartnerschaft im 21. Jahrhundert. In: Altzinger, W., M. Marterbauer, H. Walther und M. Zagler (Hrsg.). *Öffentliche Wirtschaft, Geld- und Finanzpolitik: Herausforderungen für eine gesellschaftlich relevante Ökonomie. Symposiumsband zum Geburtstag von Ewald Nowotny. Wirtschaftswissenschaftliche Tagungen der AK Wien, Band 9*. Wien: Lexis Nexis Verlag. 19–28.
- Lauber, V. 1997.** Kapitel VI. 1 Wirtschafts- und Finanzpolitik. In: Dachs, H., P. Gerlich, H. Gottweis, F. Horner, H. Kramer, V. Lauber, W. C. Müller und E. Tálos. *Handbuch des politischen Systems Österreichs. Die Zweite Republik*. 3. Auflage. Wien.
- Liebscher, K. 2002.** Vom Schilling zum Euro – Kontinuität einer stabilitätsorientierten Währungspolitik. In: Liebscher, K. (Hrsg.). *Vom Schilling zum Euro. Beiträge zur Zeitgeschichte der österreichischen Wirtschaftspolitik und der Oesterreichischen Nationalbank. Festschrift für Adolf Wala zum 65. Geburtstag*. 53–70.
- Meltzer, A. 1995.** *Journal of Economic Perspectives* 9. 49–72.
- Mishkin, F. 1996.** The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy. NBER Working Paper Nr. 5464.
- Mundell, R. 1961.** A Theory of Optimum Currency Areas. *American Economic Review* 51. September.
- Ongena, S. und D. Smith 1998.** Bank Relationships: A Review. In: Harker, P. T. und S. A. Zenios (Hrsg.). *Performance of Financial Institutions: Efficiency, Innovation, Regulation*. Cambridge, New York und Melbourne: Cambridge University Press. 221–258.
- Pech, H. 2002.** Zur Entstehung währungspolitischer Strategien. In: Liebscher, K. (Hrsg.) *Vom Schilling zum Euro. Beiträge zur Zeitgeschichte der österreichischen Wirtschaftspolitik und der Oesterreichischen Nationalbank. Festschrift für Adolf Wala zum 65. Geburtstag*. Wien. 111–124.
- Rajan, R. und L. Zingales. 2003.** Banks and Markets: The Changing Character of European Finance. NBER Working Paper 9595.
- Raschauer, B. 1976.** Rechtsfragen der Wechselkursfestsetzung – eine erste Orientierung. *Wirtschaftspolitische Blätter*. 23(3). 75–83.
- Schubert, A. und T. Theurl. 2002.** Zwischen Krone und Euro – Der österreichische Schilling. *BankArchiv* März.
- Seidel, H. 1982.** Austro-Keynesianismus. *Wirtschaftspolitische Blätter* 3. 11–23.
- Socher, K. 1982.** Vom Austro-Keynesianismus zum Austro-Monetarismus. *Wirtschaftspolitische Blätter* 3. 43–49.
- Stenkula, M. 2003.** Essays on Network Effects and Money. *Lund Economic Studies* 117.
- Taylor, J. B. 1993.** Discretion versus Policy Rules in Practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39. 195–214.

- Theurl, T. 1998.** Zum Wandel des währungspolitischen Paradigmas in der österreichischen Wirtschaftspolitik des 20. Jahrhunderts. In: Nautz, J. und E. Brix (Hrsg.). Zwischen Wettbewerb und Protektion. Zur Rolle staatlicher Macht und wettbewerblicher Freiheit in Österreich im 20. Jahrhundert. 215–232.
- Tichy, G. 1985.** Wie funktioniert die österreichische Wechselkurspolitik? II. Theoretische Erklärung und wirtschaftspolitische Folgen. Wirtschaftspolitische Blätter 6. 630–640.
- Tumpel-Gugerell, G. und M. Schürz. 2002.** Begriff der Stabilitätspolitik im Wandel der Zeit: Paradigmenwechsel und Paradigmenkontinuität. In: Chaloupek, G., A. Guger, E. Nowotny und G. Schwödiauer (Hrsg.). Ökonomie in Theorie und Praxis. Festschrift für Helmut Frisch. Wien.
- Valderrama, M. T. 2001a.** Balance Sheet and Bank Lending Channel: some Evidence from Austrian Firms. Focus on Austria 3–4. OeNB.
- Valderrama, M. T. 2001b.** Credit Channel and Investment Behavior in Austria: A Micro-econometric Approach. EZB Working Paper 108.
- Valderrama, M. T. 2003.** Banking Structure and Investment in Austria: Some Empirical Evidence. Focus on Austria 1. OeNB.
- van Els, P., A. Locarno, J. Morgan und J.-P. Villetelle. 2001.** Monetary Policy Transmission in the Euro Area: What do Aggregate and National Structural Models tell us? EZB Working Paper 94.