

Peter Mooslechner

Dollar, Dinar, EWS: Ein Kurzporträt von 10 Jahren Wechselkursentwicklung des Schillings

Am 13 März 1979 trat das Europäische Währungssystem (EWS) in Kraft. Als System stabiler Wechselkurse löste es auf dem Weg der Europäischen Gemeinschaft (EG) zu einer Währungsunion die seit dem Ende des Systems von Bretton Woods bestehende „Währungsschlange“ ab, die sich als wenig straffe Form der Währungs Kooperation erwiesen hatte. Ziel des EWS war die Schaffung einer europäischen Zone relativer Wechselkursstabilität in einer Welt flexibler und stark schwankender Wechselkurse (vgl. *Deutsche Bundesbank*, 1979, 1976). Dieses Vorhaben ist aus heutiger Sicht erfolgreicher verwirklicht worden (*Gleske – Granet – Scharrer*, 1989, *Journal of Common Market Studies*, 1989), als 1979 und in den ersten Jahren des EWS vielfach erwartet worden war (*Kleinheyer – Simmert*, 1984, *IFO*, 1985).

Die österreichische Währungspolitik fühlte sich von Beginn an den Intentionen des EWS eng verbunden. Sie folgte nach dem Zusammenbruch der Fixkursrelationen des Bretton-Woods-Systems nicht den theoretischen Vorstellungen, daß frei schwankende Wechselkurse ausschließliche Vorteile hätten (vgl. etwa *Friedman*, 1968, *Sohmen*, 1969). Die Orientierung am „Indikator“ – an der europäischen „Währungsschlange“ (*Dorn*,

Der österreichische Schilling hat seit der Gründung des EWS vor 10 Jahren an Wert gewonnen. Im Vergleich zu 1979 verzeichnete er nur gegenüber dem Japanischen Yen und dem Schweizer Franken Kursverluste. Während einander die starken Kursausschläge des Dollars im Durchschnitt dieser Periode fast kompensierten, gingen die größten nominell-effektiven Aufwertungsimpulse vom Jugoslawischen Dinar und der Italienischen Lira aus. Den real-effektiven Wertgewinn hingegen bestimmten die Kursentwicklung gegenüber der DM und die Inflationsdifferenz zur BRD. Seit 1987 verzerren die außergewöhnlich hohen Kursverluste des Dinars die Berechnung der Wechselkursindizes erheblich.

1979) – und schließlich eine immer enger werdende Bindung an die DM (*Handler*, 1984, 1989) waren vielmehr Formen der selbstgewählten Teilnahme an der europäischen Währungs Kooperation, die unter dem Begriff „Hartwährungspolitik“ zu einem wesentlichen Bestandteil des spezifischen Weges der österreichischen Wirtschaftspolitik geworden ist (*Miller – Wörgötter*, 1988).

Über die DM-Bindung hinaus verbindet die österreichische Währungspolitik heute eine Reihe direkter Beziehungen mit dem EWS: Seit 1986 notiert die Europäische Währungs ein-

heit ECU an der Wiener Börse, seit 15. September 1986 nimmt die Oesterreichische Nationalbank (OeNB) an der täglichen Wechselkursabstimmung im EWS teil, seit 1. März 1988 verfügt die OeNB über eine ständige Vertretung in der österreichischen Mission bei der EG, und im Juli 1989 erhielt sie den Status eines „Other Holder of ECU“ zuerkannt, der ihr die Veranlagung von Währungsreserven in „offiziellen ECU“ gestattet. Schließlich ist mit dem Ansuchen der Österreichischen Bundesregierung auf Beitritt zur EG auch die Option eines Vollbeitritts Österreichs zum EWS verbunden.

Angesichts der Vielzahl dieser Bindungen scheint es naheliegend, die effektive Wechselkursentwicklung des Schillings im vergangenen Jahrzehnt zu beleuchten. Eine detaillierte Bewertung der makroökonomischen Bestimmungsgründe und Konsequenzen des Schillingkurses ist hier allerdings nicht beabsichtigt. Vielmehr

Kursverluste nur gegenüber Yen und Schweizer Franken

soll die Bedeutung der Kursentwicklung einzelner Währungen für die effektive Wechselkursposition des Schillings illustriert werden¹⁾

Der österreichische Schilling hat in den 10 Jahren des Bestehens des

¹⁾ Entsprechende aktuelle Analysen des EWS finden sich z. B. in *Ungerer et al.* 1986, *Artis – Taylor* 1988 und *Gros – Thygesen* 1988. Eine umfassende Darstellung für Österreich bietet ein Schwerpunktheft der *Wirtschaftspolitischen Blätter* (1988 (1)).

Europäischen Währungssystems deutlich an Wert gewonnen. Der nominell-effektive Wechselkursindex des WIFO lag im Jahresdurchschnitt 1988 um 42,6% (35,6%)²⁾ über dem Wert des Jahres 1978, real-effektiv betrug der Aufwertungssatz 5,0% (4,7%). Im 1. Halbjahr 1989 setzte sich die langfristige nominell-effektive Aufwertungstendenz fort (+4,0%), während die seit dem Vorjahr anhaltende Schwäche der DM auch eine real-effektiv niedrigere Bewertung des Schillings zur Folge hatte (-2,8%).

Gegenüber den meisten der in die Berechnung des Wechselkursindex einbezogenen Währungen verzeichnete der Schilling Kursgewinne. Im Vergleich der Devisenmittelkurse (Schilling je Fremdwährung) der 23 berücksichtigten Währungen waren am 13. März 1989 in Wien nur der Japanische Yen und der Schweizer Franken höher bewertet als 10 Jahre zuvor, alle anderen Währungen notierten schwächer. Die größten Gewinne des Schillings waren im Vergleich zu den Währungen von Hochinflationländern — dem Jugoslawischen Dinar, dem Türkischen Pfund, der Isländischen Krone, der Griechischen Drachme und dem Portugiesischen Escudo — zu verzeichnen. So hat etwa die jugoslawische Währung in ihrer Relation zum Schilling 99,8%, der Portugiesische Escudo immerhin 70,2% an Wert verloren. Aber auch für so wichtige Währungen wie die Italienische Lira, den Französischen Franc, die Spanische Peseta und die Schwedische Krone macht die bilaterale Schilling-Aufwertung mehr als 50% aus. Gemessen am ECU beträgt der Wertgewinn des Schillings etwas weniger als 26%.

Teilt man den Untersuchungszeitraum März 1979 bis März 1989 in zwei 5-Jahres-Perioden, so hat der Schilling gegenüber 18 von 23 Währungen in beiden Perioden an Wert gewonnen. Der US-Dollar und mit ihm der Kanadische und der Australische Dollar verzeichneten zwischen 1979 und 1984 massive Kursgewinne, die durch Kursverluste in den folgenden Jahren überkompensiert wurden. Auch ge-

Kursentwicklung der im Wechselkursindex des Schillings vertretenen Währungen Übersicht 1

| | Gewicht im Wechselkursindex des Schillings In % | Devisenmittelkurs in Wien am | | Bilaterale Schillingauf- (+) bzw. -abwertung (-) In % |
|---------------------------------------|--|------------------------------|---------------------|--|
| | | 13 März 1979 | 13 März 1989 | |
| | | In S | | |
| Deutsche Mark | 41,86 | 733 20 | 703 45 | + 4 2 |
| Italienische Lira | 11 52 | 1 61 | 0 96 | + 67 7 |
| US-Dollar | 10 20 | 13 62 | 13 11 | + 3 9 |
| Schweizer Franken | 6 44 | 813 40 | 824 70 | - 1 4 |
| Französischer Franc | 5 97 | 318 10 | 207 25 | + 53 5 |
| Englisches Pfund | 5 35 | 27 89 | 22 50 | + 24 0 |
| Jugoslawischer Dinar | 3 16 | 72 95 ¹⁾ | 0 15 ¹⁾ | +48 533 3 |
| Holländischer Gulden | 2 81 | 678 20 | 623 40 | + 8 8 |
| Japanischer Yen | 2 44 | 6 56 | 10 09 | - 35 0 |
| Spanische Peseta | 2 02 | 19 70 | 11 33 | + 73 9 |
| Schwedische Krone | 2 01 | 312 20 | 206 00 | + 51 5 |
| Belgischer bzw. Luxemburgischer Franc | 1 83 | 46 41 | 33 59 | + 38 2 |
| Finnische Mark | 0 78 | 343 30 | 302 00 | + 13 7 |
| Griechische Drachme | 0 75 | 37 15 ¹⁾ | 8 32 ¹⁾ | + 346 5 |
| Dänische Krone | 0 73 | 262 30 | 180 40 | + 45 4 |
| Norwegische Krone | 0 53 | 267 20 | 193 10 | + 38 4 |
| Kanadischer Dollar | 0 52 | 11 62 | 10 97 | + 5 9 |
| Türkisches Pfund | 0 44 | 52 44 ¹⁾ | 0 65 ¹⁾ | + 7 967 7 |
| Portugiesischer Escudo | 0 22 | 28 60 | 8 53 | + 235 3 |
| Australischer Dollar | 0 22 | 15 29 ¹⁾ | 10 90 ¹⁾ | + 40 3 |
| Irishes Punt | 0 14 | 28 35 ¹⁾ | 18 81 | + 50 7 |
| Neuseeländischer Dollar | 0 05 | 14 45 ¹⁾ | 8 19 ¹⁾ | + 76 4 |
| Isländische Krone | 0 02 | 419 00 ¹⁾ | 25 02 ¹⁾ | + 1 574 7 |
| Nachrichtlich: ECU | - | 18 41 ²⁾ | 14 62 | + 25 9 |

¹⁾ Errechneter Wert zu Monatsende laut OeNB — ²⁾ Errechnet aus ECU-Leitkurs der DM und Devisenmittelkurs der DM in Wien

genüber dem Schweizer Franken hat der Schilling zunächst an Wert verloren und später einen Teil dieses Verlustes wieder wettgemacht. Nur der Japanische Yen wertete in beiden Perioden gegenüber dem Schilling auf.

Den größten Beitrag zur nominell-effektiven Aufwertung des Schillings leistete — gewichtet mit dem Anteil der Währungen am Wechselkursindex des Schillings und kumuliert über den Zeitraum 1979/1988 — der Jugoslawische Dinar: 16,2 Prozentpunkte oder 45% des gesamten Wertgewinns. Im Index für den Reiseverkehr erklärt der Dinar durch das höhere Gewicht (53,9%) 56% des Aufwertungseffektes. Verglichen mit dem außergewöhnlich starken Einfluß des Dinars spielen die anderen Währungen nur eine untergeordnete Rolle. Der — nach dem Dinar — mit Abstand größte Aufwertungsimpuls einer einzelnen Währung geht mit 6,8 Prozentpunkten von der Italienischen Lira aus. Ihr sind

35% der Schilling-Wertsteigerung (ohne Dinar) zuzurechnen. Die 13 kleineren Währungen des Index, die zusammen ein Gewicht von 8,24% haben, tragen immerhin 5,8 Prozentpunkte zur kumulierten Wertsteigerung bei. Es folgen der Französische Franc (+2,6 Prozentpunkte), der US-Dollar (+1,7 Prozentpunkte) und das Englische Pfund (1,3 Prozentpunkte). Der Aufwertungsbeitrag der Spanischen Peseta übertrifft mit 1,2 Prozentpunkten noch knapp jenen der DM. Der gewichtete Kursgewinn gegenüber dem am Wechselkursmechanismus des EWS beteiligten Währungen³⁾ macht mit 11,7 Prozentpunkten etwas mehr als 60% des Aufwertungseffektes ohne Dinar aus.

Die real-effektive Rechnung ergibt ein grundlegend verändertes Bild, da die nominellen bilateralen Aufwertungseffekte durch höhere Preissteigerungen in diesen Ländern zu einem bedeutenden Teil wettgemacht oder

²⁾ Die der geometrischen Konstruktion des Wechselkursindex entsprechende logarithmische Berechnung der Wachstumsraten (Zahlen in Klammern) bringt von der „üblichen“ arithmetischen Berechnung abweichende Ergebnisse. Der entscheidende Vorteil der geometrischen Konstruktion liegt in der Symmetrie des Index gegenüber Auf- und Abwertungen (vgl. Mooslechner, 1982, S. 425f).

³⁾ Von den Währungen der 12 EG-Länder nehmen bisher das Englische Pfund, die Griechische Drachme und der Portugiesische Escudo nicht am Wechselkursmechanismus teil. Die Spanische Peseta, die seit 19. Juni 1989 dem EWS angehört, wurde in dieser Arbeit ebenfalls noch nicht berücksichtigt.

Der kumulierte Beitrag einzelner Währungen zur effektiven Wechselkursentwicklung des Schillings 1979/1988
Logarithmische Berechnung

Übersicht 2

| | Nominell-effektiver Wechselkursindex | | | Real-effektiver Wechselkursindex | | |
|---|---|-----------------|--------------|----------------------------------|-----------------|--------------|
| | Insgesamt | Industrie-waren | Reiseverkehr | Insgesamt | Industrie-waren | Reiseverkehr |
| | Veränderung in % | | | | | |
| Gesamtindex | + 35 57 | + 30 25 | + 49 30 | + 4 74 | + 5 76 | + 5 06 |
| | Gewichteter Beitrag zur Veränderung in Prozentpunkten | | | | | |
| Deutsche Mark | + 1 16 | + 1 29 | + 1 19 | + 4 91 | + 5 44 | + 5 02 |
| Italienische Lira | + 6 79 | + 5 51 | + 8 35 | - 1 74 | - 1 42 | - 2 15 |
| US-Dollar | + 1 66 | + 0 70 | + 0 77 | - 0 47 | - 0 20 | - 0 22 |
| Schweizer Franken | - 0 24 | - 0 26 | - 0 30 | + 0 15 | + 0 16 | + 0 19 |
| Französischer Franc | + 2 64 | + 2 93 | + 3 22 | + 0 33 | + 0 37 | + 0 40 |
| Englisches Pfund | + 1 27 | + 1 34 | + 1 83 | - 0 73 | - 0 77 | - 1 05 |
| Jugoslawischer Dinar | + 16 16 | + 13 10 | + 27 59 | + 1 88 | + 1 52 | + 3 21 |
| Holländischer Gulden | + 0 20 | + 0 24 | + 0 05 | + 0 41 | + 0 49 | + 0 11 |
| Japanischer Yen | - 0 81 | - 1 22 | - | - 0 49 | - 0 73 | - |
| Spanische Peseta | + 1 18 | + 0 49 | + 4 16 | - 0 17 | - 0 07 | - 0 60 |
| Sonstige Währungen | + 5 79 | + 6 34 | + 2 95 | + 0 77 | + 0 95 | + 0 14 |
| EWS-Währungen ¹⁾ | + 11 68 | + 11 23 | + 12 81 | + 4 31 | + 5 46 | + 3 38 |
| + Aufwertung - Abwertung - ¹⁾ Am Wechselkursmechanismus des EWS teilnehmende Währungen | | | | | | |

mit 1,9 Prozentpunkten relativ groß. In erster Linie wird die real-effektive Schilling-Aufwertung aber von der DM getragen (4,9 Prozentpunkte). Die 13 kleineren Währungen leisten mit 0,8 Prozentpunkten ebenfalls einen merklichen Beitrag zur Aufwertung. Auch im Vergleich zu Holländischem Gulden, Französischem Franc und Schweizer Franken hat der Schilling real leicht an Wert gewonnen. Die größten Wertverluste gingen von der Italienischen Lira aus (-1,7 Prozentpunkte der gesamten Wertveränderung). Ausgeprägte nominelle Kursverluste der Lira konnte insgesamt die in Italien deutlich höhere Inflationsrate nicht völlig ausgleichen. Real abgewertet hat der Schilling aber auch gegenüber dem Englischen Pfund, dem US-Dollar und sogar gegenüber dem Japanischen Yen. Überdies fällt auf, daß die Aufwertung laut Industriewaren-Index um mehr als 1 Prozentpunkt höher ist als laut Gesamtindex; dies kann auf den Einfluß der EWS-Währungen zurückgeführt werden. Im

sogar überkompensiert wurden⁴⁾. So ist die Situation des Schillings gegenüber den 10 wichtigsten Währungen im Wechselkursindex ausgeglichen: 5

Währungen haben gegenüber dem Schilling real aufgewertet, 5 an Wert verloren. Immer noch ist der vom Dinar ausgehende Aufwertungseffekt

Wechselkursanpassungen im EWS

Übersicht 3

Veränderungen des ECU-Leitkurses der am Wechselkursmechanismus teilnehmenden Währungen¹⁾

| Realignments | Deutsche Mark | Französischer Franc | Holländischer Gulden | Belgischer bzw. Luxemburgischer Franc | Italienische Lira | Dänische Krone | Irisches Punt | Fiktiver ECU-Leitkurs des Schillings ²⁾ |
|---|---|---------------------|----------------------|---------------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--|
| | Formelle Veränderung der bilateralen Leitkurse in % | | | | | | | |
| 1 24 September 1979 | + 2 00 | - | - | - | - | 3 00 | - | - |
| 2 30 November 1979 | - | - | - | - | - | - 5 00 | - | - |
| 3 23 März 1981 | - | - | - | - | - 6 00 | - | - | - |
| 4 5 Oktober 1981 | + 5 50 | - 3 00 | + 5 50 | - | - 5 00 | - | - | - |
| 5 22 Februar 1982 | - | - | - | - 8 50 | - | - | - | - |
| 6 14 Juni 1982 | + 4 25 | - 5 75 | + 4 25 | - | - 2 75 | - | - | - |
| 7 21 März 1983 (18 Mai 1983) ³⁾ | + 5 50 (- 1 90) | - 2 50 (- 1 90) | + 3 50 (- 1 90) | + 1 50 (- 1 90) | - 2 50 (- 1 90) | + 2 50 (- 1 90) | - 3 50 (- 1 90) | - |
| 8 22 Juli 1985 | + 2 00 | + 2 00 | + 2 00 | + 2 00 | - 6 00 | + 2 00 | + 2 00 | - |
| 9 7 April 1986 | + 3 00 | - 3 00 | + 3 00 | + 1 00 | - | - | - | - |
| 10 4 August 1986 | - | - | - | - | - | - | - 8 00 | - |
| 11 12 Jänner 1987 | + 3 00 | - | + 3 00 | + 2 00 | - | - | - | - |
| | Tatsächliche Aufwertung (+) bzw. Abwertung (-) der ECU-Leitkurse nach vollzogenem Realignement in % | | | | | | | |
| 1 24 September 1979 | + 1 01 | - 0 97 | - 0 97 | - 0 97 | - 0 97 | - 3 80 | - 0 97 | + 2 85 |
| 2 30 November 1979 | + 0 14 | + 0 14 | + 0 14 | + 0 14 | + 0 14 | - 4 63 | + 0 14 | + 0 11 |
| 3 23 März 1981 | - 2 47 | - 2 47 | - 2 47 | - 2 47 | - 8 32 | - 2 47 | - 2 47 | - 0 72 |
| 4 5 Oktober 1981 | + 5 61 | - 2 90 | + 5 61 | + 0 10 | - 2 90 | + 0 10 | + 0 10 | + 6 57 |
| 5 22 Februar 1982 | - 0 34 | - 0 34 | - 0 34 | - 8 81 | - 0 34 | - 3 33 | - 0 34 | - 0 47 |
| 6 14 Juni 1982 | + 3 61 | - 6 32 | + 3 61 | - 0 61 | - 3 34 | - 0 81 | - 0 61 | + 3 16 |
| 7 21 März 1983 (18 Mai 1983) ³⁾ | + 5 36 (- 1 19) | - 2 63 (- 1 19) | + 3 36 (- 1 19) | + 1 36 (- 1 19) | - 2 64 (- 1 19) | + 2 36 (- 1 19) | - 3 63 (- 1 19) | + 5 58 (- 1 20) |
| 8 22 Juli 1985 | + 0 15 | + 0 15 | + 0 15 | + 0 15 | - 7 70 | + 0 15 | + 0 15 | + 0 32 |
| 9 7 April 1986 | + 4 68 | - 1 42 | + 4 68 | + 2 65 | + 1 63 | + 2 65 | + 1 63 | + 4 80 |
| 10 4 August 1986 | + 1 30 | + 1 30 | + 1 30 | + 1 30 | + 1 30 | + 1 30 | - 6 80 | + 2 63 |
| 11 12 Jänner 1987 | + 2 54 | - 0 45 | + 2 54 | + 1 54 | - 0 45 | - 0 45 | - 0 45 | + 1 72 |
| Insgesamt | + 21 96 | - 16 02 | + 17 30 | - 7 07 | - 22 61 | - 9 76 | - 13 76 | + 26 44 |

Q: Eurostat, Deutsche Bundesbank. - ¹⁾ Seit 19. Juni 1989 nimmt auch die Spanische Peseta am Wechselkursmechanismus teil. - ²⁾ Bis 31. Dezember 1985 errechnet auf Basis des ECU-Leitkurses der Deutschen Mark und des Devisenmittelkurses der Deutschen Mark in Wien ab 1. Jänner 1986 ECU-Kurs in Wien laut OeNB. - ³⁾ Anpassung des theoretischen Leitkurses für das Englische Pfund

⁴⁾ Die nominell-effektive Wertveränderung wird um Inflationsdifferenzen auf Basis von Verbraucherpreisen bereinigt. Verbraucherpreise eignen sich zwar nur sehr eingeschränkt als Indikator der internationalen preislichen Wettbewerbsfähigkeit, doch sind sie in der Praxis weitgehend die einzige für eine laufende Berechnung verfügbare Datengrundlage.

Index des Reiseverkehrs ist sie hingegen mit +1,9 Prozentpunkten (ohne Dinar) niedriger als im Gesamtindex

Der Schilling als „stärkste EWS-Währung“?

Seit der Gründung des EWS fanden 11 Realalignments der ECU-Leitkurse der am Wechselkursmechanismus beteiligten Währungen statt. Einer der Erfolge des Systems ist, daß der Druck zu Leitkursveränderungen in der zweiten 5-Jahres-Periode deutlich abgenommen hat. Zwischen März 1979 und März 1984 gab es sieben Realalignments – sowie die Anpassung des theoretischen Leitkurses für das Englische Pfund an das Marktkursniveau –, in der folgenden 5-Jahres-Periode nur vier. Das bisher letzte Realignment wurde im Jänner 1987, also vor nun bereits mehr als 2½ Jahren durchgeführt. Wie die Zahl der Leitkursveränderungen haben auch ihr Ausmaß und die Divergenz der Wechselkursentwicklung zwischen den einzelnen EWS-Währungen merklich abgenommen. Lag die Spannweite der Leitkursveränderungen in der ersten 5-Jahres-Periode zwischen +12% (für die DM) und -18,2% (für die Lira), so schrumpfte sie von 1984 bis 1989 mit +8,9% (für DM und Gulden) und -5,6% (für das Irische Punt) auf weniger als die Hälfte.

Den größten Aufwertungseffekt gemessen am ECU-Leitkurs verzeichnete in 10 Jahren EWS erwartungsgemäß die DM mit +22% vor dem Holländischen Gulden (rund 4½ Prozentpunkte geringer). Alle anderen am Wechselkursmechanismus teilnehmenden Währungen haben abgewertet, am stärksten die Italienische Lira und der Französische Franc. Berechnet man über den DM-Leitkurs und den Devisenmittelkurs der DM in Wien einen fiktiven ECU-Leitkurs des Schillings, so zeigt er sich als „stärkste EWS-Währung“. Mit +26,4% war die Wertsteigerung des Schillings um 4½ Prozentpunkte höher als die der DM. Allerdings geht dieser Effekt vor allem darauf zurück, daß der Schilling gegenüber der DM 1979 besonders

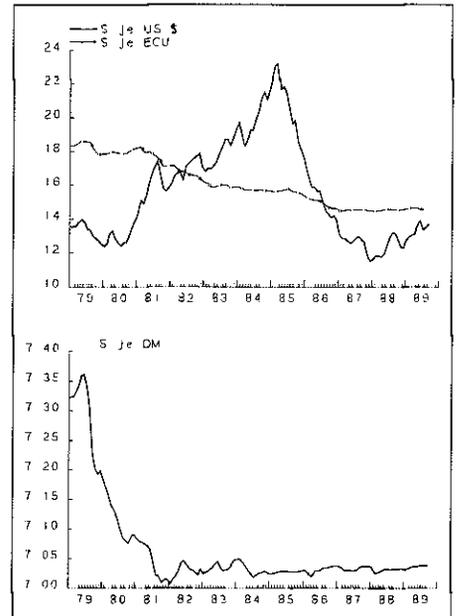
schwach notierte. In den Jahren 1984 bis 1989 war der Aufwertungseffekt des Schillings um rund ½ Prozentpunkt niedriger als jener der DM und auch des Holländischen Gulden. Nachdem Anfang September 1979 eine autonome Aufwertung des Schillings um 1,5% das Ziel „Hartwährungspolitik“ sichtbar unterstrichen hatte, ging die Schilling-DM-Relation zwischen 1979 und 1981 von einem Höchstwert über 7,35 S auf knapp über 7,00 S zurück. Diese Schilling-Aufwertung gegenüber der DM um rund 3,8% am Beginn der achtziger Jahre prägt in der Gesamtbetrachtung der 10 Jahre die Performance des Schillings gegenüber dem EWS entscheidend. Seit 1982 bewegt sich der Schilling-Kurs der DM in einem sehr engen Band zwischen 7,00 S und 7,05 S.

Instabilität des Dollarkurses

Während der US-Dollar kumuliert über 10 Jahre nur einen geringen Einfluß auf den Wechselkursindex des Schillings hatte, war die Wechselkurspolitik nahezu jedes Jahr stark von den Schwankungen des Dollarkurses bestimmt⁵⁾. Mit 13,11 S notierte der Dollar in Wien am 13. März 1989 nur wenig tiefer als 10 Jahre zuvor (13,62 S). Zwischen diesen Stichtagen stieg der Dollarkurs aber zunächst von 12,27 S am 3. Jänner 1980 auf 24,36 S am 26. Februar 1985 und fiel in der Folge steil auf den historischen Tiefststand von 11,14 S am 4. Jänner 1988. Demgegenüber kann die ruhige Entwicklung des Schillingkurses des ECU als Ausdruck erfolgreicher Wechselkursstabilisierung im EWS – und der österreichischen Orientierung daran – interpretiert werden.

Die „echte“ Variabilität des Kursverlaufes einzelner Währungen ist freilich statistisch nur schwer zu erfassen. So errechnen sich für die Währungen mit den größten kontinuierlichen Wertverlusten gegenüber dem Schilling auch die höchsten Variationskoeffizienten. Von 23 Währungen zeigen immerhin 18 über den gesamten Zeitraum von 10 Jahren einen

Devisenkurs von US-Dollar, DM und ECU an der Wiener Börse *Abbildung 1*



Verglichen mit den außerordentlich großen Schwankungen des Dollarkurses verlief die Kursentwicklung des Schillings gegenüber dem ECU ruhig. Wesentliche Ursache dafür ist die seit 1982 nahezu konstante Schilling/DM-Relation.

hochsignifikanten Zeittrend. Deutlich schlechter ist – gemessen am Determinationskoeffizienten – die Trendanpassung nur für den Australischen Dollar, die DM und den Schweizer Franken. Für den Kanadischen Dollar und den US-Dollar ist sie aufgrund des Wechsels zwischen Auf- und Abwertung im Untersuchungszeitraum praktisch Null. Innerhalb der beiden Teilperioden errechnen sich jedoch auch für den US-Dollar signifikante Trends: von 1979 bis 1984 der positive Trend seiner Kursgewinne, von 1984 bis 1989 der negative Trend seiner Kursverluste. Seit 1984 weisen nur die Schillingkurse der Hartwährungen DM, Holländischer Gulden und Schweizer Franken fast keinen Zeittrend auf. Für die meisten Währungen ist der Variationskoeffizient von der ersten zur zweiten 5-Jahres-Periode gesunken; Gleiches gilt für die Standardabweichungen logarithmischer Vormonatsdifferenzen von 18 von 23 Währungen – weitere Indizien für

⁵⁾ Die Konstellation zwischen US-Dollar und EWS insbesondere die vom Dollarkurs ausgehenden Asymmetrie-Effekte analysieren ausführlich Giavazzi – Giovanni (1986)

Gewichtete jährliche Beiträge zur effektiven Wertveränderung des Schillings

Übersicht 4

Logarithmische Berechnung

| | 1979 | 1980 | 1981 | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | 1988 |
|---|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | Prozentpunkte | | | | | | | | | |
| <i>Nominell-effektiver Wechselkursindex</i> | | | | | | | | | | |
| EWS-Währungen ¹⁾ | +0,56 | +2,07 | +1,68 | +2,37 | +1,48 | +0,71 | +0,58 | +0,94 | +0,86 | +0,43 |
| Deutsche Mark | -0,37 | +1,01 | +0,42 | +0,11 | -0,03 | +0,02 | +0,02 | -0,02 | -0,02 | +0,02 |
| US-Dollar | +0,84 | +0,33 | -2,10 | -0,73 | -0,51 | -1,09 | -0,29 | +3,06 | +1,90 | +0,25 |
| Jugoslawischer Dinar | +0,33 | +0,96 | +0,55 | +0,84 | +1,78 | +1,23 | +1,79 | +2,00 | +2,76 | +3,94 |
| Sonstige Währungen | +0,75 | +0,82 | -1,31 | +1,10 | +1,34 | +0,06 | +0,48 | +2,16 | +1,28 | -0,40 |
| <i>Real-effektiver Wechselkursindex</i> | | | | | | | | | | |
| EWS-Währungen ¹⁾ | -1,24 | +0,42 | +0,32 | +0,82 | -0,13 | +1,38 | +0,18 | +1,28 | +0,87 | +0,40 |
| Deutsche Mark | -0,53 | +1,32 | +0,62 | +0,17 | -0,00 | +1,32 | +0,45 | +0,79 | +0,44 | +0,34 |
| US-Dollar | +0,13 | -0,33 | -2,43 | -0,80 | -0,50 | -0,96 | -0,33 | +3,04 | +1,67 | +0,04 |
| Jugoslawischer Dinar | -0,15 | +0,33 | -0,32 | +0,13 | +0,79 | +0,07 | +0,13 | +0,07 | +0,23 | +0,61 |
| Sonstige Währungen | -0,41 | -0,47 | -2,11 | +0,43 | +0,72 | -0,11 | -0,17 | +1,61 | +0,69 | -1,06 |

+ Aufwertung - Abwertung - ¹⁾ Am Wechselkursmechanismus des EWS teilnehmende Währungen

eine tendenzielle Beruhigung der Kursentwicklung⁶⁾

Entsprechend seinem Kursverlauf hat der US-Dollar in den Jahren 1981 bis 1985 die nominell-effektive wie die real-effektive Wertsteigerung des Schillings gedämpft. Seit 1986 gingen vom Dollar ausgeprägte Aufwertungsimpulse aus. Hingegen konzentrierten sich die vom EWS induzierten nominell-effektiven Aufwertungseffekte auf den Zeitraum 1980 bis 1983, seither sind sie deutlich schwächer geworden. Real-effektiv erreicht die Aufwertung gegenüber den EWS-Währungen jedoch in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre höhere Werte, vor allem weil das Inflationsdifferential zugun-

sten Österreichs im Durchschnitt 1984/1988 deutlich kleiner war als zuvor. Dafür waren – bei konstanter Schilling-DM-Relation – vor allem niedrigere Inflationsraten in der BRD ausschlaggebend. So sind etwa die realen Aufwertungseffekte im Jahr 1984 auf den Inflationsimpuls aus der Anhebung der Mehrwertsteuersätze in Österreich zurückzuführen. 1986 erreichte die Inflationsdifferenz – bei sinkendem Preisniveau in der Bundesrepublik Deutschland (Inflationsrate -2,5 Prozentpunkte auf -0,3%) aber nur leicht sinkender Inflationsrate in Österreich (-1,5 Prozentpunkte auf 1,7%) – den zweitniedrigsten Wert der 10 beobachteten Jahre 1987

und 1988 nahm der Inflationsabstand aber wieder den Wert von Anfang der achtziger Jahre an.

Kumuliert über das Jahrzehnt 1979 bis 1988 ist das am Verbraucherpreisindex gemessene Preisniveau in Österreich – in logarithmischer Berechnung – um insgesamt 38,6% gestiegen. Dieser heimischen Inflation steht eine – mit den Gewichten des Wechselkursindex – gewichtete Auslandspreissteigerung von 69,3% gegenüber. Den größten Beitrag zu dieser gewichteten Auslandsinflation leisteten Jugoslawien (15,5 Prozentpunkte) und Italien (13,0 Prozentpunkte) – zwei Länder mit hohen Inflationsraten, die im Wechselkursin-

Inflationseffekte im Wechselkursindex des Schillings

Übersicht 5

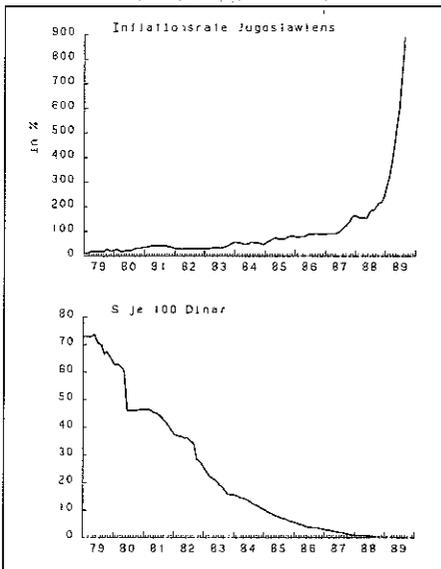
Logarithmische Berechnung

| | 1979 | 1980 | 1981 | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | 1988 | 1979/1988 |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| | in % | | | | | | | | | | |
| Inflationsrate Österreich | 3,64 | 6,14 | 6,59 | 5,28 | 3,29 | 5,49 | 3,17 | 1,68 | 1,41 | 1,92 | 38,61 |
| Inflationsdifferenz ¹⁾ | -4,16 | -4,24 | -3,34 | -2,99 | -3,19 | -0,54 | -2,70 | -2,16 | -3,18 | -4,16 | -30,66 |
| Gewichtete Auslandsinflation | 7,80 | 10,38 | 9,93 | 8,28 | 6,48 | 6,03 | 5,86 | 3,84 | 4,59 | 6,08 | 69,27 |
| Gewichteter Beitrag zur Auslandsinflation in Prozentpunkten | | | | | | | | | | | |
| BRD | +1,69 | +2,26 | +2,57 | +2,15 | +1,34 | +1,00 | +0,90 | -0,10 | +0,13 | +0,48 | +12,42 |
| Italien | +1,59 | +2,22 | +1,89 | +1,76 | +1,57 | +1,18 | +1,01 | +0,65 | +0,53 | +0,57 | +12,98 |
| USA | +1,09 | +1,29 | +1,00 | +0,61 | +0,32 | +0,43 | +0,36 | +0,19 | +0,37 | +0,41 | +6,07 |
| Schweiz | +0,23 | +0,26 | +0,41 | +0,35 | +0,19 | +0,19 | +0,22 | +0,05 | +0,09 | +0,12 | +2,09 |
| Frankreich | +0,61 | +0,76 | +0,75 | +0,67 | +0,54 | +0,44 | +0,34 | +0,15 | +0,19 | +0,16 | +4,61 |
| Großbritannien | +0,67 | +0,88 | +0,60 | +0,44 | +0,24 | +0,26 | +0,31 | +0,18 | +0,22 | +0,26 | +4,07 |
| Jugoslawien | +0,60 | +0,81 | +1,08 | +0,87 | +1,09 | +1,34 | +1,75 | +2,00 | +2,51 | +3,40 | +15,45 |
| Niederlande | +0,12 | +0,18 | +0,18 | +0,16 | +0,08 | +0,09 | +0,06 | +0,00 | -0,02 | +0,02 | +0,87 |
| Japan | +0,09 | +0,19 | +0,12 | +0,06 | +0,04 | +0,05 | +0,05 | +0,01 | -0,01 | +0,01 | +0,62 |
| Spanien | +0,29 | +0,29 | +0,27 | +0,27 | +0,23 | +0,22 | +0,17 | +0,17 | +0,10 | +0,10 | +2,12 |
| Sonstige Länder | +0,82 | +1,24 | +1,06 | +0,94 | +0,84 | +0,83 | +0,69 | +0,54 | +0,48 | +0,55 | +7,97 |
| EWS-Länder ²⁾ | +4,18 | +5,64 | +5,62 | +4,98 | +3,72 | +2,87 | +2,44 | +0,75 | +0,89 | +1,28 | +32,38 |
| EG 12 | +5,27 | +6,98 | +6,65 | +5,83 | +4,33 | +3,48 | +3,05 | +1,25 | +1,32 | +1,73 | +39,89 |

+ Aufwertung - Abwertung - ¹⁾ Inflationsrate Österreich minus gewichteter Auslandsinflation - ²⁾ Am Wechselkursmechanismus des EWS teilnehmende Länder

⁶⁾ Vgl. dazu etwa Artis – Taylor (1988) *European Economic Review* (1988) und *Journal of Common Market Studies* (1989). Man muß allerdings berücksichtigen, daß sinkende Rohölpreise, weniger restriktive Geldpolitik, höheres Wachstum und die Kursverluste des US-Dollars in der zweiten 5-Jahres-Periode wesentlich günstigere gesamtwirtschaftliche Rahmenbedingungen für das Funktionieren des EWS waren.

Preis- und Wechselkursentwicklung in Jugoslawien *Abbildung 2*



Parallel zur sich exponentiell beschleunigenden Inflation in Jugoslawien hat der Dinar gegenüber dem Schilling seit 1979 nicht weniger als 99,8% seines Wertes eingebüßt.

dex des Schillings relativ großes Gewicht haben. Bereits an dritter Stelle rangiert aber — trotz traditionell niedriger Inflationsraten — mit einem Beitrag von 12,4 Prozentpunkten die BRD: Aufgrund der engen Export- und Importverflechtung ist die relative Preisentwicklung gegenüber der Bundesrepublik Deutschland ein zentraler Faktor der österreichischen Wettbewerbsfähigkeit. Das Verbraucherpreisniveau ist in der BRD im Durchschnitt von 10 Jahren pro Jahr um fast 1 Prozentpunkt schwächer gestiegen als in Österreich. War diese Inflationsdifferenz in den ersten fünf Jahren des EWS mit 0,2 Prozentpunkten pro Jahr noch fast vernachlässig-

Hohe Kursverluste des Dinars — ein Problem der Wechselkursindexberechnung

bar gering, so betrug sie von 1984 bis 1988 immerhin 1,6 Prozentpunkte pro Jahr. Freilich ist der darin enthaltene Unterschied aus der Anhebung der Mehrwertsteuersätze für die preisliche Wettbewerbsfähigkeit im Export nicht relevant⁷⁾.

Mehrmals wurde hier bereits der

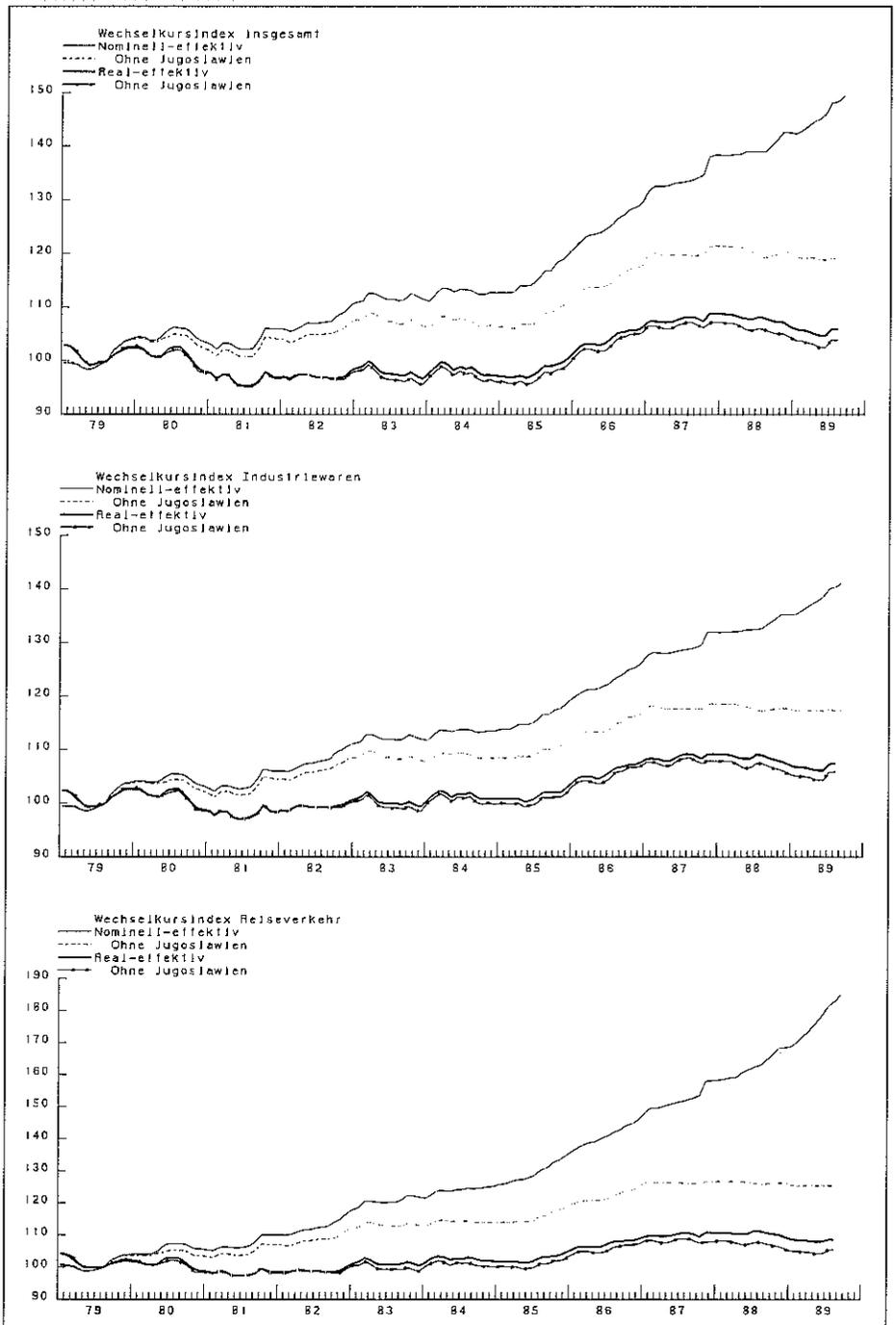
große Einfluß des Jugoslawischen Dinars auf die effektive Wertentwicklung des Schillings deutlich. Nun ist — vielleicht im Unterschied zu den meisten westeuropäischen Ländern — Jugoslawien für Österreich traditionell ein wichtiger Handelspartner, nicht zu-

letzt weil auf dem jugoslawischen Markt Drittmarkteffekte eine besonders große Rolle spielen: Die BRD und Italien sind mit einem Anteil von 39,7% bzw. 17,9% am OECD-Export nach Jugoslawien (1988) einerseits die Hauptkonkurrenten Österreichs

Der Dinar-Effekt im Wechselkursindex des Schillings

Abbildung 3

August 1979 = 100



Bedingt durch den Kursverfall des Dinars überzeichnen die nominell-effektiven Wechselkursindizes ab 1987 die Aufwertungstendenz des Schillings. Ohne den Jugoslawischen Dinar bleibt der effektive Schillingwert zunächst konstant und geht dann parallel zur DM leicht zurück.

⁷⁾ Sowohl die Arbeitsstückkosten in der Industrie als auch die Exportpreise (jeweils in nationaler Währung) sind jedoch in Österreich schwächer gestiegen als in der Bundesrepublik Deutschland. Im Durchschnitt 1979 bis 1988 war die Zunahme der österreichischen Arbeitskosten um 1,2 Prozentpunkte, die der Exportpreise um 0,7 Prozentpunkte pro Jahr geringer.

(7,2%) auf diesem Markt, andererseits auch die wichtigsten Außenhandelspartner Österreichs. Die Bedeutung Jugoslawiens als Urlaubsland der Österreicher und der Wettbewerb zwischen Österreich und Jugoslawien als Urlaubsziel — z. B. im wichtigen Marktsegment des Auslandstourismus von Deutschen — verstärken diesen Effekt noch. Mit einem Gewicht von 3,16% rangiert der jugoslawische Dinar aufgrund dieser Konstellation unter den im effektiven Wechselkursindex des Schillings berücksichtigten Währungen an siebter Stelle.

Die sich offenbar ständig verschärfende Situation der Wirtschaft Jugoslawiens, die sich am markantesten in rasant steigenden Inflationsraten und einer zunehmenden Entwertung des Dinars spiegelt, läßt es aber immer weniger plausibel erscheinen, daß die preisliche Wettbewerbskonstellation gegenüber Jugoslawien statistisch befriedigend erfaßt werden kann. Daß immer mehr DM und Schilling selbst in den innerjugoslawischen Wirtschaftsbeziehungen als — inflationsresistente — Ersatzwährungen dienen, kann als Symptom dafür verstanden werden. Schließlich haben die — bis 1986 vielleicht noch zu tolerierenden — Effekte des Dinars und der jugoslawischen Inflationsdynamik auf den effektiven Schillingkurs fast dramatisch zugenommen.

Das WIFO hat sich daher entschlossen, die Analyse der wettbewerbsrelevanten Wechselkurs- und Preiseffekte um einen effektiven Wechselkursindex zu ergänzen, der den jugoslawischen Dinar aus der Berechnung ausklammert. Vor allem seit 1987 öffnet sich in der nominell-

effektiven Wechselkursentwicklung des Schillings eine durch den Dinar bedingte Schere: Unter Einschluß des Dinars hält die in den Jahren 1985 und 1986 vom Dollar ausgelöste Aufwertungs-tendenz weiter an bzw. beschleunigt sich sogar. Ohne Berücksichtigung des Dinars bleibt der gewichtete Schillingwert seit Jahresbeginn 1987 zunächst konstant und geht dann parallel zur DM leicht zurück. Wegen der hohen Inflationsrate in Jugoslawien war der Einfluß des Dinars auf die realen Wechselkursindizes jedoch gering.

Literaturhinweise

- Artis, M. Taylor M. „What has the European Monetary System achieved?“ Bank of England Discussion Papers 1988 (31)
- Bofinger P. „Das Europäische Währungssystem und die geldpolitische Koordination in Europa“ Kredit und Kapital 1988 21(3)
- De Grauwe, P. Peeters T. (Hrsg.) The ECU and European Monetary Integration London 1989
- Deutsche Bundesbank „Der Europäische Wechselkursverbund“, Monatsberichte der Deutschen Bundesbank 1976 28(1)
- Deutsche Bundesbank „Das Europäische Währungssystem: Aufbau und Arbeitsweise“ Monatsberichte der Deutschen Bundesbank 1979 31(3)
- Dorn H. „Wechselkurspolitik ohne feste Spielregeln: Österreichs Hartwährungspolitik 1971-1979“ Wirtschaftspolitische Blätter, 1979, 26(6).
- Edison H. Fisher E. „A Long-Run View of the European Monetary System“ Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers 1989 (339)
- European Economic Review, „International Seminar on Macroeconomics: The International Monetary System“ 1988 32(5)
- Friedman M. „The Case for Flexible Exchange Rates“ in Caves R. Johnson H. (Hrsg.) AEA Readings in International Economics Homewood 1968
- Giavazzi F. „The Exchange-Rate Question in Europe“ Commission of the European Communities Economic Papers 1989 (74).
- Giavazzi F. Giovannini, A. „The EMS and the Dollar“ Economic Policy 1986, (2)
- Giavazzi F. Micossi S. Miller, M. The European Monetary System Cambridge 1988
- Gieske L. Granet R. Scharrer H. „Zehn Jahre EWS — eine Bilanz“ Wirtschaftsdienst 1989 (2)
- Gros D. Thygesen, N. „The EMS: Achievements Current Issues and Directions for the Future“ Center for European Policy Studies 1988 (35)
- Guitian M. „The European Monetary System: A Balance Between Rules and Discretion“ in „Policy Coordination in the European Monetary System“ IMF Occasional Papers 1988 (61)
- Handler H. „Die österreichische Hartwährungspolitik“ in Abele, H. Nowotny E. Schleicher St. Winckler, G. (Hrsg.). Handbuch der österreichischen Wirtschaftspolitik Manz Wien 1984
- Handler H. Grundlagen der österreichischen Hartwährungspolitik Wien 1989
- IFO „Das Europäische Währungssystem — Erfahrungen und Perspektiven“ IFO-Schnelldienst 1985 38(17/18)
- Journal of Common Market Studies, „The European Monetary System“ Special Issue 1989 27(3)
- Kleinheyer N. Simmert D. „Fünf Jahre Europäisches Währungssystem: Bilanz und Perspektive“ Wirtschaftsdienst 1984 (4)
- Matthes H. „Die Entwicklung des EWS mit Blick auf 1992 — Thesen zum gegenwärtigen Stand der Debatte um das EWS“ in Duwendag D. (Hrsg.) Europa-Banking Baden-Baden 1988
- Melitz J. „Monetary Discipline. Germany, and the European Monetary System“ Kredit und Kapital 1988 21(4)
- Miller, P. Wörgötter A. (Hrsg.) Austrokeynesianismus Darmstadt, 1988
- Mooslechner P. „Neuberechnung der WIFO-Wechselkursindizes“ WIFO-Monatsberichte 1982 55(7)
- Österreichische Nationalbank Chronik der Währungspolitik Wien o. J.
- Russo, M. Tullio G. „Monetary Policy Coordination within the EMS: Is There a Rule?“ Commission of the European Communities Economic Papers 1988 (63)
- Sohmen J. Flexible Exchange Rates Chicago 1969
- Tichy G. „Wie funktioniert die österreichische Wechselkurspolitik?“ Wirtschaftspolitische Blätter 1985 32(5) 32(6)
- Ungerer H. Evans O. Mayer T. Young P. „The European Monetary System: Recent Developments“ IMF Occasional Papers 1986 (48)