

**“Fundamentals“ als Orientierungshilfe für die
Wechselkurspolitik**

Fritz Breuss

August 1987

21

**“Fundamentals“ als Orientierungshilfe für die
Wechselkurspolitik**

Fritz Breuss

WIFO Working Paper 21, August 1987

Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung
Austrian Institute of Economic Research

**“Fundamentals“ als Orientierungshilfe für die
Wechselkurspolitik**

Fritz Breuss

WIFO Working Paper 21, August 1987

Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung
Austrian Institute of Economic Research

1. Einleitung

Bis 1971 - unter dem Regime "fester Wechselkurse" (Bretton-Woods-System) - wurden die an diesem System teilnehmenden Länder gezwungen, ihre Volkswirtschaften den vorgegebenen Wechselkursrelationen zum Dollar anzupassen. Nach 1971 (SMITHSONIAN Agreement vom 18.12.1971) - durch die Einführung des "managed Floating" - kehrte sich der Anpassungsprozeß um. Die unterschiedliche Entwicklung der einzelnen Volkswirtschaften wurde über Wechselkursschankungen ausgeglichen. Angesichts der durch die beiden Erdölpreiskrisen 1973/74 und 1979/80 verursachten Schocks für die Weltwirtschaft dürfte diese Anpassungsvariante adäquater gewesen sein als eine unter der Zwangsjacke eines "Fixwechselkursregimes". Dennoch ist das gegenwärtige Weltwährungssystem immer noch ein Provisorium. Zwar gibt es regional begrenzte Wechselkurssysteme (z.B. das EWS seit 1979) oder einige bilaterale Wechselkursverbünde (wie z.B. US-\$ und kanadischer Dollar bzw. DM und Schilling), doch ist ein weltweites System a la Bretton Woods noch nicht in Sicht. Die Tatsache, daß in der Zeit des "managed Floating" die Wechselkurse stärker denn je schwankten und viele Wechselkursentwicklungen (besonders die anhaltende Phase der "Überbewertung" des Dollars) mit den herkömmlichen Modellen nicht erklärt werden konnten, hat eine Diskussion über eine "Reform des Weltwährungssystems" ausgelöst. Sowohl in akademischen Zirkeln als auch seitens der Bretton Woods Institute (IMF, Weltbank) wurden in den letzten zehn Jahren verschiedene Varianten von "Zielzonen"-Systemen¹ favorisiert. Darunter versteht man ein "hybrides" Wechselkurssystem, das die Eigenschaften sowohl von fixen als auch von flexiblen Wechselkurssystemen zu vereinen trachtet. Die bedeutendsten Welthandels- und Währungsländer sollten sich freiwillig an einem solchen System beteiligen, wobei der IMF die Einhaltung der "Zielzonen" überwachen sollte ("Surveillance"-Funktion). Eine der Hauptschwierigkeiten besteht darin, Gleichgewichtswechselkurse ("central rates")² zu berechnen und die zulässigen Schwankungsbreiten solcher Zielzonen festzulegen. FRENKEL-GOLDSTEIN (1986, 636) unterscheiden zwischen einer "harten" Version, wobei die Geldpolitik die Aufgabe hat, die Wechselkurse innerhalb der Zielzonen zu halten und einer "weichen" Version, wo die Geldpolitik bei Überschreiten der Zielzonen nicht unbedingt einschreitet. Der IMF propagiert in jüngster Zeit - als notwendige Voraussetzung für die Stabilisierung der Wechselkursentwicklung - zunehmend eine bessere internationale "Koordination" der bzw. "Kooperation" in der Wirtschaftspolitik der wichtigsten Welthandelsländer und bietet sich gleichzeitig (unter Zuhilfenahme von "objektiven Indikatoren") als Überwacher an. In diesen Diskussionen taucht immer wieder der Begriff der "fundamentals" auf. Darunter versteht man ein (nicht näher abgegrenztes)

1) Für einen Überblick über die Diskussion und die Probleme von "Zielzonen"-Systemen, siehe: FRENKEL-GOLDSTEIN (1986).

2) FRENKEL-GOLDSTEIN (1986, 652 ff.) diskutieren die verschiedenen Methoden zur Berechnung von Gleichgewichtswechselkursen. Für einen Versuch, für sechs führende Weltwährungsländer Gleichgewichtswechselkurse zu berechnen, siehe: BÜTLER-SCHIPS (1987).

Bündel von wirtschaftlichen Rahmendaten eines Landes, mit dessen Hilfe man die gesamtwirtschaftliche Entwicklung beurteilen kann. Die "fundamentals" sollen letztlich auch Schlüsse auf die "richtige" Entwicklung der bilateralen und/oder multilateralen Wechselkurse zulassen.

Ein befriedigendes "fundamentals"-Konzept der Wechselkurse ist bisher weder theoretisch noch empirisch entwickelt worden. Ohne "fundamentals" genau zu definieren wird oftmals behauptet, daß die starken Wechselkursschwankungen der letzten fünfzehn Jahre offensichtlich mit ihnen in keinen Zusammenhang stehen und (weil vielfach irrationale Spekulationen eine Rolle spielten) mittels traditioneller Theorien nicht hinreichend erklärt werden können³. Trotz der weitverbreiteten Skepsis über "fundamentals" als Erklärung von Wechselkursentwicklungen, werden in diesem Beitrag die Möglichkeiten eines solchen Ansatzes abgetastet. Im folgenden wird ein operationales Konzept der "fundamentals" zur Beurteilung bilateraler Wechselkurse entwickelt. Sodann wird dieses Konzept an einigen Fallbeispielen (Welthandelsdreigestirn: USA-Japan-BRD; letztlich auch für die "Hartwährungspartnerschaft" Österreich-BRD) ausprobiert.

2. Das Konzept der "Fundamentals"

"Fundamentals" (FM) werden hier eingeschränkt auf die fünf wichtigsten makroökonomischen Zielgrößen der Wirtschaftspolitik: 1. Wirtschaftswachstum (prozentuelle Veränderung des realen BIP), 2. Leistungsbilanzsaldo (in % des BIP), 3. Budgetsaldo (in % des BIP), 4. Inflationsrate (gemessen am VPI in %), 5. Arbeitslosenrate (in %). Diese fünf Zielgrößen sind auch als das "magische Fünfeck" bekannt. Zum Zwecke der Analyse bilateraler Wechselkursbeziehungen wird ein Indikator für bilaterale "fundamentals" derart konstruiert, daß jeweils die Differenzen der fünf Zielgrößen zwischen den beiden zu betrachtenden Ländern gebildet und diese dann in einem Indikator (der hier "MAG5" heißen soll) wie folgt zusammengefaßt werden: die ersten drei Zielgrößen gehen positiv und die beiden letzten - also Inflation und Arbeitslosigkeit - negativ ein.

Man kann nun von folgender *Behauptung* ausgehen:

Wenn sich zwei Volkswirtschaften (A und B) vollständig gleichschrittig entwickeln (und die statistische Erfassung der Zielgrößen ebenfalls identisch ist), so ist der Indikator für die bilateralen "fundamentals", nämlich "MAG5" Null. Wenn man den MAG5 annähernd als Indikator für die "Realsphäre einer Volkswirtschaft" inklusive der Fiskalpolitik auffaßt (die fünf Makroziele stellen die wichtigsten endogenen Variablen eines makroökonomischen Modells einer Volkswirtschaft dar) und diesbezüglich ein Gleichgewicht zwischen den beiden Volkswirtschaften herrscht, dann müßte auch die "monetäre

3) Eine Diskussion solcher Argumente findet sich in: DORNBUSCH (1987).

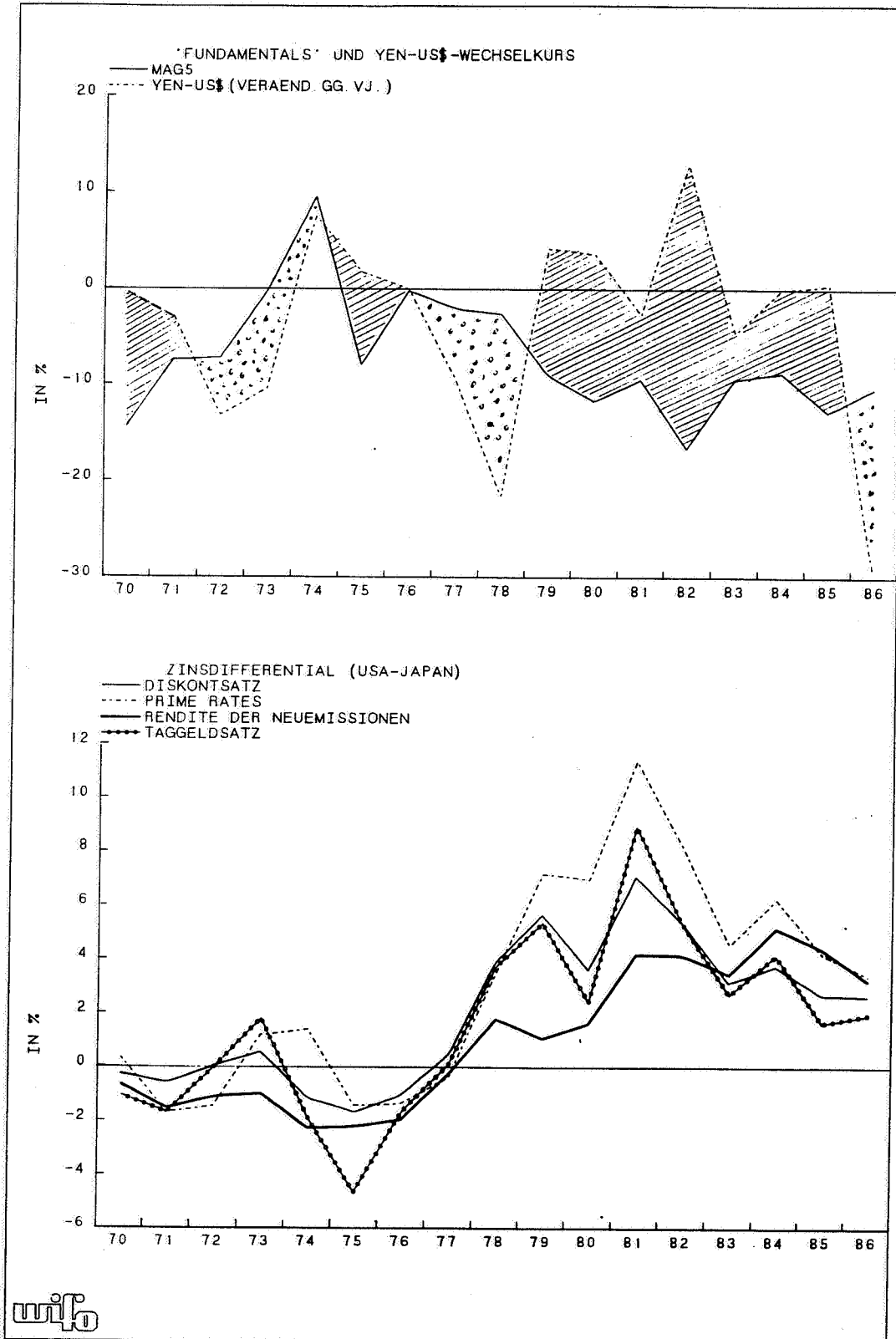
Sphäre" (als Ausfluß der Geld- und Währungspolitik spiegelt sie sich in der Entwicklung der Zinsen, der Kapitalströme und der Wechselkurse) beider Länder identisch sein. Während die Kaufkraftparitätentheorie die bilateralen Wechselkurse aus der Differenz der Preisniveaus zweier Länder bestimmt (wobei implizit angenommen wird, daß die Preisniveaus den Tauschwerten der gesamtwirtschaftlichen Gütermengen beider Länder entsprechen), berücksichtigt das "fundamentals"-Konzept explizit auch die dahinterliegenden ökonomischen Größen: nicht nur die relativen Preise, sondern auch die übrigen makroökonomischen Größen einer Volkswirtschaft bestimmen den Wechselkurs (sei es aus objektiv-ökonomischen Gründen, sei es auf Grund von Erwartungen, die Investoren z.B. in "starke" Volkswirtschaften setzen).

Aus diesen Überlegungen lassen sich folgende *Schlüsse* für die Wechselkurspolitik ableiten:

- Fall 1) Der Indikator für die bilateralen "fundamentals" - in unserem Fall MAG5 - ist Null. D.h. der bilaterale Wechselkurs dürfte sich dann nicht verändern, denn ein Gleichgewicht beider Volkswirtschaften impliziert auch einen konstanten Wechselkurs. Der in dieser Phase existierende Wechselkurs könnte als "natürlicher" oder "Gleichgewichtswechselkurs" bezeichnet werden.
- Fall 2) MAG5 ist (über längere Zeit hinweg) negativ. D.h. Volkswirtschaft A entwickelt sich chronisch schlechter als jene von B. Dies erfordert eine Anpassung über den bilateralen Wechselkurs. Mit anderen Worten, in Land A müßte eine permanente Abwertung gegenüber B stattfinden, damit sich wieder die Gleichschrittigkeit von MAG5 und der Entwicklung des bilateralen Wechselkurses einstellen kann.
- Fall 3) MAG5 ist (über längere Zeit hinweg) positiv. In diesem Fall entwickelt sich Volkswirtschaft A besser als jene von B. Als Folge davon müßte A aufwerten.

Werden die auf Grund des "fundamentals"-Konzept geforderten Wechselkursanpassungen nicht gemacht, so resultieren daraus (temporäre) Ungleichgewichte derart, daß sich die bilateralen Wechselkurse entweder rascher oder langsamer als der MAG5-Indikator entwickeln. Bei längerem Andauern solcher Ungleichgewichte muß eine Anpassung über die "monetäre Sphäre" (Geldpolitik) erfolgen. Wenn die Entwicklung der bilateralen Wechselkurse über längere Zeit hinweg vom MAG5-Indikator (oder von einer vereinbarten Bandbreite im Rahmen eines "Zielzonen"-Systems) nach oben oder nach unten abweichen, so bedarf es einer restriktiven oder expansiven *Geldpolitik* mit der Folge stärker bzw. schwächer als im Ausland steigender Zinsen, um Kapitalab- bzw. Kapitalzuflüsse infolge einer über- oder unterbewerteten Währung zu verhindern. Ein länger andauerndes Wechselkursungleichge-

USA - JAPAN



MAG5 = fünf gesamtwirtschaftliche Zielgrößen im bilateralen Vergleich (BNP-Wachstum + Leistungsbilanz in % des BNP + Budgetsaldo in % des BNP - VPI% - Arbeitslosenrate%)

YEN-US\$: Anstieg (Sinken) = Aufwertung (Abwertung) des US-\$ gegenüber dem Yen

wicht führt somit im Falle einer "Überbewertung" zu positiven, im Falle einer "Unterbewertung" zu negativen *Zinsdifferenzialen* zwischen Land A und B⁴.

In diesem Wechselspiel von "fundamentals" (als Ergebnis marktwirtschaftlicher Aktivitäten und der Fiskalpolitik - die hier die Rolle der Aufrechterhaltung des internen Gleichgewichts übernimmt) und "Zinsdifferenzialen" (als Ergebnis der Geldpolitik - die hier das externe Gleichgewicht sicherstellen soll) kann man sich den Anpassungsprozeß über die Wechselkurse "*kausal*" in zwei Richtungen vorstellen: Unter einem Regime eher "*flexibler*" Wechselkurse erfolgt die Anpassung z.B. durch eine Aufwertung. Dieser Fall tritt dann ein, wenn die autonome Geldpolitik (z.B. in einem großen dominierenden Land wie in den USA) - weil sie nicht im Gleichklang mit der Entwicklung der "fundamentals" steht - zu positiven Zinsdifferenzialen führt. Im Fall von eher "*festen*" Wechselkursen (z.B. wenn die Wirtschaftspolitik eines kleinen Landes - wie etwa in Österreich - bewußt einen bestimmten Wechselkurs festlegt) muß hingegen der Anpassungsprozeß "kausal" umgekehrt erfolgen. Entweder passen sich die "fundamentals" an die vorgegebenen Wechselkurse an, oder - was kurzfristig leichter ist - die Marktkräfte (oder die eingeschlagene Geldpolitik) resultieren in entsprechenden "Zinsdifferenzialen".

3. Einige Fallbeispiele

Im folgenden sollen diese Überlegungen zunächst auf das weltwirtschaftliche Dreigestirn USA-Japan-BRD angestellt werden. Abschließend wird dann noch der Spezialfall Österreich-BRD untersucht. Die drei Länder USA, Japan und BRD machen rund 30% des gesamten Welthandels aus. Ihre gegenseitige Verflechtung ist auch beträchtlich. Zudem kommt noch, daß der Dollar nicht nur die Währung irgendeines beliebigen Landes ist, sondern die Weltwährung schlechthin darstellt.

3.1. USA-Japan

Die bilateralen "fundamentals" haben sich seit Mitte der siebziger Jahre stetig zulasten der USA verschlechtert. D.h. der entsprechende Indikator MAG5 ist negativ (siehe *Abbildung 1*). Mit Ausnahme der Budgetkennzahlen (von Mitte der siebziger bis Mitte der achtziger Jahre) sowie der Inflationsentwicklung (bis Mitte der siebziger Jahre) haben sich alle Indikatoren des "magischen Fünfecks" (BNP, Leistungsbilanz, Arbeitslosenrate) in den letzten 15 Jahren in den USA zunehmend schlechter entwickelt als in Japan. D.h. vereinfacht gesprochen, daß die bilaterale Verschlechterung der gesamtwirtschaftlichen performance der US-amerikanischen Volkswirtschaft seit Mitte der siebziger Jahre eigentlich eine

4) Auch für FRENKEL-GOLDSTEIN (1986, 664 ff.) ist die heimische Geldpolitik das wichtigste politische Instrument um die Wechselkurse innerhalb der vereinbarten Zielzonen zu halten. Andere - weniger effiziente Maßnahmen - wären eine sterilisierende Wechselkursintervention oder Kapitalverkehrskontrollen.

bilaterale Abwertung des US-\$ gegenüber dem Yen erforderlich gemacht hätte. Tatsächlich kam es in der Phase 1979 bis 1985 zu einer enormen "Überbewertung" ("misalignment") des Dollar (hier definiert als "Yen-US\$ minus MAG5"). Sieht man von einer kurzfristigen "Überbewertung" im Jahre 1970 ab, so war die Entwicklung von 1970 bis 1978 ziemlich gleichgewichtig. D.h. der bilaterale Wechselkurs Yen-US\$ entwickelte sich im Durchschnitt ziemlich gleich wie der MAG5-Indikator. Da es in dieser Phase zu keiner lange andauernden "Über-" oder "Unterbewertung" des Dollar kam, gab es auch praktisch keine Zinsdifferenziale zwischen beiden Ländern.

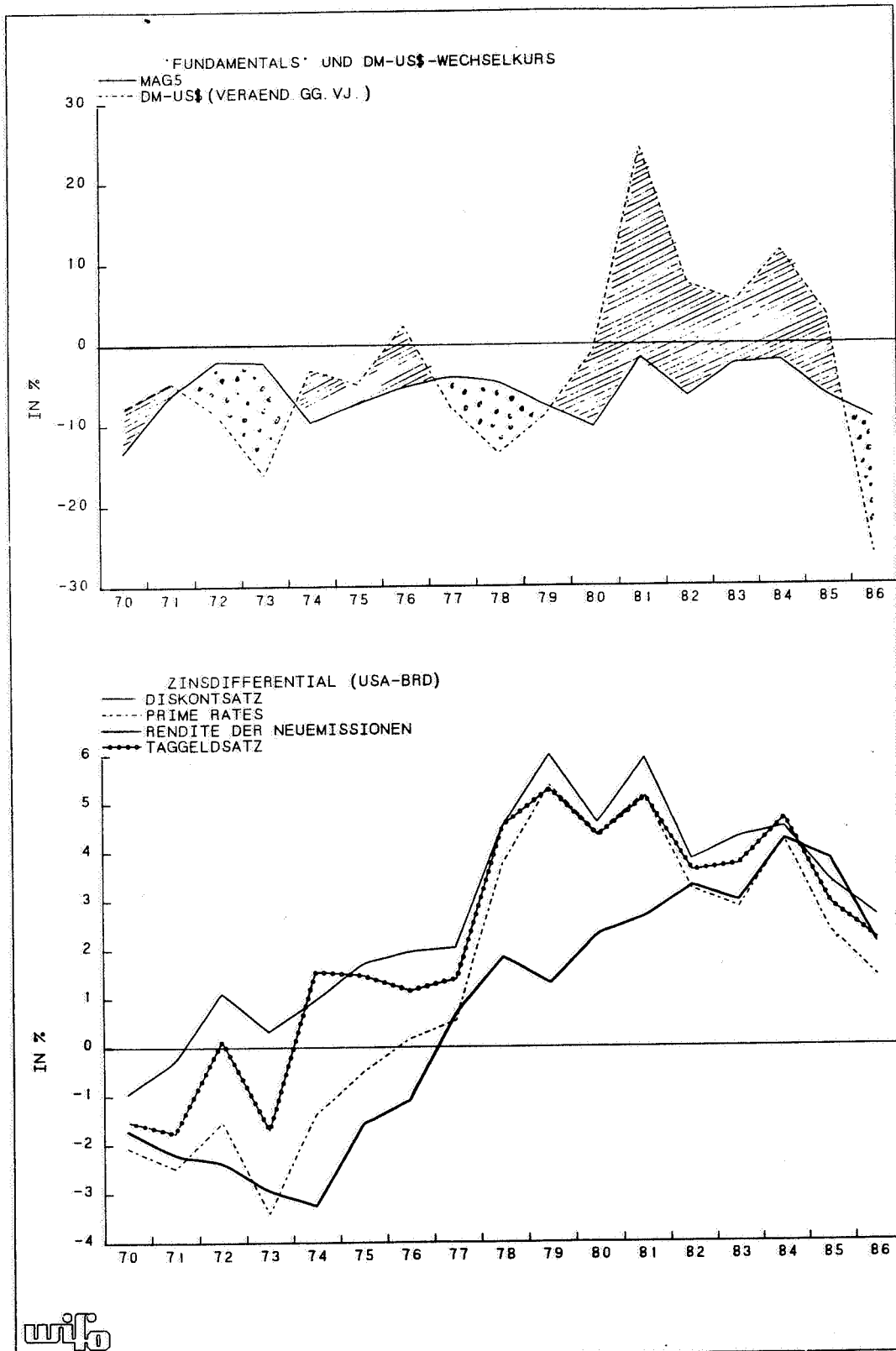
Im Oktober 1979 änderten die USA ihr geldpolitisches Regime derart, daß von einem Zinsziel auf ein Geldmengenziel übergegangen wurde. Zudem wurde die Geldpolitik (angesichts des befürchteten inflationären Impulses durch OPEC II) restriktiver. Als Folge davon stieg das Zinsniveau auf Nachkriegshöchstwerte. Die verstärkte Nachfrage nach US-Dollaranlagen trieb den Dollarkurs in die Höhe. Erst nach Lockerung der Geldpolitik in den Jahren 1984/85 sanken die Zinssätze wieder und führten zu einem Verfall des Dollarkurses. Im Jahr 1986 kam es zu einer beträchtlichen "Unterbewertung" des Dollars (siehe *Abbildung 1*).

Im Falle der USA (führendes Welthandelsland mit einer Weltwährung) dürfte die "*Kausalität*" eher von der nationalen Wirtschaftspolitik (besonders der Geldpolitik) zum Wechselkurs verlaufen. D.h. der Wechselkurs paßt sich flexibel an die "fundamentals" via Zinsdifferential an. Oder anders ausgedrückt: das (bewußt herbeigeführte) Zinsdifferential führt zu einer ungleichgewichtigen Entwicklung des bilateralen Wechselkurses derart, daß der Dollar den Gleichgewichtspfad (MAG5) entweder "über-" oder "unterschießt".

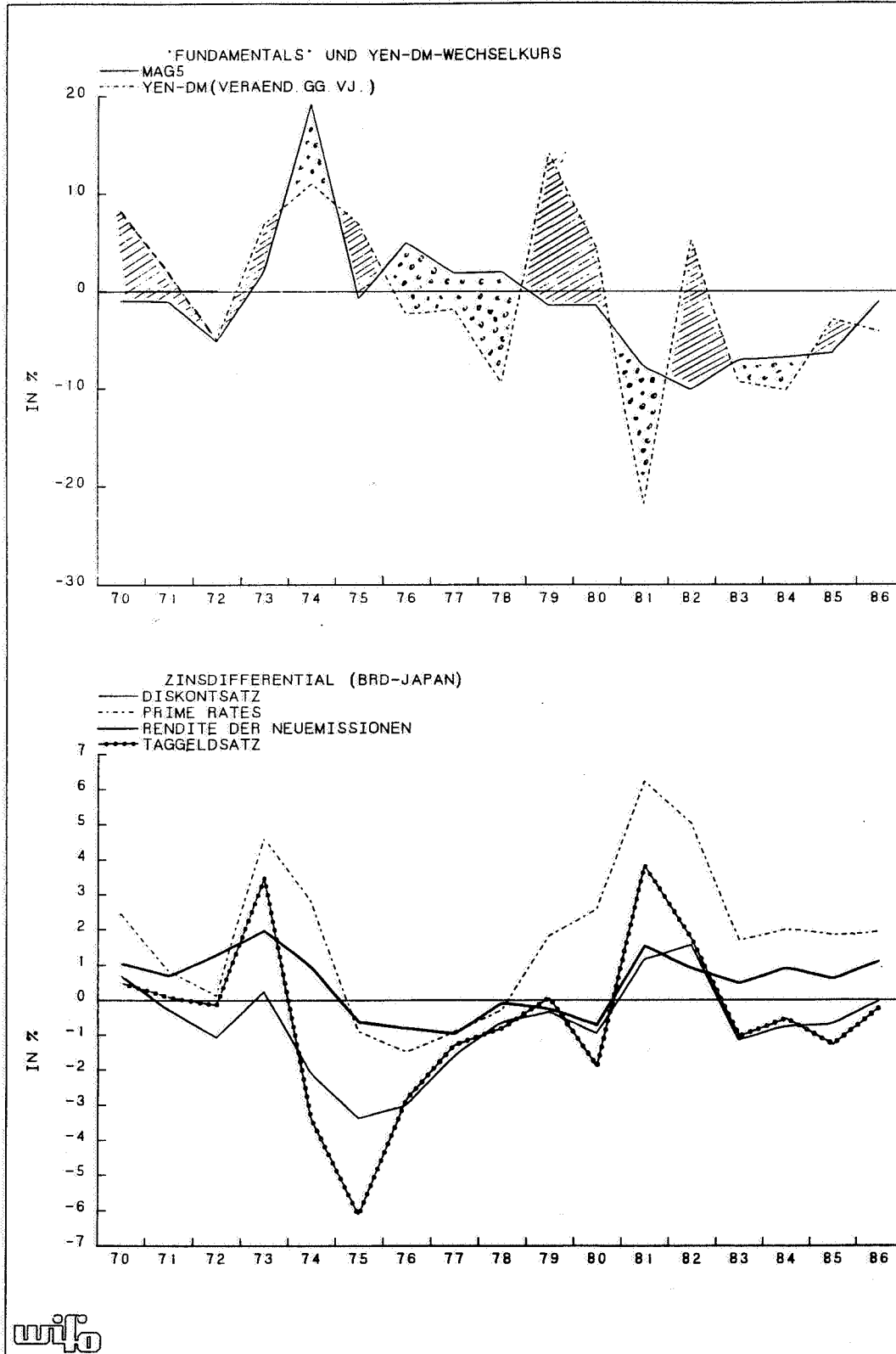
Es ist nicht ganz ohne Reiz auf Grund des "fundamentals"-Konzeptes einen "natürlichen (oder Gleichgewichts-)Wechselkurs" zu ermitteln. Auf Grund dieses Konzeptes müßte der "natürliche" Wechselkurs dann erreicht sein, wenn sich über längere Zeit der bilaterale Wechselkurs im Gleichschritt mit dem Indikator MAG5 entwickelt. Geht man von einem Basiskurs aus dem Durchschnitt der Jahre 1970 und 1971 (d.h. ein Jahr vor und ein Jahr nach dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems) aus und rechnet diesen Kurs mit den Werten des Indikators MAG5 weiter, so erhält man für den bilateralen Wechselkurs (Yen je US-\$) folgende Werte: 1970/71 = 354,67; 1986: tatsächlicher Kurs = 168,52, "natürlicher" Kurs = 122,33. D.h. der Dollar müßte gegenüber dem Yen entsprechend dem "fundamentals"-Konzept noch um weitere 27 1/2% abwerten.

Abbildung 2

USA - BRD



BRD - JAPAN



3.2. USA-BRD

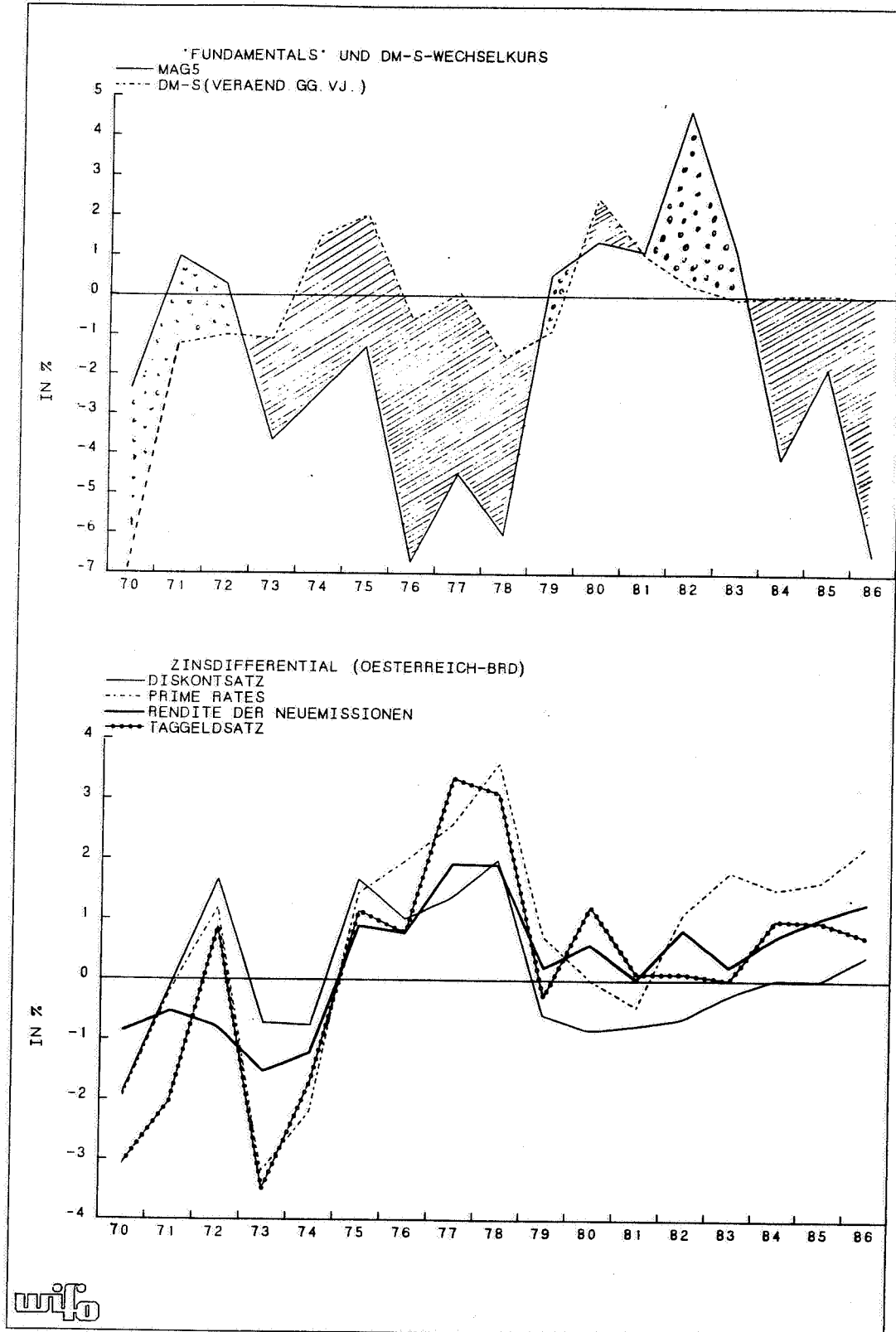
Die gesamtwirtschaftliche performance (ausgedrückt durch die bilateralen "fundamentals") entwickelte sich seit 1970 ziemlich konstant im negativen Bereich zulasten der USA (siehe *Abbildung 2*; konstant negative oder positive Werte von MAG5 implizieren auch unterschiedliche Meßkonzepte in den einzelnen Ländern, z.B. bezüglich der Arbeitslosenrate. Solche systematischen Meßfehler beeinflussen aber nicht die Entwicklung von MAG5, weil angenommen werden kann, daß der Meßfehler zeitinvariant ist). Einer im Durchschnitt der letzten 15 Jahre ausgeglichenen Bilanz bezüglich des bilateralen Wirtschaftswachstums steht eine sich verschlechternde Position der USA bezüglich des Budgets und der Leistungsbilanz (besonders seit Anfang der achtziger Jahre) gegenüber, die nur teilweise kompensiert wird durch die relative Verbesserung hinsichtlich der Arbeitslosigkeit. In der Phase 1970 bis 1978 gab es im Durchschnitt ein Gleichgewicht zwischen DM-US\$-Kurs und MAG5. D.h. (abgesehen von geringfügigen Schwankungen) gab es mittelfristig keine nennenswerte "Über-" oder "Unterbewertung" des Dollars und damit auch kein Zinsdifferential. Seit Herbst 1979 schlägt sich die restriktive Geldpolitik der USA in einem zunehmend positiven Zinsdifferential gegenüber der BRD und in der Folge auch in einer lange anhaltenden "Überbewertung" des Dollars (bis 1985) nieder. Das Muster des Zusammenspiels von positivem Zinsdifferential und "Überbewertung" des Dollars zwischen den USA und der BRD ist sehr ähnlich jenem zwischen den USA und Japan.

Eine Berechnung des "natürlichen" bilateralen Wechselkurses (DM-US\$) bringt folgendes Resultat: 1970/71 = 3,58 DM je US-\$; 1986: tatsächlicher Kurs = 2,17, "natürlicher" Kurs = 1,54. D.h. der Dollar müßte noch um weitere 30% gegenüber der DM abwerten, um im Einklang mit den bilateralen "fundamentals" zu sein.

3.3. BRD-Japan

Die Entwicklung der Volkswirtschaften der BRD und Japans war in den letzten 15 Jahren viel ähnlicher als jene der beiden Länder im Vergleich mit den USA. Diese gleichschrittigere gesamtwirtschaftliche Entwicklung spiegelt sich auch im Indikator MAG5 (siehe *Abbildung 3*). In der Phase 1970 bis 1978 entwickelte sich die deutsche Wirtschaft im Durchschnitt wesentlich günstiger als jene Japans (MAG5 war größer als Null). Das resultierte hauptsächlich aus der besseren performance bezüglich Leistungsbilanz und Inflationsrate. In der folgenden Phase (1979-1986) hat sich die Position der BRD gegenüber jener Japans verschlechtert (MAG5 war im Durchschnitt negativ). Hier schlägt vor allem die höhere Arbeitslosigkeit, aber auch die etwas schlechtere Preisentwicklung zu Buche. "Über-" oder "Unterbewertungen" finden zwischen diesen beiden Ländern aber nur sehr kurzfristig (jeweils für ein Jahr) statt. Im Durchschnitt 1970-1986 gab es eine leichte "Überbewertung" der DM, die sich auch in einem im Durchschnitt

OESTERREICH - BRD



geringfügigen positiven Zinsdifferential widerspiegelte. Aber auch die Zinsdifferentiale (positive und negative) waren jeweils nur von kurzer Dauer (nicht länger als ein Jahr).

Die Entwicklung des bilateralen Wechselkurses Yen-DM erweckt den Anschein relativer Stabilität und Gleichschrittigkeit. Hierin spiegelt sich aber auch deren jeweilige Beziehungen zu den USA. Die Geldpolitik in der BRD und in Japan ist eher als ein Reflex auf die Entwicklung in den USA aufzufassen.

Die Gleichschrittigkeit der Entwicklung beider Volkswirtschaften spiegelt sich auch im "natürlichen" bilateralen Wechselkurs: 1970/71 = 99 Yen je 1 DM; 1986: tatsächlicher Kurs = 78, "natürlicher" Kurs = 80. D.h. die DM könnte sogar noch leicht gegenüber dem Yen (um rund 2 1/2%) aufwerten.

3.4. Österreich-BRD

Je enger zwei Länder miteinander wirtschaftlich verflochten sind, umso geeigneter scheint das "fundamentals"-Konzept zur Interpretation der bilateralen Wechselkurse zu sein. Dies gilt in besonderem Maße für die "Hartwährungspartner" Österreich und BRD, wobei Österreich als kleiner Partner die passive und Deutschland die aktive Rolle in der Wechselkurspolitik (und wohl auch in der Geldpolitik) spielen. Es handelt sich um einen klassischen "Klein-Land-Fall" im Sinne der Lehrbücher, weil Österreich den Schilling freiwillig an die DM ankoppelt, aber auf Grund seiner Kleinheit fast keinen Einfluß auf die BRD-Wirtschaft ausübt.

Seit Mitte der siebziger Jahre wird von den österreichischen Währungsbehörden die "Hartwährungsoption" bewußt als wirtschaftspolitisches Instrument (Mittel) eingesetzt, um eine Reihe von Zielen (z.B. eine Anpassung (Umstrukturierung) des exponierten Sektors der österreichischen Volkswirtschaft - via die "Produktivitätspeitsche") zu erreichen. Durch die de facto Bindung des Schilling an die DM entsteht währungs- und geldpolitisch ein "Währungsverbund" zwischen beiden Ländern, der Österreich als Juniorpartner um einen Freiheitsgrad in der Wirtschaftspolitik (Geldpolitik) ärmer macht. Neben der Beeinflussung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit für Österreichs Exporteure steht auf der Habenseite der "Hartwährungspolitik" die Verbilligung der Importe von in weichen Währungen fakturierten Roh- und Halbwaren, was zur Preisstabilität in Österreich beiträgt. Weiters entfällt für einen großen Teil der außenwirtschaftlichen Transaktionen (im Warenhandel 33% auf der Export- und 44% auf der Importseite; zusätzlich im Dienstleistungshandel und im Kapitalverkehr) das Wechselkursrisiko.

Österreichs gesamtwirtschaftliche performance hat sich - im Vergleich zu jener der BRD - zwischen 1973 und 1978 erheblich verschlechtert (MAG5 war negativ; siehe *Abbildung 4*). Dies resultierte vor allem aus der schlechteren Leistungsbilanzposition, einer expansiveren Budgetpolitik (die Österreich ein

höheres Wirtschaftswachstum und eine niedrigere Arbeitslosenrate bescherte) und eines stärkeren Inflationsauftriebs im Gefolge von OPEC I. Im Umkreis von OPEC II (1979-1983) war Österreichs gesamtwirtschaftliche performance wieder besser als jene der BRD (MAG5 war positiv). In dieser Phase trugen die wirtschaftspolitischen Anstrengungen des "Austro-Keynesianismus" (policy mix mit expansiver Fiskalpolitik, Hartwährungspolitik und sozialpartnerschaftlich abgefederter Einkommenspolitik) ihre Früchte. Die BRD schlug in dieser Zeit einen restriktiven wirtschaftspolitischen Kurs ein (restriktive Geldpolitik und Budgetsanierung). Seit 1984 allerdings entwickeln sich die "fundamentals" eindeutig zuungunsten Österreichs. Gründe dafür sind die verschleppte Strukturanpassung in der verstaatlichten Industrie und die beginnende Budgetkonsolidierung bei unverändertem Festhalten an der "Hartwährungsoption".

Aus *Abbildung 4* läßt sich sehr schön der Zusammenhang zwischen "Überbewertung" des Schilling und Zinsdifferential demonstrieren. Während in den bisherigen Fällen (USA-Japan; USA-BRD) die "Kausalität" von der US-amerikanischen Geldpolitik über höhere Zinsen auf das Wechselkursüberschießen gelaufen sein dürfte (der Wechselkurs paßte sich an die "fundamentals" und die Geldpolitik an), muß man die entsprechenden Zusammenhänge für den Fall Österreich-BRD "*kausala*" gerade umgekehrt interpretieren. Da Österreich auf Grund der "Hartwährungsoption" kaum eine autonome Geldpolitik betreiben kann, findet die Anpassung an Ungleichgewichte zwischen einem "künstlich" fixierten Wechselkurs und den sich aus der allgemeinen Wirtschaftsaktivität ergebenden "fundamentals" über das Zinsdifferential statt. Immer dann, wenn es im DM-S-Kurs zu einer "Überbewertung" kommt, muß in Österreich das Zinsniveau etwas höher gehalten werden als in der BRD, um Kapitalabflüsse zu vermeiden. Dieser zeitliche Zusammenhang ist sehr schön in der Phase 1973-1978 (Politik der "Nominalzinskonstanz") sowie seit 1984 gegeben.

Mittels Kausalitätstests a la Granger oder Sims könnte man versuchen, diese ökonomisch plausible Interpretation zu testen. Einfache Regressionsbeziehungen zwischen der "Überbewertung" des Schilling und dem Zinsdifferential (sowie in umgekehrter Richtung) ergeben jedoch für eine Reihe von Zinssätzen erstaunlich hohe positive Zusammenhänge (R^2 von 0,3 bis 0,5 für die Periode 1975-1986; für die Phase 1970-1986 liegen die R^2 s darunter; Grund: Anfang der siebziger Jahre gab es noch erhebliche Wechselkurssturbulenzen angesichts des auslaufenden Bretton-Woods-Systems).

Das "fundamentals"-Konzept liefert somit eine Erklärung für das in Österreich gegenüber der BRD chronisch existierende positive Zinsdifferential (und impliziert auch solche Argumente wie Unsicherheit oder mangelndes Vertrauen in die österreichische Hartwährungspolitik seitens potentieller Kapitalanleger).

Die Berechnung eines "natürlichen" DM-S-Wechselkurses liefert für das Jahr 1986 folgende Werte: 1970/71 = 7,13 S je DM; 1986: tatsächlicher Kurs = 7,03, "natürlicher" Kurs = 9,54. D.h. der Schilling

müßte eigentlich um rund 26 1/2% gegenüber der DM abwerten, um im Einklang mit den "fundamentals" zu stehen. Man muß bei diesen Aussagen allerdings alle Einschränkungen des "fundamentals"-Konzepts zur Berechnung "natürlicher" Wechselkurse im Auge behalten.

Faßt man die in den vier Fallbeispielen verwendeten Grunddaten zusammen, so läßt sich eine ziemlich stabile Beziehung zwischen "Über-" oder "Unterbewertung" (definiert als Differenz von Entwicklung des bilateralen Wechselkurses und MAG5) und "Zinsdifferential" feststellen.

"Überbewertung"**"Zinsdifferential"**
(alle Zinssätze)**Durchschnitt 1970-1986****(Prozentpunkte)**

	Werte	Rang	Werte	Rang
BRD-Japan	+0,65	(1)	+0,24	(1)
Österreich-BRD	+1,37	(2)	+0,32	(2)
USA-BRD	+3,15	(3)	+1,70	(3)
USA-Japan	+3,36	(4)	+1,94	(4)

Wie man aus dieser Übersicht unschwer erkennen kann, beträgt der Rangkorrelationskoeffizient (R) Eins.

4. Abschließende Bemerkungen

Das hier vorgestellte Konzept der "fundamentals" könnte insofern als Orientierungshilfe für die Wechselkurspolitik dienen, als es mit dem "MAG5"-Indikator einen operationalen Maßstab für eine gleichgewichtige Wechselkursentwicklung (hinsichtlich externer und interner Gleichgewichte) bietet. Zweifelsohne ist der hier vorgestellte Indikator sehr einfach und in mehrerer Hinsicht verbesserungswürdig. Zum einen wurden allokativen bzw. strukturellen Konsequenzen einer Wechselkurspolitik, die zu lange anhaltenden Wechselkursungleichgewichten führt (z.B. De-Industrialisierung; ausländische Direktinvestitionen) - wie sie in den modernen Überlegungen des "Industrieorganisationsansatzes" behandelt werden (siehe: DORNBUSCH, 1987, 9 ff.) - in der gegenwärtigen Analyse ausgeklammert. Zum anderen muß man berücksichtigen, daß sich in den "fundamentals" der betrachteten Länder nicht nur die nationalstaatlich oder bilateral abgrenzbaren wirtschaftlichen Aktivitäten spiegeln, sondern auch Drittlandeffekte (die Leistungsbilanzposition resultiert nicht nur aus den bilateralen Beziehungen der betrachteten Länder, sondern auch aus den Außenwirtschaftsbeziehungen mit dem Rest der Welt; durch Drittlandaktivitäten kommt es auch zu Rückwirkungen auf die Inlandspreise und das inländische Wirtschaftswachstum; etc.). Solche Drittlandeffekte sind aber umso geringer, je enger die bilateralen Wirtschaftsbeziehungen der betrachteten Länder sind. Das vorliegende Konzept ist aber nicht nur für die Interpretation und Analyse bilateraler Wechselkurse geeignet, sondern über eine Verallgemeinerung auch für multilaterale. Analog zur Errechnung "effektiver Wechselkurse" (siehe z.B. den MERM des IMF) könnte man die bilateralen "fundamentals" und "Zinsdifferenziale" der wichtigsten Handelspartner eines Landes ermitteln und sie dann durch geeignete Gewichtung zu einem Indikator für die "effektiven fundamentals" aggregieren. Aus der Gegenüberstellung eines derartigen Indikators mit dem "effektiven Wechselkurs" könnte man das "effektive Zinsdifferential" studieren.

LITERATUR

BÜTTLER, H.-J. und SCHIPS, B., "Equilibrium Exchange Rates in a Multi-Country Model: An Econometric Study", *Weltwirtschaftliches Archiv*, Band 123, Heft 1, 1987, 1-23.

DORNBUSCH, R., "Exchange Rate Economics: 1986", *The Economic Journal*, 97, March 1987, 1-18.

FRENKEL, J.A. and GOLDSTEIN, M., "A Guide to Target Zones", *IMF Staff Papers*, Vol. 33, No. 4, December 1986, 633-673.