

Die Komponenten des Geldmengenwachstums 1968 bis 1976

Einleitung

Das Wachstum der Geldmenge schwankte im Beobachtungszeitraum I. Quartal 1968 bis II. Quartal 1976, der sich weitgehend mit dem letzten Konjunkturzyklus deckt, ziemlich stark. Nach einer eher gleichmäßigen Expansionsphase von Anfang 1968 bis Ende 1970 mit Jahreszuwachsrate zwischen etwa 7% und 10%, beschleunigte sich die Geldmengenausweitung ab dem Beginn der internationalen Währungskrise im Jahr 1971 zunächst auf 15½% und erreichte Ende des darauffolgenden Jahres, also knapp vor Einführung der Mehrwertsteuer und dem Einsatz monetärer Beschränkungsmaßnahmen, die Rekordmarke von fast 21%.

Im Gefolge der währungspolitischen Restriktionen und der Umkehr des Devisenstromes von einem Zufluß in einen Abgang, verlangsamte sich die Geldmengenexpansion drastisch auf eine Jahreszuwachsrate von etwa 2% am Ende des III. Quartals 1973. 1974 blieb die Expansion unter der Inflationsrate, 1975 setzte erneut eine starke Beschleunigung ein, als zur Finanzierung der Defizite der öffentlichen Hand namhafte Auslandskredite aufgenommen wurden.

Das sogenannte Multiplikator-konzept¹⁾ gestattet es, die Wachstumsrate der Geldmenge definitorisch in eine Reihe von Komponenten zu zerlegen, wobei diese sowohl als absolute Summanden als auch als relative Anteile der Geldmengenexpansion dargestellt werden sollen. Ferner werden diese Komponenten Sektoren oder Institutionen der Wirtschaft zugeordnet, in deren Einfluß- oder Entscheidungsbereich sie primär stehen. Auf diese Weise kann man die Beiträge der Wirtschaftsunternehmen und Privaten, der öffentlichen Stellen (des Bundes), der Kreditunternehmen und der Oesterreichischen Nationalbank zum Geldmengenwachstum aufzeigen. Weiters könnten, worauf aber hier nicht ein-

gegangen wird, die ökonomischen oder politischen Verhaltensdeterminanten, die die einzelnen Komponenten bestimmen, untersucht werden.

Diese Arbeit knüpft — abgesehen von kleineren Modifikationen — an eine frühere Studie des Institutes (siehe Fußnote 1) an, so daß der Anschluß und die Vergleichbarkeit zur Periode 1955 bis 1969 weitgehend gegeben ist.

Das Konzept

Der hier verwendete Geldmengenbegriff deckt sich mit der Geldvolumensdefinition der Oesterreichischen Nationalbank — vielfach auch als M1 bezeichnet; er umfaßt das Bargeld des Publikums, die Sichteinlagen von Nicht-Banken bei den Kreditunternehmen und die in das Geldvolumen einzurechnenden Verbindlichkeiten der Oesterreichischen Nationalbank. Mit Hilfe des Geldmengenmultiplikators (m) wird eine Verbindung zwischen Geldmenge (M) und Zentralbankgeld (Z) hergestellt.

$$(1) \quad M = Z \cdot m$$

Diese definitorische Beziehung läßt sich unter bestimmten Gesichtspunkten erweitern. Den Ausgangspunkt dafür bildet eine adaptierte Bilanz der Notenbank, die es erlaubt, das Zentralbankgeld sowohl von der Entstehungsseite als auch von der Verwendungsseite her zu definieren.

Während für den ersten Faktor der Gleichung (1) die einzelnen Entstehungsquellen des Zentralbankgeldes explizit gemacht werden, scheinen im Geldmengenmultiplikator die Verwendungsformen des Zentralbankgeldes und des Geldvolumens auf.

Die Aufspaltung des Zentralbankgeldes nach der Entstehungsseite

Mit Hilfe der Wochenausweise der Oesterreichischen Nationalbank wird das Zentralbankgeld aufgespalten in:

ZWR ... Veränderung der Währungsreserven (inlandswirksamer Saldo)²⁾

²⁾ Die Position ZWR umfaßt nur den liquiditätswirksamen Saldo der Währungsreserven der Notenbank (ohne Swaps), d. h. Veränderungen die sich aus Kursverlusten anlässlich der Schillingaufwertung, aus Veränderung der Sonderziehungsrechte in der Höhe der Zuteilung durch den IWF oder aus Krediten an die Republik Österreich zwecks Gewährung von Krediten an internationale Finanzierungsinstitutionen ergaben, werden nicht berücksichtigt; dies wird in der Position ZWRS bzw. ZSO ausgewiesen.

¹⁾ Das Multiplikator-konzept wurde im Ausland in verschiedenen empirischen Arbeiten angewendet: M. Friedman — A. J. Schwartz: A Monetary History of the United States 1867—1960, Princeton 1963. — Ph. Cagan: Determinants and Effects of Changes in the Stock of Money 1875—1960, Princeton 1963. — J. Siebke — M. Willms: Das Geldangebot in der Bundesrepublik Deutschland, Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft, 126 Bd., Heft 1/1970, S. 55/74. Im Oesterreichischen Institut für Wirtschaftsforschung wurde mit Hilfe dieses Konzeptes das Geldmengenwachstum für die Zeit von 1955 bis 1969 untersucht: F. Schebeck: Die Komponenten des Geldmengenwachstums Monatsberichte 4/1971, S. 140/162.

- ZNV ... Notenbankverschuldung der Kreditunternehmungen
- ZOM ... Wertpapiere aus Offen-Markt-Geschäften, verkaufte Geldmarkt-Schatzscheine, begebene Kassenscheine
- ZBU ... Forderung gegen den Bundesschatz, Scheidemünzen bei der Notenbank, Umlauf von Scheidemünzen
- ZERP ... Eskontierte ERP-Wechsel
- ZSO ... Sonstige Aktiva minus Passiva

Die Veränderung der Währungsreserven der Notenbank, der wichtigsten Quelle der Zentralbankgeldschöpfung, kann durch die Zahlungsbilanz weiter wie folgt aufgeteilt werden:

- ZLEI ... Leistungsbilanz + statistische Differenz
 - ZKAKU ... Kurz- und langfristiger Kapitalverkehr der Kreditunternehmungen¹⁾
 - ZKAW ... Kurz- und langfristiger Kapitalverkehr von Wirtschaftsunternehmungen und Privaten
 - ZKAÖF ... Kurz- und langfristiger Kapitalverkehr von öffentlichen Stellen
 - ZWRS ... Sonstige Veränderungen von Währungsreserven
-
- = ZWR ... Veränderung der Währungsreserven (inlandswirksamer Saldo)

Im Hinblick auf die Zuordnung in Sektoren wurde der kurz- und langfristige Kapitalverkehr in drei Komponenten dargestellt. Die kurzfristige Netto-Auslandsposition der Kreditunternehmungen galt früher als Regulativ für die Inlandsliquidität; wohl hat ein Teil davon die Funktion von working balances für die Abwicklung des Zahlungsverkehrs mit dem Ausland. Seit 1971 spielt diese Position in zunehmendem Maße eine Rolle für die Fristentransformation von kurzfristigem in langfristiges Kapital. Daher erschien es sinnvoll, den kurz- und langfristigen Kapitalverkehr zusammenzufassen und gleichzeitig nach Sektoren aufzugliedern.

Die Aufgliederung des Geldmengenmultiplikators

Der Multiplikator wird zunächst als Quotient aus den Verwendungsformen des Geldvolumens und des Zentralbankgeldes angeschrieben:

$$(2) \quad m = \frac{B_m + S}{R\ddot{U} + RM + B_z}$$

¹⁾ Einschließlich der langfristigen Transaktionen der Oesterreichischen Nationalbank.

Dabei sind:

- B_m ... Bargeld des Geldvolumens:
Banknoten und Scheidemünzen in den Kassen der Nicht-Banken
In das Geldvolumen einzurechnende Verbindlichkeiten der Oesterreichischen Nationalbank
- S ... Sichteinlagen der Nicht-Banken bei den Kreditunternehmungen
- B_z ... Bargeld des Zentralbankgeldes:
Banknoten und Scheidemünzen in den Kassen der Nicht-Banken
Giro öffentlicher Stellen und sonstige Guthaben bei der Notenbank
- $R\ddot{U}$... Überschußreserven der Kreditunternehmungen
- RM ... Mindestreserven der Kreditunternehmungen

In den Veröffentlichungen der Oesterreichischen Nationalbank (OeNB) werden die in das Geldvolumen bzw. in das Zentralbankgeld einzurechnenden Guthaben bei der Notenbank verschieden definiert; dadurch wurde es notwendig, zunächst zwei verschiedene Bargeldbegriffe für diese Arbeit abzugrenzen. In den Beiträgen zum Geldmengenwachstum sind sie allerdings wieder in einer Komponente vereint.

In einem weiteren Schritt werden die Reserven der Kreditunternehmungen zu den Depositen, Bargeld sowie Termin- und Spareinlagen werden zu den Sichteinlagen in Beziehung gesetzt. Die rechte Seite der Gleichung (2) wird so zu:

$$(3) \quad m = \frac{1 + k_m}{(r\ddot{u} + rm)(1 + t) + k_z}$$

wobei

$$\left. \begin{aligned} k_m &= \frac{B_m}{S} \\ k_z &= \frac{B_z}{S} \end{aligned} \right\} \text{die Bargeld- oder Kassenhaltungskoeffizienten}$$

$$\left. \begin{aligned} r\ddot{u} &= \frac{R\ddot{U}}{S + TSP} \\ rm &= \frac{RM}{S + TSP} \end{aligned} \right\} \text{die Koeffizienten der Überschuß- bzw. der Mindestreserve}$$

$$t = \frac{TSP}{S} \left. \right\} \text{der Einlage- oder Depositenkoeffizient (TSP = Termin- und Spareinlagen)}$$

sind

Der Geldmengenmultiplikator setzt sich also aus Koeffizienten zusammen, die die Struktur der Geldvermögenshaltung von Kreditunternehmungen und Nicht-Banken wiedergeben.

Man gelangt nun zu folgender Multiplikatorgleichung

$$(4) \quad M = \sum_i X_i \frac{1 + k_m}{(r\ddot{u} + rm)(1 + t) + k_z},$$

die in Wachstumsraten umgeformt zu

$$(5) \quad \Delta \ln M = \sum_i \frac{\Delta X_i}{\Delta Z} \Delta \ln Z + \sum_j \varepsilon(m \cdot x_j) \cdot \Delta \ln x_j$$

wird¹⁾.

X_i sind die Entstehungsquellen des Zentralbankgeldes. Im Interesse einer exakten Darstellung werden an Stelle der üblichen Wachstumsraten die Differenzen der natürlichen Logarithmen genommen. Die Wachstumsrate der Geldmenge ist somit eine Summe aus den anteiligen Veränderungen der Ent-

stehungsquellen des Zentralbankgeldes $\left(\frac{\Delta X_i}{\Delta Z} \Delta \ln Z \right)$

und aus den Wachstumsraten der Multiplikatorkoeffizienten ($\Delta \ln x_j$) gewogen mit den Elastizitäten des Multiplikators in bezug auf den jeweiligen Koeffizienten ($\varepsilon(m \cdot x_j)$).

Diese Komponenten sind nur als statistische Beiträge zur Geldmengenveränderung anzusehen, sie erlauben keine unmittelbaren Rückschlüsse auf kausale Zusammenhänge; dafür müßten Hypothesen über Verhaltensweisen, die die einzelnen Komponenten bestimmen, formuliert und getestet werden

Für die Berechnungen im Beobachtungszeitraum (I. Quartal 1968 bis II. Quartal 1976) wurden aus Quartalsendständen²⁾ Jahreszuwachsrate berechnet, dementsprechend wurden die Stromgrößen jeweils über vier Quartale gemessen.

Die Komponenten werden sowohl als absolute als auch als relative Beiträge zur Wachstumsrate der Geldmenge dargestellt

Geldmenge und Konjunktur

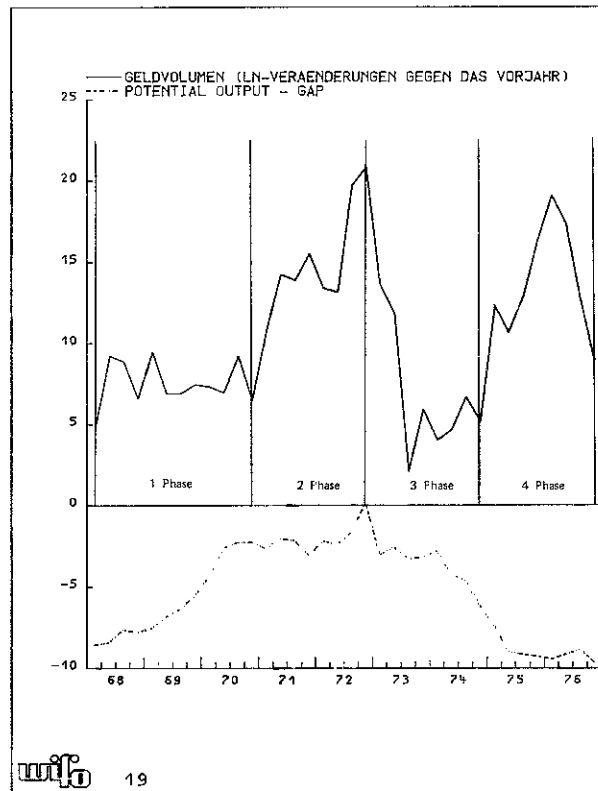
Die Berichtsperiode (I. Quartal 1968 bis II. Quartal 1976) umfaßt fast den ganzen letzten Konjunkturzyklus (III. Quartal 1967 bis II. Quartal 1976). Die konjunkturelle Entwicklung wird hier an Hand der Auslastung des Potential Outputs (Abweichung des Brutto-Nationalproduktes ohne Land- und Forstwirtschaft vom Potential Output = Kapazitätsauslastung in Prozent³⁾) beschrieben

¹⁾ Ableitung zu (5) siehe F. Schebeck, a. a. O. S. 158 ff.

²⁾ Eine Ausnahme bilden die Mindestreserven, für die entsprechend der Mindestreservenregelung Durchschnittswerte verwendet werden

³⁾ F. Breuss: Potential Output — Ein Beitrag zur Messung gesamtwirtschaftlicher Kapazitätsauslastung und konjunkturelle Ungleichgewichte, *Empirica* 2/1975, S. 165/214

Geld- und Konjunkturzyklus



Als nach einer deutlich erkennbaren Erholungsphase das Konjunkturtief von der Jahreswende 1967/68 überwunden war, setzte ab der zweiten Jahreshälfte 1969 ein steiler Aufschwung ein, der Mitte 1970 in ein mehr als drei Jahre anhaltendes Hochkonjunkturplateau mündete. Daraus ragt nur das IV. Quartal 1972 hervor, das durch eine Überauslastung gekennzeichnet war (hauptsächlich wegen der Vorzieheffekte im Hinblick auf die Einführung der Mehrwertsteuer ab 1. Jänner 1973)

Ab dem II. Quartal 1974 setzte ein rascher Konjunkturabschwung ein, der in die Rezession 1975 mündet, von der sich die Wirtschaft seit Ende 1975 zu erholen beginnt; ab Frühjahr 1976 befindet sie sich in einem mäßigen Aufschwung

Die Geldmengenexpansion hat sich im Gegensatz zur Konjunktur zunächst bis Anfang 1971 nicht beschleunigt: Erst als die internationale Währungskrise akut wurde, erfolgte ein starker Auftrieb, der bis Ende 1972 anhielt. Als die monetären Restriktionsmaßnahmen an der Jahreswende 1972/73 einsetzten und die Devisenzuflüsse versiegt, verlangsamte sich das Wachstum der Geldmenge kurzfristig sehr stark. Während sich der Konjunkturabschwung in der zweiten Jahreshälfte 1974 fortsetzte und in eine Rezession überging, beschleunigte sich das Geldmengenwachstum und erreichte Anfang 1976 ähnlich hohe Zuwachsraten wie Ende 1972 (rund 20%). 1976

hielt die Expansion der Geldmenge weiterhin auf hohem Niveau (etwa 15%).

Nach dieser kurz skizzierten Gegenüberstellung ist kaum eine Übereinstimmung zwischen Geld- und Konjunkturzyklus zu erkennen. Für eine Gliederung des Verlaufes der monetären Expansion in einzelne Abschnitte bieten sich vier signifikante Phasen an. Sie lassen sich kurz wie folgt charakterisieren:

1. Phase: I. Quartal 1968 bis IV. Quartal 1970: In diesem Abschnitt expandierte die Geldmenge in einer konjunkturellen Aufschwungphase und geldpolitisch ruhigen Zeit gleichmäßig

2. Phase: I. Quartal 1971 bis IV. Quartal 1972: Kurz nachdem die österreichische Wirtschaft auf ein Hochkonjunkturplateau eingeschwenkt war, wurde die internationale Währungskrise akut und das inländische Geldmengenwachstum nahm stark zu

3. Phase: I. Quartal 1973 bis IV. Quartal 1974: Während die Hochkonjunktur noch anhielt, wurden monetäre Restriktionsmaßnahmen ergriffen, die zusammen mit einer Passivierung der Leistungsbilanz zunächst das Geldmengenwachstum stark dämpften und einige Zeit auf niedrigem Niveau hielten.

4. Phase: I. Quartal 1975 bis II. Quartal 1976: Die Rezession und der beginnende Aufschwung sind von einer lockeren monetären Politik begleitet, wobei sich die Geldmengenausweitung infolge hoher Kapitalimporte des Bundes und wachsender Kreditnachfrage neuerlich beschleunigt.

Die Struktur des Geldmengenwachstums in der Gesamtperiode und in den einzelnen Phasen

Auf Basis der Durchschnitte der Jahreszuwachsrate der Geldmenge und seiner Komponenten für die gesamte Beobachtungsperiode und die einzelnen Abschnitte läßt sich zunächst ein Überblick über die Struktur der Geldmengenausweitung gewinnen¹⁾

Von Anfang 1968 bis Mitte 1976 kamen gut drei Viertel des jahresdurchschnittlichen Geldmengenwachstums von 10% aus dem Zentralbankgeld, ein knappes Viertel trug der Multiplikator bei. Der dominierende Anteil entfiel mit rund 80% auf die Währungsreserven; den überragenden Beitrag lieferte der Kapitalverkehr, von der Leistungsbilanz hingegen ging eine leicht kontraktive Wirkung aus. Die Bundeskomponente wirkte etwas expansiv, die Veränderung sonstiger Positionen der Notenbankbilanz mit rund 1/7 dämpfend auf die Geldmengenveränderung.

Von den beiden weiteren Instrumenten der Notenbank wirkte nur die Mindestreservenpolitik im Periodendurchschnitt geldmengenerhöhend, die Offener-Markt-Politik blieb neutral. Der Kreditapparat übte

¹⁾ Die Zeitreihen der absoluten Beiträge der einzelnen Komponenten zu den Jahreszuwachsrate der Geldmenge für die Periode vom I. Quartal 1968 bis zum II. Quartal 1976 finden sich in den Übersichten des Anhangs

Übersicht 1

Die Beiträge der einzelnen Komponenten zum Geldmengenwachstum¹⁾

	Gesamte Periode		I Qu 1968/IV Qu 1970		I Qu 1971/IV Qu 1972		I Qu 1973/IV Qu 1974		I Qu 1975/II Qu 1976	
	In-Veränderung in %	relative Beiträge	In-Veränderung in %	relative Beiträge	In-Veränderung in %	relative Beiträge	In-Veränderung in %	relative Beiträge	In-Veränderung in %	relative Beiträge
$\Delta \ln M1$	10.43	100.00	7.53	100.00	15.20	100.00	6.78	100.00	14.76	100.00
$\Delta \ln Z$	8.05	77.18	3.47	46.08	14.02	92.24	3.46	51.03	15.37	104.13
(ZLEI) ²⁾	-0.73	-7.00	2.11	28.02	2.28	15.00	-6.09	-89.82	-3.30	-22.36
(ZKAKU) ²⁾	-0.19 ²⁾	-1.82 ²⁾	-2.40 ²⁾	-31.87 ²⁾	8.26	54.34	-4.59	-67.70	0.26	1.76
(ZKAÖF) ²⁾	3.48 ²⁾	33.37 ²⁾	4.10 ²⁾	54.45 ²⁾	-1.90	-12.50	-0.77	-11.36	14.24	96.48
(ZKAW) ²⁾	4.86 ²⁾	46.60 ²⁾	-0.17 ²⁾	-2.26 ²⁾	5.89	38.75	8.14	120.06	9.10	61.65
(ZWRS) ²⁾	1.43	13.71	-0.01	-0.13	1.41	9.27	3.63	53.54	-0.03	-0.20
(ZWR) ²⁾	8.55	81.98	3.27	43.43	15.94	104.87	0.32	4.72	20.27	137.33
(ZNV) ²⁾	0.04	0.38	0.89	11.82	-0.75	-4.93	2.47	36.43	-3.85	-26.08
(ZOM) ²⁾	-0.01	-0.09	-0.38	-5.05	-0.70	-4.60	1.69	24.93	-0.64	-4.34
(ZBU) ²⁾	0.68	6.52	0.44	5.84	-0.96	-6.32	1.82	26.84	1.83	12.40
(ZERP) ²⁾	0.20	1.92	0.43	5.71	0.25	1.64	-0.07	-1.03	0.06	0.41
(ZSO) ²⁾	-1.42	-13.61	-1.18	-15.67	0.23	1.51	-2.77	-40.86	-2.30	-15.58
$\Delta \ln m_1$	2.38	22.82	4.06	53.92	1.18	7.76	3.32	48.97	-0.61	-4.13
r ¹⁾	1.51	14.48	2.85	37.85	0.06	0.39	3.27	48.23	-1.56	-10.57
(rm) ²⁾	1.63	15.63	2.52	33.47	-1.44	-9.47	4.41	65.04	0.23	1.56
(rü) ²⁾	-0.12	-1.15	0.33	4.38	1.49	9.80	-1.14	-16.81	-1.79	-12.13
k	1.13	10.83	1.52	20.18	0.63	4.14	1.00	14.75	1.17	7.93
f	-0.26	-2.49	-0.31	-4.12	0.49	3.22	-0.95	-14.01	-0.22	-1.49

¹⁾ Für die Bezeichnung der einzelnen Komponenten des Geldmengenwachstums wurden in dieser Übersicht die in der Multiplikator- und Zentralbankgelddefinition eingeführten Symbole auf S. 71/72 beibehalten. — ²⁾ Die Summe der Komponenten ergibt nicht den Wert der Komponente (ZWR)²⁾ da für 1968 und 1969 nur Jahreswerte zur Verfügung standen.

weder über die Notenbankverschuldung¹⁾ noch über die Veränderung der Überschußreserven einen nennenswerten Einfluß aus. Die Strukturkoeffizienten des Publikums wirkten per Saldo expansiv; der positive Einfluß des Bargeldkoeffizienten (die Bargeldquote sank) wurde durch die Veränderung des Einlagekoeffizienten (Spar- und Termineinlagen nahmen stärker zu als Sichteinlagen) etwas gedämpft.

Vergleicht man das Ergebnis für diese 8½ Jahre mit dem für die Periode 1955 bis 1969²⁾, so zeigen sich folgende wesentliche Unterschiede: Der Beitrag des Zentralbankgeldes überstieg in der früheren Periode 100%, weil sowohl die Währungsreserven als die Bundeskomponente stärker expansiv wirkten, aber ebenso trug die Notenbankverschuldung damals zur Geldmengenausweitung bei. Im Gegensatz zur jüngeren Vergangenheit stützte damals im Multiplikatorbereich der Abbau der Überschußreserven den Geldzuwachs (+15%), die Mindestreservenveränderung jedoch wirkte leicht entgegen. Die negative Multiplikatorwirkung war aber hauptsächlich auf das Verhalten des Publikums zurückzuführen; sowohl die Termin- und Spareinlagen als das Bargeld stiegen stärker als die Sichteinlagen (der Beitrag zusammen lag bei rund -20%).

Dieser relativ oberflächliche Vergleich bestätigt die bereits vor sechs Jahren aufgezeigten mittelfristigen Tendenzen im Geldangebotsprozeß (Geldmengewachstum), nämlich die rückläufige Bedeutung der Zentralbankgeldschöpfung infolge eines schwächeren Beitrages der Außenkomponente (das Bild verändert sich nur manchmal kurzfristig, wenn hohe Auslandskredite hereingenommen werden) und den Rückgang der negativen Beiträge der Publikums-komponenten im Multiplikator (sie wirken nunmehr zusammengenommen positiv).

Auf die Probleme, die diese Entwicklung für den Geldangebotsprozeß auf mittlerer und längerer Sicht aufwirft, wird noch später eingegangen werden

Wie im vorigen Abschnitt dargelegt wurde, läßt sich keine eindeutige Beziehung zwischen dem Verlauf des Geldmengewachstums (dem Geldzyklus) und dem Konjunkturzyklus herstellen. Vielmehr bot sich an, den Geldzyklus in einzelne Phasen (in diesem Fall in vier Abschnitte) zu zerlegen und zu prüfen, in welchem Ausmaß die einzelnen Komponenten im Durchschnitt dieser Zeitabschnitte das Geldmengewachstum statistisch bestimmt haben.

¹⁾ Die Notenbank beeinflusst die Refinanzierungsmöglichkeiten der Kreditunternehmungen insbesondere durch Festsetzen der Diskont- und Lombardsätze, seltener durch mengenmäßige Beschränkungen.

²⁾ F. Schebeck (1971): a. a. O., S. 145. Um Neuberechnungen zu vermeiden wurde eine zeitliche Überschneidung in Kauf genommen

1. Phase: I. Quartal 1968 bis IV. Quartal 1970

Das durchschnittliche Geldmengewachstum von 7½% wurde nicht einmal zur Hälfte durch die Zentralbankgeldschöpfung bewirkt, 54% trug der Multiplikator bei. Die Höhe des relativen Beitrages der Zentralbankgeldkomponente deckt sich ungefähr mit der Währungsreservenkomponente.

Der Beitrag der Leistungsbilanzkomponente, der seit Ende 1965 negativ war, wurde 1969 mit fortschreitendem Aufschwung positiv. Dazu fast spiegelbildlich entwickelte sich der Beitrag aus dem Kapitalverkehr. Nach den hohen Aufnahmen von Auslandskrediten in den Jahren 1967 und 1968 zur Finanzierung der rezessionsbedingten Defizite des Bundeshaushaltes wurden 1969 und zum Teil auch 1970 Auslandsschulden getilgt.

Der positive Beitrag der Notenbankverschuldung entstand hauptsächlich 1969/70, als die Währungsreserven infolge der Kredittilgungen abnahmen oder nur schwach stiegen. Die Offen-Markt-Komponente dämpfte das Geldwachstum etwas; die Bundes- und die ERP-Komponente hingegen stützten es jeweils im gleichen Ausmaß.

Der hohe Anteil des Multiplikators im Geldschöpfungsprozeß wurde zu fast zwei Drittel durch eine expansive Mindestreservenpolitik erreicht, der Abbau der Überschußreserven steuerte nur wenig bei. In der Kassenhaltung des Publikums kam es zu einer deutlichen Umschichtung zugunsten der Sichteinlagen (positiver Beitrag) und in schwächerem Ausmaß auch zu einer Verschiebung der Einlagenstruktur zugunsten der Spar- und Termineinlagen (negativer Beitrag).

2. Phase: I. Quartal 1971 bis IV. Quartal 1972

Die durchschnittliche Wachstumsrate der Geldmenge verdoppelte sich gegenüber der 1. Phase auf 15¼%. Der Beitrag des Zentralbankgeldes erreichte mit einem Anteil von gut 90% das Zweifache der vorhergehenden 3-Jahres-Periode (die durchschnittliche jährliche Zuwachsrate stieg von 3½% auf 14%). Mit der Erstarbung des Schilling, die sich in der Wechselkursentwicklung spiegelt, floß teils aus spekulativen Gründen, vornehmlich aber auf Grund von Bestrebungen der Kurssicherung, Auslandskapital herein. So trugen die Kapitaltransaktionen des Kreditapparates mehr als 50% zum Geldmengewachstum bei: Die starke kurzfristige Auslandsverschuldung der Kreditunternehmungen wurde für Fremdwährungskredite an die österreichische Wirtschaft verwendet, die sie primär zur Kurssicherung und Vorfinanzierung von Exportforderungen, aber auch zur Importfinanzierung benötigte. Der Beitrag der Auslandskreditaufnahmen der Wirt-

schaft war mit 39% gleichfalls hoch, da der Kreditboom des Jahres 1972 die Auslandskredite mit einschloß. Dagegen gestattete die Hochkonjunktur und die Flüssigkeit des heimischen Kreditmarktes dem Bund die Tilgung von Auslandsschulden (Anteil $-12\frac{1}{2}\%$). Der Beitrag der in dieser Phase fast stets aktiven Leistungsbilanz (einschließlich der statistischen Differenz) war mit 15% im Vergleich zur Kapitalbilanzkomponente eher gering. Der hohe Liquiditätszufluß aus den Währungsreserven (Beitrag 105%) veranlaßte die Kreditunternehmungen insbesondere im Jahre 1971 ihre Notenbankverschuldung abzubauen, die Notenbank dämpfte mit Offener Markt-Transaktionen (Begebung von Kassenscheinen) die Ausweitung des Zentralbankgeldes etwas; auch von der Bundeskomponente ging eine restriktive Wirkung aus, allerdings hauptsächlich deshalb, weil die Oesterreichische Nationalbank den bis dahin vom Bund selbst gehaltenen Teil der österreichischen Währungsfonds-Quote übernahm. Dadurch erhöhte sich in der gleichen Periode die Komponente der sonstigen Einflüsse.

Der bescheidene Beitrag des Multiplikators ($7\frac{3}{4}\%$) geht, da die Kreditunternehmungen die restriktive Mindestreservenpolitik durch die Mobilisierung der Überschußreserven kompensierten, nur auf den Kassenhaltungs- und Einlagekoeffizienten zurück.

Ab der zweiten Jahreshälfte 1972 erhöhten einige Faktoren die Liquidität der Wirtschaft kräftig. Das schlug sich in einer sprunghaften Zunahme der Sichteinlagen nieder, hinter der sowohl das Wachstum des Bargeldes als jenes der Termin- und Spareinlagen zurückblieb.

Die Belebung der wirtschaftlichen Aktivität vor Einführung der Mehrwertsteuer erforderte eine höhere Transaktionskasse, die man zum Teil auf dem Kreditwege erlangte. Ein weiterer Impuls zur Kreditausweitung und damit zur Liquidisierung ging gegen Jahresende 1972 davon aus, daß für Jahresbeginn 1973 Kreditbeschränkungsmaßnahmen erwartet wurden. Die kräftige Güternachfrage führte zu einem fühlbaren Lageraufbau, der einen zusätzlichen Liquiditätseffekt ausübte. Und schließlich drückte die erhöhte Konsumfreudigkeit die Sparneigung und wirkte so zusätzlich auf den Einlagekoeffizienten.

3. Phase: I. Quartal 1973 bis IV. Quartal 1974

Diese Phase brachte einen jähen Umschwung sowohl im Tempo als auch in der Struktur des Geldmengenwachstums. Die durchschnittliche Expansionsrate verlangsamte sich von $15\frac{1}{4}\%$ auf $6\frac{3}{4}\%$. Im Gegensatz zur Vorperiode trugen die Währungsreserven nahezu nichts zum Geldmengenwachstum bei. Expansiv wirkten vorwiegend jene Komponen-

ten, die die Währungsbehörden unmittelbar beeinflussen können. In dieser Periode gelang es, das Tempo der monetären Expansion in kurzer Zeit drastisch zu drosseln und dann auf niedrigem Niveau zu halten. Die Leistungsbilanz war durchwegs passiv und der relative Beitrag dieser Komponente mit 90% negativ: Einerseits war die Handelsbilanz durch die Verteuerung von Erdöl Ende 1973 belastet, andererseits wurde in der ersten Jahreshälfte 1973 der Absatz österreichischer Waren vor allem durch die De-facto-Aufwertungen des österreichischen Schilling gegenüber einer Reihe von westeuropäischen Währungen erschwert. Die Einnahmen aus der Dienstleistungsbilanz stiegen bereits 1973 schwächer als in den Jahren vorher und nahmen 1974 im Vorjahresvergleich ab. Ebenfalls negativ (-68%) war der Beitrag aus den Auslandstransaktionen der Kreditunternehmungen. Sie führten früher hereingenommene Mittel, zum Teil auf Veranlassung der Währungsbehörden, wieder ins Ausland zurück. Öffentliche Stellen (der Bund) setzten die Tilgung von Auslandskrediten zunächst fort und begannen erst Ende 1974 wieder Kredite im Ausland zu beanspruchen (Beitrag im Periodendurchschnitt -11%). Im Gegensatz dazu flossen der Wirtschaft Auslandskredite weiterhin kräftig zu (Beitrag 120%), wodurch Wirtschaftsunternehmungen und Private den inländischen Kreditrestriktionen zum Teil ausweichen konnten. Somit konzentrierte sich die Geldmengenausweitung je zur Hälfte auf die inländische Zentralbankgeld- und auf die Multiplikatorkomponente. Die in dieser Zeit starke Ausweitung der Notenbankverschuldung der Kreditunternehmungen leistete einen relativen Beitrag von gut einem Drittel; sie ließ sich besser als in je einer anderen Zeit von der Notenbank kontrollieren, zumal die Inanspruchnahme der Refinanzierungshilfe an die Einhaltung des Kreditlimes gebunden war. Weiters schaltete sich die Notenbank mit expansiven Offener Markt-Operationen ein, die relativ rund ein Viertel zum Geldmengenwachstum beitrugen. Ebenfalls etwa ein Viertel stammt aus der Bundeskomponente, hauptsächlich durch die Erhöhung des Scheidemünzenumlaufes, insbesondere durch die Ausgabe von Silbermünzen im Nennwert von 50 S und 100 S. Diese wohl statistisch in diesem Konzept erfaßte Geldmengenausweitung dürfte de facto auf Grund von Hortungen nicht umlaufwirksam sein.

Der — allerdings unbedeutende — negative Beitrag der ERP-Komponente läßt erkennen, daß sich die Kreditrestriktionen auch auf die ERP-Kredite erstreckten (die Vergabe von ERP-Krediten wurde Ende 1972 eingestellt bzw. bis Ende 1973 und das 1. Halbjahr 1974 aufgeschoben). Der stark positive Anteil der sonstigen Veränderung von Währungs-

reserven¹⁾ berücksichtigt besonders für 1973 Beträge, die der statistischen Differenz zuzurechnen sind²⁾. Das bedeutet, daß in der dritten Phase der tatsächliche negative Anteil der Leistungsbilanz etwas geringer sein dürfte. Außerdem fallen in diese Position 1973 Swapkredite der Notenbank. Da in der Position Veränderung der Währungsreserven (ZWR) nur der liquiditätswirksame Saldo der Währungsreserven der Nationalbank berücksichtigt wird, enthält die Komponente „Sonstige Aktiva minus Passiva“ hauptsächlich die Bildung von Rückstellungen für Bewertungsverluste an valutarischen Beständen. Der hohe negative Anteil von ZSO (—41%) beruht auf der Kompensation von Bewertungsänderungen 1973 und 1974, die in ZWR nicht erfaßt werden.

Die Multiplikatorwirkung ist ausschließlich auf die Reservekomponente zurückzuführen. Eine im Durchschnitt expansiv wirkende Mindestreservenpolitik — die Mindestreservensätze wurden insbesondere 1974 merklich zurückgenommen — wurde zu einem Viertel durch die Überschußreservenkomponente kompensiert: Mit fortschreitendem Konjunkturabschwung im Laufe des Jahres 1974 ging einerseits die Kreditnachfrage zurück (daher sanken die Veranlagungsmöglichkeiten des Kreditapparates) und andererseits ließ die hohe Spar- und Liquiditätsneigung den Einlagestrom stark anschwellen (wobei die Sparneigung noch durch die Zinsanhebung Mitte 1974 begünstigt wurde). Der kräftige Spareinlagenzuwachs zeigt sich deutlich in dem seit Mitte 1973 negativ gewordenen Beitrag der Einlagenkomponente. Damit wurde der positive Beitrag aus dem Kassenhaltungskoeffizienten nahezu ausgeglichen.

4. Phase: I. Quartal 1975 bis II. Quartal 1976

Die Geldmengenausweitung (+14³/₄%) entwickelte sich in der letzten Periode ähnlich dynamisch wie in den Jahren 1971/72. Sie wurde wie damals von einem kräftigen Devisenzufluß getragen (mit einem noch höheren Anteil von 137% gegen 105% bei einer Zuwachsrate von 20% gegen 16%), der aber überwiegend auf andere Faktoren zurückging. Vor allem der Bund nahm zur Finanzierung des Budgetdefizites 1975 bedeutende Auslandsmittel auf (Anteil 96¹/₂%). Von den Währungsbehörden wurden, soweit dies in diesem Konzept zum Ausdruck kommen kann, keine dämpfenden Maßnahmen gesetzt. Die Kreditunternehmungen bauten ihre Notenbankverschuldung ab (negativer Anteil 26%), der negative

Beitrag der Offen-Markt-Politik war wie in der zweiten Phase eine quantität negligible; die Mindestreservenpolitik — die in der zweiten und zu Beginn der dritten Phase noch restriktiv wirkte — wurde überhaupt nicht eingesetzt. Einen restriktiven Effekt auf das Geldmengenwachstum übten der Aufbau von Überschußreserven (—12%) und die sonstige Position der Notenbank (—16%) aus. Die starke Zunahme der Sichteinlagen bewirkte bei schwächer steigendem Bargeld einen positiven Beitrag des Kassenhaltungskoeffizienten und bei gleichzeitig verstärkten Spar- und Termineinlagenzuströmen einen schwach negativen Anteil des Einlagekoeffizienten. Der Multiplikator kompensierte damit in dieser Phase etwas mehr als 4% des Zentralbankgeldwachstums.

Die Beiträge der Sektoren zum Geldmengenwachstum

Ordnet man die Anteile der einzelnen Komponenten Sektoren zu, die auf die einzelnen Komponenten Einfluß haben, lassen sich folgende Entscheidungsgruppen zusammenfassen³⁾:

Wirtschaftsunternehmungen und Private

Diesem Sektor sind von den Komponenten des Zentralbankgeldes der lang- und kurzfristige Kapitalverkehr der Wirtschaftsunternehmungen und Privaten sowie die Leistungsbilanz (einschließlich statistischer Differenz) zuzuordnen. Von den Komponenten des Multiplikators wurde die Bargeld- und Einlagenkomponente als Ausdruck der Nachfrage des Publikums nach Bargeld, Sicht-, Termin- und Spareinlagen genommen; dabei wurden die Einlagen der öffentlichen Stellen den Wirtschaftsunternehmungen und Privaten zugerechnet.

Da sowohl im Kapitalverkehr mit dem Ausland als auch bei den Einlagen bei den Banken und beim Bargeld eine Trennung zwischen Privaten und Wirtschaftsunternehmungen nicht möglich ist, wurden diese beiden Sektoren zusammengefaßt

Öffentliche Hand (Bund)

Diesem Sektor fallen die Zentralbankgeldkomponente lang- und kurzfristiger Kapitalverkehr der öffentlichen Stellen, die ERP- und die Bundeskomponente zu.

Währungsbehörde

Die Währungsbehörde im engeren Sinn (Oesterreichische Nationalbank) umfaßt vor allem Kompo-

¹⁾ Diese Position ZWRS umfaßt sonstige in der Zahlungsbilanz ohne Reserveschöpfung nicht ausgewiesene Beträge, die aber im inlandswirksamen (liquiditätswirksamen) Saldo der Währungsreserven enthalten sind.

²⁾ In dieser Arbeit werden die vorläufigen Zahlungsbilanzdaten der Oesterreichischen Nationalbank verwendet, endgültige Daten sind nur jahresweise erhältlich

³⁾ Diese Zuordnung ist rein statistisch und bringt nicht das tatsächlich angestrebte Verhalten der Sektoren bei manchen wirtschaftspolitischen Entscheidungen zum Ausdruck.

nenten des Zentralbankgeldangebotes: *Offen-Markt-, sonstige Außen- wie sonstige Zentralbankgeldkomponente* und als Komponente des Multiplikators die *Mindestreserven*.

Kreditapparat

Neben der *Notenbankverschuldung und dem lang- und kurzfristigen Kapitalverkehr der Kreditunternehmungen* als Komponenten des Zentralbankgeldes wird die *Überschußreserve* als Multiplikator Komponente dem Sektor Kreditapparat zugeordnet.

Übersicht 2

Die Beiträge der Sektoren zum Geldmengenwachstum

Periode	Wirtschaftsunternehmungen und Private	Öffentliche Stellen	Währungsbehörde (OeNB)	Kreditunternehmungen
Ganze Periode				
I Qu. 1968/II Qu. 1976 Δ In	5 00 ¹⁾	4 36 ¹⁾	1 63 ¹⁾	- 0 27 ¹⁾
relativ	47 9 ¹⁾	41 8 ¹⁾	15 6 ¹⁾	- 2 6 ¹⁾
I Qu. 1968/IV Qu. 1970 Δ In	3 15 ¹⁾	4 97 ¹⁾	0 95 ¹⁾	- 1 18 ¹⁾
relativ	41 8 ¹⁾	66 0 ¹⁾	12 6 ¹⁾	-15 6 ¹⁾
I Qu. 1971/IV Qu. 1972 Δ In	9 28	- 2 60	- 0 49	9 01
relativ	61 1	-17 1	- 3 2	59 3
I Qu. 1973/IV Qu. 1974 Δ In	2 10	0 98	6 97	- 3 26
relativ	31 0	14 4	102 6	-48 0
I Qu. 1975/II Qu. 1976 Δ In	6 75	16 13	- 2 74	- 5 38
relativ	45 7	109 3	-18 5	-36 5

¹⁾ Siehe Fußnote in Übersicht 1

Über die ganze Beobachtungsperiode wurde das Geldmengenwachstum zu 90% durch die beiden Sektoren Wirtschaftsunternehmungen und Private sowie öffentliche Hand bestimmt. Der positive Beitrag der Währungsbehörde betrug etwa 15%, die Kreditunternehmungen haben die Geldvolumenexpansion per Saldo kaum beeinflusst (negativer Anteil etwa -2 1/2%).

In den einzelnen Phasen des Verlaufes des Geldwachstums unterscheiden sich die nach Sektoren gruppierten Beiträge erheblich voneinander. In der 1. Phase dominierte der Beitrag der öffentlichen Stellen mit etwa 2/3, da 1968 besonders der Bund zur Finanzierung seines Budgetdefizites verstärkt Kapital im Ausland aufnahm. Die Notenbankpolitik 1968/69 war zunächst darauf gerichtet, ausreichend Liquidität zu schaffen, um die Finanzierung des Aufschwunges zu sichern. Erst im Herbst 1969 wurden erste restriktive Maßnahmen gesetzt: Erhöhung des Diskontsatzes als Anpassung an das internationale Zinsniveau und Hinaufsetzen der Mindestreservesätze. Der positive Beitrag der Währungsbehörde zum Geldmengenwachstum betrug ungefähr 1/8, Wirtschaftsunternehmungen und Private trugen etwas mehr als 40% bei. Die Kreditunternehmungen exportierten in dieser Phase per Saldo Kapital und

erhöhten gleichzeitig ihre Notenbankverschuldung; sie lieferten damit einen negativen Beitrag zur Geldmengenexpansion (-16%).

In der 2. Phase war der Beitrag der Kreditunternehmungen positiv (Veränderung von -15% auf +60%), wobei besonders der Zustrom an kurzfristigem Auslandskapital stark answoll. Der positive Beitrag der Wirtschaft nahm auf mehr als 60% zu, die öffentlichen Stellen leisteten vor allem durch Tilgung von Auslandsschulden mit -17% einen negativen Beitrag zum Geldmengenwachstum. In dieser Phase war der dämpfende Einfluß der Notenbank auf die besonders kräftige Geldmengenexpansion mit einem Beitrag von -3% per Saldo minimal; die Währungsbehörde erhöhte vor allem die Mindestreservesätze und begab Kassenscheine. Das Ziel der Notenbank, die Zentralbankgeldmenge nur in einem Maße steigen zu lassen, das die Finanzierung des realen Wirtschaftswachstums gewährleistetete, konnte in dieser Phase nicht erreicht werden.

Die 3. Phase war geprägt durch den Einsatz eines reichhaltigen Instrumentariums zur Eindämmung der Kredit- und Geldmengenexpansion. Das Geldmengenwachstum ging auf durchschnittlich 6 3/4% zurück. Die Kreditausweitung wurde von der Aktivseite limitiert, wobei die zulässige Steigerung der Kredite pro Monat 1% betrug. Zur außenwirtschaftlichen Absicherung wurde die generelle Bewilligung von Kapitalimporten aufgehoben, daneben wurden die Mindestreserven- und Offen-Markt-Politik verstärkt eingesetzt. Die öffentlichen Stellen (neben dem Bund auch Länder und Gemeinden) verpflichteten sich, Mittel aus zusätzlichen Einnahmen bei der Notenbank stillzulegen (Mitte 1973 und erste Jahreshälfte 1974). Im Bereich der Wirtschaftsunternehmungen und Privaten wurde die passive Leistungsbilanz durch stark steigende Kapitalimporte überkompensiert (relativer Anteil 30% nach 60% in Phase 2, durchschnittliche Wachstumsrate 2 0% nach 9 1/4%). Die Kreditunternehmungen führten teils auf Veranlassung der Währungsbehörde, aber auch wegen des Zinsgefälles per Saldo Kapital in das Ausland aus und holten sich neue Mittel über die Refinanzierung (negativer Beitrag -50%). Die Währungsbehörde hingegen trug mehr als 100% zum Geldwachstum bei, sie kontrollierte damit die ganze Geldvolumenausweitung. Dies war auf den expansiven Effekt der Mindestreserven- und Offen-Markt-Politik zurückzuführen, die zum Ausgleich zeitweiliger Liquiditätsengpässe diente. Dadurch, daß der Beitrag der Währungsreserven (relativer Beitrag +4 1/2%) sehr gering war, konnte die Währungsbehörde allein mit ihrem Instrumentarium das Geldmengenwachstum lenken. Der Beitrag der öffentlichen Stellen zur Geldmengenexpansion betrug

etwa 15%; während aus dem Kapitalverkehr bis Mitte 1974 Mittel an das Ausland abflossen, erhöhte der Bund durch seine Inlandskomponente ZBU¹⁾ das Geldmengenwachstum

Die 4. Phase wurde durch eine zunehmende Lockerung des restriktiven Notenbankkurses eingeleitet; die Währungsbehörde zielte darauf ab, die Aufschwungtendenzen der Wirtschaft von der monetären Seite zu unterstützen: Durch die Vergrößerung des Finanzierungsspielraumes der Kreditunternehmungen sollte die Bereitschaft der Wirtschaft sich zu verschulden angeregt werden. Die Aufnahme von Auslandskrediten durch den Bund ließ die Zentralbankgeldmenge kräftig steigen (Beitrag des Bundes 109%) und führte zu ähnlich hohen Geldmengenwachstumsraten wie in der zweiten Phase. Während die Wirtschaft in dieser Phase ihren Beitrag nach Lockerung der Restriktionsmaßnahmen wieder erhöhte (+46%), war der Anteil der Kreditunternehmungen immer noch mit etwas mehr als einem Drittel negativ, da vor allem die Notenbankverschuldung abgebaut und Überschussreserven gebildet wurden. Der Beitrag der Währungsbehörde war mit etwas weniger als ein Fünftel negativ. Im Laufe des Jahres 1976 ging das Geldmengenwachstum etwas zurück, weil die Währungsreserven abnahmen, spekulative Mittel wegen der DM-Aufwertung abflossen, weniger Kapital importiert wurde und das Leistungsbilanzdefizit kräftig stieg.

Zusammenfassung und Schlußfolgerungen

Die vorliegende Untersuchung für die Zeit vom I. Quartal 1968 bis zum II. Quartal 1976 hat gezeigt, daß das Geldmengenwachstum in Österreich mittelfristig nach wie vor hauptsächlich (zu rund 80%) von der Zunahme der offiziellen Währungsreserven bestimmt wird; allerdings hat sich ihre Bedeutung gegenüber einem früher beobachteten Zeitraum (1955 bis 1969) abgeschwächt. In positive Richtung schlugen hingegen die Mindestreservenpolitik und die Geldvermögenshaltung des Publikums um. Damit haben sich bereits vor sechs Jahren festgestellte mittelfristige Tendenzen im Geldausweitungsprozeß verstärkt, und zwar die rückläufige Bedeutung der Zentralbankgeldschöpfung infolge eines schwächeren Beitrages der Außenkomponente (Währungsreservenkomponente) und der Rückgang der negativen Beiträge der Struktur der Geldvermögenshaltung des Publikums. Aus der Gruppierung der Komponenten des Geldmengenwachstums nach Sektoren zeigt sich für die gesamte Untersuchungsperiode, daß der Beitrag der Wirtschaftsunterneh-

mungen und Privaten mit 48% dominiert, ihm folgt der Beitrag der öffentlichen Stellen (42%); die Notenbank erreichte einen Anteil von 15½%, während die Kreditunternehmungen schwach dämpfend wirkten (—2½%).

Bei *kürzerfristiger Betrachtung*, hierfür wurde die Beobachtungsperiode in vier Phasen zerlegt, ergibt sich ein recht abwechslungsreiches Bild. Sowohl die Höhe als auch die Struktur des Geldmengenwachstums ist sehr unterschiedlich. Auf eine Phase mäßiger Geldexpansion folgt jeweils ein Zeitabschnitt mit etwa doppelt so hoher durchschnittlicher Zuwachsrate. In den beiden Phasen relativ geringen Wachstums (I. Quartal 1968 bis IV. Quartal 1970, I. Quartal 1973 bis IV. Quartal 1974) steuerte die Zentralbankgeldkomponente nur rund die Hälfte zur Expansion bei, wobei in der ersten Periode 43% und in der zweiten sogar nur knapp 5% auf die Währungsreservekomponente entfielen. Im ersten Fall kamen namhafte Beiträge aus der Mindestreservenpolitik und der Geldhaltungsstruktur, im zweiten aus der Notenbankrefinanzierung der Kreditunternehmungen, aus Offen-Markt-Operationen, aus der Bundeskomponente und ebenfalls aus der Mindestreservenpolitik. Die Perioden kräftiger Geldmengenausweitung (I. Quartal 1971 bis IV. Quartal 1972, I. Quartal 1975 bis II. Quartal 1976) sind dadurch gekennzeichnet, daß der in den vorhergenannten Perioden schwache Beitrag der Währungsreservekomponente nun die durchschnittliche Rate des Geldwachstums sogar mehr oder weniger stark übertrifft, wodurch die Zentralbankgeldkomponente nahezu allein die monetäre Expansion trägt. Hinter den starken Schwankungen des Geldmengenwachstums stehen somit noch viel kräftigere Schwankungen der Währungsreservekomponente (ihr Beitrag erreichte im Durchschnitt der einzelnen Phasen 3¼, 16, ⅓, 20¼ Prozentpunkte), die durch die übrigen Komponenten nur bis zu einem gewissen Grad gedämpft wurden.

Aus der Zuordnung der Geldwachstumskomponenten zu Sektoren ersieht man, daß der Beitrag der Wirtschaftsunternehmungen und Privaten in den vier Phasen stets positiv war und relativ am wenigsten schwankte; er bewegte sich zwischen etwa 30% und 60%. Die den Kreditunternehmungen zugerechneten Komponenten des Geldmengenwachstums übten in drei Phasen einen dämpfenden Einfluß aus, nur in der zweiten Phase wirkten sie hauptsächlich infolge der durch die internationale Währungskrise ausgelösten Fremdwährungstransaktionen expansiv.

Faßt man die öffentlichen Stellen (also vornehmlich den Bund) und die Notenbank zusammen, so stellt sich die Rolle der Währungsbehörde im weiteren

¹⁾ Erklärung siehe S 72

Sinne im Geldausweitungsprozeß wie folgt dar¹⁾): In den zwei Phasen mäßigen Geldwachstums sorgte die Währungsbehörde i. w. S. für eine angemessene monetäre Versorgung der Wirtschaft, und zwar trug sie im Durchschnitt der Jahre 1968 und 1970 gut drei Viertel des Geldmengenwachstums; in den Jahren 1973 und 1974 mußte sie sogar einen vom Publikum und Kreditapparat zusammen ausgehenden restriktiven Einfluß auffangen und das Geldmengenwachstum allein bestreiten. In den beiden Phasen sehr hoher Geldexpansion war ihr Verhalten unterschiedlich. In den Jahren 1971 und 1972 wurden die stark expansiven Beiträge von Wirtschaft und Kreditunternehmungen — sie machten 18,3 Prozentpunkte der Geldmengenwachstumsrate aus — etwas gedämpft (Anteil 3,1 Prozentpunkte). In der letzten Phase des Beobachtungszeitraumes hingegen erreichte die Währungsbehörde i. w. S. selbst einen Anteil von gut 90% oder 13,4 Prozentpunkten.

Angesichts der starken Schwankungen, denen das Wachstum des Geldvolumens in den letzten acht Jahren unterworfen war, stellt sich die Frage, wieso sich die Währungsbehörden i. w. S. nicht zu einer gewissen Versteigerung des Geldausweitungsprozesses²⁾ entschließen konnten. So hätten die Ende 1972 beschlossenen Restriktionsmaßnahmen schon früher eingesetzt werden können, zumal die Phase der Hochkonjunktur und starken Kapazitätsauslastung schon seit 1971 anhielt. Die lockere monetäre Politik 1975 und 1976 wurde mit der Vorsorge für eine ausreichende monetäre Stützung des Aufschwunges gerechtfertigt, damit hat man bewußt

¹⁾ Eine solche Zusammenfassung ist insofern zu rechtfertigen, als zum einen der Bund kraft der Münzhoheit ebenso wie die Notenbank Zentralbankgeld schöpft und zum anderen bei Entscheidungen über die Auslandskreditgeberung des Bundes häufig auf die Erfordernisse der Zentralbankgeldversorgung Bezug genommen wird.

²⁾ Siehe dazu E. Streißler: Wieviel Monetarismus kann die österreichische Wirtschaftspolitik vertragen? Wirtschaftspolitische Blätter 1975/3, S. 23/24. Streißler führt drei mögliche Begründungen für eine langfristig stetige Geldpolitik an:

1. Die Unternehmer werden durch häufige Datenänderung (wie etwa auch Änderungen in der Geldversorgung) desorientiert und in der Effizienz ihrer Planung gestört. Eine kurzfristig orientierte Wirtschaftspolitik ist daher langfristig wachstumsschädlich.
2. Eine kurzfristige Geldpolitik wirkt destabilisierend aus Gründen der Ineffizienz der Geldpolitiker, da diese entweder so erratisch oder erst mit einer solchen Verzögerung reagieren, daß man Wirtschaftspolitikern ein so empfindliches Instrument nicht anvertrauen sollte.
3. Die Geldwirkungen sind selbst so erratisch und damit so schlecht vorhersehbar, daß man intensive Steuerungsversuche der gesamtwirtschaftlichen Aktivität mittels der Geldmenge eher vermeiden sollte. Die Geldpolitik sollte lediglich zu starke wirtschaftsendogen bedingte Schwankungen der Geldversorgung dämpfen. Letztere ist eine nach Streißler antimonetaristische Sicht, der er selbst (ebenso wie der erstgenannten Begründung) anhängt

eine Geldmengensteuerung abgelehnt und als Hauptziel die Hartwährungspolitik immer stärker in den Vordergrund gerückt. Eine etwas vorsichtige Aufteilung der Budgetfinanzierung zwischen inländischen und ausländischen Quellen hätte allerdings die rasche Beschleunigung der Geldmengenexpansion etwas mildern können.

In Zusammenhang mit den Ergebnissen dieser Analyse des Geldmengenwachstums stellt sich noch ein anderes Problem: Wie kann die Geldversorgung in einer längeren Periode passiver oder auch ausgeglichener Leistungsbilanz aufrechterhalten werden. Diese Frage wurde schon mehrmals erörtert³⁾ und scheint jetzt wieder aktuell zu sein. Unter der Annahme, daß die Geldmengenausweitung weiterhin hauptsächlich aus dem Devisenzustrom kommen soll, müßten entsprechend hohe Kapitalimporte getätigt werden. Würde dieser Zufluß aus Gründen, auf die hier nicht weiter eingegangen werden soll, auf Grenzen stoßen, müßte überlegt werden, welche anderen Komponenten mittelfristig die Geldversorgung sichern können.

Die Ausweitung der Notenbankverschuldung ist, wenn auch kurzfristig ein gewisser Spielraum besteht, begrenzt. Im Rahmen der Bundeskomponente wären weitere Münzemissionen möglich, doch würden auch ins Gewicht fallende Gold- und Silbermünzenausgaben wegen der weitgehenden Hortung und des Devisenabflusses für Edelmetallimporte kaum den effektiven Geldumlauf erhöhen. Von der Mindestreservenpolitik ist künftig keine expansive Wirkung zu erwarten, da die Sätze bereits auf einem sehr niedrigen Niveau liegen, das man nicht mehr unterschreiten möchte. Der Bargeldkoeffizient könnte mittelfristig einen leicht positiven Beitrag leisten, zumal sich der Zahlungsverkehr und die Geldhaltung immer weniger auf Bargeld stützen werden.

Vom Einlagenkoeffizienten ist nur dann ein positiver Beitrag zu erwarten, wenn Spar- und Termineinlagen im Verhältnis zu den Sichteinlagen schwächer zunehmen; dies würde bei nicht sinkender Sparquote unter anderem implizieren, daß andere Formen der Finanzvermögenshaltung gegenüber Spar- und Termineinlagen stärker an Bedeutung gewinnen. Somit bleiben als potentielle Quelle der Zentralbankgeldschöpfung nur die Offen-Markt-Operationen, d. h. die Übernahme offenkundiger Titel durch die Notenbank, worauf sich eine Neuorientierung des Geldversorgungsprozesses konzentrieren könnte.

Thomas Sommer
Fritz Schebeck

³⁾ G. Tichy: Bestimmungsgründe des Geldangebotes in Österreich, Monatsberichte 10/1967. — G. Tichy: Bestimmungsgründe und Probleme der österreichischen Geldversorgung, Quartalshefte der Girozentrale 1/1975, S. 23/31.

Anhang

Übersicht 3

Das Wachstum des Zentralbankgeldes und seiner Komponenten
(In-Veränderung gegen das Vorjahr in Prozent)

	$\Delta \ln M1$	$\Delta \ln Z$	(ZLEI)	(ZKAKU)	(ZKAÖF)	(ZKAW)	(ZWRS)	(ZWR)	(ZNV)	(ZOM)	(ZBU)	(ZERP)	(ZSO)	
1968, I. Quartal	4 78	1 45	-6 78					0 00	3 02	-0 42	-1 05	0 51	0 41	-1 02
II	9 22	4 05	-2 50					0 00	5 78	-1 48	-0 68	0 82	0 43	-0 82
III	8 89	5 37	-4 05					0 00	5 35	-0 88	0 60	0 75	0 44	-0 89
IV	6 62	1 11	-2 69	-7 15	9 90	1 75	0 00	1 81	-0 59	-0 14	0 63	0 29	-0 89	
1969, I. Quartal	9 49	5 62	0 48					0 00	3 73	0 78	0 77	0 80	0 57	-1 03
II	6 91	-1 83	-1 85					0 00	-6 95	4 30	0 70	0 60	0 63	-1 11
III	6 91	0 03	1 36					0 00	-4 66	4 01	0 75	0 58	0 66	-1 31
IV	7 47	4 26	8 07	-4 87	1 71	-2 93	0 00	1 97	2 55	0 23	0 18	0 65	-1 32	
1970, I. Quartal	7 33	1 27	6 64	-0 41	-2 41	-2 71	-0 04	1 07	4 71	-3 60	0 18	0 43	-1 52	
II	6 96	7 12	9 68	1 35	-0 72	-1 83	-0 04	8 43	1 46	-1 40	-0 15	0 26	-1 48	
III	9 24	6 66	12 57	-0 83	-0 06	-1 09	-0 04	10 55	-2 06	-0 42	-0 10	0 11	-1 42	
IV	6 50	6 49	4 40	4 82	-0 69	0 66	-0 04	9 15	-1 71	-0 31	0 50	0 25	-1 39	
1971, I. Quartal	10 81	8 51	5 71	5 97	-0 48	0 90	0 00	12 10	-6 21	3 30	0 50	0 36	-1 54	
II	14 25	10 51	2 46	5 46	0 32	1 77	1 70	11 72	-2 12	0 94	0 52	0 56	-1 11	
III	13 88	12 25	2 59	14 95	-0 62	3 06	1 73	21 71	-2 70	-6 72	-2 74	0 43	2 27	
IV	15 50	12 82	1 34	9 52	-2 27	4 76	2 32	15 66	-1 86	0 00	-2 80	0 36	1 46	
1972, I. Quartal	13 40	17 88	-1 22	11 50	-2 69	6 17	2 99	16 76	3 76	-1 75	-2 77	0 10	1 78	
II	13 20	15 60	1 31	10 41	-2 90	8 26	1 25	18 33	-0 17	-1 67	-2 36	0 06	1 41	
III	19 70	19 10	5 33	5 01	-3 67	11 23	1 01	18 90	0 24	0 73	0 93	-0 02	-1 68	
IV	20 82	15 47	0 70	3 29	-2 87	10 96	0 27	12 35	3 08	-0 45	1 04	0 18	-0 73	
1973, I. Quartal	13 67	12 12	-2 78	2 15	-2 95	11 25	1 82	9 48	1 50	1 27	0 95	0 10	-1 18	
II	11 93	8 93	-4 47	0 19	-3 15	10 38	3 83	6 78	0 47	2 13	0 75	-0 03	-1 17	
III	2 15	3 98	-9 91	-3 69	-2 09	7 03	4 39	-4 27	5 54	3 49	0 46	-0 04	-1 20	
IV	5 92	-0 71	-6 28	-7 92	-1 69	6 50	6 79	-2 59	2 22	0 92	1 32	-0 24	-2 34	
1974, I. Quartal	4 04	-6 08	-6 55	-11 99	-0 40	6 86	5 79	-6 29	1 14	0 51	2 22	-0 18	-3 48	
II	4 71	-1 57	-5 67	-11 92	-0 67	6 69	3 36	-8 22	5 60	2 10	2 74	-0 10	-3 69	
III	6 69	-1 06	-5 05	-7 18	1 62	7 10	2 64	-0 87	-1 12	2 28	3 37	-0 02	-4 70	
IV	5 18	12 15	-7 95	3 75	3 19	9 07	0 46	8 50	4 50	0 84	2 76	-0 06	-4 39	
1975, I. Quartal	12 32	13 30	-5 96	4 25	10 32	11 02	-0 01	19 61	-2 87	-0 78	0 85	-0 02	-3 49	
II	10 67	12 53	-8 84	3 42	16 12	12 10	0 23	23 02	-6 40	-2 17	0 92	-0 14	-2 70	
III	12 85	17 30	-3 70	-0 65	16 11	11 45	0 05	23 25	-4 12	-1 21	1 36	-0 07	-1 91	
IV	16 34	15 71	-0 43	-2 98	19 18	8 18	0 08	24 03	-8 00	-0 10	1 62	0 08	-1 92	
1976, I. Quartal	19 08	19 46	0 40	-3 73	14 27	6 72	-0 30	17 36	-0 10	0 78	3 41	0 14	-2 13	
II	17 35	13 96	-1 24	1 28	9 45	5 15	-0 27	14 37	-1 64	-0 36	2 81	0 40	-1 62	

Übersicht 4

Das Wachstum des Multiplikators und seiner Komponenten
(In-Veränderung gegen das Vorjahr in Prozent)

	$\Delta \ln M1$	$\Delta \ln m_1$	r	(rm)	(rü)	k	t		$\Delta \ln M1$	$\Delta \ln m_1$	r	(rm)	(rü)	k'	t	
1968, I. Quartal	4 78	3 33	5 21	7 19	-1 98	-0 96	-0 92		1972, I. Quartal	13 40	-4 48	-4 96	-3 26	-1 70	0 51	-0 03
II	9 22	5 17	5 16	4 52	0 64	0 14	-0 13		II	13 20	-2 40	-0 30	-4 20	3 90	-1 20	-0 90
III	8 89	3 52	3 98	4 63	-0 65	-1 36	0 90		III	19 70	0 60	-1 82	-3 85	2 03	1 08	1 34
IV	6 62	5 51	3 75	1 02	2 73	1 81	-0 05		IV	20 82	5 35	0 80	-5 80	6 60	1 80	2 75
1969, I. Quartal	9 49	3 87	1 72	0 23	1 49	1 69	0 46		1973, I. Quartal	13 67	1 55	-3 50	-5 92	2 42	3 26	1 79
II	6 91	8 74	5 60	3 85	1 75	2 86	0 28		II	11 93	3 00	-1 01	-2 07	1 06	3 01	1 00
III	6 91	6 88	2 84	4 15	-1 31	4 45	-0 41		III	2 15	-1 83	-2 24	-1 84	-0 40	1 92	-1 51
IV	7 47	3 21	2 58	1 39	1 19	1 22	-0 59		IV	5 92	6 63	6 58	7 00	-0 42	1 25	-1 20
1970, I. Quartal	7 33	6 06	1 87	2 91	-1 04	4 42	-0 23		1974, I. Quartal	4 04	10 12	11 74	12 15	-0 41	0 28	-1 90
II	6 96	-0 16	-1 60	-1 07	-0 53	2 18	-0 74		II	4 71	6 28	7 95	11 30	-3 35	-0 07	-1 60
III	9 24	2 58	2 22	-1 12	3 34	1 19	-0 83		III	6 69	7 75	8 85	10 81	-1 96	0 20	-1 30
IV	6 50	0 01	0 87	2 56	-1 69	0 65	-1 51		IV	5 18	-6 97	-2 19	3 90	-6 09	-1 93	-2 85
1971, I. Quartal	10 81	2 30	4 05	1 71	2 34	-0 70	-1 05		1975, I. Quartal	12 32	-0 98	-0 34	3 24	-3 58	-0 04	-0 60
II	14 25	3 74	1 34	1 90	-0 56	1 69	0 71		II	10 67	-1 86	-3 00	0 26	-3 26	1 68	-0 54
III	13 88	1 63	1 46	1 60	-0 14	0 25	-0 08		III	12 85	-4 45	-4 20	-0 10	-4 10	0 65	-0 90
IV	15 50	2 68	-0 13	0 41	-0 54	1 62	1 19		IV	16 34	0 63	-3 71	0 29	-4 00	3 52	0 82
									1976, I. Quartal	19 08	-0 38	0 49	-1 21	1 70	-0 46	-0 41
									II	17 35	3 40	1 36	-1 07	2 43	1 70	0 34

Die Beiträge der Sektoren zum Geldmengenwachstum

	Wirtschafts- unterneh- mungen und Private	Öffentliche Stellen	Währungs- behörde (OeNB)	Kredit- unterneh- mungen		Wirtschafts- unterneh- mungen und Private	Öffentliche Stellen	Währungs- behörde (OeNB)	Kredit- unterneh- mungen
1968 IV Quartal	0 82	10 82	0 01	- 5 02	1973 I. Quartal	13 52	-1 90	- 4 01	6 07
1969, IV. Quartal	5 77	2 54	0 30	- 1 13	II.	9 92	-2 43	2 72	1 72
1970 I Quartal	8 12	-1 80	- 2 25	3 26	III.	-2 47	-1 67	4 84	1 45
II	9 29	-0 61	- 3 99	2 28	IV	0 27	-0 61	12 37	- 6 12
III	11 84	-0 05	- 3 00	0 45	1974, I Quartal	-1 31	1 64	14 97	-11 26
IV	4 20	0 06	0 82	1 42	II.	-0 65	1 97	13 07	- 9 67
1971 I Quartal	4 86	0 38	3 47	2 10	III.	0 95	4 97	11 03	-10 26
II	6 63	1 40	3 43	2 78	IV	-3 66	5 89	0 81	2 16
III.	5 82	-2 93	- 1 12	12 11	1975, I. Quartal	4 42	11 15	- 1 04	- 2 20
IV.	8 91	-4 71	4 19	7 12	II	4 40	16 90	- 4 38	- 6 24
1972 I Quartal	5 43	-5 36	- 0 24	13 56	III.	7 50	17 40	- 3 17	- 8 87
II.	7 47	-5 20	- 3 21	14 14	IV	12 09	20 88	- 1 65	-14 98
III.	18 98	-2 76	- 3 79	7 28	1976, I Quartal	6 25	17 82	- 2 86	- 2 13
IV	16 21	-1 65	- 6 71	12 97	II.	5 95	12 66	- 3 32	2 07