

Köhler, Klaus

Article — Digitized Version

## Reale Faktoren der Währungskrisen

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Köhler, Klaus (1973) : Reale Faktoren der Währungskrisen, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 53, Iss. 3, pp. 147-150

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/134519>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

## Währungspolitik

# Reale Faktoren der Währungskrisen

Klaus Köhler, Hamburg

Zwei Währungskrisen binnen wenig mehr als einem Jahr scheinen zu einer bemerkenswerten Umkehrung der währungspolitischen Glaubenssätze geführt zu haben. Durch die erste Dollarabwertung brach offensichtlich das Tabu möglichst lange unveränderter Währungsparitäten zusammen. Wo früher allein der Gedanke an flexible Wechselkurse als Zumutung galt, wird heute das Heil im mehr oder minder „schmutzigen“ Floaten gesucht – oder zumindest im partiellen Floaten, d. h. in der Spaltung der Devisenmärkte. Wer dem Trend nicht so schnell zu folgen bereit ist, muß die dirigistischen Gartenzäune wieder aufrichten und ihnen den Anstrich von Schutzwällen verleihen.

Doch die Abkehr von den alten Dogmen kam zu spät, um die geballten Fehlentwicklungen noch schmerzlos korrigieren zu können. Kaum zwei Wochen nach der Dollarabwertung vom Februar 1973 mußte der Doliarkurs in der BRD erneut am unteren Interventionspunkt gestützt werden.

### Hauptfaktor der Instabilität

Nachdem aber die Bundesbank binnen eines Tages 2,7 Mrd. \$ aufnehmen mußte, blieb ihr nichts anderes übrig, als die Devisenbörsen zu schließen – was einer De-facto-Freigabe des DM-Wechselkurses gleichkommt. Auch wenn das Volumen der internationalen Kapitalbewegungen absurde Größenordnungen annahm, weil es keinerlei bindende Spielregeln für das Weltwährungssystem mehr gibt, so sind doch reale Ursachen für die Krisenanfälligkeit des Systems festzustellen. Als Hauptfaktor sind die seit 1970 explodierenden Defizite der amerikanischen Zahlungsbilanz zu nennen (vgl. Tabelle 1).

Die Bilanz der offiziellen Reservetransaktionen, die die Veränderung der Forderungen und Ver-

bindlichkeiten gegenüber ausländischen Währungsbehörden registriert und dem deutschen Zahlungsbilanzausweis am ehesten vergleichbar ist, zeigte noch 1969 einen Überschuß von 2,7 Mrd. Dollar. 1970 wies sie ein Defizit von 10,7 Mrd. \$ aus, das sich 1971 auf 30,4 Mrd. \$ steigerte. Dieses Rekorddefizit führte unter dem Druck der Währungskrise zum Wechselkursrealignment vom Dezember 1971, wobei der Dollar um 7,9 % abgewertet wurde. 1972 ging das Defizit mit 10,4 Mrd. \$ etwa auf den Stand von 1970 zurück.

**Tabelle 1**  
**US-Zahlungsbilanzsalden**  
(in Mrd. US \$)

	Handelsbilanz	Leistungsbilanz	Grundbilanz	Official Settlement
1969	0,7	-0,9	-2,9	+ 2,7
1970	2,1	+0,4	-3,0	-10,7
1971	-2,7	-2,8	-9,3	-30,4
1972	-6,8	-8,3	-10,0	-10,4

Quelle: BIZ, Morgan Guaranty.

Diese scheinbare Stabilisierung der amerikanischen Zahlungsbilanz 1972 trägt jedoch. Denn während an den Defiziten 1970 und 1971 die kurzfristigen – zinsabhängigen und spekulativen – Kapitalströme noch mit 7,7 bzw. 20,9 Mrd. \$ beteiligt waren, flossen 1972 nur noch 0,4 Mrd. \$ kurzfristige Gelder aus den USA ab. Das Defizit in der Grundbilanz (Waren-, Dienstleistungs- und langfristiger Kapitalverkehr) stieg hingegen auf 10 Mrd. \$ gegenüber „nur“ 3 Mrd. \$ 1970. Um

*Klaus Köhler, 27, Dipl.-Volksw., ist wissenschaftlicher Mitarbeiter in der Abteilung Internationale Währungspolitik des HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung-Hamburg.*

diesen harten Kern des Defizits geht es bei den amerikanischen Bemühungen zur Sanierung der Zahlungsbilanz, die durch die erneute Dollarabwertung um 10 % dokumentiert wurden.

#### Zielgröße der US-Regierung

Die Zielgröße der US-Regierung, eine Verbesserung der Zahlungsbilanz um 8–10 Mrd. \$, orientiert sich demnach an der Wiederherstellung des Gleichgewichts der langfristigen Transaktionen. Innerhalb dieser Gruppe sind die Lasten jedoch sehr ungleichmäßig verteilt:

□ Die Bilanz des langfristigen Kapitalverkehrs hat sich zwar 1972 überraschend verbessert — nach einem Defizit von 6,5 Mrd. \$ 1971 flossen 1972 nur noch 1,7 Mrd. \$ langfristiges Kapital ab —, doch eine Umkehr der Kapitalströme in nennenswertem Umfang ist nicht zu erwarten. Die Abwertungen verteuern zwar amerikanische Direktinvestitionen im Ausland und verbilligen umgekehrt ausländische Direktinvestitionen in Amerika, die Rendite dieser Direktinvestitionen ändert

sich aber insofern nicht ohne weiteres, als auch Gewinne nur zu den neuen Wechselkursen repatriert werden können. Auf die Portfolioinvestitionen haben Wechselkursänderungen keinen unmittelbaren Einfluß. Hier können wesentliche Wirkungen nur längerfristig durch Änderungen des Renditeniveaus erwartet werden.

□ Die Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz schloß 1972 entgegen den Erwartungen mit einem Defizit von 1,5 Mrd. \$ ab, nachdem sie 1971 nahezu ausgeglichen war.

Den repatriierten Einkommen amerikanischer Auslandsanlagen in Höhe von etwa 13,5 Mrd. \$ standen 1972 Abflüsse von schätzungsweise 6 Mrd. \$ an transferierten Gewinnen ausländischer Direktinvestitionen und Schuldendienst ausländischer Kapitalanlagen in Amerika gegenüber. Fast die Hälfte dieser Kapitalabflüsse resultiert aus der Verzinsung ausländischen Besitzes amerikanischer Schatzbriefe — eine Folge des akkumulierten Zahlungsbilanzdefizits.

## VERÖFFENTLICHUNGEN DES HWWA-INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG-HAMBURG

### NEUERSCHEINUNG

Carsten R. Moser

## TOURISMUS UND ENTWICKLUNGSPOLITIK

Besonders in Spanien hat die bemerkenswerte Entwicklung des Massentourismus einen entscheidenden Beitrag zur Industrialisierung des Landes und damit zur Verwirklichung wichtiger wirtschaftspolitischer Ziele geleistet. Neben der umfassenden Analyse der von der spanischen Regierung getroffenen Maßnahmen zur Tourismusförderung werden die Möglichkeiten geprüft, die andere Entwicklungsländer Afrikas, Asiens und Lateinamerikas haben, die positiven Aspekte der spanischen Tourismuspolitik zu übernehmen.

Großoktav, 277 Seiten, 1972, Preis brosch. DM 24,—

VERLAG WELTARCHIV GMBH - HAMBURG

Das Defizit aus den militärischen Transaktionen (1971: -2,9 Mrd. \$) wird sich zwar infolge des Rückzugs der amerikanischen Truppen aus Vietnam verringern. Der Entlastungseffekt dürfte jedoch kaum über 1-1,5 Mrd. \$ hinausgehen.

#### **Zunahme des Handelsbilanzdefizits**

Insofern muß die Verbesserung der Zahlungsbilanz im wesentlichen durch eine Steigerung des Warenexports und Verminderung des Warenimports erreicht werden. Dem Realignment von 1971 folgte jedoch 1972 ein Rekorddefizit von 6,8 Mrd. \$ in der Handelsbilanz, die 1970 noch einen Überschuß von 2,1 Mrd. \$ auswies und 1971 zum ersten Mal in der Nachkriegszeit mit 2,7 Mrd. \$ ins Minus geraten war. Die Zunahme des Defizits auf mehr als das Doppelte binnen eines Jahres war hauptsächlich durch zwei Faktoren verursacht:

Etwa die Hälfte der Handelsbilanzverschlechterung kann als Folge der Terms-of-Trade-Veränderung interpretiert werden. Bei einer Abwertung ändern sich die Exportpreise nicht sofort oder zumindest nur teilweise, während die Importpreise unmittelbar steigen. Da die Reaktion der Warenströme auf die geänderten Preise erst mit einer zeitlichen Verzögerung erfolgt, wird ein zunächst unverändertes Importvolumen mit höheren Preisen bewertet, wodurch sich die Handelsbilanz (nominal) verschlechtert. Erst wenn der gewünschte Mengeneffekt der Abwertung, d. h. die Zunahme des Exportvolumens und die Abnahme des Importvolumens, größer wird als der Preiseffekt, verbessert sich die Handelsbilanz.

1972 erlebten die USA einen starken wirtschaftlichen Aufschwung — eine konjunkturelle Situation, in der erfahrungsgemäß die Importe überproportional steigen (Zuwachs des realen Bruttosozialprodukts: 6,4 %).

#### **Fragliche Wirkungen der Wechselkursänderungen**

Aus der Zahlungsbilanzentwicklung des Jahres 1972 kann deshalb noch nicht auf die Auswirkung der Dollarabwertung auf die Handelsströme geschlossen werden. Trotzdem ist fraglich, ob die Wechselkursänderungen ausreichen werden, um zum Ausgleich der Gesamtbilanz die Handelsbilanz um 10 Mrd. \$ — das sind mehr als ein Zehntel des gesamten Außenhandelsvolumens der USA (90 Mrd. \$) — zu verbessern, denn:

Nur ein Teil der international gehandelten Güter ist preiselastisch. Bei Investitionsgütern (Anteil an den Gesamtimporten der USA ca. 45 %) spielen technisches Know-how, Liefermöglichkeiten

und Service eine stärkere Rolle als die Preise. Vielfach existieren gar keine Substitutionsmöglichkeiten.

Die Einkommenselastizität der amerikanischen Importnachfrage ist extrem hoch. Während sich die amerikanischen Konsumausgaben (außer für Lebensmittel und Automobile) in den letzten zehn Jahren verdoppelten, verfünffachte sich der Import von Verbrauchsgütern.

Nicht die Preise für Währungen, sondern die Preise für Güter sind für Nachfrageänderungen ausschlaggebend. Da die amerikanischen Exportpreise 1972 mit 3,8 % stärker stiegen als die Exportpreise in jeweiligen Währungen der wichtigsten Handelspartner, ist der tatsächliche Abwertungseffekt geringer als die Paritätsänderung. So stiegen die japanischen Exportpreise in Dollar nur um 11,6 %, obwohl der Yen im Zuge des Realignment gegenüber dem Dollar um 16,9 % aufgewertet wurde. Die DM wurde gegenüber dem Dollar um 13,6 % aufgewertet, die deutschen Exportpreise in Dollar stiegen jedoch nur um 8,8 %.

Insofern ist für die Wirkung der Wechselkursänderungen entscheidend, wie sich die Exportpreise der USA im Vergleich zu ihren Handelspartnern entwickeln werden.

Auch wenn die Dollarabwertungen ausreichen sollten, um die amerikanische Zahlungsbilanz ins Gleichgewicht zu bringen, so steht fest, daß dies kaum kurzfristig gelingen dürfte. Das heißt, in den nächsten 2-3 Jahren ist mit weiteren Defiziten und mit einer weiteren Vergrößerung des außer-amerikanischen Dollarvolumens zu rechnen. Das kann jedoch zu schwerwiegenden Konsequenzen für die wichtigsten Handelspartner der USA führen.

#### **Politischer Druck auf Überschußländer**

Fast die Hälfte des gesamten Außenhandels wickelt die USA mit Kanada (25 %), Japan (13 %) und der BRD (7 %) ab. Allein gegenüber diesen drei Ländern entstand 1972 ein Handelsbilanzdefizit von 7,5 Mrd. \$. Deshalb konzentriert sich der politische Druck Amerikas auf diese Länder, ihre Überschüsse abzubauen.

In einem multilateralen Währungssystem sind allerdings nicht bilaterale Handelsbilanzungleichgewichte von Bedeutung, sondern nur das Gleichgewicht der Gesamt-, mindestens der Grundbilanz. Während die kanadische Zahlungsbilanz in etwa ausgeglichen ist (1971 Grundbilanz + 0,6 Mrd. \$, Gesamtbilanz - 0,5 Mrd. \$), haben Deutschland und Japan beträchtliche Zahlungsbilanzüberschüsse und stehen dadurch unter ständigem Aufwertungsdruck.

In der BRD wird häufig darauf hingewiesen, daß die Leistungsbilanz 1972 mit einem Überschuß von nur 1,7 Mrd. DM nahezu ausgeglichen sei. Dabei wird übersehen, daß die Bilanz des langfristigen Kapitalverkehrs 1972 einen Nettozufluß von 12,5 Mrd. DM ausweist (vgl. Tabelle 2).

Die Argumentation, daß „langfristige“ Kapitalströme sich auf längere Sicht wieder umkehren würden und deshalb nur die Leistungsbilanz Beurteilungskriterium sein könne, ist insofern wenig stichhaltig, als auch Leistungsbilanzsalden auf längere Sicht die Tendenz haben, sich zu ändern. Eine solche Tendenz könnte sich für die BRD schon kurzfristig ergeben. Die Entwicklung der deutschen Zahlungsbilanz während des Jahres 1972 zeigt, daß zwar der Nettokapitalzufluß Mitte des Jahres zum Stillstand kam; die Leistungsbilanz sich aber im 4. Quartal stark aktivierte (+ 3,3 Mrd. DM). Gleichzeitig lag im letzten Quartal 1972 der Auftragseingang aus dem Ausland in der gesamten Industrie um 36 %, in der Investitionsgüterindustrie sogar um 42 % (Oktober + 30,7, November + 42,4, Dezember + 54,3) über dem entsprechenden Vorjahresstand. Der ausländische Auftragszuwachs liegt damit etwa dreimal so hoch wie der Zuwachs aus dem Inland.

**Tabelle 2**

**BRD-Zahlungsbilanzsalden**  
(in Mrd. DM)

	Handelsbilanz	Leistungsbilanz	Grundbilanz	Alle Transaktionen
1969	15,6	6,2	- 13,9	- 10,3
1970	15,7	2,7	- 0,2	21,9
1971	15,9	0,6	6,9	16,4
1972	20,3	1,7	14,2	15,7

Quelle: Deutsche Bundesbank.

### Unumgängliche DM-Aufwertung

Für das Anhalten dieses Trends spricht, daß infolge verhältnismäßig niedriger Lohnkostensteigerungen bei relativ hohen erwarteten Produktivitätszuwächsen die deutsche Industrie auf den internationalen Märkten eine starke Wettbewerbsposition einnehmen kann. Durch steigende Leistungsbilanzüberschüsse ohne kompensierende Kapitalabflüsse wird die DM aber erneut unter Aufwertungsdruck geraten.

Das ist unter stabilitätspolitischen Aspekten durchaus wünschenswert: Denn gelingt es nicht, die sich abzeichnende Gewinnexplosion des Exportsektors

unter Kontrolle zu bringen, so kann von den Gewerkschaften kaum eine weiterhin stabilitätsorientierte Lohnpolitik erwartet werden. Dann dürften aber die letzten Hoffnungen auf eine Begrenzung des inländischen Preisniveaustiegs schwinden.

Stärker noch als auf die DM dürfte der Aufwertungsdruck auf den Yen sein, da die japanische Exportindustrie Jahr für Jahr neue Rekorde erzielt.

**Tabelle 3**

**Japanische Zahlungsbilanzsalden**  
(in Mrd. US \$)

	Handelsbilanz	Leistungsbilanz	Grundbilanz
1969	3,7	2,1	2,0
1970	4,0	2,0	0,4
1971	7,9	5,9	4,7
1972	8,9	6,3	-

Quelle: BIZ, OECD.

Der Überschuß in der Leistungsbilanz stieg von 2,1 Mrd. \$ 1969 auf 6,3 Mrd. \$ 1972. In der Grundbilanz betrug der Überschuß 1971 4,7 Mrd. \$ und dürfte 1972 noch höher liegen. Gleichzeitig sanken die japanischen Exportpreise 1972 um 3,5 % – ein Zeichen dafür, daß japanische Exporteure versuchen, durch Einengung ihrer Profitspanne einen Teil des Aufwertungseffektes zu kompensieren.

Da Japan gegenwärtig (verschmutzt) floatet, liegt die endgültige Höhe der Aufwertungsrate noch nicht fest. In Anbetracht der japanischen Überschüsse dürfte sie beträchtlich werden. Dadurch würden jedoch für Japan Schwierigkeiten entstehen, da infolge der starken Exportabhängigkeit eine abrupte Änderung der Außenhandelsströme zu ernststen binnenwirtschaftlichen Strukturrisiken führen kann – wie stets, wenn langfristige Fehlentwicklungen kurzfristig korrigiert werden sollen.

Das Dilemma der gegenwärtigen Währungssituation besteht darin, daß Wechselkursänderungen in ökonomisch sinnvollen Ausmaßen ungeeignet sind, um kurzfristig Verschiebungen der Handels- und Kapitalströme zu bewirken. Infolgedessen werden die Zahlungsbilanzen während der Anpassungszeit ungleichgewichtet weiterbestehen. Aufgabe der Währungspolitik muß es daher sein zu verhindern, daß durch diese Ungleichgewichte kurzfristige Kapitalbewegungen in Größenordnungen induziert werden, die zu unrealistischen Wechselkursänderungen zwingen.