

Scharrer, Hans-Eckart

Article — Digitized Version

Erfahrungen mit dem Floating

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Scharrer, Hans-Eckart (1975) : Erfahrungen mit dem Floating, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 55, Iss. 5, pp. 244-247

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/134815>

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.

Erfahrungen mit dem Floating

Hans-Eckart Scharrer, Hamburg

Vor zwei Jahren, im Februar/März 1973, brach das Gerüst fester Währungsparitäten endgültig unter der Springflut gewaltiger internationaler Geldströme zusammen. Die Valuten der Industrieländer floaten seitdem teils isoliert, teils gemeinsam im Euro-Block („Schlange“), von Fall zu Fall mit Währungen von Entwicklungsländern im Schlepp. Zwei Jahre Erfahrungen reichen aus, um eine erste Bilanz eines Experiments zu ziehen, das unter dem Druck der Ereignisse eher unfreiwillig begonnen wurde und dessen Beurteilung wie kaum eine andere Maßnahme der internationalen Wirtschaftspolitik „von der Parteien Gunst und Haß verwirrt“ wird.

Eine eindeutige Wertung der Ergebnisse, speziell im Hinblick auf die an flexible Wechselkurse geknüpften (positiven und negativen) Erwartungen, ist insofern erschwert, als der Versuch nicht gerade unter idealen Testbedingungen ablief:

Die ersten Monate des Floating waren überschattet von den Nachwirkungen der in der Vergangenheit aufgestauten Ungleichgewichte.

Der marktmäßige Prozeß des Herantastens an ein stabiles Kursgefüge wurde schon im Herbst 1973 jäh gestört durch die Ölmengekrise und die Verdreifachung des Rohölpreises, der noch weitere Preisanhebungen folgten. Hinzu kam eine beispiellose Hausse auf den Märkten der meisten anderen Rohstoffe.

Die Entwicklungen auf den Rohstoffmärkten beschleunigten das Tempo der „hausgemachten“ Inflation in den Industrieländern. Dabei vergrößerte sich die Streubreite zwischen den Inflationsraten der Industrieländer innerhalb eines Jahres von 5,5 auf 17,5 Prozentpunkte (siehe Tabelle). Auch die Konjunkturentwicklung zeigte eine starke Differenzierung.

Die Ölpreisexplosion führte nicht nur zu einem globalen Leistungsbilanzdefizit der Verbraucherländer gegenüber den OPEC-Staaten von 70 Mrd. \$ (1974). Auch innerhalb der Gruppe der Industrie-

länder übertraf die Spannweite zwischen Defiziten (Großbritannien: 9,1 Mrd. \$) und Überschüssen (Deutschland: 9,4 Mrd. \$) und die absolute Höhe einiger Defizite 1974 bei weitem alle früheren Erfahrungen (siehe Tabelle ¹⁾.

Inflationsraten und Leistungsbilanzsalden ausgewählter Industrieländer

	Anstieg der Verbraucherpreise in % gegenüber dem Vorjahr			Leistungsbilanzsalden in Mrd. Dollar		
	1972	1973	1974	1972	1973	1974
USA	3,3	6,2	11,0	- 9,8	+ 0,5	- 1,3
Kanada	4,8	7,6	10,9	- 0,7	- 0,4	- 1,9
Japan	4,5	11,7	24,5	+ 6,6	- 0,1	- 4,5
Belgien	5,4	7,0	12,7	+ 1,4	+ 1,4	+ 0,5
Deutschland	5,5	6,9	7,0	+ 0,8	+ 4,4	+ 9,4
Frankreich	6,2	7,3	13,4	+ 0,3	- 0,7	- 6,0
Großbritannien	7,1	9,1	16,0	+ 0,3	- 2,9	- 9,1
Italien	5,7	10,8	19,1	+ 2,0	- 2,4	- 7,9
Niederlande	7,8	8,0	9,6	+ 1,1	+ 1,8	+ 1,8
Streubreite	5,5	5,5	17,5	16,4	7,3	18,5

Quelle: Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1974, S. 16 und 53.

Das Erscheinungsbild des Floating 1973/74 wird von diesen außerordentlichen Ereignissen entscheidend geprägt. Die Erfahrungen in dieser Periode sind daher nur begrenzt übertragbar auf ein unter „normalen“ Bedingungen operierendes System. Einig sind sich Befürworter und Gegner allerdings in einer wesentlichen Schlußfolgerung: Nur ein Floating-System war überhaupt in der

Dr. Hans-Eckart Scharrer, 37, M. A., leitet die Abteilung Internationale Währungspolitik des HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung-Hamburg.

¹⁾ Die einzige Ausnahme gegenüber diesen Aussagen bildet das Jahr 1972. Damals erreichte das US-Leistungsbilanzdefizit die Rekordhöhe von 9,8 Mrd. \$ (freilich bei erheblich größerem Sozialprodukt als Großbritannien oder Italien), wodurch auch die Streubreite auf 16,4 Mrd. \$ kam.

Lage, die Schocks elastisch und ohne größere Beeinträchtigung der internationalen Arbeitsteilung aufzufangen. Eine Fixkursordnung wäre schon unter den ersten Stößen zerbrochen²⁾).

Starke Kursveränderungen

Bei dem geschilderten Datenkranz ist es nicht überraschend, daß die Devisenkurse sich in den vergangenen zwei Jahren stark änderten, häufig unter größeren Schwankungen. Für die Messung der Außenwertveränderungen einer Währung gibt es dabei grundsätzlich zwei Maßstäbe: Entweder orientiert man sich am gewogenen Durchschnitt der Devisenkurse gegenüber einer – wie auch immer definierten – Gruppe von Referenzwährungen, oder man betrachtet die Kursentwicklung gegenüber einzelnen Valuten.

Im Vordergrund steht heute die erste Methode, wobei sich das Gewichtungsschema meist an der regionalen Außenhandelsstruktur des betreffenden Landes orientiert³⁾. Schaubild 1 zeigt den nach dieser Methode ermittelten Wertverlauf für eine Reihe wichtiger Währungen. Auffallend sind unter anderem der vergleichsweise stetige Aufwertungstrend des Schweizer Franken (seit Herbst 1973) und die ebenso stetige Abwärtsentwicklung der Lira (zwischen Sommer 1973 und Ende 1974), während der Aufwertungseffekt der D-Mark sich unter starken Schwankungen um den Trend durchsetzte und der Dollar bei relativ geringen Oszillationen stabil blieb. Die Methode vermittelt einen guten Eindruck von der Gesamt-„Performance“ einer Währung, wobei die konkreten Ergebnisse je nach dem Gewichtungsschema⁴⁾ hinsichtlich Richtung und Ausmaß variieren können.

Die Entwicklung der (gewogenen) Durchschnittswerte verdeckt bzw. dämpft eine Reihe heterogener Einzelentwicklungen. So mischen sich für die D-Mark Stabilität gegenüber den „Schlangewährungen“ mit einer trendmäßigen Höherbewertung gegenüber Pfund Sterling, Lira und Yen, einem Kursrückgang gegenüber dem Schweizer Franken und starken Kursschwankungen gegenüber dem Dollar (Schaubild 2 demonstriert den Zusammenhang zwischen dem gewogenen Außenwert der D-Mark und ihrem Dollarkurs). Zu ähnlichen Ergebnissen gelangt man, wenn man die Wertentwicklungen anderer Währungen aufspaltet. Die

²⁾ Das reizt zu der Frage, warum ein System, das unter Extrembedingungen dem Fixkursregime anerkanntermaßen überlegen ist, unter Normalbedingungen so schädliche Ergebnisse zeitigen soll, wie von seinen Gegnern behauptet.

³⁾ Die Messung der Wertveränderungen gegenüber einer Korbwährung (Sonderziehungsrechte, Europäische Währungseinheit) ist eine neue Variante dieser Methode.

⁴⁾ Einbeziehung nur des Außenhandels oder auch des Dienstleistungs- und/oder (langfristigen) Kapitalverkehrs? Einheitliches Gewichtungsschema für alle Länder (Sonderziehungsrechte) oder landesspezifische Gewichte? Berücksichtigung der Bedeutung einer Valuta als internationale Handels- und/oder Finanzwährung?

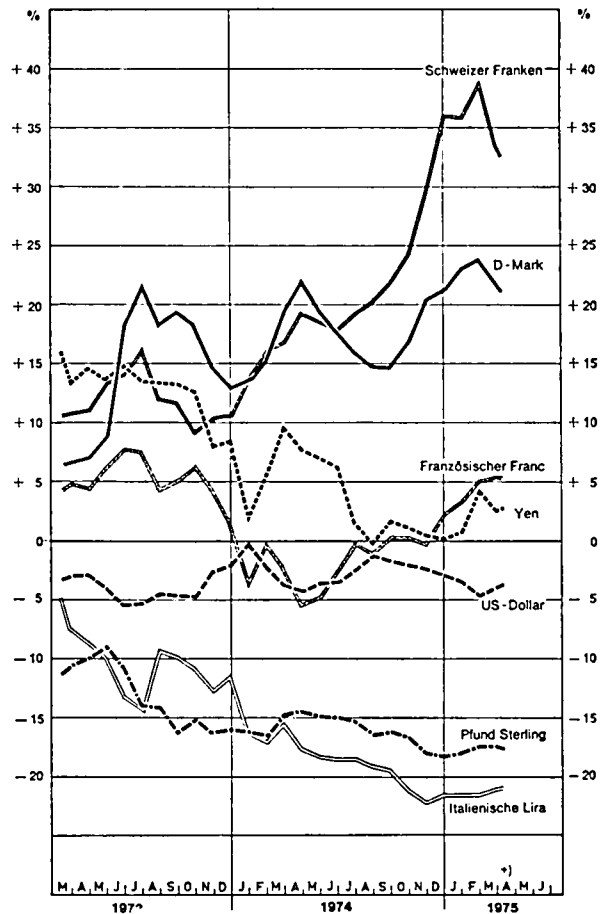
Durchschnittswertbetrachtung bedarf daher der Ergänzung durch die Analyse der tatsächlichen Devisenkurse.

Bestimmungsfaktoren der Kursentwicklung

Bei der Suche nach den Bestimmungsfaktoren der Devisenkursverläufe im Untersuchungszeitraum stößt man unter anderem auf folgende Elemente:

- Die freie Kursbildung aller Währungen wurde zumindest temporär „korrigiert“ durch direkte Devisenmarktinterventionen der Zentralbanken (An- und Verkäufe von Landes- gegen Fremdwäh-

Abbildung 1
Gewogene Veränderungen des Außenwerts wichtiger Währungen gegenüber der gesamten Welt seit Beginn des Gruppenfloating im Vergleich zu den Leitkursen von Ende 1971 *)



*) Berechnet auf der Grundlage der amtlichen Kassa-Mittelkurse (Monatsendwerte) in Frankfurt am Main im Vergleich zu den Leitkursen des Realignments vom 18. Dezember 1971. Die Gewichte wurden bestimmt entsprechend der Regionalstruktur der Außenhandelsumsätze (Ausfuhr + Einfuhr) der einzelnen Länder in der Gliederung nach Herstellungs- und Verbrauchsländern im Durchschnitt der Jahre 1971-1973. +) Letzter Stand: 4. 4. 1975.

Quelle: Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1974, S. 59.

rung), durch Kapitalverkehrskontrollen (und ihre Änderung) und/oder durch gezielte staatliche Kreditaufnahmen an den internationalen Finanzmärkten. Die Devisenkurse weichen daher von den „reinen“ Marktkursen mehr oder minder stark ab.

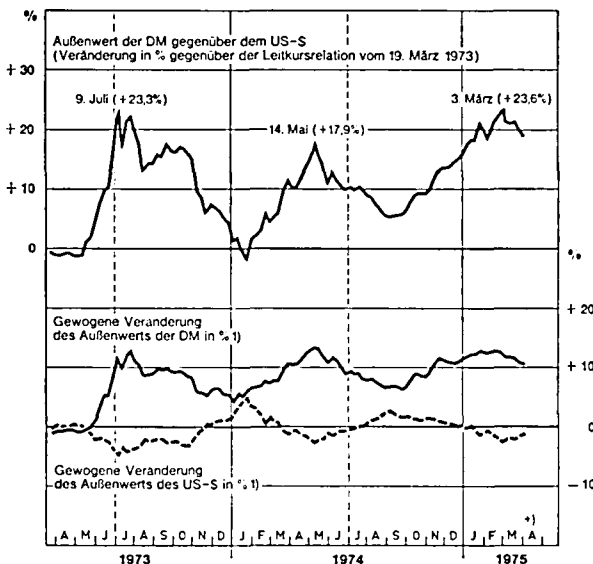
□ Die trendmäßigen Veränderungen der Außenwerte waren zwar weitgehend in Einklang mit den Veränderungen „fundamentaler“ ökonomischer Größen in den letzten Jahren. Neben Differenzen in den globalen Kosten- und Preisverläufen gehören dazu auch strukturelle Faktoren (Produktions- und Außenhandelsstrukturen, Rohstoffabhängigkeit etc.), und im Einzelfall müssen auch meta-ökonomische Faktoren (gesellschaftliche und politische Stabilität) zur Erklärung der Kursentwicklung herangezogen werden (Schweiz!).

□ Die kurzfristigen Kursverläufe orientierten sich, abweichend von früheren Vermutungen, stärker an Zukunftserwartungen als an der jeweils herrschenden Lage. M. a. W., kursbestimmend waren weniger der tatsächliche Leistungsbilanzsaldo (und die daraus resultierende Angebots-/Nachfrage-Konstellation am Devisenmarkt) oder die realisierte Preisentwicklung als die Erwartungswerte. Die starken Schwankungen in den Erwartungen, hervorgerufen durch immer neue Informationen über die Entwicklung des weltwirtschaftlichen Datenkranzes, erklären zu einem guten Teil die erheblichen Kursvariationen im Untersuchungszeitraum.

□ Die Spekulation konnte, mangels beständiger Erwartungen, nicht immer die stabilisierende Rolle spielen, die ihr nach den theoretischen Vermutungen zukam. Im Falle der DM-/Dollar-Relation setzte eine stabilisierende Gegenspekulation wiederholt erst bei Erreichen weit auseinanderliegender Extremkurse ein, während im breiten Mittelfeld temporär destabilisierende Kursbewegungen zu verzeichnen waren. Unmittelbare Leidtragende dieser Operationen waren freilich, anders als früher, nicht die Zentralbanken, sondern private Wirtschaftssubjekte. Im Falle des Pfund Sterling und der Lira konnte die Gefahr einer sich selbst nährenden Baisse-Spekulation nur durch massive staatliche Stützungsaktionen abgewendet werden; die „Schuld“ für das Verhalten der „Spekulanten“ lag dabei freilich primär bei den Regierungen dieser Länder, die den auf weiteren Kursverfall gerichteten Erwartungen durch ihre (binnen-)wirtschaftspolitische Passivität lange Zeit Vorschub leisteten.

□ Aus den Erörterungen wird deutlich, daß die tägliche Kursentwicklung eher vom Geld- und Kapitalverkehr als von den Handels- und Leistungstransaktionen bestimmt wurde. Und auch für die trendmäßige Entwicklung der Außenwerte spielte der Kapitalverkehr von Fall zu Fall eine dominierende Rolle.

Abbildung 2
Wechselkursentwicklung der D-Mark und des US-Dollars seit Beginn des Gruppenfloating am 19. März 1973



1) Gewogene Veränderung gegenüber den 16 in Frankfurt am Main amtlich notierten Währungen. Berechnet auf der Grundlage der amtlichen Kassa-Mittelkurse (Freitagswerte) in Frankfurt am Main im Vergleich zu den Leitkursen bei Beginn des Gruppenfloating am 19. März 1973. Die Gewichte wurden bestimmt entsprechend der Regionalstruktur der Außenhandelsumsätze (Ausfuhr + Einfuhr) in der Gliederung nach Herstellungs- und Verbrauchsländern im Durchschnitt der Jahre 1971-1973. +) Letzter Stand: 4. 4. 1975.

Quelle: Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1974, S. 62.

Fragt man abschließend, inwieweit es am Markt zu Über- oder Unterreaktionen in der Kursgestaltung kam, so ist diese Frage für die kurzfristige Kursentwicklung mit den vorangegangenen Überlegungen bereits weitgehend beantwortet. Was den Kurstrend betrifft, so ist auch hier denkbar, daß eine Überzeichnung stattgefunden hat: Wesentliche Änderungen im Export- und Importverhalten (Aufgabe eines Exportmarktes) sowie produktions- und investitionspolitische Entscheidungen (Direktinvestitionen im Ausland) in Anpassung an Veränderungen der Wettbewerbsposition werden erst mit einem Time-lag von mehreren Jahren zahlungsbilanz- und kurswirksam. Bei dieser Kritik am Marktergebnis ist freilich zu berücksichtigen, daß die genaue Lage des mittelfristigen Gleichgewichtskurses ex ante niemandem – natürlich auch nicht den Währungsbehörden – bekannt ist. Eine Rückkehr zu staatlich fixierten Kursen würde daher, sofern sie überhaupt möglich wäre, das Problem falscher Kurssignale keineswegs lösen.

Hat das Floating, zum Teil aus den zu Anfang aufgezeigten Gründen, die Hoffnung auf stetige

Kursverläufe nicht erfüllt, so haben sich andererseits auch die Befürchtungen der Floating-Gegner nicht bewahrheitet, daß anhaltende größere Kurschwankungen den Zusammenbruch des Welt Handels nach sich ziehen würden. 1973 nahm der Welthandel real um 15 % zu, 1974 – unter erheblich ungünstigeren „fundamentalen“ Vorzeichen – immerhin noch um fast 5 %. Von Interesse erscheinen in diesem Zusammenhang die folgenden Erfahrungen und Überlegungen:

Der Devisenkurs war nur einer unter mehreren Faktoren, die gemeinsam die Wettbewerbsfähigkeit von Unternehmen bzw. Gütern auf dem Weltmarkt bestimmten. Veränderungen der Devisenkurse müssen insbesondere stets unter gleichzeitiger Berücksichtigung der nationalen Kosten- und Preisentwicklungen beurteilt werden⁵⁾. Hinzu kommen andere Elemente wie Qualität, Lieferfähigkeit etc., deren Bedeutung in den beiden Jahren offenkundig wurde.

Die trendmäßige Verschlechterung der Wettbewerbsposition bestimmter Produktionen ist gesamtwirtschaftlich nicht notwendigerweise negativ zu beurteilen. Die dadurch induzierte Reallokation der Produktionsfaktoren kann im Gegenteil unter Wachstums- und Stabilitätsaspekten geradezu erwünscht sein.

Viele Unternehmen haben im Interesse der Markterhaltung, zum Teil auch der Beschäftigungssicherung in einer Phase der Rezession, Ausfuhrgeschäfte auch dann getätigt, wenn diese wegen kurzfristiger oder trendmäßiger Kursverschlechterungen nicht kostendeckend waren. Umgekehrt war auch die Preiselastizität der Nachfrage vielfach geringer als erwartet.

Die Absicherung gegen Kursrisiken aus laufenden Geschäften ist unter Floating-Bedingungen im Rahmen der am Terminmarkt üblichen Kontraktlaufzeiten zu Kosten möglich, die nicht höher sind als in einem Fixkurssystem⁶⁾. Für längere Fristen läßt sich das Kursrisiko – bei liberalisiertem Kapitalverkehr – durch Kurssicherungskreditaufnahmen (Finanz-Hedging) ausschalten.

Multinationale Gesellschaften und Unternehmen mit kontinuierlichen Auslandsbeziehungen (möglichst in beiden Richtungen) befanden sich gegenüber Firmen mit nur sporadischen grenzüberschreitenden Operationen im Vorteil: Durch Cost-Averaging waren sie in der Lage, Verluste aufgrund kurzfristiger Kurseinbrüche später – bei vorteilhaftem Kurs – zu kompensieren. Hinzu kam, daß sie gegebenenfalls einen erheblichen Teil ihrer Fremdwährungsforderungen mit ent-

sprechenden Verbindlichkeiten saldieren konnten, so daß nur Spitzenbeträge der (kostspieligen) Absicherung am Markt bedurften. Das Floating hatte also tendenziell eine konzentrationsfördernde Wirkung.

Emanzipation der nationalen Wirtschaftspolitik?

Ist es den Regierungen gelungen, nach dem Übergang zum Floating ihre Volkswirtschaften von den internationalen Wirtschaftsentwicklungen abzuhängen, oder hat, wie vielfach vorgebracht, das Floating die internen Probleme noch vergrößert? In der Anfangsphase schien in einigen Ländern die Meinung verbreitet, die Freigabe des Wechselkurses reiche allein schon aus, um eine Lösung aller unbewältigten Aufgaben zu bewirken⁷⁾. Eine Überbetonung der Bedeutung externer Faktoren für gesamtwirtschaftliche Fehlentwicklungen (importierte Inflation; Arbeitslosigkeit wegen Überbewertung der Währung) hatte möglicherweise den Blick für die internen Ursachen der Spannungen verstellt.

Tatsächlich ist es z. B. der Bundesrepublik durch konsequente Nutzung des wechsellkurspolitischen Freiraums gelungen, sich bis zu einem gewissen Grade von der internationalen Inflationsentwicklung abzusetzen: Der Liquiditätszufluß aus dem Ausland wurde praktisch unterbunden; die Rohstoffpreissteigerungen schlugen zwar trotz des Aufwertungseffekts zum Teil durch, eine Eskalation der Preissteigerungen konnte jedoch verhindert werden; der internationale Nachfragezusammenhang (Einkommenszusammenhang) überspielte zwar den Aufwertungseffekt, traf aber auf ein elastisches Angebot. Demgegenüber verpuffte der Abwertungseffekt des Pfund Sterling und der Lira, da die Wirtschaftssubjekte nicht bereit waren, den (durch den Anstieg der Importpreise bedingten) Rückgang des Realeinkommens hinzunehmen.

Da die Währungsbehörden den Verteilungskampf – wenn auch zähneknirschend – finanzierten, ging die inländische Absorption nicht, wie es erforderlich gewesen wäre, zurück. Kursverfall und Preissteigerungen schaukelten sich gegenseitig hoch. Erst die Rückbesinnung auf einige ökonomische Grundzusammenhänge hat dort in jüngerer Zeit die Voraussetzungen für eine Stabilisierung geschaffen. „Nach den bisherigen Erfahrungen läßt sich daher feststellen: Elastischere Wechselkurse können gute Dienste als flankierende Maßnahme für eine innere Stabilitätspolitik leisten. Sie sind aber kein Freibrief für die innere Wirtschaftspolitik.“⁸⁾

⁵⁾ Siehe dazu die Angaben über die internationale Ausfuhrpreisentwicklung 1970-74 im Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1974, S. 33.

⁶⁾ Vgl. Giuliano Pelli: Thoughts on the cost of forward cover in a floating system, in: Euromoney, October 1974, S. 34 f.

⁷⁾ Auch einige der heutigen Kritiker des Floating scheinen dies erwartet zu haben.

⁸⁾ Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1974, S. 60.