**Kapitel 20 - Devisenmarkt**

**Exkurs „Europäisches Währungssystem“**

**Entstehung des Europäischen Währungssystems**

Nach den Währungsturbulenzen in den 1970er Jahren sollte mit dem Europäischen Währungssystem (EWS) eine Zone monetärer Stabilität in Europa geschaffen werden. Die Gründerstaaten versprachen sich davon auch weitere Impulse für den Integrationsprozess in der Europäischen Gemeinschaft. Das EWS setzte sich aus folgenden Elementen zusammen:

* Es handelte sich um ein System fixer Wechselkurse mit Bandbreiten zwischen den Währungen der Mitgliedsländer.
* Es wurde eine europäische Währungseinheit, ECU, als gewichteter Durchschnitt aller am EWS beteiligten Staaten ermittelt. Der ECU diente als künstliche Bezugsgröße für Wechselkurse bzw. Wechselkursabweichungen und Rechengröße für die Abwicklung von Transaktionen zwischen den Notenbanken und Institutionen der EU. Die Gewichte ergaben sich aus den Anteilen der Länder am innereuropäischen Handel. Durch die Fixierung der Wechselkurse am ECU entstand ein System ECU-bezogener Leitkurse, die die Grundlage des Paritätengitters bildeten.
* Die Kurse der beteiligten Länder dürften nur um +-2,25 Prozent vom jeweiligen ECU-Leitkurs abweichen. Die maximale Bandbreite betrug also 4,5 Prozent. Allerdings mussten bei Erreichen von 75 Prozent der maximal erlaubten Abweichung („**Divergenzschwelle**“, also +/-1,6875 Prozent) bereits wirtschafts- und währungspolitische Maßnahmen ergriffen werden, damit eine Intervention erst gar nicht nötig gewesen wäre.
* Es bestand ein ausgebautes Kreditsystem, d. h. ein **Währungsbeistand.**

Wir wollen nachfolgend einige Grundzüge dieses Systems darstellen. Nehmen wir dafür an, das EWS besteht vereinfacht nur aus drei Ländern (Deutschland, Frankreich, Italien), deren Währungen folgende bilateralen Leitkurse aufweisen (hier in Mengennotierung):

DM zu Franc = 1 : 2

DM zu Lira = 1 : 4

Franc zu Lira = 1 : 2

Der vereinbarte Währungskorb lautet: 1 ECU = 4 DM + 2 Franc + 1 Lira

Die ECU-bezogenen Leitkurse der Währungen lauten in diesem Fall:

1 ECU = 4 DM + 1 DM + 0,25 DM = 5,25 DM

1 ECU = 8 Franc + 2 Franc + 0,5 Franc = 10,5 Franc

1 ECU = 16 Lira + 4 Lira + 1 Lira = 21 Lira

Diese Leitkurse sind die am Devisenmarkt gültigen Paritäten. Die maximale Schwankungsbreite wird auf +/-2,25 Prozent festgesetzt. Italien bildet eine Ausnahme mit +/-6 Prozent. Aus diesen Angaben lässt sich ein Paritätengitter errechnen (Tab. E.20.1).

**Stabilisierung der Wechselkurse im EWS**

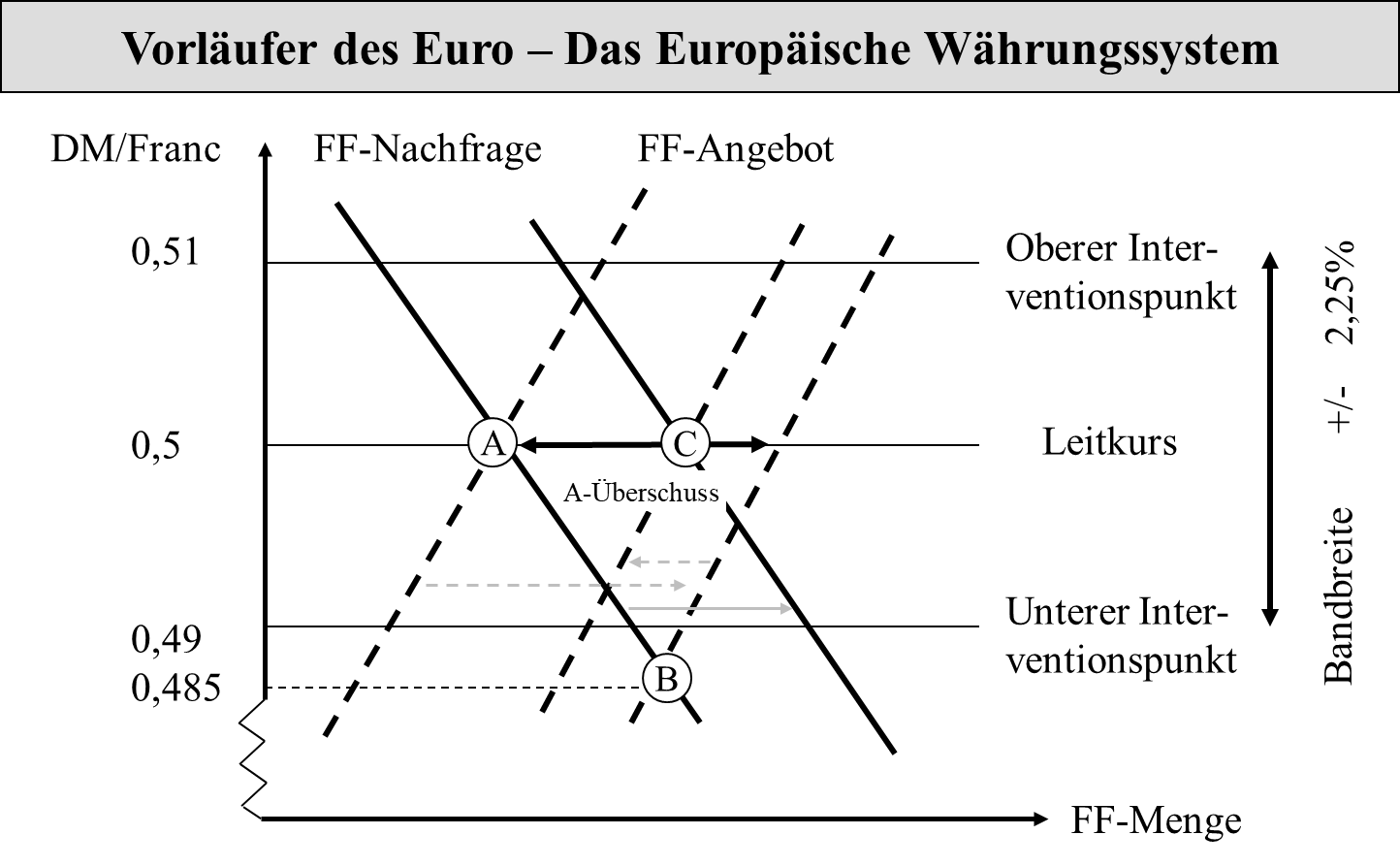
Nehmen wir nun an, dass die Handels- und Dienstleistungsbilanz Deutschlands im bilateralen Austausch von Waren und Dienstleistungen mit Frankreich dauerhafte Überschüsse (Exporte nach Frankreich > Importe aus Frankreich) aufweist und das Zinsniveau in Deutschland über jenem in Frankreich liegt.

*Tab. E.20.1: Paritätengitter im EWS*

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Paritätengitter** | **Frankfurt in DM** | **Paris in Franc** | **Rom in Lira** |
| +2,25 %  100 DM  -2,25 % | 100 | 204,5  200  195,5 | 424  400  376 |
| +2,25 %  100 Franc  -2,25 % | 51,125  50  48,875 | 100 | 212  200  188 |
| +6 %  100 Lira  -6 % | 26,5  25  23,5 | 53  50  47 | 100 |

Diese Situation führt dazu, dass sich das Angebot an Franc in Deutschland ausweitet (Rechtsverschiebung der FF-Angebotsfunktion in Abb. E.20.1), und zwar:

* durch die Exporterlöse in Franc, die von den deutschen Exporteuren in DM umgetauscht werden und
* durch den Kapitalimport, d. h. den auf Renditeüberlegungen zurückzuführenden Kauf deutscher Aktiva durch französische Anleger.



*Abb. E.20.1: Überschussland im System fester Wechselkurse (EWS)*

Kommt es nun zu einer Aufwertungstendenz der DM gegenüber dem Franc von z. B. 100 DM = 206 Franc, also um 3 Prozent, dann sind Interventionen nötig. Beachten Sie, dass wir in der graphischen Darstellung – wie üblich – die Preisnotierung wählen, sodass eine DM-Aufwertung zum Rückgang des Wechselkurses führt, in unserem Beispiel auf 100/206 = 0,485 FF je DM. Der Wechselkurs der DM gegenüber dem Franc muss auf den vorherigen Wert 1:2 zurückgeführt werden. Der Interventionsmechanismus verlangt, dass die beteiligten Zentralbanken – deutsche und französische – am Devisenmarkt intervenieren:

Die Bundesbank fragt Franc nach und bietet dafür DM an (Rechtsverlagerung der FF-Nachfragefunktion) und

die französische Zentralbank entzieht Franc gegen Hergabe der DM (Linksverschiebung der FF-Angebotsfunktion).

**Auswirkungen von Devisenmarktinterventionen im EWS**

Dauerhafte Stützungsmaßnahmen am unteren Interventionspunkt bergen für das Überschussland (hier: Deutschland) die Gefahr einer inflationären Aufblähung der inländischen Geldmenge, da ständig Devisen gegen Ausgabe heimischer Währung gekauft werden müssen. Nehmen wir z. B. an, dass die inländischen Banken durch Exportgeschäfte inländischer Unternehmen und Kapitalanlagen von Ausländern im Inland in den Besitz von FF-Devisen in Höhe von 50 gelangt sind. Die Notenbank ist in diesem Fall verpflichtet, die überschüssige Menge an Devisen aufzukaufen. Es kommt zu einer Bilanzverlängerung, da die Zentralbankeinlagen der Geschäftsbanken in gleicher Höhe zunehmen.

Soll die monetäre Basis konstant bleiben, um unerwünschte Impulse auf das Wirtschaftssystem (z. B. Inflation) zu vermeiden, müsste die Notenbank Einflüsse, die von der Änderung der Währungsreserven auf die monetäre Basis ausgehen, durch ihr geldpolitisches Instrumentarium im Rahmen der **Sterilisierungspolitik** (auch **Neutralisierungspolitik**) kompensieren. Dies wäre z. B. durch den Verkauf von Inlandsaktiva (Offenmarktoperationen) in Höhe von 50 durch die Notenbank gegen heimische Währung möglich.

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Zentralbankbilanz (mit und ohne neutralisierte) Devisenmarktinterventionen** | | | |
| **Aktiva** | | **Passiva** | |
| Kredite an Geschäftsbanken | 200 | Bargeldumlauf | 100 |
| **Währungsreserven** | **400 (+ 50) = 450** | Einlagen der Geschäftsbanken | 700 (+ 50; - 50) |
| **Inlandsaktiva**  **(z.B. Wertpapiere)** | **400 (-50) = 350** | Sonstige Einlagen | 200 |
| Monetäre Basis | 1.000 |  | 1.000 |

Im Fall der Sterilisierungspolitik steht der Erhöhung der Auslandsaktiva – durch den Kauf der ausländischen Währung – eine Verringerung der Inlandsaktiva im gleichen Umfang gegenüber, während die Passivseite der Bilanz – und somit die gesamte Bilanzsumme – unverändert bleibt. Der neutralisierte Devisenkauf hat keine Wirkung auf die inländische Geldmenge.

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Devisenkauf** | **Wirkung auf die inländische Geldmenge** | **Wirkung auf Inlandsaktiva** | **Wirkung auf Auslandsaktiva** |
| nicht neutralisiert | + 50 | 0 | + 50 |
| neutralisiert | 0 | - 50 | + 50 |

Bei freiem Kapitalverkehr kann allerdings die Sterilisierungspolitik dauerhaft nicht funktionieren, wenn die Notenbank gleichzeitig die Wechselkursstabilität anstrebt. Diese Inkompatibilität zwischen den drei Zielen – freier Kapitalverkehr, stabiler Wechselkurs und geldpolitische Autonomie – ist unter dem Begriff der **Unmöglichkeit der Dreieinigkeit** bekannt. Ist z. B. der inländische Zinssatz so hoch, dass ein ständiger Devisenbilanzüberschuss besteht, so muss die Zentralbank ständig Devisen kaufen, um den Wechselkurs stabil zu halten. Die Anleger profitieren von den höheren Zinsen. Zusätzlich können sie darauf hoffen (oder spekulieren), dass irgendwann der Wechselkurs freigegeben wird. In diesem Fall würde die Inlandswährung aufwerten und die Anleger hätten einen zusätzlichen Gewinn. Die Anleger können also nicht verlieren. Dies bedeutet, dass immer mehr Auslandsaktiva in das Land fließen und die Devisenreserven sich vergrößern. Letztendlich wird ein Punkt erreicht, an dem eine Reduzierung der inländischen Komponente der Geldbasis durch Verkauf von Inlandsaktiva nicht mehr möglich ist. Überlegen Sie selbst die Konsequenzen, die sich bei einem Abfluss an Devisen für ein Land ergeben.

**Funktionsbedingungen des EWS**

Ein System wie das EWS muss eine **formale Symmetrie** bei der Durchführung von Interventionen am Devisenmarkt seitens der Stark- und Schwachwährungsländer aufweisen.

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | **starke Währung (DM)** | **schwache Währung (FF)** | **inländische Geldmenge** |
| Schwachwährungsland  (hier FF) | verkaufen gegen FF |  | sinkt |
| Hartwährungsland  (hier DM) |  | aufkaufen gegen DM | steigt |
| ohne Neutralisierungspolitik | | | |

Zur Stabilisierung der EWS-Wechselkurse existierten zwei Formen der Intervention. Mit **obligatorischen Interventionen** griffen die teilnehmenden Zentralbanken immer dann in das Marktgeschehen ein, wenn ihre Währungen gegenüber einer Partnerwährung den oberen bzw. unteren Interventionspunkt erreichten. Obligatorische Interventionen erfolgten grundsätzlich in Teilnehmerwährungen. Im Falle der **intramarginalen Interventionen** wurden die Notenbanken dagegen auch schon dann aktiv, wenn der Wechselkurs sich noch innerhalb der Bandbreite befand. Hier waren auch andere Währungen als Interventionswährungen gestattet.

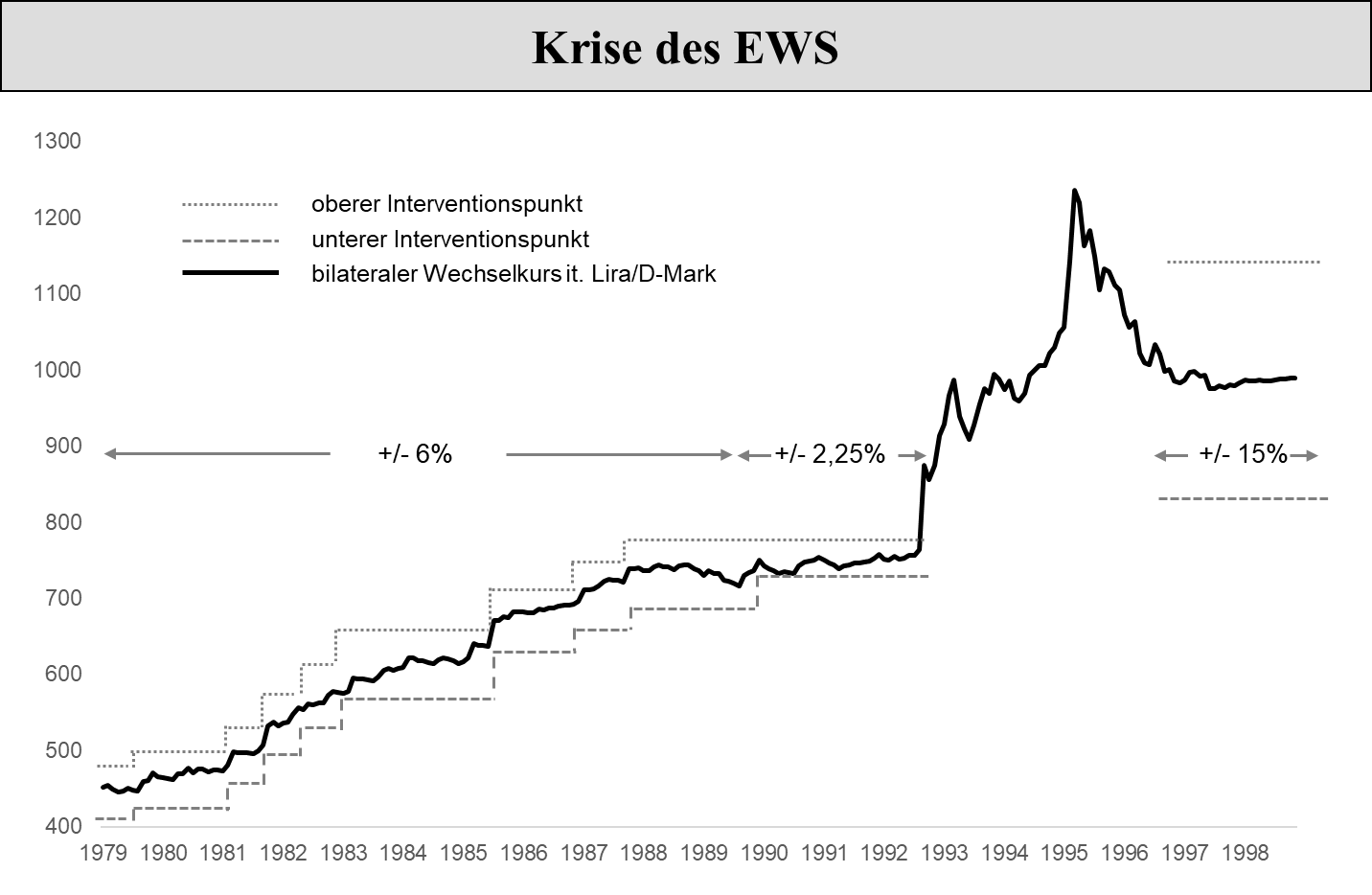
Um Wechselkursspannungen auf Dauer zu verhindern, musste die Geldpolitik der teilnehmenden Länder auf die Erfordernisse des Wechselkurszusammenhalts ausgerichtet und ein höheres Maß an Konvergenz erreicht werden. Interventionen konnten nur die erste Maßnahme der Zentralbanken sein, um die Wechselkurse ihrer Währungen anhaltend zu stabilisieren. Das EWS sah daher bei dauerhaften Spannungen Leitkursänderungen (*realignments*) vor. Grundsätzlich zwingen Festkurssysteme die Mitgliedstaaten dazu, in ihrer Politik jenem Land zu folgen, dessen Politik auf Geldwertstabilität ausgerichtet ist. Innerhalb des EWS hatte Deutschland diese Rolle inne. Die Länder, die keine Abwertung ihrer Währungen gegenüber der DM hinnehmen wollten, mussten der Politik der Bundesbank folgen. So entstand eine Asymmetrie innerhalb des EWS zwischen Deutschland einerseits und der anderen Mitglieder anderseits. Eine eigenständige, an nationalen wirtschaftspolitischen Interessen ausgerichtete Politik in den von der deutschen Geldpolitik abhängigen Mitgliedsländern, musste aufgegeben werden.

**Deutsche Wiedervereinigung und die Krise des EWS 1992/93**

Im Rahmen der deutschen Wiedervereinigung beschloss die Bundesregierung 1990 ein großangelegtes „Aufbauprogramm Ost“, das überwiegend kreditfinanziert wurde. Die staatliche Kreditnachfrage führte über steigende Zinsen und Kapitalimporte zu einem Anstieg der Nachfrage nach DM, sodass die DM unter Aufwertungsdruck geriet. Gleichzeitig war die Deutsche Bundesbank bemüht, durch eine restriktive Geldpolitik die Inflation einzudämmen, die durch die Lohnangleichung und die starke Konsumnachfrage in Ostdeutschland hervorgerufen wurde. Die restriktive Politik der Bundesbank trieb die Zinsen in die Höhe, wodurch sich der Aufwertungsdruck auf die DM weiter erhöhte.

Die Partnerstaaten im EWS waren gezwungen – um dem Abwertungsdruck auf ihre eigenen Währungen zu begegnen – am Devisenmarkt zu regelmäßig intervenieren und DM aus ihren Devisenreserven zu verkaufen. Dies hatte entsprechende restriktive Effekte auf die eigene inländische Geldmenge. Wer den lästigen Interventionspflichten zuvorkommen wollte, musste sich der deutschen Hochzinspolitik anpassen und gleichfalls einen restriktiven geldpolitischen Kurs einschlagen. Dies war nicht im Sinn der meisten europäischen Länder, die sich, im Gegensatz zum wiedervereinigten Deutschland, mehrheitlich in der Rezession befanden. Durch den Zwang, den stabilen Wechselkurs zu verteidigen, konnten sie nicht vom Wiedervereinigungsboom profitieren. Sie beschuldigten die Deutsche Bundesbank, durch ihre Hochzinspolitik für die konjunkturelle Krise in Europa verantwortlich zu sein, doch die Bundesbank lehnte eine Änderung ihres geldpolitischen Kurses ab.

Der wachsende Unwille in den europäischen Ländern, die festgelegten Währungsbandbreiten zu verteidigen, rief Spekulanten auf den Plan, die eine Abwertung bestimmter Währungen (insbesondere der italienischen Lira und des britischen Pfunds) erwarteten. Die Spekulationskäufe erhöhten den Abwertungsdruck. Die Krise führte schließlich im September 1992 zum Austritt Großbritanniens und Italiens aus dem EWS und schließlich zu einer Erweiterung der Schwankungsbreiten auf +/-15 Prozent im Juli 1993 (Abb. E.20.2).



*Abb. E.20.2: Wechselkurs Lira/DM und Bandbreiten im EWS*

**Wechselkursmechanismus II (EWS II)**

Bereits bei den Verhandlungen um den Maastrichter Vertrag 1991/92 wurde deutlich, dass nicht alle EU-Staaten schon zu Beginn an der Währungsunion teilnehmen wollten. Es galt für diese Staaten (so genannte **Pre-Ins**), Mechanismen zu schaffen, die einen späteren Beitritt möglich machen sollte. Generell behalten die Pre-Ins ihre nationale Währung und die damit verbundene Souveränität ihrer Geldpolitik. Um mögliche Wechselkursvolatilitäten gering zu halten und die Brücke zur EWU nicht abbrechen zu lassen, wurde auf der Konferenz von Amsterdam 1997 ein neuer Wechselkursmechanismus (WKM II oder EWS II) beschlossen, der den Pre-Ins eine enge Bindung an den Euro ermöglicht.

Für die am EWS II teilnehmenden Währungen dürfen die Wechselkurse maximal um ± 15 Prozent gegenüber dem [Euro](http://de.wikipedia.org/wiki/Euro) schwanken, es können aber auch engere Schwankungsbreiten festgelegt werden. Bei Erreichen der Schwankungsbreiten sind die EZB und die jeweiligen nationalen Zentralbanken zu Interventionen auf dem Devisenmarkt verpflichtet. Um der EWU beitreten zu können, sollte ein Land zunächst mindestens zwei Jahre Mitglied im EWS II sein. Bezüglich der Konvergenz müssen die Pre-Ins die gleichen Bedingungen erfüllen, wie die Euro-Länder. Dazu müssen sie regelmäßig Konvergenzprogramme erstellen und vorlegen. Mindestens alle zwei Jahre oder auf Antrag eines der Pre-Ins wird geprüft und entschieden, ob die Voraussetzungen für den Beitritt in die EWU erfüllt sind.