

Quo vadis, EWU? Teil 3: Spekulation auf Wechselkurse – Stolperstein für jedes Währungssystem?

Von Friederike Spiecker | 22.07.2013 (editiert am 25.05.2016)

Kann ein Währungssystem die Gratwanderung zwischen Inflationsausgleich und Spekulationsanfälligkeit meistern? Das war die Frage, mit der [Teil 2 dieser Serie](#) endete und mit der ich mich in diesem Beitrag auseinandersetze.

Spekulation kann immer dann gewinnträchtig betrieben werden, wenn man Preisentwicklungen richtig vorhersieht. Dann kann man sich auf die Marktseite begeben, zu deren Gunsten sich die Preise entwickeln werden, und nach Eintritt der prognostizierten Entwicklung seine Geschäfte gewinnbringend abwickeln. Ein Beispiel: Wer die Steigerung eines Rohstoffpreises richtig voraussieht, kann diesen Rohstoff (oder Wertpapiere, die auf diesen Rohstoff lauten) einkaufen und nach eingetretener Preissteigerung verkaufen. Die Differenz von Einkaufs- und Verkaufspreis ist (abzüglich der Transaktionskosten) sein Spekulationsgewinn. (Das funktioniert auch bei fallenden Preisen, z.B. mittels Leerverkäufen.)

Genau so verhält es sich mit dem Preis einer Währung: Wer glaubt, dass eine Währung überteuert ist, d.h. dass pro Einheit dieser Währung zu viele Einheiten anderer Währungen gezahlt werden, und dass dieser Zustand in absehbarer Zeit nicht anhalten wird, sondern die Währung billiger werden wird, der kann Bestände, die er in dieser Währung hält, verkaufen. Sinkt der Preis der Währung dann tatsächlich, kann er nach der Wechselkursänderung seine Devisen wieder in die ursprüngliche Währung zurücktauschen und erhält (nach Abzug der Transaktionskosten) nominal mehr, als er vorher hatte oder jetzt hätte, wenn er das Devisengeschäft nicht getätigt hätte.

Wenn nun ein Währungssystem so ausgestaltet ist, dass Abweichungen der Inflationsraten zwischen den Teilnehmerstaaten ausgeglichen werden durch die Zusammenarbeit der jeweiligen Notenbanken, dann bestünde ja eigentlich von den volkswirtschaftlichen Fundamentaldaten her kein Anlass, gegen eine der teilnehmenden Währungen zu spekulieren. Denn die Wechselkurse spiegeln die Kaufkraft der Währungen korrekt wider. Doch so einfach ist die Sache nicht. Sobald Inflationsdifferenzen *systematisch* auftreten, kann sich jeder ausrechnen, wohin sich die Wechselkurse innerhalb

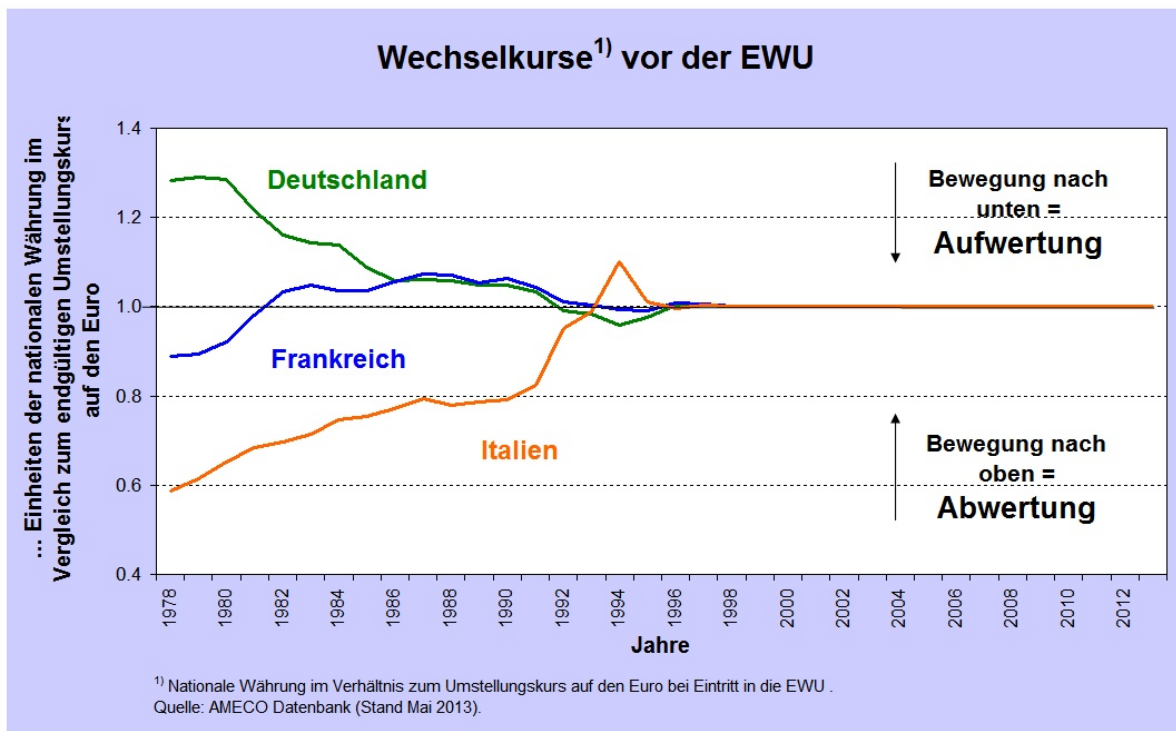
des Währungssystems in Zukunft bewegen werden, d.h. welche Wechselkursanpassungen die am System teilnehmenden Notenbanken vorzunehmen gedenken. Und diese Voraussicht kann dann, wie oben geschildert, zu Geld gemacht werden.

Das ist nicht nur ärgerlich, weil Spekulanten, wenn die Notenbanken wie vereinbart dagegenhalten, auf diese Weise Geld verdienen, ohne einen Finger krumm zu machen. Nein, es ist vor allem ein systematisches Problem: Spricht sich die Bereitschaft der Notenbanken, die von ihnen aktuell für richtig gehaltenen Kurse bis zum vorgesehenen Anpassungstermin zu verteidigen, herum, dann können die Spekulanten risikolos abkassieren, was natürlich einer Lizenz zum Gelddrucken gleichkommt. Da die Notenbanken das nicht zulassen werden, würden sie vor Erreichen des ursprünglichen Anpassungstermins den bisherigen Wechselkurs aufgeben – die Spekulanten hätten die Notenbanken in die Knie gezwungen.

Und das ist aus zwei Gründen problematisch: Zum einen werden dann die zu den zukünftigen Inflationsdifferenzen eigentlich passenden Wechselkursänderungen vorweg genommen, so dass der sich aus der vorgezogenen Anpassung neu ergebende Wechselkurs nicht mehr zu den aktuellen Kaufkraftverhältnissen passt. Diese "falsche" Bewertung der Währungen aber hat negative Rückwirkungen auf die Realwirtschaft, die man ja gerade vermeiden wollte mit Hilfe des Währungssystems. Zum anderen können Spekulanten, je massiver sie die Wechselkurse, die die Notenbanken im Währungssystem für angemessen halten, angreifen, umso mehr Unsicherheit aufbauen. Denn wenn die Notenbanken dem spekulativen Druck schließlich notgedrungen nachgeben, stellt sich sofort die Frage, wo der Endpunkt der Anpassung liegt: Sollen die Notenbanken einen Wechselkurs ansteuern, wie er in einem halben oder einem Jahr oder gar erst in zwei Jahren den Kaufkraftparitäten voraussichtlich angemessen wäre? Je kleiner der gewählte Anpassungsschritt, desto höher die Gefahr, dass die Spekulationen nicht aufhören oder schnell wieder einsetzen. Je größer er ist, desto höher sind die Gewinne der Spekulanten und desto schlechter passt der Wechselkurs zur aktuellen realwirtschaftlichen Situation.

Innerhalb des EWS ist das passiert. Eines der prominentesten Beispiele war die Entwicklung des Wechselkurses der italienischen Lira Anfang der 1990er Jahre (vgl. Abbildung). In Italien lag die Inflationsrate von 1987 bis 1991 um jährlich zwischen 4 und 5 Prozentpunkte über der deutschen. Der Wechselkurs war aber in dieser Zeit mehr oder weniger unverändert geblieben. Der sich daraus ergebende Verlust an Wettbewerbsfähigkeit Italiens machte den Anpassungsbedarf unausweichlich: Die italienische Lira musste schließlich kräftig abwerten und verlor bis 1994 mehr als ein Drittel ihres Wertes. Die Devisenmärkte schossen dabei gemessen an den Inflationsdifferenzen über ihr Ziel hinaus, bewerteten die Lira also zu schwach, so dass sich letzten Endes wieder eine leichte Aufwertung einstellte.

Abbildung



Langer Rede kurzer Sinn: Jede *systematisch vorhersehbare* Anpassung in einem Währungssystem macht es anfällig für Spekulationen und destabilisiert es. Will man zur Vermeidung großer und anhaltender Handelsungleichgewichte trotzdem ein funktionierendes Währungssystem haben, das die Kaufkraft der Mitgliedsländer einigermaßen widerspiegelt (Kaufkraftparität), muss man sich etwas anderes einfallen lassen. Die Lösung kann nicht allein darin bestehen, die Anpassungszeitrume möglichst klein zu halten (etwa täglich), also die Anpassungen der Wechselkurse durch die Notenbanken zu verstetigen statt diskontinuierlich, z.B. jeden Monat oder jedes Quartal einmal, einzugreifen. Eine zügige "Dauer"anpassung dürfte zwar die Summen verringern, die die Notenbanken zur Verteidigung der Wechselkurse aufwenden müssten, weil "Mitlauffer" unter den Spekulanten einen umso geringeren Reibach machten, je später sie sozusagen auf den fahrenden Zug aufspringen. Doch das Grundproblem bliebe bestehen: Solange ein systematischer Trend in der Kursanpassung erkennbar ist, lohnt sich die Spekulation – vorausgesetzt die Transaktionskosten sind nicht zu hoch.

Die Transaktionskosten kann man natürlich durch die Ordnungspolitik künstlich in die Höhe treiben: Der Staat kann Devisenkäufe und -verkäufe besteuern oder im Extremfall stark einschränken bzw. verbieten (Kapitalverkehrskontrollen). Doch geht das immer auch zu Lasten derjenigen Akteure am Devisenmarkt, die Devisen allein zu Transaktionszwecken für den realwirtschaftlichen Handel zwischen Ländern benötigen. So wie Spekulanten ihre unproduktiven Geschäfte oft im Windschatten der Realwirtschaft betreiben, geraten die realwirtschaftlichen Akteure leicht in Mitleidenschaft, wenn der Staat versucht, den Spekulanten das Handwerk zu legen. Das liegt letzten Endes daran, dass alle Akteure in einer arbeitsteiligen Welt nicht darum herum kommen, dasselbe Medium, nämlich Geld (in welcher Währung auch immer), zu verwenden, und daher auch alle betroffen sind von Maßnahmen (und Erschütterungen), die mit diesem Medium zu tun haben.

Nun haben die Notenbanken aber noch ein weiteres Instrument, das sie einsetzen können in Hinblick auf die Wechselkurse. Das ist der kurzfristige Zinssatz. Ein Land mit tendenziell höherer Inflation im

Vergleich zu seinen Handelspartnern hat in der Regel insgesamt ein höheres nominales Zinsniveau. Tauscht ein Spekulant in Erwartung einer zukünftigen Abwertung der Währung, in der er sein Geld hält, in eine voraussichtlich aufwertende Währung, entgehen ihm gleichzeitig die höheren nominalen Zinsen im abwertungsverdächtigen Land. Das macht das Devisenspekulationsgeschäft unattraktiver. Entspricht die nominale Zinsdifferenz für eine bestimmte Laufzeit (z.B. für eine Geldanlage von sechs Monaten) der Wechselkursänderung, die im gleichen Zeitraum erfolgt, gibt es keinen Spekulationsgewinn, weil der Gewinn beim Devisengeschäft vom Zinsverlust aufgezehrt wird (Zinsparität). Gilt diese Ausgewogenheit zwischen Zinsdifferenz und zu erwartender zukünftiger Wechselkursentwicklung für das gesamte Laufzeitenspektrum von Finanzanlagen oder zumindest für einen absehbaren, d.h. für Spekulationen geeigneten Zeitraum (etwa alle Laufzeiten bis zu drei Jahren), dann stellt dies eine belastbare Barriere gegen Spekulationen dar.

Die Notenbanken eines Währungssystems können zu einer solchen Ausgewogenheit und damit zur Abwehr von Spekulationen wesentlich beitragen, indem sie die kurzfristigen Zinsen, die sie selbst setzen, passend zu absehbaren Inflationsdifferenzen so wählen, dass sich Spekulationen im unteren Laufzeitenspektrum trotz Wechselkursanpassungen nicht lohnen. Je länger die Laufzeiten, desto schwächer ist zwar die Kontrolle der Notenbanken über die mittel- und längerfristigen Zinssätze (die ja auch von anderen Faktoren bestimmt werden). Doch desto höher ist auch die Unsicherheit für Finanzinvestoren, wie die Entwicklung in der fernerer Zukunft sein wird. Genau das aber reduziert die Spekulationsanreize – eine erwünschte Konstellation.

Es bleiben zwei Fragen: Funktioniert die Abwehr von Devisenspekulationen durch die Zinspolitik nicht auch ohne Währungsverbund? Und ist diese Zinspolitik kostenlos zu haben? Beide Fragen lassen sich mit einem klaren Nein beantworten. Dazu demnächst mehr.

Über den Autor



Friederike Spiecker ist Diplom-Volkswirtin und lernte das Handwerkszeug zur theoretischen und empirischen Makroökonomie am Deutschen Institut für Wirtschaftsforschung, Berlin. Heute arbeitet sie als freie Wirtschaftspublizistin und ist in der wirtschaftspolitischen Beratung von Parteien, Gewerkschaften und Verbänden tätig.

Veröffentlicht am: 22.07.2013 | Editiert am: 25.05.2016

Erschienen unter:

<https://makroskop.eu/2013/07/abo-artikel-quo-vadis-ewu-teil-3-spekulation-auf-wechselkurse-stolperstein-fur-jedes-waehrungssystem/>