ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Vehrkamp, Robert B.

Article — Digitized Version

Die Lehren der Währungskrise

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Vehrkamp, Robert B. (1992) : Die Lehren der Währungskrise, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 72, Iss. 12, pp. 639-645

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/136953

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.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Robert Vehrkamp

Die Lehren der Währungskrise

Die jüngste Krise des EWS wird häufig auf fundamentalökonomische Unterschiede in den Mitgliedsländern zurückgeführt, die durch die Devisenmarktspekulationen nur offengelegt wurden. Inwieweit ist diese Betrachtungsweise berechtigt? In welchem Ausmaß war die Krise Folge irrationaler Spekulationen an den Devisen- und Kapitalmärkten? Welche Lehren sind aus ihr für die geplante europäische Währungsunion zu ziehen?

Mit der Krise des Europäischen Währungssystems (EWS) hat neben dem ablehnenden Votum Dänemarks und dem „petit oui" der Franzosen ein weiteres „retardierendes Moment" Einzug in die Debatte um den Maastrichter Vertrag gehalten. Die Krise des EWS habe gezeigt, daß die Zeit für die Währungsunion noch nicht reif ist. Die zur Einführung einer einheitlichen europäischen Währung als Voraussetzung notwendige fundamentalökonomische Konvergenz sei erst unzureichend verwirklicht und der bestehende Unterschied bei den nationalen Inflationsmentalitäten noch zu groß. Die Spekulation am Devisenmarkt habe die bestehenden Divergenzen lediglich offengelegt und die Regierungen und Notenbanken gezwungen, die notwendigen Konsequenzen auch tatsächlich zu ziehen. Ähnliche realwirtschaftliche Disparitäten hätten bei einheitlicher Währung zwar nicht zu einer Währungskrise, wohl aber zu wachsenden und schwerer korrigierbaren regionalen Produktions- und Beschäftigungsverzerrungen geführt[1].

Als Ergebnis einer solchen Betrachtung entsteht als Alternative einer einfachen Wechselkursanpassung im EWS am Horizont der Währungsunion das Szenario realwirtschaftlicher Anpassungskrisen innerhalb des einheitlichen europäischen Währungsgebietes. In der Folge solcher Anpassungskrisen käme es zu einem erheblichen politischen Druck auf die Europäische Zentralbank (EZB), expansive geldpolitische Kompensationsmaßnahmen vorzunehmen. Die Verweigerung solcher Maßnahmen führe in den Gebieten mit noch bestehender Inflationsmentalität zu Arbeitslosigkeit und erheblichen Ressentiments gegen die EG. Die einheitliche Währung könnte sich letztlich „nicht als Integrationsmotor, sondern als Antriebswelle für die durchaus vorhandenen zentrifugalen Kräfte erweisen"[2].

Robert Vehrkamp, 28, Dipl.-Volkswirt, ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Wirtschaftspolitik und Konjunkturforschung der Universität Witten/Herdecke.

Die ex- und impliziten Prämissen derartiger Überlegungen sind ebenso zahlreich wie unrealistisch. Ohne weitere Begründung werden zentrifugal wirkende realwirtschaftliche Divergenzen innerhalb der geplanten Währungsunion vorweggenommen und in ihren Auswirkungen einseitig zu Lasten des Stabilitätsstandards der Währungsunion beschrieben[3]. Außerdem beruht sie auf der Voraussetzung, daß inflationsbedingte Wechselkursänderungen innerhalb des EWS auch tatsächlich vorgenommen werden, und der Annahme fundamentalökonomischer Rationalität der Kapital- und Devisenmärkte.

Im folgenden soll gezeigt werden, daß es sich bei der EWS-Krise im wesentlichen um eine spekulative Attacke der Kapital- und Devisenmärkte gehandelt hat, deren fundamentalökonomische Begründung im Sinne der dem EWS immanenten Rationalität, notwendige Wechselkursanpassungen am Maßstab bestehender Inflationsdivergenzen zu orientieren, zumindest fraglich bleibt. Das würde jedoch bedeuten, daß es sich bei den Währungswirren um eine spezifische Krise der Festkursinstitution EWS gehandelt hat. Einer Währungsunion wäre die Krise dann ad definitione und mangels fundamentalökonomischer Ursachen auch als Pendant in Gestalt einer realwirtschaftlichen Anpassungskrise erspart geblieben.

Bei genauer Analyse der Ursachen erweist sich die Krise des EWS als weiteres Argument für die Einführung der Währungsunion nach dem materiellen und zeitlichen

[1] Vgl. dazu Hans-Eckart Scharrer: Die EG nach den Währungswirren, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 72.Jg. (1992), H. 10, S. 498-499; Malte Krüger: Was dem EWS geschehen ist, in: ebenda, S. 516-519; sowie Hans Tietmeyer: Aktuelle Fragen der währungspolitischen Integration in Europa, in: Auszüge aus Presseartikeln der Deutschen Bundesbank, Nr. 73 (1992), S.1-7.

[2] Malte Krüger, a.a.O., S.519.

[3] Dabei wird nicht nur die Selektionswirkung der Maastrichter Konvergenzkriterien übersehen. Auch der ökonomisch wünschenswerte und – bei eingeschränkter Mobilität des Faktors Arbeit innerhalb Europas – auch wahrscheinliche Ausgleich realwirtschaftlicher Divergenzen durch eine stärkere regionale Lohndifferenzierung wird ignoriert. Vgl. dazu Olaf Sievert: Geld, das man nicht selbst herstellen kann, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Ausgabe vom 26.September 1992, S.13.

Fahrplan des Maastrichter Vertrags. Die Währungskrise wird als Beleg dafür interpretiert, daß die zentrifugalen Kräfte innerhalb des EWS bereits heute größer sind, als dies für die Währungsunion zu erwarten ist. Die künftigen Erfolgschanchen einer am Ziel der Preisniveaustabilität orientierten und von Weisungen der Politik unabhängigen Geldpolitik bei vollständig liberalisierten Güter- und Kapitalmärkten sind daher in der europäischen Währungsunion besser, als sie es für die Einzelstaaten innerhalb eines fortbestehenden EWS wären.

Funktionsbedingungen des EWS

Trotz seiner formalen Symmetrie bei der Durchführung von Interventionen am Devisenmarkt ist das EWS eine auf weitgehend asymmetrischen Verpflichtungen der Interventionsfinanzierung beruhende Leitwährungsordnung. Die D-Mark hat aufgrund ihres – in jüngster Zeit allerdings verlorengegangenen – Stabilitätsvorsprungs im EWS die Rolle einer „gekorenen" Leitwährung übernommen[4]. Sie bestimmt somit weitgehend den geldpolitischen Stabilitätsstandard des Systems. Die geldpolitische Koordination erfolgt über die schon mittelfristig einseitig zu Lasten der Schwachwährungsländer verteilten Finanzierungsverpflichtungen der Interventionen zur Verteidigung der Wechselkursparitäten innerhalb der vereinbarten Bandbreiten[5]. Die Asymmetrie ergibt sich vor allem aus der Verpflichtung der Teilnehmerländer, Guthaben in Währungen der anderen Teilnehmerländer nicht über vereinbarte „working balances" hinaus zu halten. Um Schwachwährungsländer aber dennoch in die Lage zu versetzen, ihren Interventionsverpflichtungen nachkommen zu können, sind im EWS-Abkommen quantitativ unbegrenzte Kreditfazilitäten im Rahmen der „sehr kurzfristigen Finanzierung" vorgesehen. Erst die Inanspruchnahme dieser Kreditfazilitäten ermöglicht es dem Schwachwährungsland, die Stützungskäufe seiner eigenen Währung gegen Hergabe der Währung des Aufwertungslandes durchzuführen. Aufgrund der Symmetrie bei der Durchführung der Interventionen ist auch die Notenbank des Starkwährungslandes verpflichtet, in ebenfalls unbegrenzter Höhe Stützungskäufe der Schwachwährung gegen Hergabe der eigenen Währung vorzunehmen.

Beide Interventionen begründen durch ihre Verrechnung beim Europäischen Fonds für Währungspolitische Zusammenarbeit (EFWZ) entsprechende Guthaben des Aufwertungslandes und in gleicher Höhe Verpflichtungen des Abwertungslandes. Die Verpflichtung zum Saldenausgleich der entstandenen Guthaben und Verbindlichkeiten durch die Schwachwährungsländer führt zur Abnahme ihrer Währungsreserven[6]. Deren Begrenztheit zwingt sie letztlich, dem Abwertungsdruck entweder durch geeignete wirtschafts- und geldpolitische Anpassungsmaßnahmen oder durch eine Abwertung ihrer Währungen zu begegnen.

Obwohl die Interventionsverpflichtungen und die mit den Interventionen verbundenen Liquiditätseffekte innerhalb des EWS symmetrisch konstruiert sind und damit in den Stark- und Schwachwährungsländern in gleichem Maße wirksam werden, begründet die asymmetrische Finanzierungsverpflichtung der Interventionen den einseitig zu Lasten der Abwertungsländer verteilten geldpolitischen Anpassungszwang des Systems. Voraussetzung einer stabilitätspolitisch erwünschten Auswirkung dieses Anpassungszwangs ist jedoch, daß die Märkte auch tatsächlich nur die Währungen unter Abwertungsdruck bringen, die eine überdurchschnittliche Inflationsrate zu verzeichnen haben. Ein solcher inflationsbedingter Abwertungsdruck kann z.B. dann ausbleiben, wenn Länder mit einer höheren Inflationsrate die notwendige Abwertung ihrer Währung verweigern und diese Weigerung von den Märkten als glaubwürdig anerkannt wird. Trotz bestehender Inflationsdivergenzen gehen die Märkte dann von einer Konstanz der Wechselkurse aus; sie unterliegen einer Festkursillusion. Die Verweigerung eines Realignments kann ausschließlich politisch motiviert sein, weil die Wechselkurskompetenz bei den nationalen Regierungen und nicht bei den Notenbanken liegt. Es herrscht die Konsensregelung, nach der ein Realignment die Zustimmung aller beteiligten Regierungen verlangt. Aufgrund des individuellen Vetorechtes einer solchen Konsensregelung wird opportunistisches Verhalten einzelner Länder zu Lasten der anderen Teilnehmerstaaten erleichtert. Umgekehrt kann ein durch Inflationsdivergenzen nicht gerechtfertigter Abwertungsdruck entstehen, wenn die Märkte ihre Wechselkurserwartungen nicht an der Inflationsrate, sondern an anderen ökonomischen oder nicht ökonomischen Daten ausrichten.

Die Funktionsfähigkeit des EWS im Sinne eines stabilitätsgerechten Festkurssystems ist damit zum einen abhängig vom gegenseitigen politischen Wohlverhalten der Teilnehmerländer, sich an die „Spielregeln" des Systems zu halten und die notwendigen Realignments gemäß den auftretenden Inflationsdifferenzen auch vorzunehmen.

---

[4] Vgl. zum Begriff der „gekorenen" im Gegensatz zu einer „geborenen" Leitwährung Heinrich Matthes: Entwicklung des EWS mit Blick auf 1992, in: D. Duwendag (Hrsg.): Schriften zur monetären Ökonomie, Nr. 27, Baden-Baden 1988, S.85-109.

[5] Vgl. zum folgenden Peter Bofinger: Festkurssysteme und geldpolitische Koordination, Baden-Baden 1991; sowie Norbert Kleinheyer: Die Weiterentwicklung des Europäischen Währungssystems, Berlin 1987.

[6] Zu Einzelheiten der Saldenausgleichsregeln vgl. Peter Bofinger, a.a.O., S.343 ff.; sowie Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, März 1979, S.11-18.

Zum anderen sind die stabilitätspolitischen Konvergenzwirkungen des Systems von der fundamentalökonomischen Rationalität der Märkte abhängig. Die beiden offenen Flanken des EWS bestehen somit in der Gefahr opportunistischen Verhaltens einzelner Teilnehmerländer zu Lasten anderer und in fundamentalökonomisch irrationaler Spekulation an den Kapital- und Devisenmärkten:

□ Von fundamentalökonomisch irrationaler Spekulation kann im EWS dann gesprochen werden, wenn die Märkte ihre Wechselkursänderungserwartungen nicht mehr an den bestehenden Inflationsdivergenzen ausrichten. Natürlich können zur Beurteilung der Marktrationalität neben der Inflationsrate auch andere fundamentale Daten herangezogen werden. Die Vielfalt des dafür zur Verfügung stehenden Datenmaterials ist nahezu unerschöpflich, und der Theorienpluralismus bei der Interpretation dieser Daten ist ausreichend groß, um nahezu jede Wechselkursentwicklung „ex post" als fundamentalökonomisch rational zu erklären[7]. Solche Erklärungsversuche leiden aber in der Regel darunter, daß unklar bleibt, worin die ökonomische Rationalität der erwählten Daten als sinnvoller Wechselkursmaßstab begründet ist. Die Kaufkraftparitätentheorie dagegen entspricht den allokationstheoretischen Kriterien der Handels- und Kapitalverkehrsneutralität des Wechselkurses[8]. Sie gewährleistet die Neutralität des Geldes im internationalen Wirtschaftsverkehr, die in den realwirtschaftlich argumentierenden Theorien über die Vorteilhaftigkeit des internationalen Freihandels und die Wohlstandseffekte der Kapitalverkehrsfreiheit meist implizit vorausgesetzt ist. Sie hat damit den Vorteil, über ein solides ökonomisch-normatives Fundament zu verfügen. Der Grund für ökonomisch irrationale Spekulation kann zum einen in den Funktionsbedingungen der Märkte liegen oder zum anderen in einer für die Märkte trotz Inflationsdifferenzen glaubwürdigen „De-Facto-Stabilität" der Wechselkurse begründet sein. Der Maastrichter Vertrag hat seit seiner Verabschiedung im Dezember 1991 zum Aufbau einer solchen Festkursillusion der Märkte beigetragen. Eine solche Situation führt auf den Kapitalmärkten zu Fehlallokationen, weil es statt zu einem Realzinsausgleich allenfalls zu einer Ausgleichstendenz bei den nominalen Zinsen kommt. Auf den Gütermärkten kommt es zu Fehlallokationen, weil die Schwachwährungsländer über die reale Aufwertung ihrer Währungen den Ländern mit stabilerer Währung einen inflationsbedingten Wettbewerbsvorteil verschaffen.

[7] Vgl. dazu die Beispiele bei Claus Köhler: Internationalökonomie – Ein System offener Volkswirtschaften, Berlin 1990, S.60; sowie Michael R. Rosenberg: The Balance of Payments Approach to Exchange Rate Determination, in: Currency and Bond Market Trends (Merrill Lynch), Ausgabe vom 21. Februar 1991, S.44-55.

[8] Vgl. zur Herleitung dieser Kriterien Claus Köhler, a.a.O., S.68 ff.

Jana Sereghyová (Ed.)

ENTREPRENEURSHIP IN CENTRAL EAST EUROPE

Conditions, Opportunities, Strategies

Mit diesem Buch wird ein realistisches Bild der Bedingungen gegeben, die private Unternehmen in zentralosteuropäischen Ländern vorfinden. Der Band bietet Einsicht in jene mikroökonomischen Prozesse, die in diesen Staaten durch die Transformation in Gang gesetzt wurden.

Im einzelnen befaßt sich das Buch mit folgenden Problemkreisen:

- mit den rechtlichen, institutioneilen und handelspolitischen Rahmenbedingungen;
- mit den strukturellen Bedingungen und anderen Charakteristiken der Betriebe in diesen Staaten;
- mit den Institutionen und Personen, welche die Selektion von Fremdinvestoren in diesen Staaten beeinflussen, und mit den Interessen, welche diese dabei verfolgen;
- mit der Methodik, die eine realistische Einschätzung des ökonomischen und technologischen Potentials einzelner Betriebe in diesen Staaten ermöglicht;
- mit den Unternehmerrisiken, mit denen in diesen Staaten zu rechnen ist;
- mit den Faktoren, die die Verbrauchsstrukturen und Konsumentenpräferenzen in diesen Staaten in den nächsten Jahren beeinflussen werden.

Die Liste der behandelten Themen zeigt, daß der Band ein unverzichtbares Hilfsmittel für Unternehmen ist, die Investitionen in diesen Staaten prüfen, planen oder bereits durchführen. Für den Wissenschaftler bietet der Band eine Darstellung der konkreten Umsetzung der Transformationsschritte in Richtung auf eine Marktwirtschaft.

Das Erscheinen des Bandes ist für das zweite Quartal 1993 vorgesehen. Vorbestellungen durch Ihren Buchhändler oder direkt beim Physica-Verlag, Tiergartenstraße 17, 6900 Heidelberg, ISBN 3-7908-0730-3

□ Opportunistisches Verhalten kann im EWS sowohl von Schwach- als auch von Starkwährungsländern ausgehen. Bei Schwachwährungsländern liegt opportunistisches Verhalten dann vor, wenn die Regierungen ihr Quasi-Vetorecht bei der Entscheidung über Wechselkursanpassungen dazu benutzen, inflationsbedingt notwendige Realignments aus (wirtschafts-)politischen Gründen zu verhindern. Ein solches Verhalten kann systemimmanent erwünscht sein, wenn es – wie in Großbritannien – darum geht, dem festen Wechselkurs als nominalem Anker einer auf Inflationsbekämpfung angelegten Geldpolitik die notwendige Glaubwürdigkeit zu verschaffen[9]. In der Regel liegt die Verweigerung notwendiger Wechselkursanpassungen jedoch in einem Gemenge aus währungspsychologischem Nationalstolz und mangelnder Einsicht in die währungspolitischen Konsequenzen des eigenen binnenwirtschaftlichen Stabilitätsnachteils begründet. Aufgrund der Wechselkurskompetenz der beteiligten Regierungen können ihr aber auch ausschließlich politische Motivationen oder konkrete (national-) ökonomische Interessen zugrunde liegen. So hat sich die italienische Regierung bis zuletzt geweigert, der längst fälligen Abwertung der Lira zuzustimmen. Statt dessen hat sie die wechselkursgarantierte Nominalzinsdifferenz zum verstärkten Kapitalimport genutzt, um damit die Finanzierung ihres Haushaltsdefizits zu erleichtern. Opportunistisches Verhalten der Starkwährungsländer bzw. des Leitwährungslandes liegt vor, wenn es aus binnenwirtschaftlichen Gründen eine Inflationierung der eigenen Währung geldpolitisch alimentiert. Damit wird die nominale Verankerung des Systems gelöst und der Stabilitätsstandard des Gesamtsystems zum Schaden aller gesenkt. Umgekehrt kann das opportunistische Verhalten des Leitwährungslandes auch in einer geldpolitischen Restriktion angelegt sein. Muß beispielsweise eine lohn- oder finanzpolitisch induzierte Inflationstendenz von der Notenbank mit einem geldpolitischen Restriktionskurs bekämpft werden, dann kommt es durch die festkursbedingte Übertragung des geldpolitischen Impulses auch in den anderen Ländern zu einem verschärften Restriktionsdruck in Form steigender Zinsen. Der im Vorfeld der Krise von Deutschland ausgehende Restriktionsdruck war vor allem aus der Sicht Frankreichs, Großbritanniens und der nordischen Länder stabilitätspolitisch ebenso unnötig wie konjunkturpolitisch schädlich.

Die Ursachen der Krise

Jede realitätsnahe Ursachenanalyse der Währungskrise muß auf monokausale Erklärungsansätze von vornherein verzichten. Schon die große Anzahl und Unterschiedlichkeit der beteiligten Währungen gebietet ein differenziertes Vorgehen. Die Analyse der Inflationsdivergenzen innerhalb des EWS zeigt jedoch, daß der fundamentalökonomische Erklärungsansatz dabei eine allenfalls untergeordnete Rolle spielt. Sowohl die statische Momentaufnahme bestehender Inflationsdifferenzen zum Zeitpunkt des Krisenausbruchs als auch die dynamische Betrachtung des zeitlichen Entwicklungspfades und der kumulierten Inflationsdivergenzen liefern lediglich für die italienische Lira und die spanische Peseta ein plausibles Erklärungsmuster für die von den Märkten erzwungenen Abwertungen. Im Falle des Pfund Sterling, des französischen Franc und der assoziierten Währungen Finnlands und Schwedens haben die Märkte den durchweg bestehenden absoluten Stabilitätsvorsprung gegenüber der D-Mark und die im zeitlichen Verlauf äußerst erfolgreiche Politik der Inflationsbekämpfung bei gleichzeitigem Stabilitätsverlust der Leitwährung anstatt mit Aufwertungs- mit Abwertungsspekulationen in einem bislang für das EWS unbekannten Ausmaß sanktioniert.

□ Das Pfund Sterling hatte bereits Anfang des Jahres 1992 einen absoluten Stabilitätsvorteil gegenüber der Leitwährung D-Mark erreicht. Seit dem Beitritt Großbritanniens zum EWS im Oktober 1990 ist die Inflationsrate von 10,9% auf 3,6% im September 1992 gefallen. Auch die seit dem EWS-Beitritt kumulierte Inflationsdifferenz gegenüber der D-Mark ist nicht geeignet, die Abwertungsspekulation zu rechtfertigen. Das Pfund war mit dem gewählten Mittelkurs in Höhe von 2,95 D-Mark bei einer Kaufkraftparität in Höhe von etwa 3,20 D-Mark deutlich überbewertet[10]. Die seither aufgetretenen kumulierten Inflationsdivergenzen haben diese Überbewertung zwar aufgezehrt; zum Zeitpunkt des Krisenausbruchs entsprach der Mittelkurs des Pfund Sterling jedoch ziemlich genau seiner Kaufkraftparität gegenüber der D-Mark, und die englische Inflationsrate befand sich in exakter Übereinstimmung mit der deutschen (vgl. Tabelle). Diese äußerst erfolgreiche Politik der Inflationsbekämpfung ist von den Märkten mit einer massiven Abwertungsspekulation bestraft worden, die dann am 17. September zum Übergang des Pfundes zum Floating geführt hat. Der Regierung Major ist damit der Wechselkurs als nominaler Anker ihrer Geldpolitik entzogen. Im Zusammenspiel mit der Abwertung des Pfundes um fast 15% haben sich dadurch die Reflationsgefahren weit stärker erhöht, als die Konjunkturaussichten durch Importverbilligungen verbessert worden sind[11].

[9] Vgl. Hans Tietmeyer, a.a.O., S.2.

[10] Vgl. dazu Beate Reszat: Großbritannien im EWS, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 70.Jg. (1990), H.11, S. 582. Zur laufenden Berechnung der absoluten Kaufkraftparitäten vgl. Statistisches Bundesamt: Internationaler Vergleich der Preise für die Lebenshaltung, Fachserie 17, Reihe 10.

[11] Vgl. dazu o.V.: Lowest inflation for 4 years fails to revive pound, in: Financial Times vom 12.9.1992. Zu den entsprechenden historischen Parallelen der Pfundabwertung des Jahres 1967 vgl. Samuel Brittan: Devaluation threat – how '92 differs, in: Financial Times vom 17. 9. 1992; sowie o.V.: The strategy is dead. Long live the strategy, in: Economist vom 10. 10. 1992, S. 39 f.

Inflationsraten in Europa 1987 bis 1992

	1987	1988	1989	1990	1991	1992 Jan.	Feb.	März	April	Mai	Juni	Juli	August	Sept.
Deutschland	0,2	1,3	2,8	2,7	3,5	4,0	4,3	4,8	4,6	4,6	4,3	3,3	3,5	3,6
England	4,1	4,9	7,8	9,5	5,9	4,1	4,1	4,0	4,3	4,3	3,9	3,7	3,6	3,6*
Frankreich	3,1	2,7	3,6	3,4	3,2	2,9	3,0	3,2	3,1	3,1	3,0	2,0	2,7	2,6*
Italien	4,7	5,0	6,3	6,5	6,4	6,1	5,7	5,4	5,3	5,5*	5,4*	5,4*	5,2*	5,0*
Spanien	5,3	4,8	6,8	6,7	6,0	6,0	6,8	6,8	6,5	6,5	6,2	5,2	5,7	5,8*
Portugal	9,4	9,6	12,6	13,4	11,3	8,6	8,0	8,5	9,5	9,8	–	–	–	–
Schweden	4,2	5,8	6,5	10,4	9,7	5,3	2,5	2,6	2,3	2,2	2,1	1,8	2,2	2,4
Finnland	4,1	5,1	6,6	6,1	4,2	2,9	2,6	2,8	2,8	2,4	2,7	2,6	2,3*	–

* = vorläufige Angaben.
Quelle: Amtliche Zahlen der einzelnen Länder; Statistisches Bundesamt.

□ Der französische Franc mußte zwar (vorerst) nicht abgewertet werden, ist aber trotz des seit mehr als einem Jahr bestehenden Stabilitätsvorsprungs ebenfalls Opfer einer massiven Spekulationswelle geworden. Anstatt zur neuen Leitwährung des Systems zu avancieren, berechnen die Märkte dem Franc auch weiterhin eine Risikoprämie, während die D-Mark weiter von den währungspsychologischen Beharrungstendenzen ihrer historischen Leitwährungsrolle profitiert. Bei ihrer vorsichtig begonnenen Politik der Zinssenkung bleibt die französische Geldpolitik abhängig von entsprechenden Schritten der Bundesbank, obwohl sie aus französischer Sicht konjunkturpolitisch erwünscht und – im Gegensatz zu Deutschland – auch stabilitätspolitisch verantwortbar wären[12].

□ Auch die beiden nordischen Währungen Finnlands und Schwedens sind trotz ihrer im Vergleich zur D-Mark deutlich niedrigeren Inflationsrate in Höhe von zuletzt 2,3% bzw. 2,4% zum Opfer spekulativer Attacken geworden. Nach der Freigabe der Finnmark besteht ähnlich wie für Großbritannien auch für Finnland die Gefahr, in einen Teufelskreis von Abwertung und Reflation zu geraten. Schweden dagegen konnte unter Inkaufnahme der erheblichen binnenwirtschaftlichen Risiken die Spekulation gegen die schwedische Krone mit einer praktisch unbegrenzten Erhöhung der kurzfristigen Zinsen zwar zunächst abwehren, mußte sich aber Ende November ebenfalls den spekulativen Marktkräften beugen und die Bindung der Krone an die ECU aufgeben.

□ Lediglich bei der italienischen Lira, der spanischen Peseta und dem portugiesischen Escudo waren die Abwertungsspekulationen durch die nach wie vor überdurchschnittlich hohen Inflationsraten und die seit dem letzten Realignment Anfang 1987 bzw. dem Beitritt von Peseta und Escudo zum Wechselkursmechanismus des EWS im Juni 1989 aufgestauten kumulativen Inflationsdivergenzen fundamental gerechtfertigt.

Als wichtigste Krisenursache rückt somit neben dem opportunistischen Verhalten verschiedener Teilnehmerländer die fundamentalökonomisch irrationale Spekulation der Kapital- und Devisenmärkte in den Vordergrund der Ursachenanalyse.

Zur Anatomie spekulativer Attacken

Auf die globalisierten Kapital- und Devisenmärkte wirken fundamentalökonomische Entwicklungen schon längst nicht mehr direkt über die zugrunde liegenden wirtschaftlichen Tatbestände, sondern nur noch indirekt in Gestalt handelsrelevanter „News". Solche „News" ökonomischer und nicht-ökonomischer Natur sind neben dem Instrumentarium der technischen Analyse das eigentliche Material, aus dem die Märkte ihre kursdeterminierenden Meinungen und Stimmungen generieren. Die Funktionsbedingungen des Devisenmarktes sind damit denen anderer Spekulationsmärkte weit ähnlicher als dies die meisten der traditionellen Wechselkurstheorien reflektieren[13].

Mit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen im März 1973 und der Einführung computergestützter Informations- und Handelstechnologien ist der Devisenmarkt zu einem spekulativ determinierten globalen Interbankenmarkt geworden. Die Spekulation am Devisenmarkt findet jedoch heute nicht mehr als Terminmarktspekulation, sondern fast ausschließlich in Form spekulativer Kassamarktgeschäfte statt. Preistheoretisch gesprochen ist damit der spekulativ determinierte Kassakurs die „driving force" des Devisenmarktes. Der Kassakurs zieht den Terminkurs als sein „Anhängsel" im Abstand der interva-

[12] Zu den nach wie vor bestehenden Abwertungsphantasien der Märkte in bezug auf den französischen Franc vgl. Heinz Brestel: Die Wechselkurse sind noch nicht im Gleichgewicht, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 23.11.1992, S. 26; sowie Jochen Rudolph: Plötzlich ist die D-Mark wieder Zufluchtswährung, in: ebenda, S. 26.

[13] Vgl. dazu Charles Goodhart: The Foreign Exchange Market: A Random Walk with a Dragging Anchor, in: Economica, Jg. 1988 (55), S. 437-460; sowie Stephan Schulmeister: An Essay on Exchange Rate Dynamics, Berlin 1987.

lutarischen Zinsdifferenz hinter sich her: „... die Terminkurse folgen den Bewegungen des Kassakurses und bleiben immer an diese gebunden"[14]. Die für die Theorie flexibler Wechselkurse entscheidende Annahme stabilisierender Spekulation der Terminmärkte ist somit zu relativieren[15]. Das hat weitreichende Konsequenzen, weil die Spekulation am Kassamarkt ganz anderen Spielregeln folgt als die längerfristige und damit fast zwangsläufig fundamental orientierte Terminmarktspekulation. Der zeitliche Horizont der Kassamarktspekulation bewegt sich in der Regel innerhalb eines Handelstages und unterliegt damit wesentlich andersartigen Modellen der Erwartungsbildung als die Terminmärkte. Bei Spekulationsfristen von wenigen Stunden und Minuten werden „News-Trader" zu „Noise-Tradern", und die Hilfsmittel der technischen Analyse gewinnen an Bedeutung.

Schon die Verwendung charttechnischer Analyseverfahren hat sich in neueren Ansätzen der Wechselkurstheorie als geeignet erwiesen, um spekulative Blasen an den Devisenmärkten zu erklären, die über Jahre hinweg den Kontakt zu den fundamentalökonomischen Bedingungen verlieren[16]. Solcherart geformte Wechselkurserwartungen werden zu Determinanten renditeorientierter Kapitalbewegungen, die dann wiederum die ursächliche Wechselkursänderung verstärken und in einen sich selbst verstärkenden Prozeß spekulativer Kapital- und Devisengeschäfte einmünden. In Anlehnung an Sievert kann daher von desorientierten internationalen Kapitalbewegungen vor allem dann gesprochen werden, wenn die Kapitalbewegungen „originär von Wechselkursänderungserwartungen in Gang gesetzt werden"[17].

Zum besseren Verständnis des Wesens spekulativer Attacken der Kapital- und Devisenmärkte muß daher differenziert werden zwischen wechselkursdeterminierenden Devisenmarktgeschäften, die im Zusammenhang mit internationalen Kapitalbewegungen stehen, und „reinen" Devisenspekulationsgeschäften. Solche „reinen" Devisenspekulationen in Form von Intra-Tages-Geschäften machen inzwischen einen Großteil der Gesamtumsätze am globalen Devisenmarkt aus[18]. Bei solchen Intra-Tages-Geschäften handelt es sich um die ganz kurzfristige Kassamarktspekulation am Interbankenmarkt. Da der Abrechnungsmodus im Devisenkassahandel die Anschaffung der gehandelten Beträge erst zwei Tage nach Abschluß des Handelsgeschäftes verlangt, benötigt ein Devisenhändler für seine Intra-Tages-Geschäfte keinerlei verfügbares Kapital. Sofern er seine Devisenposition am Beginn und am Ende eines Handelstages geschlossen hat, sind die von ihm getätigten Umsätze rein buchungstechnischer Art[19]. Durch diese Art der kapitalfreien Devisenspekulation kann ein Großteil der Umsätze sowie der mit ihnen verbundenen Kursvolatilitäten des Devisenmarktes erklärt werden[20]. Zur Erklärung spekulativer Blasen in einem System flexibler Wechselkurse bzw. spekulativer Attacken auf die vereinbarten Paritäten in einem Festkurssystem reichen reine Devisengeschäfte alleine jedoch nicht aus. Sie können aber zur Herausbildung von Wechselkursänderungserwartungen an den Kapitalmärkten führen und damit zum Auslöser spekulativer Kapitalbewegungen werden. In einer solchen Situation übernehmen die Devisenmärkte eine Art Erwartungsführerschaft über die Kapitalmärkte. Die Vermutung, daß fundamentalökonomisch nicht erklärbare Kapitalbewegungen vor allem durch Wechselkurserwartungen in Gang gesetzt werden, bestätigt sich.

Auch die September-Krise des EWS weist ein solches Verlaufsmuster sich gegenseitig verstärkender Spekulation der Devisen- und Kapitalmärkte auf[21]. Die Wirkungsmöglichkeiten von Devisenmarktinterventionen müssen bei solchen Konstellationen zwangsläufig gering bleiben.

---

[14] Peter Fischer-Erlach: Die These von der Effizienz des Devisenmarktes aus der Sicht der Praxis, in: Die Bank, 11/1986, S. 569.

[15] Vgl. dazu Egon Sohmen: Wechselkurs und Währungsordnung, Tübingen 1973, S. 59 ff.; sowie Erich Schneider: Zahlungsbilanz und Wechselkurs, Tübingen 1968, S. 67 ff. Zu einer realitätsnäheren Beschreibung der Zusammenhänge, wie sie sich im System flexibler Wechselkurse tatsächlich entwickelt haben, vgl. Charles Goodhart, a.a.O., S. 437-460.

[16] Vgl. Jeffrey A. Frankel, Kenneth A. Froot: Chartists, Fundamentalists, and the Demand for Dollars, in: A. Courakis, M. Taylor (Hrsg.): Private Behaviour and Government Policy in Interdependent Economies, Oxford 1990, S. 73-126. Zu den Grundlagen der Charttechnik für den Devisenmarkt vgl. Beate Reszat: Technical Analysis and Computer Trading, in: INTERECONOMICS, May/June 1987, S. 107-111; sowie für einen praxisnahen Überblick Joachim Goldberg: Erfolgreiche Devisenkursprognose, Düsseldorf 1990.

[17] Olaf Sievert: Gibt es eine Alternative zu flexiblen Wechselkursen?, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 66. Jg. (1986), H. 7, S. 339.

[18] Neuesten Erhebungen von insgesamt 26 nationalen Notenbanken zufolge belief sich der tagesdurchschnittliche Gesamtumsatz am globalen Devisenmarkt im April 1992 auf etwa 1 000 Mrd. Dollar, das sind etwa 50% mehr als vor drei Jahren. Vgl. o.V.: Devisenhandel verzeichnet seit 1989 eine sprunghafte Zunahme des Volumens, in: Handelsblatt vom 28. 9. 1992, S. 12.

[19] Zu den bankbetrieblichen Grundlagen des Devisenmarktes vgl. Peter Fischer-Erlach: Handel und Kursbildung am Devisenmarkt, Stuttgart 1991; sowie Claude Tygier: Basic Handbook of Foreign Exchange, Euromoney Publication, London 1988.

[20] In ähnlichem Sinne äußern sich Rudiger Dornbusch, Jeffrey Frankel: The Flexible Exchange Rate System, Experiences and Alternatives, NBER Working Paper 2464, Dezember 1987, S. 25. Zum empirischen Zusammenhang zwischen Umsätzen und Kursvolatilität vgl. Ulrich A. Müller (u.a.): Statistical study of foreign exchange rates, empirical evidence of a price scaling law, and intraday analysis, in: Journal of Banking and Finance, 14 (1990), S. 1189-1208.

[21] Vgl. dazu James Blitz: Currency traders face down central banks, in: Financial Times vom 29./30. 8. 1992, S. 7; sowie Tracy Corrigan, Emma Tucker, Norma Cohen: Massive outflow of funds, in: Financial Times vom 17. 9. 1992, S. 6. Zu den zusätzlich destabilisierenden Effekten des Optionsmarktes auf die Entwicklung des Devisenkassakurses vgl. James Blitz: How central banks ran into the hedge, in: Financial Times vom 30. 9. 1992, S.2.

Könnte die reine Devisenspekulation durch den „längeren Atem" der Notenbanken noch zumindest zeitweise in Schach gehalten werden, so verringert sich diese Möglichkeit bei einer liquiditätsmäßigen Unterstützung der Spekulation durch entsprechende Kapitalbewegungen[22].

Lehren für die Währungsunion

Mit der Liberalisierung der Kapital- und Devisenmarktgeschäfte und der dadurch zunehmenden Wahrscheinlichkeit spekulativer Attacken befindet sich das EWS außerdem in einem für Festkurssysteme typischen Dilemma. Zur Stärkung des geldpolitischen Koordinierungszwangs ist bei der Ausgestaltung der Interventionsregeln des Systems eine Härtung im Sinne ihrer asymmetrischen Konstruktion erforderlich. Gleichzeitig mindert die einseitige Verteilung der Interventionslasten jedoch die Glaubwürdigkeit der Interventionsverpflichtungen, weil die Märkte die begrenzten Devisenreserven und Kreditaufnahmemöglichkeiten der einzelnen Länder antizipieren[23]. Um aus der Sicht der Devisenmärkte die Glaubwürdigkeit der Interventionsgrenzen zu erhöhen, müßten auch die Aufwertungsländer an der Finanzierung der Stützungsinterventionen für Schwachwährungen beteiligt werden, im Zweifel in quantitativ unbegrenztem Ausmaß. Nur eine solche Regelung könnte sicherstellen, daß der bei fundamentalökonomisch rationaler Spekulation erwünschte Reserveeffekt bei irrationaler Spekulation nicht dazu führt, einzelne Währungen zu einer leichten Beute für spekulative Attacken der Kapital- und Devisenmärkte zu machen. Um eine allgemeine Aufweichung des Stabilitätsstandards des Gesamtsystems zu verhindern, wären solche Regelungen jedoch an objektive Kriterien zu binden, die sicherstellen, daß die Finanzierungsbeteiligung der Starkwährungsländer auf Situationen eindeutig identifizierter irrationaler Spekulation begrenzt bleibt[24].

Schon die politischen Interpretationsschwierigkeiten der September-Krise lassen die Umsetzungsmöglichkeiten solcher Reformansätze für das EWS jedoch als äußerst gering erscheinen. Solange die Festlegung der Wechselkurse Gegenstand eines politisch determinierten Entscheidungsprozesses der beteiligten Regierungen bleibt, ist eine geldpolitisch fundierte Objektivierung der Verfahrensregeln des EWS nicht zu erwarten. Ein fortbestehendes EWS wird daher auch in Zukunft mit opportunistischem Verhalten und den destabilisierenden Konsequenzen spekulativer Attacken zu kämpfen haben, die – wie in Spanien, Portugal und Irland bereits erfolgt – zu Integrationsrückschritten bei der Liberalisierung des Kapitalverkehrs führen können und die Zentrifugalkräfte des Systems verstärken.

In der geplanten Währungsunion wären solche Zentrifugalkräfte weit weniger ausgeprägt, wofür schon die Beitrittsbarriere der streng formulierten Konvergenzkriterien Sorge trägt. Nach heutigem Stand könnten mit Frankreich, Dänemark und Luxemburg nur drei der zwölf Unterzeichnerstaaten der Währungsunion sofort beitreten, weil nur sie derzeit in der Lage sind, die im Maastrichter Vertrag festgelegten Konvergenzkriterien zu erfüllen[25]. Sofern es nicht zu einer nachträglichen politisch motivierten Aufweichung dieser Kriterien kommt, ist die inzwischen vielfach geforderte Kernwährungsunion im Maastrichter Vertrag bereits angelegt. Außerdem hat die Maastrichter Währungsunion gegenüber dem EWS den Vorteil, daß spekulative Währungskrisen in einem einheitlichen Währungsgebiet ad definitione ausgeschlossen sind.

Die eigentliche Lehre der Krise für die Maastrichter Währungsunion ist jedoch, daß die Wechselkurskompetenz bei der künftigen EZB liegen muß und nicht wie vorgesehen den Mehrheitsentscheidungen des Europäischen Rates unterliegen darf. Von solchen Entscheidungen könnte schon am Anfang der Währungsunion eine Gefährdung der Preisstabilität ausgehen, wenn es nämlich darum geht, über das künftige Wechselkursregime der Kernwährungsunion mit den europäischen Staaten zu entscheiden, die zunächst den Beitritt zur Währungsunion nicht schaffen. Hier zeichnet sich die Gefahr ab, daß als Entschädigung für den vorläufigen Ausschluß aus der Währungsunion ein System vereinbart wird, daß ihnen einen wesentlich geringeren Anpassungszwang an die Stabilitätsnorm der Kernwährungsunion abverlangt als es derzeit im EWS der Fall ist. Das könnte nicht nur die Preisstabilität innerhalb der Währungsunion gefährden, sondern würde auch die rasche Integration der Peripherie erschweren. Trotz dieses wohl gewichtigsten ordnungspolitischen Defizits in den währungspolitischen Vereinbarungen des Maastrichter Vertrags hat die Währungskrise noch einmal anschaulich aufgezeigt, warum die Währungsunion im Vergleich zum Fortbestehen des EWS und der Rückkehr zu flexiblen Wechselkursen in Europa die für alle Beteiligten vorteilhaftere Option ist.

---

[22] Vgl. zur Analyse theoretischer Wirkungsmöglichkeiten von Devisenmarktinterventionen Robert Vehrkamp: Fünf Jahre konzertierte Dollarinterventionen, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 70. Jg. (1990), H. 9, S. 475 ff.

[23] Vgl. dazu die treffende Bezeichnung der bestehenden Interventionsregeln des EWS als „ein von den Märkten durchschaubarer elaborierter Bluff". O. V.: Grossbritanniens Probleme mit dem Währungsverbund, in: Neue Zürcher Zeitung vom 29./30. 9. 1992.

[24] Denkbar wäre z.B. eine entsprechende Lockerung der Saldenausgleichsverpflichtungen für Schwachwährungsländer in Abhängigkeit von der Einhaltung bestimmter geldpolitischer Stabilisierungsvorgaben. Vgl. dazu die Hinweise bei Peter Bofinger, a.a.O., S.229 ff.

[25] Zu einem ähnlichen Ergebnis kommt Reimut Jochimsen: European Economic and Monetary Union, in: Auszüge aus Presseartikeln der Deutschen Bundesbank, Nr. 79 vom 10. 11. 1992, S.9.