

2 Der FX-Markt und sein ökonomischer Ordnungsrahmen

Die Komplexität währungstechnischer Themengebiete umfasst neben dem Geld als solches nahezu alle ökonomischen Disziplinen und auch politischen Einflussbereiche auf nationaler sowie internationaler Ebene. Daher sind selbst geschulten Fachleuten und Managern die mit dem Gebiet der Devisen verknüpften zahlreichen Phänomene oft nicht geläufig. Der Anspruch dieses Abschnitts besteht nicht auf Vollständigkeit in der Wiedergabe währungstechnischer Grundlagen und Spezifika, sondern soll vielmehr eine begriffliche Basis für das Verstehen der anschließend in Kapitel 5 behandelten makroökonomischen Zusammenhänge für ausgewählte Währungspaare herstellen. Fachkundige Leser mögen diese Abschnitte überspringen und direkt zur Auswertung unter Kapitel 5 gehen.

2.1 Wechselkurs- und Währungssysteme

Das heutzutage prägende Element der internationalen Währungsordnung sind die flexiblen Wechselkurse (Siebert 2007, S. 431). Gemessen an den Zahlungsströmen weltweit sind die bedeutendsten Währungen der US-Dollar, der Euro, der japanische Yen und das britische Pfund, welche untereinander flexibel handelbar sind.

Zentrales Merkmal eines flexiblen Wechselkurses ist das Prinzip einer marktwirtschaftlichen Preisbildung. Dabei bewirkt eine Verschiebung von Angebot und/oder Nachfrage unterschiedlicher Währungen eine Veränderung der gleichgewichtigen Wechselkurse (vgl. Caspers 2002, S. 141). Allerdings war der Weg hin zu flexiblen Wechselkursen im Laufe der Geschichte geprägt von einer über mehrere Jahrzehnte andauernden Wechselkursbindung. Diese Bindung der Wechselkurse ist bekannt unter dem Begriff „Bretton Woods“. Dieses nach dem Zweiten Weltkrieg hergestellte Währungssystem wurde von 44 Nationen unterzeichnet und war auf den US-Dollar als Leit- und Ankerwährung ausgerichtet (Stocker 2006, S. 158). Gleichzeitig war der US-Dollar an das Edelmetall Gold gebunden. Die an

das Bretton-Woods-System angeschlossenen Währungen konnten maximal um $\pm 0,75\%$ gegenüber dem US-Dollar schwanken. Neben der Goldbindung des Dollars von 35 USD pro Feinunze Gold bestand zusätzlich die Verpflichtung, jeden US-Dollar auch in Gold einzulösen (Stocker 2006, S. 158). Nach einer Phase zwischen 1945 und 1973, in welcher das System relativ gut funktionierte, musste schließlich aufgrund fehlender Mechanismen der Zahlungsbilanzanpassung, der Dominanz des US-Dollars und durch große strukturelle Unterschiede in der weltwirtschaftlichen Entwicklung die Goldeinlösepflicht abgeschafft werden und die Wechselkurse wurden freigegeben. Kurz zuvor hatten sich bereits der Schweizer Franken und das Britische Pfund vom Bretton-Woods-System abgekoppelt. Ein weiteres historisches Beispiel für eine feste Wechselkursbindung war das von 1979 bis 1998 bestehende Europäische Währungssystem (vgl. Caspers 2002, S. 141).

Es kann also festgehalten werden, dass beide der hier vorgestellten idealtypischen Systeme als gemeinsames Kennzeichen eine *feste Parität* bzw. *Leitkurse* aufwiesen. Die in unserer heutigen Zeit vorzufindenden Wechselkurse müssen allerdings unterschieden werden zwischen Wechselkursen, welche sich wirklich völlig frei am Markt bilden, und solchen, welche teilweise massiv durch freiwillige und mehr oder weniger koordinierte Interventionen verschiedener Zentralbanken beeinflusst werden (vgl. Caspers 2002, S. 142). Daher ist es sinnvoll, gerade im Kontext der Auswertung unter Kapitel 5 die realtypischen Wechselkurssysteme zu klassifizieren. Im heute vorherrschenden Weltwährungssystem sind in abgestufter Form zwischen absolut festen und völlig freien Wechselkursen sechs verschiedene Typen von Wechselkursen nach Caspers (2002) anzutreffen:

I. Wechselkursregelung ohne eigenes gesetzliches Zahlungsmittel

Ein solches Land besitzt keine eigene Währung und verwendet in der Regel die Währung eines anderen Landes als alleiniges Zahlungsmittel. Heutzutage betrifft das vor allem den Euro und den US-Dollar. So verwenden beispielsweise einige lateinamerikanische Staaten, wie Ecuador und Panama

den US-Dollar als inländische Währung, wobei Panama nebenbei auch noch den Balboa verwendet, welcher aber wiederum 1:1 an den US-Dollar gekoppelt ist (Van Harssel et al. 2014, S. 129).

II. Wechselkursregelung in Form eines Currency Board

Bei der Currency-Board-Regelung fixiert ein Land den Wechselkurs seiner inländischen Währung zu dem einer ausländischen. Dabei verpflichtet es sich, die Inlandswährung zu dem bestimmten festen Wechselkurs gegen eine bestimmte Auslandswährung umzutauschen. Allerdings unterliegt die Währungsbehörde des betreffenden Landes bei der Erfüllung der Verpflichtung gewissen Beschränkungen. Diese Form der Wechselkursregelung wird beispielsweise mit dem Euro eingegangen (bspw. Bosnien und Herzegowina oder die Komoren).

III. Feste Wechselkurse mit Bindung an eine Einzelwährung oder an einen Währungskorb

Bei dieser Form der Wechselregelung bindet ein Land seine Währung formell oder de facto mit einer Parität an eine große Währung oder einen Währungskorb, wobei der Wechselkurs dann nur innerhalb einer festgelegten Bandbreite schwanken darf.

IV. Stufenweise Kursanpassungen bzw. Bandbreitenanpassungen

Der Wechselkurs einer Währung wird hier regelmäßig in kleinen Stufen mit einem festen, vorher angekündigten Prozentsatz bzw. als Reaktion auf Veränderungen ausgewählter quantitativer Indikatoren angepasst (crawling peg). Der Wechselkurs kann aber auch innerhalb einer bestimmten Bandbreite gehalten werden, die mit dem betreffenden Leitkurs nach oben oder unten variiert werden kann (adjustable peg).

V. Kontrolliertes Floating (managed floating)

Bei dieser Form der Wechselkursregelung ist die Währung des betreffenden Landes relativ flexibel, allerdings behält sich die zuständige Währungsbehörde vor, durch Interventionen am Devisenmarkt die Wechselkursent-

wicklung zu beeinflussen. Dabei wird im Voraus kein bestimmter Wechselkurspfad festgelegt und angekündigt und die Behörde verpflichtet sich nicht zur Einhaltung eines vorgegebenen Wechselkurspfades. Durch diese Form der Wechselkursregelung können politisch unliebsame Wechselkurstrends und reale Marktschwankungen aktiv durch Eingreifen in das Devisenmarktgeschehen beeinflusst werden.

VI. Unabhängiges Floating (frei flexible Wechselkurse)

Die Bildung des Wechselkurses wird bei dieser Form der Wechselkursregelung grundsätzlich den Marktkräften überlassen. Interventionen am Devisenmarkt durch Währungsbehörden erfolgen allenfalls mit dem Zweck, kurzfristige Schwankungen des Wechselkurses zu glätten und übermäßige Kursschwankungen zu verhindern. Politisch motivierte Trendkorrekturen bestimmter Kursniveaus sind dabei nicht das Ziel.

Welches Wechselkurssystem nun gewählt wird, ist stark von dem nationalen Interesse und den internationalen Verflechtungen abhängig. Ein Land, welches beispielsweise stark vom Export abhängt, wird eher ein System fester Wechselkurse bevorzugen. Dennoch kann festgestellt werden, dass innerhalb der vergangenen zwei Jahrzehnte eine Zunahme in die Extreme der Wechselkursregelungen zu verzeichnen ist. Laut Internationalem Währungsfonds gibt es eine steigende Tendenz freier Wechselkurse (Float), aber auch sogenannter Währungsintegration (Dollarisierung oder Currency Board). Die Faktoren, welche die Wahl des Wechselkurssystems bestimmen, stellen zusammen mit dem Währungssystem wichtige Parameter für die Finanzwirtschaft dar. Wobei unter den Begriff des Währungssystems die Währungsverfassung, die Währungsreserven, das Wechselkurssystem und die wirtschaftspolitische Geld- und Währungspolitik untergeordnet wird (vgl. Sell 2003, S. 133 ff.). Die Deutsche Bundesbank definiert das Internationale Währungssystem wie folgt:

„Als Internationales Währungssystem wird das Rahmenwerk von Regeln bezeichnet, das auf dem Gebiet der Währungspolitik die internationale

Zusammenarbeit ordnet. Wesentliche Teile davon betreffen die Ordnung des internationalen Zahlungs- und Kapitalverkehrs (Konvertibilität), die grundsätzliche Art der Wechselkursbildung (Wechselkurssystem), die Reservewährung (z. B. Gold-Devisen-Standard) und auf längere Sicht die Bereitstellung internationaler Liquidität durch die beteiligten Nationen.“ (Deutsche Bundesbank 2015).

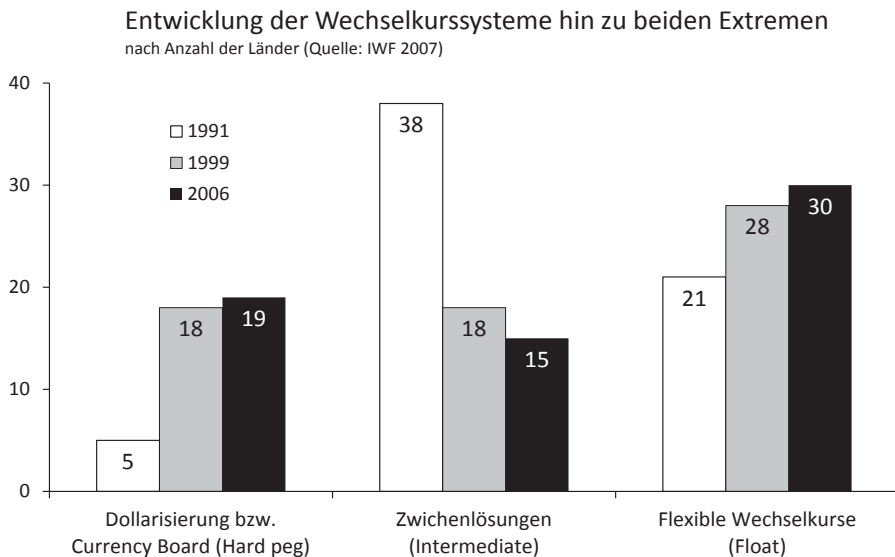


Abbildung 2.1: Entwicklung der Wechselkurssysteme

Von besonderem Interesse für diese Untersuchung ist die Geld- und Währungspolitik, wofür die Zentralbanken als Institutionen zuständig sind. Das vorrangige Ziel nahezu aller Zentralbanken dieser Welt ist die Gewährleistung der Preisstabilität (vgl. Goodhart 1995, S. 263 ff.). Um dieses Ziel zu erreichen, bedient sich die Zentralbank unterschiedlicher Instrumente aus den Bereichen Währungs- und Geldpolitik.

2.2 Funktion und Bedeutung des Devisenmarktes

Das wesentliche Erscheinungsmerkmal des Devisenmarktes ist seine Funktion als Drehscheibe für die Abwicklung von Leistungs- und Finanztransaktionen mit dem Ausland. Dabei werden fremde Währungen (Valuta, Auslandsgeld) gegen heimische Währung (Inlandgeld) getauscht (vgl. Caspers 2002, S. 35).

Unter den Währungen versteht man zahlbare Zahlungsanweisungen, also **Devisen**, in Form von Schecks, Wechsel, Überweisungen oder ähnlichem „Buchgeld“. Die den Devisen gegenüberstehenden **Sorten** sind die (ausländischen) gesetzlichen Zahlungsmittel wie Banknoten (vgl. Stocker 2006, S. 148). Obwohl der Sortenhandel in den Devisenhandel eingeschlossen ist, ist er jedoch vom Volumen her vollkommen unbedeutend und an der Preisbildung nicht beteiligt. Der Devisenhandel entsteht laut Stocker (2006) nach den in Abbildung 2.1 dargestellten Transaktionen.

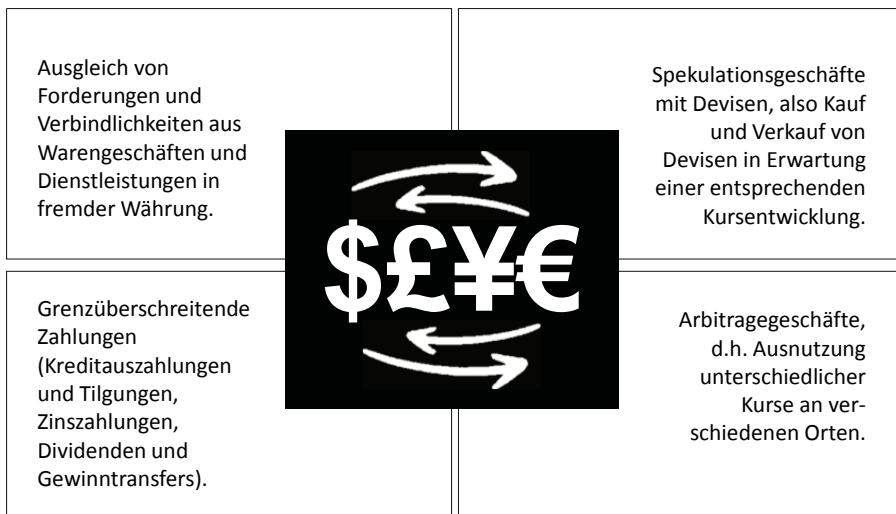


Abbildung 2.2: Devisenhandel nach Stocker 2006

Das Geld, das von den verschiedenen Akteuren angeboten und nachgefragt wird, verkörpert nichts anderes als Kaufkraft in fremder Währung. Laut Caspers (2002) benötigt man diese Kaufkraft in fremder Währung nicht nur zum Erwerb von Waren und Dienstleistungen auf ausländischen Gütermärkten, sondern auch zum Kauf ausländischer Wertpapiere, wie beispielsweise Aktien oder Bonds, sowie zur Tilgung von Fremdwährungskrediten, die im Ausland aufgenommen wurden. Abbildung 2.3 veranschaulicht den Waren- und Zahlungsstrom bei einem Import bzw. Export.

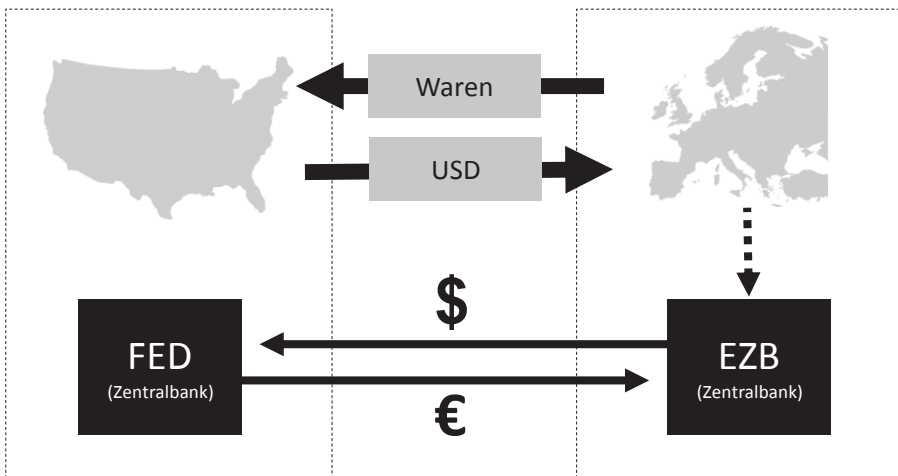


Abbildung 2.3: Zwischenstaatliche Zahlungsströme bei einem Import oder Export nach Stocker 2006

Als Funktion des Devisenmarktes versteht man Kaufkraft von Inlandswährung in Auslandswährung umzuwandeln. Der Devisenmarkt ist demzufolge das zentrale Bindeglied zwischen nationalen Geld-, Kredit- und Kapitalmärkten. Dabei gibt es eine Vielzahl an Vorgängen und Einflussfaktoren, ausgehend von Leistungs- und Finanztransaktionen bis zur Abstimmung von Angebot und Nachfrage am Devisenmarkt, die die Höhe des Wechselkurses beeinflussen. Aber auch umgekehrt hat der Wechselkurs eine bedeutsame Auswirkung auf die Entwicklung wichtiger gesamtwirtschaftli-

cher Größen im Inland und im Ausland. Abbildung 7 veranschaulicht das Devisenmarktgleichgewicht und soll im Folgenden dazu dienen, die Abhängigkeit der Wechselkursbildung von realwirtschaftlichen Parametern zu erläutern.

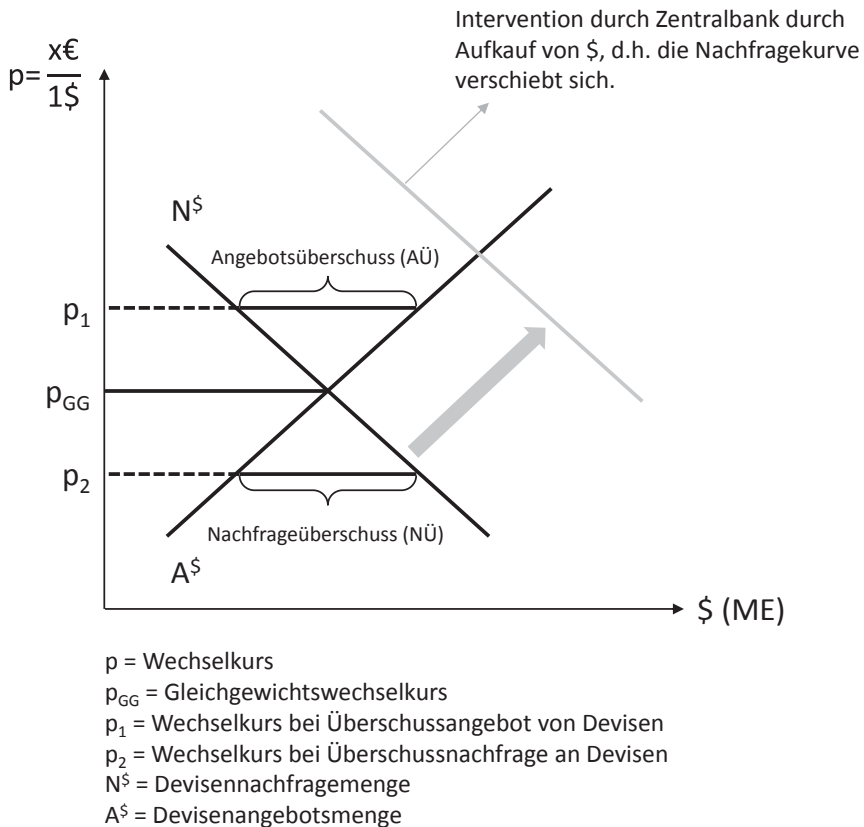


Abbildung 2.4: Devisenmarkt nach Caspers 2002, Siebert und Lorz 2007

Bei dem Gleichgewichtspreis p_{GG} ist die Überschussnachfrage nach Devisen Null, was realwirtschaftlich gesprochen bedeutet, dass der Handelsbilanzsaldo ebenfalls Null ist. Bei einem Handelsbilanzüberschuss befindet sich der Wechselkurs in einem Umfeld, bei dem ein Überschussangebot an

Devisen herrscht (p_1). Am konkreten Beispiel bedeutet das, dass der Euro aufgewertet wird, um den Gleichgewichtspreis p_{GG} wieder herstellen zu können und somit für einen Dollar weniger bezahlt werden muss. Bei einem Handelsbilanzdefizit liegt der Wechselkurs bei p_2 und es gibt eine Überschussnachfrage nach Devisen, die sich durch eine Abwertung beseitigen lassen würde (vgl. Siebert und Lorz 2007, S. 428 ff.).

Um den realwirtschaftlichen Kontext weiter zu verdeutlichen, sei erwähnt, dass Devisenangebot und Devisennachfrage zum einen von den Außenhändlern abhängen, die ihre Export- und Importgeschäfte in fremder oder in eigener Währung abwickeln, und zum anderen von den Zinsarbitrageuren und Spekulanten, die ihre Finanztransaktionen von Zinsdifferenzen (Carry-Trades) und Wechselkurserwartungen abhängig machen (vgl. Caspers 2002, S. 135).

Caspers (2002) stellt in seinem Buch über Zahlungsbilanz- und Wechselkurse darüber hinaus fest, dass es letztlich kaum ein wirtschaftliches, politisches oder soziales Ereignis gibt, das keinerlei Einfluss bzw. Rückwirkung auf den Wechselkurs hat. Er weist zusätzlich darauf hin, dass es durch die simultane Änderung nahezu aller Größen bei der Devisenmarkt- und Wechselkursanalyse entscheidend darauf ankommt, zwischen Ursache und Wirkungen beobachteter Wechselkursänderungen sorgfältig zu unterscheiden, was bedeutet, dass die Phänomene der Wechselkursbildung und der Wechselkurseffekte sehr genau auseinanderzuhalten sind.

2.3 Devisenhandel

Bevor in diesem Abschnitt die Geschäftsmodelle und Finanzinstrumente näher dargestellt werden, sollen ausgewählte Statistiken einen Überblick über die Verteilung wichtiger Parameter verschaffen.

Zu erwähnen sind zum einen die Devisen an sich. Hier macht es allerdings Sinn, gerade im Kontext des Untersuchungsgegenstandes dieser Arbeit den Status Quo zu beleuchten. Auf eine historische Gegenüberstellung einzelner Währungen vor Einführung des Euro wird daher verzichtet, auch wenn die Deutsche Mark über viele Jahrzehnte hinweg ein zentraler Bestandteil des Internationalen Währungssystems gewesen ist.

Obwohl der Euro als nationenübergreifende Währung des Euroraums noch relativ jung ist, spielt er doch eine herausragende Rolle im weltweiten Finanzgeschehen. Nach dem US-Dollar ist der Euro noch vor dem japanischen Yen die volumenmäßig zweitgrößte Währung an der Forex. Trotzdem stellt er aktuell (Stand 2013) mit seinem Handelsvolumen noch nicht einmal die Hälfte der an der Forex umgesetzten US-Dollar dar. Dies kann u. a. damit begründet werden, dass der US-Dollar über viele Jahrzehnte (Bretton-Woods-System) als Weltwährung galt und auch heute noch viele Rohstoffe, wie Rohöl oder Edelmetalle an den US-Dollar gekoppelt sind (vgl. Rajan 2012, S. 61).

durchschnittliches, tägliches Handelsvolumen an der Forex (in Mio.) im Jahr 2013
(Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich 2013)

Summe in USD, transaktionsbezogen	Gesamt	Spotgeschäfte	Forwards	Forex-Swaps	Devisen-Swaps	FX-Optionen
	5.344.549	2.046.158	679.994	2.227.629	54.023	336.745
USD	4.652.192	1.691.238	587.706	2.029.559	50.262	293.427
EUR	1.785.720	754.276	177.772	765.505	17.858	70.308
JPY	1.231.249	612.341	122.686	331.876	11.002	153.344
GBP	631.173	226.741	69.347	301.418	4.707	2.896
AUD	461.689	195.977	49.642	182.599	6.014	27.457
CHF	275.472	84.369	26.952	149.139	1.419	13.594
CAD	244.089	93.488	36.096	100.712	2.188	11.606
MXN	13.528	56.751	13.844	57.849	794	6.041
CNY	119.563	3.395	28.104	39.923	510	17.077
andere Währungen	1.152.670	343.186	247.839	496.676	13.293	51.677

Abbildung 2.5: Tägliches Handelsvolumen an der Forex (in Mio.) im Jahr 2013

Forex-Devisenhandel

Auswirkungen der US-amerikanischen
Arbeitsmarktberichte und FOMC-Sitzungen

Schmolke, H.; Ternès, A.; Towers, I.

2016, XII, 94 S. 28 Abb. in Farbe., Softcover

ISBN: 978-3-658-11299-8