

Kaehler, Jürgen

Article — Digitized Version

Der Wechselkurs als Finanzmarkt-Preis: Neuere Entwicklungen der Wechselkursstheorie

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Kaehler, Jürgen (1985) : Der Wechselkurs als Finanzmarkt-Preis: Neuere Entwicklungen der Wechselkursstheorie, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 65, Iss. 1, pp. 47-52

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/136003>

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.

Der Wechselkurs als Finanzmarkt-Preis: Neuere Entwicklungen der Wechselkurstheorie

Jürgen Kaehler, Köln

Die Erfahrungen mit einem System flexibler Wechselkurse seit dem Frühjahr 1973 haben offensichtlich inzwischen zu weitverbreiteter Ernüchterung geführt. Allenthalben wird beklagt, daß die Wechselkurse nicht mehr den Lehrbuchtheorien folgen. Spricht das gegen die Wechselkursentwicklungen oder gegen die Lehrbücher?

Jedes Lehrbuch zur Außenwirtschaftstheorie stellt die Grundbausteine aller Wechselkurs-Theorien dar: die Kaufkraftparitäten-Relation und die Zinsparitäten-Relation. Keine dieser beiden Relationen kann jedoch als Theorie der Wechselkursbestimmung angesehen werden. Sie sind vielmehr Gleichgewichtsbedingungen für die internationalen Güter- und Kapitalmärkte und beziehen sich somit auf die Handels- und Dienstleistungsbilanz bzw. auf die Kapitalbilanz eines Landes. Beide Relationen ergeben sich der Tendenz nach dadurch, daß die internationale Arbitrage auf eine Annäherung an die Gleichgewichtszustände hinwirken wird. Das „Gesetz des einheitlichen Preises“, das Grundlage der Kaufkraftparitäten-Relation ist, besagt, daß der Preis international handelbarer Güter in allen Ländern gleich sein muß, sofern in der gleichen Währungseinheit gemessen wird¹. Die Zinsparitäten-Relation gibt dagegen die Gleichgewichtsbedingung für die internationalen Finanzmärkte an, nach der sich die Renditen der Finanzaktiva international angleichen müssen.

Für eine Theorie der Wechselkurs-Bestimmung ist es von entscheidender Bedeutung, welcher dieser beiden Relationen mehr Gewicht beigemessen wird. Da historisch internationale Wirtschaftsbeziehungen zunächst vom Warenaustausch bestimmt wurden, weist die Kaufkraftparitäten-Theorie eine längere Tradition auf als ihr Gegenstück der Kapitalbilanz. Grundzüge der Kaufkraftparitäten-Theorie wurden schon zu Beginn des 19. Jahrhunderts entwickelt², während die Zinsparitäten-Relation zum ersten Mal 1923 (von J. M. Keynes) formuliert wurde³.

Wenn beurteilt werden soll, welche Faktoren die Wechselkurse bewegen, ist es wichtig zu fragen, ob Warenströme oder internationale Umschichtungen des Portfolios größere Bedeutung haben. In diesem Beitrag wird dargelegt, daß – zumindest in der kurzen Frist – die Bedingungen auf den internationalen Finanzmärkten die Wechselkurse eindeutig dominieren. Dies ist natürlich nicht zuletzt Reflex der Tatsache, daß sich die internationalen Finanzmärkte in den letzten beiden Dekaden volumenmäßig außerordentlich stark ausgeweitet haben. Demgegenüber ist die Kaufkraftparitäten-Relation in den 70er Jahren gleichsam zusammengebrochen⁴.

Kaufkraftparität

Trotz schwindender empirischer Relevanz erfreut sich die Kaufkraftparität (KKP) einer ungebrochenen Popularität. Gerade die Klagen darüber, daß die Wechselkurse sich nicht mehr lehrbuchmäßig verhalten, sind Ausdruck der Tatsache, daß in der Kaufkraftparität der Gleichgewichtskurs schlechthin gesehen wird. Wenn z. Z. der Dollar als überbewertet kritisiert wird, so liegt das daran, daß sich der Dollarkurs von der Kaufkraftparität entfernt hat.

Nach dem Gesetz des einheitlichen Preises ist der Preis (P) eines inländischen handelbaren Gutes gleich dem ausländischen Preis ($e \cdot P^*$) desselben Gutes. Um

¹ Insofern ist es verwirrend, wenn A. E. Krueger die Kaufkraftparitäten-Relation den Kapitalbilanz-Modellen zuordnet. Vgl. A. E. Krueger: Exchange Rate Determination, Cambridge 1983.

² Einige Autoren entdeckten Ansätze zur KKP-Theorie schon im 18. und 16. Jahrhundert. Vgl. J. Myrman: Experiences of Flexible Exchange Rates in Earlier Periods, in: Scandinavian Journal of Economics, Vol. 78/1976, S. 169 ff.

³ J. M. Keynes: A Tract on Monetary Reform, London 1923.

⁴ Vgl. J. A. Frenkel: The Collapse of Purchasing Power Parities During the 1970's, in: European Economic Review, Vol. 16/1981, S. 145 ff.

Jürgen Kaehler, 31, Dipl.-Volkswirt, ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Seminar für Finanzwissenschaft der Universität zu Köln.

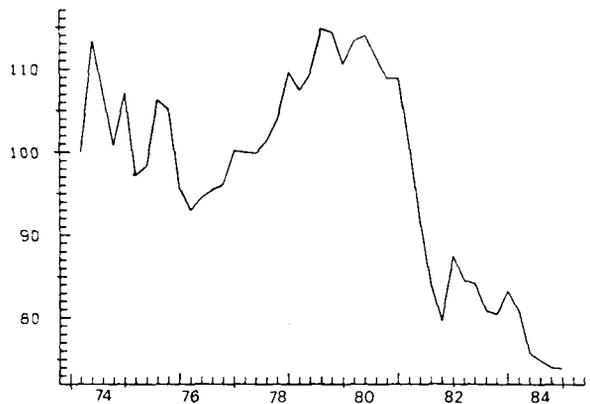
in gleichen Währungseinheiten zu messen, wird der ausländische Preis mit dem Wechselkurs (e) multipliziert:

$$P = e \cdot P^*$$

Wenn z. B. ein deutscher Computer 2 Mill. DM kostet und ein amerikanischer Computer, der sich von dem deutschen nur durch das Firmenschild unterscheidet, 1 Mill. Dollar kostet, so ergibt sich ein KKP-Wechselkurs von 2 DM/Dollar. In ihrer sogenannten komparativen Form besagt die KKP-Relation, daß der Wechselkurs um 4 % fällt (d. h. die D-Mark wertet sich um 4 % auf), wenn der ausländische Preis um 10 % steigt, der inländische dagegen nur um 6 % (vorausgesetzt natürlich, daß die KKP-Relation zu Beginn erfüllt war). Übertragen auf Preisindizes impliziert die KKP-Theorie, daß die Wechselkursentwicklung die internationalen Differenzen der Inflationsraten kompensiert.

Aus Abbildung 1 ist ersichtlich, daß die KKP-Theorie kaum mehr empirische Relevanz beanspruchen kann, da deutliche und dauerhafte Abweichungen der Wechselkursentwicklung von den Inflationsdifferenzen konstatiert werden müssen. Das Diagramm zeigt die Entwicklung des sogenannten realen Wechselkursindex der D-Mark gegenüber dem Dollar. Der reale Wechselkursindex wird dadurch berechnet, daß der Preisindex der Bundesrepublik (hier: der Großhandelspreisindex) durch den entsprechenden Preisindex der USA und den Wechselkursindex dividiert wird. Bei permanenter Gültigkeit der KKP-Relation ergäbe sich ein konstanter realer Wechselkursindex von 100, weil z. B. bei einem stärkeren Anstieg des Preisindexes in den USA als in der Bundesrepublik ein fallender Wechselkursindex (Aufwertung der D-Mark) das entsprechende Korrektiv wäre. Sinkt der reale Wechselkursindex unter den Wert 100, so spricht man von einer realen Abwertung (der D-Mark), die – wie man sich leicht klarmachen

Abbildung 1
Realer Wechselkursindex DM/Dollar



Quelle: International Monetary Fund: International Financial Statistics; Deutsche Bundesbank: Monatsberichte; eigene Berechnungen.

kann – mit einer verbesserten Wettbewerbsposition im internationalen Handel verbunden ist.

Auffällig sind nicht nur die ständigen und starken Abweichungen vom KKP-Niveau, sondern auch die geradezu dramatischen Umschwünge im realen Wechselkurs. So fiel der reale Wechselkursindex innerhalb nur eines Jahres (vom 3. Quartal 1980 zum 3. Quartal 1981) von 109 (reale Aufwertung der D-Mark) auf 80 (reale Abwertung). Verantwortlich dafür war vor allem die starke nominale Aufwertung des Dollars, der sich in dieser Zeitspanne von 1,78 DM auf 2,43 DM verteuerte, während die Inflationsdifferenzen minimal waren.

Der Grund für den Zusammenbruch der KKP-Relation in den 70er Jahren ist vor allem darin zu suchen, daß die Wechselkurse eine sehr viel größere Variabilität aufwiesen als die Güterpreise⁵. So betrug die durchschnittliche Änderung des Großhandelspreisindexes in der Bundesrepublik 0,4 % und in den USA 0,9 % (bezo-

WELTKONJUNKTUR DIENST

Jahresbezugspreis
DM 80,-
ISSN 0342-6335

Der Vierteljahresbericht, der von der Abteilung Weltkonjunktur des HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung-Hamburg erarbeitet wird, analysiert und prognostiziert die wirtschaftliche Entwicklung in den wichtigsten westlichen Industrienationen sowie auf den Weltrohstoffmärkten.

VERLAG WELTARCHIV GMBH - HAMBURG

gen auf Monatsdaten), während der Wechselkurs durchschnittlich um 2,4 % variierte. Die KKP-Relation gewinnt dagegen an Bedeutung, wenn die Güterpreise ihre relative „Trägheit“ verlieren – wie in Zeiten der Hyperinflation. Es überrascht daher kaum, wenn die Gültigkeit der KKP-Relation für die deutsche Hyperinflation zu Beginn der 20er Jahre nachgewiesen werden kann⁶. Als generelle Regel gilt: je stärker monetäre Faktoren die realen dominieren, um so exakter wird die KKP-Relation erfüllt. Wenn dagegen – wie in den 70er Jahren – starke reale „Schocks“ (Veränderungen der relativen Preise, Kehrtwendungen der wirtschaftspolitischen Ausrichtung) auftreten, wird die KKP-Relation deutlich und dauerhaft verschoben.

Zinsparität

Mit zunehmender Integration der internationalen Finanzmärkte und steigender Kapitalmobilität gewinnt die Zinsparitäten-Relation an Bedeutung. Sie ist die Arbitrage-Gleichgewichtsbedingung für zinstragende Aktiva und impliziert daher, daß sich die Renditen international angleichen. Ist z. B. der inländische Zins zum Zeitpunkt t (i_t) geringer als der ausländische (i_t^*), so muß die Zinsdifferenz – bei flexiblen Wechselkursen – durch einen entsprechenden Swapsatz (prozentuale Differenz zwischen Terminkurs (f_t) und Kassakurs (s_t)) kompensiert werden. Formal lautet die Gleichgewichtsrelation daher⁷:

$$i_t - i_t^* = \frac{f_t - s_t}{s_t}$$

Wenn D-Mark-Anlagen einen Zins von 6 % erbringen, Dollar-Anlagen aber mit 10 % verzinst werden, so muß der Termindollar um 4 % billiger als der Kassadollar sein, damit die Anleger indifferent zwischen den Anlage-Alternativen sind. Eine Verletzung der Relation würde bedeuten, daß potentielle Gewinnmöglichkeiten ungenutzt bleiben. Die Gewinnmöglichkeiten würden zudem keinerlei Währungsrisiko unterliegen, da eine Kurssicherung über den Terminmarkt erfolgen kann. Empirische Untersuchungen zeigen, daß die Zinsparität auf den internationalen Kapitalmärkten – besonders auf den Euro-Märkten – erfüllt ist⁸. Im Devisenhandel ist es

sogar üblich, Swapsätze so festzusetzen, daß sie den Zinsdifferenzen auf den Euro-Märkten entsprechen⁹.

Finanzmarkt-Theorie

Die Zinsparitäten-Relation dient als Grundbaustein der Finanzmarkttheorie des Wechselkurses, die in den 70er Jahren entwickelt wurde¹⁰. Innerhalb der Finanzmarkttheorie kann man zwei Entwicklungsrichtungen unterscheiden: den monetären Ansatz und den Portfolio-Ansatz¹¹. Die Ansätze unterscheiden sich dadurch, daß der erstere die Finanzanlagen in verschiedenen Währungen als perfekte Substitute behandelt und damit die „reine“ Zinsparität zugrunde legt, während der Portfolio-Ansatz Risikoprämien in die Zinsparität mit einbezieht, weil die Anlagealternativen als nicht vollständige Substitute angesehen werden.

Die Keimzelle aller Finanzmarktmodelle war zunächst ein einfacher monetärer Ansatz, der noch ohne die Zinsparität auskam und als Zutaten nur die Kaufkraftparität und die Quantitätstheorie des Geldes aufzuweisen hatte. Daher wird dieser Ansatz inzwischen auch als „monetaristischer“ Ansatz bezeichnet. Seine Aussage ist genauso simpel wie eingängig: Wenn im Inland die Geldmenge zunimmt und/oder die Geldnachfrage sinkt (etwa weil das Einkommen fällt), so muß sich nach der Quantitätstheorie das inländische Preisniveau erhöhen. Nach der KKP-Relation schlägt sich ein Anstieg des inländischen Preisniveaus – bei Konstanz des ausländischen – in einer Abwertung der heimischen Währung (Anstieg des Wechselkurses) nieder. Die Botschaft des monetaristischen Ansatzes ist demnach klar: eine expansive Geldpolitik führt zur Abwertung. Wie die Ausführungen zur KKP-Relation gezeigt haben, steht und fällt diese Relation mit der Flexibilität des Preisniveaus: für Hyperinflationssituationen ist dieses Modell angemessen, für Perioden „träger“ Preisvariationen dagegen unbrauchbar.

Der entscheidende Schritt zu einem Wechselkursmodell, das auf die Nach-Bretton-Woods-Ära zugeschnitten ist, wurde von Dornbusch in seinem heute schon klassischen Aufsatz aus dem Jahre 1976 getan¹². Das

⁵ Vgl. J. A. Frenkel, M. L. Mussa: The Efficiency of Foreign Exchange Markets and Measures of Turbulence, in: American Economic Review (Papers and Proceedings), Vol. 70/1980, S. 374 ff.

⁶ Vgl. J. A. Frenkel: Exchange Rates, Prices, and Money: Lessons from the 1920's, in: American Economic Review (Papers and Proceedings), Vol. 70/1980, S. 235 ff.

⁷ Die exakte Formel berücksichtigt nicht nur die Kurssicherung des Anlagebetrages, sondern auch der Zinserträge, unterscheidet sich aber nur unwesentlich von der hier angegebenen Formel. Von Informations- und Transaktionskosten wird natürlich abgesehen.

⁸ Vgl. W. G a a b: Devisenmärkte und Wechselkurse, Berlin, Heidelberg, New York, Tokio 1983.

⁹ Vgl. Schweizerischer Bankverein: Devisenhandel und Geldmarktgeschäfte, Zürich 1978.

¹⁰ Vgl. D. Bender: Finanzmarkttheorie des Wechselkurses, in: Handwörterbuch der Wirtschaftswissenschaft, Stuttgart 1982, S. 748 ff. Zu den Pionieren der Entwicklung zählen Dornbusch, Frenkel, Mussa, Branson und Kouri.

¹¹ Vgl. J. A. Frenkel: Monetary and Portfolio-Balance Models of Exchange Rate Determination, in: J. S. Bhandari, B. H. Putnam (Hrsg.): Economic Interdependence and Flexible Exchange Rates, Cambridge, Mass., London 1983, S. 84 ff.

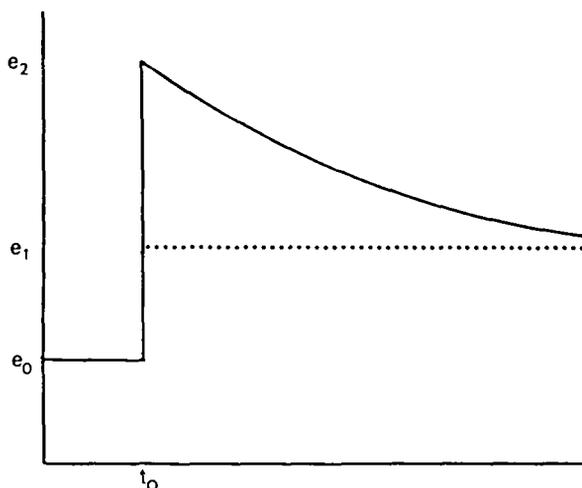
¹² R. Dornbusch: Expectations and Exchange Rate Dynamics, in: Journal of Political Economy, Vol. 86/1976, S. 1161 ff.

Modell bringt gegenüber dem monetaristischen Modell zwei Weiterentwicklungen: zum einen wird die unrealistische Annahme völliger Preisflexibilität durch die Annahme „träger“ Preisanpassungen ersetzt, und zum anderen wird die Zinsparität berücksichtigt¹³. Das Dornbusch-Modell hat besondere Berühmtheit erlangt, weil es als erstes analytisch einen Mechanismus überschießender Wechselkurse beschrieb.

Es sei angenommen, daß ein ursprüngliches Gleichgewicht durch eine Geldmengenerhöhung im Inland gestört wird. Langfristig wird sich nach der KKP-Relation die inländische Währung abwerten, weil sich langfristig das „träge“ inländische Preisniveau erhöht. Kurzfristig reagieren nur die Finanzmärkte. Die expansive Geldpolitik senkt den heimischen Zinssatz. Die Zinsparitäten-Relation verrät nun, daß ein niedrigeres Zinsniveau im Inland verglichen zum Ausland einen negativen Swapatz impliziert. Haben die Devisenhändler nun rationale Erwartungen bzw. perfekte Voraussicht, so werden sie für die Zukunft eine Aufwertung der heimischen Währung prognostizieren. Diese Erwartung steht aber in scheinbarem Widerspruch zur langfristigen Abwertung, die die KKP-Relation bedingt. Der scheinbare Widerspruch wird dadurch aufgelöst, daß der Wechselkurs sofort nach der Geldmengenausweitung über seinen langfristigen Gleichgewichtskurs hinauschießt und sich dann allmählich durch Aufwertung an den höheren Gleichgewichtskurs annähert, während sich „gemächlich“ das Preisniveau erhöht (und mit ihm die Geldnach-

¹³ Das bedeutet analytisch, daß anstelle eines einheitlichen Welt-Wertpapiers – wie im monetaristischen Modell implizit unterstellt – von jeweils einem inländischen und ausländischen Wertpapier ausgegangen wird.

Abbildung 2
Dynamik eines überschießenden Wechselkurses



frage und der inländische Zinssatz). Abbildung 2 illustriert die Dynamik des Überschießens.

Portfoliotheoretische Wechselkursmodelle wiederum sind allgemeiner als monetäre Modelle, weil sie nicht unterstellen, daß Anleger völlig indifferent zwischen alternativen internationalen Finanzaktiva sind, sofern ihre Erträge übereinstimmen. Anleger können vielmehr nur dadurch veranlaßt werden, einen vermehrten Bestand eines Aktivums durch Portfolioanpassungen zu absorbieren, wenn die relative Rendite des Aktivums im Vergleich zu den Anlagealternativen steigt. Portfolio-Modelle erlauben es, Zahlungsbilanzmechanismen in die Wechselkursstheorie zu integrieren¹⁴. Jeder Leistungsbilanzüberschuß ist mit einer Zunahme der Forderungen gegenüber dem Ausland verbunden – ein bestehendes Portfoliogleichgewicht wird dadurch gestört. Eine Aufwertung der heimischen Währung wird das Gleichgewicht in doppelter Weise wieder herstellen: Sie reduziert den Wert der bestehenden Auslandsforderungen und führt gleichzeitig zur Verringerung bzw. Eliminierung des Leistungsbilanzüberschusses. Allerdings ist zu bedenken, daß die Vermögenseffekte von Leistungsbilanzungleichgewichten nicht hoch veranschlagt werden können¹⁵. Portfolioeffekte der Leistungsbilanz werden daher wohl erst dann empirisch nachweisbar werden, wenn sich beträchtliche Überschüsse oder Defizite kumuliert haben.

Alle theoretischen Wechselkursmodelle haben eines gemeinsam: Wenn ihre Hypothesen über die Determinanten der Wechselkurse mit empirischen Daten konfrontiert werden, versagen sie durchweg¹⁶. Das hat Mussa zur Bemerkung veranlaßt, daß ein empirisches Wechselkursmodell, das mehr als die Hälfte der untersuchten Wechselkursvariationen erklären kann, entweder verworfen werden sollte, weil es zu gut sei, oder dem Vatikan zur Heiligsprechung vorgeschlagen werden sollte¹⁷.

¹⁴ Vgl. W. H. Branson: Asset Markets and Relative Prices in Exchange Rate Determination, in: Sozialwissenschaftliche Annalen, Bd. 1/1977, S. 69 ff.; P. J. K. Kouri: The Exchange Rate and the Balance of Payments in the Short Run and in the Long Run: A Monetary Approach, in: Scandinavian Journal of Economics, Vol. 78/1976, S. 280 ff.

¹⁵ Vgl. J. Tobin: The State of Exchange Rate Theory: Some Sceptical Observations, in: R. N. Cooper et al. (Hrsg.): The International Monetary System under Flexible Exchange Rates, Cambridge, Mass. 1982, S. 115 ff.

¹⁶ Vgl. R. Meese, K. Rogoff: The Out-of-Sample Failure of Empirical Exchange Rate Models: Sampling Error or Misspecification?, in: J. A. Frenkel (Hrsg.): Exchange Rates and International Macroeconomics, Chicago, London 1983, S. 67 ff.

¹⁷ M. Mussa: Empirical Regularities in the Behavior of Exchange Rates and Theories of the Foreign Exchange Market, in: K. Brunner, A. H. Meltzer (Hrsg.): Policies for Employment, Prices and Exchange Rates, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Vol. 11/1979, S. 9 ff.

Erwartungen und Neuigkeiten

Das empirische Versagen der theoretischen Wechselkursmodelle ist nicht etwa darin begründet, daß die Modelle noch nicht ausgereift wären oder daß die entscheidenden Determinanten und ihre Wirkungsmechanismen noch nicht entdeckt wären. Das Problem besteht vielmehr darin, daß es fast unmöglich erscheint, die Daten zu gewinnen, mit denen sich die Theorien adäquat testen lassen. Wie auf anderen Finanzmärkten auch, so bestimmen sich Preissetzungen auf den Devisenmärkten vor allem durch kaum meßbare Erwartungen, die bezüglich der künftigen Entwicklung von Wechselkursdeterminanten getroffen werden. Die Prognosen über die zukünftigen Zinssätze, Preisniveaus, Leistungsbilanzen etc. werden abdiskontierend im gegenwärtigen Kurs berücksichtigt. Wenn die Zukunft zur Gegenwart wird, kann eine ökonomische (oder politische) Größe nur noch dann den Wechselkurs beeinflussen, wenn sie von ihrem erwarteten Wert abweicht. Dies sei an einem Auszug aus einem Devisenmarktbericht veranschaulicht (Hervorhebungen sind hinzugefügt)¹⁸:

„Ausgelöst wurde der neuerliche starke Aufschwung des Dollarkurses durch eine Reaktion auf die jüngsten US-Konjunkturdaten. Wirtschaftsforscher hatten für das laufende dritte Quartal meist nur mit einem Wachstum des US-Bruttosozialprodukts von unter 3 % gerechnet, so daß die erste offizielle Schätzung von plus 3,6 % eine *Überraschung* war. Hinzu kam die Nachricht, daß die US-Geldmenge M-1 mit plus 7,8 Mrd. \$ *unerwartet* stark angestiegen ist . . . Nicht ganz unbeachtet blieb auch die Erklärung des US-Wirtschaftswissenschaftlers und Nobelpreisträgers Milton Friedman, daß die jüngste Stärke des Dollars . . . durchaus gerechtfertigt sei. Hauptgründe seien die *Erwartung*, daß US-Präsident Ronald Reagan bei den anstehenden Wahlen in seinem Amt bestätigt wird und die ‚sehr guten‘ *langfristigen Aussichten* für die US-Wirtschaft.“

Man kann sich mit Hilfe der Zinsparitäten-Relation klarmachen, warum der gegenwärtige Wechselkurs von

¹⁸ Handelsblatt Nr. 181, 24. 9. 1984, S. 7.

¹⁹ Man kann zeigen, daß sich die Beziehung $\ln s_t = \sum_{T=0}^{\infty} \rho^T (i_{t+T}^* - i_{t+T})$ aus der Zinsparitäten-Gleichung ableiten läßt, $\ln s_t$ ist dabei der Logarithmus des gegenwärtigen Kassakurses. Effiziente Spekulation setzt voraus, daß $f_t = e_{t+1}$.

²⁰ Vgl. R. Dornbusch: Equilibrium and Disequilibrium Exchange Rates, in: Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften, Bd. 102/1982, S. 573 ff.

²¹ Dies setzt allerdings voraus, daß die Zinsdifferenzen vernachlässigbar sind oder unsystematisch schwanken. Vgl. E. W. Heri: Bestimmungsgründe kurzfristiger Wechselkursfluktuationen, Hamburg 1982.

²² Der Begriff ist eine Schöpfung von Nachrichteningenieuren, die in Anlehnung an die Spektralzerlegung weißen Lichtes das unsystematische Rauschen im Äther weißes Rauschen genannt haben, weil weißes Rauschen wie weißes Licht gleichmäßig alle Frequenzen aufweist.

der Erwartung zukünftiger Entwicklungen abhängen wird. Unterstellt sei, daß sich neben (Zins-) Arbitrageuren Spekulanten des Devisengeschäfts annehmen. Effiziente Termindevisen-Spekulation wird dafür sorgen, daß der gegenwärtige Terminkurs nicht systematisch vom künftigen Kassakurs abweichen wird. Damit wäre aber nach der Zinsparitätenformel der gegenwärtige Kassakurs abhängig von den Zinsen auf Ein-Monats-Anlagen und dem Kassakurs in einem Monat, der wiederum von den künftigen Ein-Monats-Zinsen und dem Kassakurs in zwei Monaten beeinflusst wird etc., womit der gegenwärtige Kassakurs von der gesamten zukünftigen Zinsdifferenz determiniert wird¹⁹. Alle Determinanten der künftigen Zinsentwicklungen sind somit auch Bestimmungsfaktoren des gegenwärtigen Wechselkurses.

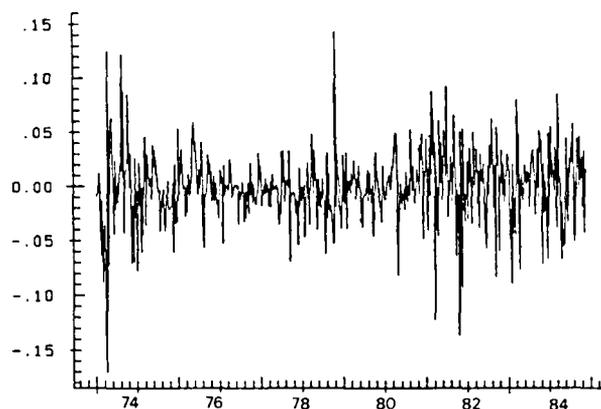
Irrfahrt und Weißes Rauschen

Dadurch wird der Wechselkurs zum Spielball von Erwartungen und Neuigkeiten. Systematische Entwicklungen werden sofort erkannt und verarbeitet, ab und zu platzen jedoch auch Seifenblasen²⁰. Der Wechselkurs wird nur noch von Zufallseinflüssen bewegt²¹. Ein solches Modell wird in der Theorie stochastischer Prozesse als Irrfahrts-Prozeß bezeichnet. Die Zufallseinflüsse heißen „Weißes Rauschen“²². Damit lautet die Gleichung der Wechselkursbestimmung:

$$e_t = e_{t-1} + u_t,$$

d. h. der Wechselkurs zum Zeitpunkt t (e_t) ergibt sich aus dem Wechselkurs der Vorperiode (e_{t-1}) und einer reinen Zufallsvariable (Weißes Rauschen) (u_t). Das „Weiße Rauschen“ des D-Mark/Dollarkurses ist in Abbildung 3 dargestellt.

Abbildung 3
Wöchentliche Veränderungen des
D-Mark/Dollar-Wechselkurses



Quelle: Bank of England: Quarterly Bulletin; eigene Berechnungen.

Zwei Merkmale sind auffällig: zum einen lassen sich keine systematischen Entwicklungstendenzen ausmachen – die Wechselkursveränderungen schwanken erratisch um den Mittelwert Null – und zum anderen sind die Fluktuationen zum Teil außerordentlich heftig. In mehreren Fällen veränderte sich der Dollarpreis von einer Woche zur anderen um mehr als 10 Pfennig. Diese heftigen Wechselkursausschläge sind es vor allem, die die Kritiker flexibler Wechselkurse auf den Plan zu rufen. Sicherlich wird sich nicht jedermann mit dem Gedanken anfreunden können, daß sich eine makroökonomisch so wichtige Variable wie der Wechselkurs auf einer Irrfahrt befindet.

Devisenmarkt-Effizienz

Heftige Kursausschläge haben für Devisenmärkte ebenso wie zuvor für Aktienmärkte Untersuchungen zur Effizienz dieser Märkte angeregt. Aus wettbewerbstheoretischer Sicht erscheinen Devisenmärkte zunächst als Ebenbild des Ideals der vollkommenen Konkurrenz: Am Handel nehmen sehr viele Anbieter und Nachfrager teil (Banken, multinationale Konzerne und Zentralbanken), und es herrscht vollständige Markttransparenz (durch ein gut ausgebautes internationales Kommunikationssystem). Effizienz-Untersuchungen der Devisenmärkte widmen sich daher der Frage, ob die Informationen, die den Devisenhändlern zur Verfügung stehen bzw. stehen könnten, effizient ausgenutzt werden, so daß sich keine außergewöhnlichen Gewinnchancen mehr bieten.

Der Tenor der empirischen Ergebnisse ist, daß auf Devisenmärkten keine systematischen Auslassungen von Gewinnchancen und Vernachlässigungen von In-

formationen nachgewiesen werden können²³: Arbitrageure garantieren, daß die Zinsparität erfüllt ist, und Spekulanten lassen den Terminkurs zu einem unverzerrten (wenn auch relativ ungenauen) Voranzeiger des künftigen Kassakurses werden. Handelsregeln – wie die sogenannten Filterregeln – versprechen keine außerordentlichen Gewinne, und selbst ein Studium der Kursgeschichte ermöglicht es nicht, den künftigen Kurs besser zu schätzen als die anderen Marktteilnehmer.

Dennoch läßt sich nicht ausschließen, daß Seifenblasen und Herdeneffekte die Effizienz der Devisenmärkte vermindern. Es gibt Anzeichen dafür, daß sich professionelle Spekulanten zu gewissen Zeiten an den erwarteten Reaktionen von Amateurspekulanten orientieren und damit zu destabilisierender Spekulation beitragen²⁴. Noch wichtiger ist jedoch das Argument, daß stark variierende und überschießende Wechselkurse bei gleichzeitig „trägen“ Güterpreisen zu ständigen und starken Schwankungen der realen Wechselkurse führen müssen, die makroökonomisch höchst bedeutsam und „schmerzhaft“ sein können²⁵. Schließlich bestimmt sich ja die preisliche Wettbewerbsfähigkeit eines Landes im internationalen Handel durch Variationen der realen Wechselkurse. Die neuerliche Tendenz zu Protektionismus und Handelsrestriktionen wurde nicht zuletzt als Reaktion auf Variationen realer Wechselkurse angesehen.

Das Problem des Systems flexibler Wechselkurse besteht nun aber nicht darin, daß die Devisenmärkte ineffizient wären, sondern – ganz im Gegenteil – darin, daß sie im Vergleich zu den Gütermärkten zu effizient sind. Insofern gleicht das Post-Bretton-Woods-System flexibler Wechselkurse der Wagnerschen Musik, von der Mark Twain sagte, daß sie besser ist als sie klingt.

²³ Vgl. R. M. Levich: On the Efficiency of Markets for Foreign Exchange, in: R. Dornbusch, J. A. Frenkel (Hrsg.): International Economic Policy, Baltimore, London 1979, S. 246 ff.

²⁴ Vgl. W. G a a b, a.a.O., S. 36.

²⁵ Vgl. R. Dornbusch: Exchange Rate Economics: Where Do We Stand?, in: Brookings Papers on Economic Activity, No. 1/1980, S. 143 ff.

HERAUSGEBER: HWWA – Institut für Wirtschaftsforschung – Hamburg (Präsident: Prof. Dr. Armin Gutowski, Vizepräsident: Prof. Dr. Hans-Jürgen Schmahl)

Geschäftsführend: Dr. Otto G. Mayer

REDAKTION:

Dr. Klaus Kwasniewski (Chefredakteur), Dipl.-Vw. Rainer Erbe, Dipl.-Vw. Claus Hamann, Helga Lange, Helga Wenke, Dipl.-Vw. Irene Wilson, M.A., Dipl.-Vw. Klauspeter Zanzig

Anschrift der Redaktion: Neuer Jungfernstieg 21, 2000 Hamburg 36, Tel.: (040) 3562306/307

Ohne ausdrückliche Genehmigung des Verlages Weltarchiv GmbH ist es nicht gestattet, die Zeitschrift oder Teile daraus auf photomechanischem Wege (Photokopie, Mikrokopie) oder auf eine andere Art zu vervielfältigen. Copyright bei Verlag Weltarchiv GmbH.

VERTRIEB:

manager magazin Verlagsgesellschaft mbH, Marketingabteilung, Postfach 11 1060, 2000 Hamburg 11, Tel.: (040) 30 07 624

Bezugspreis: Einzelheft: DM 8,50, Jahresabonnement DM 96,- (Studenten: DM 48,-)

VERLAG UND HERSTELLUNG:

Verlag Weltarchiv GmbH, Neuer Jungfernstieg 21, 2000 Hamburg 36, Tel.: (040) 35 62 500

Anzeigenpreisliste: Nr. 13 vom 1. 1. 1983

Erscheinungsweise: monatlich

Druck: Buch- und Offsetdruckerei Wunsch, 8430 Neumarkt/Opf.