

Empirische und theoretische Probleme von Wechselkursschwankungen

Einführung zu den Beiträgen dieses Heftes

Von Jürgen Schröder

Seit der prinzipiellen Freigabe der Wechselkurse im Jahre 1973 ist es ein zentrales Anliegen der Außenwirtschaftstheorie, Aussagen über die Entwicklung der Wechselkurse zu finden. Dieser Problematik widmete sich auch die Tagung des *Ausschusses Außenwirtschaftstheorie und -politik des Vereins für Socialpolitik* am 14. und 15. Mai 1982 in Frankfurt mit dem Generalthema: Empirische und theoretische Probleme von Wechselkursschwankungen.

In der theoretischen Diskussion der Wechselkursbestimmung wurde lange Zeit die These vertreten, der Wechselkurs zweier Länder bilde sich stets, auch kurzfristig, nach der Kaufkraftparität. Die Realität hat jedoch gezeigt, daß die Wechselkurse oft sehr weit von den Kursen entfernt sind, die der Kaufkraftparitätentheorie, selbst in ihrer relativen Form, entsprechen; es waren und sind Instabilitäten der Wechselkurse zu beobachten, die mit den traditionellen Theorien nicht erklärt werden können. Daß diese Abweichungen von der Kaufkraftparität kein Phänomen speziell des gegenwärtigen Systems flexibler Wechselkurse ist, sondern auch in früheren Perioden flexibler Wechselkurse zu beobachten waren, wurde durch den sehr aufschlußreichen Beitrag von *Bernholz* dokumentiert¹. In einer primär historischen Studie wurde gezeigt, daß eine relativ höhere Inflationsrate in einem Land immer zu einer realen Unterbewertung der Währung des betreffenden Landes führte, d. h. der Außenwert der Währung sank in allen untersuchten Fällen mehr, als es nach der Kaufkraftparitätentheorie zu erwarten gewesen wäre. Interessant ist in diesem Zusammenhang, daß dieses Phänomen des „overshooting“, mit seinen teils unwillkommenen realen Wirkungen, auch schon von Nationalökonomen früherer Zeiten gesehen und wissenschaftlich untersucht wurde, die gewonnenen Erkenntnisse aber bedauerlicherweise mit dem Übergang zu anderen Wechselkursystemen in Vergessenheit gerieten.

¹ P. *Bernholz*, Flexible Exchange Rates in Historical Perspective, in: Princeton Studies in International Finance, No. 49, July 1982.

Um diese zumindest temporär auftretende Unvereinbarkeit der Kaufkraftparitätentheorie mit der Realität zu überwinden, wurden in der jüngeren Vergangenheit Theorien zur Wechselkursbestimmung entwickelt, die den Wechselkurs nicht mehr als Relativpreis zweier Güter, sondern als Relativpreis in- und ausländischer monetärer Aktiva verstehen und zu erklären versuchen. Dabei standen anfänglich die relativen Geldmengen — monetary approach — im Vordergrund, später wurden auch Wertpapiere in die Betrachtung einbezogen — asset market approach —, wobei z. T. vollkommene, z. T. unvollkommene Substituierbarkeit zwischen in- und ausländischen Wertpapieren angenommen wird.

Doch auch diese neueren Theorien geben nur eine unzulängliche Erklärung der tatsächlichen Wechselkursentwicklung wieder, wie die ökonometrische Untersuchung von *Gaab* für den DM-\$-Kurs für die Zeit von Oktober 1974 bis Mai 1981 zeigt. Das Hauptproblem der Wechselkursbestimmung scheint in der Schwierigkeit zu liegen, die Erwartungen der Marktteilnehmer bezüglich der künftigen Wechselkursentwicklung, die sich unter Berücksichtigung einer Risikoprämie in der Höhe des Terminkurses und via Zinsarbitrage im aktuellen Kassakurs niederschlagen, modelltheoretisch zu erfassen. Diese Wechselkurs-erwartungen werden sowohl von der erwarteten Entwicklung fundamentaler ökonomischer Größen aber auch durch aktuelle Informationen jeglicher, also auch nicht-ökonomischer, Art bestimmt. Berücksichtigt man die Auswirkungen der modernen Nachrichtentechnik, so wird klar, daß sich solche Informationen — „news“ — nahezu unendlich schnell im aktuellen Wechselkurs niederschlagen. Zudem stellt sich die Frage, ob die als langfristig dominierend angesehenen fundamentalen ökonomischen Einflußgrößen, wie die Entwicklung der Realeinkommen, der relativen Geldmengen, Preisniveaus, Zinssätze usw., in dem erwarteten Ausmaß zum Tragen kommen, wenn man bedenkt, daß der Informationsfluß nie abreißt und damit auch die langfristige Wechselkursentwicklung lediglich eine Aneinanderreihung kurzfristiger, durch aktuelle Informationen verschiedener Art bestimmten Wechselkursniveaus darstellt.

In Anbetracht dieser Zusammenhänge werden zunehmend Versuche unternommen, auch die zufälligen, nicht unbedingt ökonomischen, Einflußgrößen in Modellen zur Wechselkursbestimmung zu erfassen, wie es etwa *Dornbusch* durch die Berücksichtigung der sogenannten „bubbles“ getan hat. Daneben werden aber auch Vorschläge gemacht, wie die nationalen wirtschaftspolitischen Instanzen diese Wechselkursaus-schläge verhindern oder zumindest glätten könnten, um eine Entwicklung der Kurse nach fundamentalen ökonomischen Einflußgrößen zu fördern. Ein interessanter Beitrag hierzu ist die von *Dornbusch* vor-

geschlagene Zinsausgleichssteuer, die vor allem auf kurzfristige Kapitalbewegungen zielt. Aber abgesehen von den zahlreichen Umgehungsmöglichkeiten, die — wie die Erfahrung zeigt — trotz größtem administrativem Aufwand kaum beseitigt werden können, ergibt sich u. a. auch die Schwierigkeit der ständigen Anpassungsnotwendigkeit an die jeweilige Zinsdifferenz. Eine andere Möglichkeit, die Wechselkursentwicklung von zufälligen Schwankungen zu bereinigen, stellen die Devisenmarktinterventionen der Notenbanken dar. Dabei geht man von der Annahme aus, daß Notenbanken eher als private Marktteilnehmer in der Lage und bereit sind, sich einem durch eine bestimmte Information ausgelösten Trend entgegenzustellen und damit einen extremen Kursauschlag zu verhindern. Dies dürfte darin begründet liegen, daß für private Devisenhändler eine falsche Einschätzung der Kursentwicklung mit dem gesamten Markt weit weniger negative Folgen hat, als eine falsche Einschätzung gegen den Markt. Auf welche Weise und mit welcher Motivation die Deutsche Bundesbank das Instrument der Devisenmarktintervention in den letzten Jahren angewandt hat, zeigt der sehr informative Beitrag von *Gleske*. Allerdings muß auch bei diesem Instrumentarium die Grenzen der Anwendbarkeit und Wirkung gesehen werden. So hat etwa die Deutsche Bundesbank im Jahre 1980 den Außenwert der D-Mark durch massive Devisenverkäufe gestützt und gleichzeitig aus binnenwirtschaftlicher Zielsetzung die damit verbundenen internen Liquiditätswirkungen sterilisiert. Diese Politik, die vergleichbar ist dem Versuch, in einem Festkurssystem autonome Geldmengenpolitik betreiben zu wollen, führte jedoch zu ständig neuen Kapitalabflüssen und damit zu ständig neuem Druck auf den D-Mark-Außenwert, so daß die Bundesbank die Geldmengenneutralisation aufgeben mußte. Es hat sich also gezeigt, daß es beim Einsatz des Instrumentariums der Devisenmarktintervention zu unlösbaren Konflikten zwischen außen- und binnenwirtschaftlichen Zielsetzungen kommen kann. Auch kann eine Notenbank durch noch so große Devisenmarktinterventionen kein Wechselkursniveau anstreben oder halten, das fundamentalen außenwirtschaftlichen Gegebenheiten widerspricht. Dies zeigt sich schon beim Vergleich des Potentials privaten, jederzeit verfügbaren international mobilen Kapitals mit dem Ausmaß der Devisenreserven der Notenbanken.

Sowohl die Vorträge als auch die anschließenden Diskussionen machten deutlich, daß auch ein prinzipiell durch flexible Wechselkurse gekennzeichnetes Währungssystem Unzulänglichkeiten aufweist. Es wurde aber zu Recht daran erinnert, daß ein System fester Wechselkurse á la Bretton Woods weitaus größere Schwierigkeiten mit sich bringt, solange die einzelnen Regierungen nicht bereit sind, eine stärkere internationale Koordinierung ihrer Geld- und Währungspolitik vorzunehmen.