

**Untersuchungen über das
Spar-, Giro- und Kreditwesen**

Abteilung A: Wirtschaftswissenschaft

Begründet von Fritz Voigt

Herausgegeben von

G. Ashauer, H.-J. Krümmel, R. Pohl, B. Rudolph und G. Tichy

Band 161

**Deviseneigenhandel
der Geschäftsbanken, Devisenspekulation
und nichtfundamentale
Wechselkursbewegungen**

Von

Michael Wolgast



Duncker & Humblot · Berlin

MICHAEL WOLGAST

**Deviseneigenhandel der Geschäftsbanken,
Devisenspekulation und nichtfundamentale
Wechselkursbewegungen**

**Untersuchungen über das
Spar-, Giro- und Kreditwesen**

Abteilung A: Wirtschaftswissenschaft

Herausgegeben von

G. Ashauer, H.-J. Krümmel, R. Pohl, B. Rudolph und G. Tichy

Band 161

Deviseneigenhandel der Geschäftsbanken, Devisen- spekulation und nichtfundamentale Wechselkursbewegungen

Von

Michael Wolgast



Duncker & Humblot · Berlin

Die Deutsche Bibliothek – CIP-Einheitsaufnahme

Wolgast, Michael:

Deviseneigenhandel der Geschäftsbanken, Devisenspekulation und nichtfundamentale Wechselkursbewegungen / von Michael Wolgast. – Berlin : Duncker und Humblot, 1997

(Untersuchungen über das Spar-, Giro- und Kreditwesen : Abt. A, Wirtschaftswissenschaft ; Bd. 161)

Zugl.: Kiel, Univ., Diss., 1996

ISBN 3-428-08930-8

Alle Rechte vorbehalten

© 1997 Duncker & Humblot GmbH, Berlin

Fremddatenübernahme und Druck:

Berliner Buchdruckerei Union GmbH, Berlin

Printed in Germany

ISSN 0720-7336

ISBN 3-428-08930-8

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☈

Vorwort

Kaum ein Bereich des Wirtschaftslebens besitzt eine derartige Faszinationskraft wie die modernen Finanzmärkte. Auch das Geschehen an den Devisenmärkten, an denen in Sekunden Millionenbeträge ihren Besitzer wechseln, ist gerade für den Betrachter von außen oft schwer durchschaubar. Dabei verlangt eine fundierte Untersuchung der heute diskutierten Fragen, welche Ursachen der gerade in letzter Zeit zu beobachtenden Volatilität der Preise, Zinssätze und Wechselkurse zugrundeliegen und ob von den Verhaltensweisen der Akteure an den Märkten eine Gefahr für die Stabilität des Finanzsystems insgesamt ausgeht, zunächst nach einem genauen Verständnis der Abläufe an den Märkten selbst.

In der vorliegenden Arbeit wird für den Deviseneigenhandel der Geschäftsbanken (dem am Devisenmarkt eine zentrale Stellung zukommt) unter anderem auf der Basis einer eigenen Total-Erhebung bei den in Deutschland als Market Maker am Devisenmarkt tätigen Adressen zunächst nachgewiesen, daß unabhängig von dem Geschäft mit Kunden die Zielsetzung einer Erzielung von Kursgewinnen aus dem Eingehen spekulativer Positionen am Markt dominiert. Die Wechselkurserwartungen reichen dabei typischerweise nur wenige Minuten in die Zukunft und sind überwiegend nicht an wirtschaftlichen Fundamentaldaten, sondern an den vermeintlichen Reaktionen anderer Marktteilnehmer ausgerichtet. Als Erklärungsansätze für die Teilnahme der Banken an einem derartigen Nullsummenspiel – trotz erheblicher zusätzlicher Kosten und Risiken – lassen sich die – im einzelnen nachweisbare – mangelnde interne und externe Transparenz der Ergebnisse aus der Devisenspekulation und Interessengegensätze zwischen Prinzipal und Agent innerhalb der Banken anführen. In der Arbeit wird aufgezeigt, daß die Wechselkursentwicklung kurzfristig fast ausschließlich von den (nichtfundamentalen) Erwartungen der Marktteilnehmer bestimmt wird; die zumindest kurzfristig resultierenden Abweichungen von dem eigentlich den Fundamentaldaten entsprechenden Wechselkurs werden dabei als „nichtfundamentale Wechselkursbewegungen“ bezeichnet.

Die Idee zu der vorliegenden Arbeit, die von der Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät der Christian-Albrechts-Universität zu Kiel als Dissertation angenommen wurde, entstand während einer mehrjährigen Tätigkeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Wirtschaftspolitik der Christian-Albrechts-Universität. Tatsächlich kristallisierte sich bei der Beschäftigung mit der Literatur zu den Themen „Währungskooperation“, „Wechselkursstabilisierung durch die Wirtschaftspolitik“, „Effizienz der Devisenmärkte“ und bei der Auswertung der theoretischen und empirischen Ansätze der „fundamentalistischen“ Wechselkurs-

forschung, insbesondere der Overshooting-Literatur, immer deutlicher heraus, daß einerseits für die wirtschaftspolitische Diskussion vorab die Frage der tatsächlichen Bedeutung nichtfundamental Wechselkursbewegungen zu klären, andererseits diese Frage aber angesichts der Vielzahl fundamentaltheoretischer Spezifikationen und des Problems der verbundenen Hypothesen mit Hilfe der Ökonometrie kaum befriedigend zu bearbeiten sein würde. Angesichts des Aufwands, der mit dem daher nunmehr gewählten Weg einer mikroökonomischen, institutionellen Betrachtungsweise der Märkte und insbesondere mit der Befragung der 107 in Deutschland als Market Maker im Devisenhandel tätigen Geschäftsbanken verbunden war, wäre die Arbeit ohne die anschließende Förderung durch ein Promotionsstipendium der Friedrich-Naumann-Stiftung aus Mitteln des Bundesministeriums für Bildung, Forschung und Technologie kaum durchführbar gewesen.

In Zusammenhang mit der Entstehung der vorliegenden Arbeit ist einer Vielzahl von Personen und Institutionen zu danken. In erster Linie gilt mein Dank dabei meinen akademischen Lehrern an der Christian-Albrechts-Universität zu Kiel, Herrn Prof. Dr. Manfred Willms und Herrn Prof. Dr. Dr. h. c. mult. H. Giersch, denen ich nicht nur für die Bereitschaft zur Betreuung der Arbeit bzw. zur Übernahme des Korreferates, sondern auch für eine Fülle von Anregungen zu danken habe. Ebenso haben auch meine Kollegen am Institut für Wirtschaftspolitik, Herr Dr. Volker Clausen, Herr Dipl.-Kfm. Torsten Haupt und Herr Dipl.-Volkswirt Jens Rohweder, in zahlreichen Diskussionen zu der Konzeption der Arbeit beigetragen. Mein besonderer Dank gilt auch Herrn Prof. Rüdiger Dornbusch vom Massachusetts Institute of Technology und meinem akademischen Lehrer an der London School of Economics, Herrn Prof. Charles Goodhart, die mich jeweils durch sehr offene Kommentare und Ratschläge in der Konzeptionierung der vorliegenden Arbeit bestärkten.

Die Untersuchungen an den Devisenmärkten und insbesondere die Vorbereitung und Durchführung der Befragung der Geschäftsbanken zum Deviseneigenhandel wären ohne die uneigennützige Mithilfe einer Vielzahl von Personen und Institutionen aus der Praxis des Devisenhandels kaum möglich gewesen, von denen hier stellvertretend nur einige wenige genannt werden können. Für die Bereitstellung wichtiger Informationen bzw. die Bereitschaft zur Erläuterung schwieriger Fragen gilt mein Dank zunächst der Reuters AG (Herrn John Usher), der Deutsche Börse AG (Herrn Dr. Ronald Weichert) und der Deutschen Bundesbank (Herrn Eckhard Oechler) in Frankfurt am Main. Der Hambros Bank in London (Mrs. Margaret Wood) habe ich für die unentgeltliche Bereitstellung mehrerer Ausgaben des „Foreign Exchange and Bullion Dealers Directory“ zu danken. Bei der Vorbereitung der Befragung haben mir als Ansprechpartner im Devisenhandel vor allem Herr Wolfgang Schulze und Herr Abteilungsdirektor Dieter Hluchy (Landesbank Schleswig-Holstein), Herr Manfred Malaschewski (Vereins- und Westbank Hamburg), Herr K. J. Elsner (Deutsche Bank AG/Frankfurt am Main) und Herr K. Reichhold (Dresdner Bank AG/Frankfurt am Main) geholfen. Nicht zuletzt ihnen ist es zu verdanken, daß mit insgesamt 64,5 % der Fragebögen eine erfreulich hohe

Rücklaufquote erzielt wurde, so daß die Ergebnisse der Befragung in hohem Maße als repräsentativ gelten können. In diesem Zusammenhang habe ich auch Herrn Direktor Dr. Mathias Deckert (Verband öffentlicher Banken/Bonn) für die Mithilfe bei der Versendung der Fragebögen zu danken.

Schließlich gilt mein besonders herzlicher Dank meinem Vertrauensdozenten der Friedrich-Naumann-Stiftung in Kiel, Herrn Prof. Dr. H. Müller-Groeling, für die „moralische Unterstützung“ und meinem Freund Herrn Dr. Lukas Mangelsdorff in Kiel für das akribische Gegenlesen des Manuskripts. Mein größter Dank gilt allerdings meiner Frau, die sich zum Schluß noch stärker als ich selbst wünschte, die Arbeit möge endlich abgeschlossen sein.

Bonn, im Juni 1996

Michael Wolgast

Inhaltsverzeichnis

A. Problemstellung	17
B. Bedeutung des Deviseneigenhandels der Geschäftsbanken für den Devisenmarkt und Ausmaß der kurzfristigen Spekulation im Deviseneigenhandel der Geschäftsbanken	36
I. Überragende Bedeutung des Devisenkassahandels der als Market Maker tätigen Geschäftsbanken für den Devisenmarkt	36
1. Bedeutung des Devisenkassahandels für die Wechselkursbildung	36
a) Instrumente im Devisenhandel	36
b) Überragende Bedeutung des Devisenkassahandels für die Wechselkursbildung	39
2. Organisation des Devisenmarktes: Zentrale Rolle der als Market Maker tätigen Geschäftsbanken	44
a) Aufbauschema des Devisenmarktes	44
b) Deviseneigenhandel der Geschäftsbanken als Market Making	48
3. Untergeordnete Bedeutung der Devisenbörse und der Devisenmakler	51
4. Konzentration einer Untersuchung der Devisenspekulation auf den Deviseneigenhandel der Geschäftsbanken	54
a) Angebot und Nachfrage am Devisenmarkt: Fundamentalbedingte Transaktionen, Intermediation, Spekulation	54
b) Vernachlässigung der Devisenspekulation anderer Marktteilnehmer und Konzentration der Untersuchung auf den Deviseneigenhandel der Geschäftsbanken	59
II. Überragende Bedeutung der kurzfristigen Spekulation im Deviseneigenhandel der Geschäftsbanken	66
1. Hohe Interbankenumsätze als Ausdruck einer über das Market Making hinausgehenden Devisenspekulation	66
a) Unzureichende Erklärung hoher Interbankenumsätze mit einem Market Making bei vollständiger Information	66
b) Unzureichende Erklärung hoher Interbankenumsätze mit einem Market Making bei unvollständiger Information	70
c) Market Making in einem Markt mit hohem Anteil der Spekulation	73

2. Weitere Hinweise auf eine über das Market Making hinausgehende Spekulation	76
a) Zielsetzung der Geschäftsbanken im Deviseneigenhandel	76
b) Beschränkung durch Grundsatz Ia KWG und hausinterne Limite	78
c) Überwachung und Kontrolle des Devisenhandels und der einzelnen Händler	81
d) Technische Ausrüstung und Ablauf des Handelsgeschäfts	83
3. Kurzfristige Ausrichtung der Spekulation im Deviseneigenhandel	87
a) Bedeutung von Handelspositionen gegenüber strategischen Positionen ..	87
b) Zeithorizont der dem Handelsgeschäft zugrundeliegenden Wechselkurs-erwartungen	91
c) Gründe für die extrem kurzfristige Ausrichtung der Spekulation	92
 C. Entscheidungsfindung im Deviseneigenhandel der Geschäftsbanken: Bildung der Wechselkurserwartungen	96
I. Überragende Bedeutung der nichtfundamentalen Erwartungsbildung	96
1. Systematisierung unterschiedlicher Arten der Erwartungsbildung	96
2. Ergebnisse und Probleme der Untersuchungen der Wechselkurserwartungen anhand von Umfragedaten zu Kursprognosen	102
3. Überragende Bedeutung der nichtfundamentalen Erwartungsbildung als Ergebnis direkter Befragungen	107
II. Instrumente der nichtfundamentalen Erwartungsbildung aus Sicht der einzelnen Geschäftsbank	112
1. Kurzfristige Erwartungsbildung in einem Markt mit hohem Anteil der kurzfristig-nichtfundamentalen Spekulation	112
2. Instrumente der technischen Analyse	116
a) Qualitative technische Analyse	116
b) Quantitative technische Analyse	119
3. Meinungsaustausch mit anderen Marktteilnehmern	122
4. Bewertung wirtschaftlicher Nachrichten und Ereignisse	124
III. Implikationen der nichtfundamentalen Erwartungsbildung für die am Markt insgesamt vorhandenen Wechselkurserwartungen	129
1. Unbestimmtheit, Zufälligkeit, Instabilität und Volatilität der Wechselkurserwartungen des Marktes	129

2. Abwesenheit der langfristig-fundamentalorientierten Spekulation infolge der Dominanz der kurzfristig-nichtfundamentalen Erwartungsbildung	134
D. Erklärungsansätze für die kurzfristig-nichtfundamentale Spekulation im Deviseneigenhandel der Geschäftsbanken	141
I. Ausgangslage für eine Untersuchung möglicher Erklärungsansätze für die vom Market Making unabhängige Devisenspekulation	141
1. Mangel an Daten zu Ergebnissen der Geschäftsbanken im Deviseneigenhandel	141
2. Probleme einer Erklärung der kurzfristig-nichtfundamentalen Devisenspekulation mit systematischen Gewinnen zu Lasten des Nichtbankensektors ...	145
3. Devisenspekulation als Nullsummenspiel: Gewinne und Verluste infolge einer spekulativen Marktdynamik	150
4. Einzelwirtschaftliche Kosten der kurzfristig-nichtfundamentalen Devisenspekulation	155
5. Implikationen der Rationalitätsannahme für die Diskussion möglicher Erklärungsansätze für die kurzfristig-nichtfundamentale Devisenspekulation	159
II. Erklärungsansatz: Interessengegensätze im Verhältnis zwischen Geschäftsleitung und Devisenhandel als Prinzipal und Agent	163
1. Divergenz zwischen Interessen des Devisenhandels und Zielsetzung der Geschäftsleitung	163
2. Asymmetrische, unstetige Erfolgsbeteiligung als aus Sicht der Geschäftsleitung nicht optimale Anreizstruktur für den Devisenhandel	166
3. Informationsgefälle zwischen Devisenhandel und Geschäftsleitung als Ursache eines aus Sicht der Geschäftsleitung nicht optimalen Verhaltens des Devisenhandels (Delegationsparadoxon im Prinzipal-Agenten-Problem)	170
III. Erklärungsansatz: Mangelnde interne und externe Transparenz der Ergebnisse im Deviseneigenhandel als Hindernis für den Lernprozeß der Geschäftsleitung und des Devisenhandels	173
1. Mangelnde Differenzierung zwischen Kundengeschäften und Interbankenhandel bei der Erfolgsmessung im Deviseneigenhandel	173
2. Mangelnde Publizitätspflicht der Ergebnisse im Deviseneigenhandel	178
E. Einfluß der kurzfristig-nichtfundamentalen Devisenspekulation auf den Wechselkursverlauf und Implikationen für die Währungspolitik	183
I. Langfristige Dominanz fundamentaler Wechselkursbewegungen	183
1. Kurzfristige Dominanz nichtfundamentaler Wechselkursbewegungen	183

2. Grenzen für den Einfluß nichtfundamentaler Wechselkurserwartungen	190
a) Fundamentalorientierte Ober- und Untergrenzen der nichtfundamentalen Erwartungsbildung	190
b) Langfristige Dominanz fundamentaler Wechselkursbewegungen infolge der Ankerwirkung fundamentalbedingter Transaktionen am Devisenmarkt	193
II. Währungspolitische Implikationen nichtfundamentaler Wechselkursbewegungen	194
1. Gründe für die Ablehnung einer Politik der Wechselkursstabilisierung	194
a) Geringes Ausmaß der gesamtwirtschaftlichen Wohlfahrtsverluste infolge nichtfundamentaler Wechselkursbewegungen	194
b) Probleme einer Politik der Wechselkursstabilisierung in der Praxis	198
c) Probleme der Einführung einer Devisenumsatzsteuer	204
2. Ordnungspolitische Empfehlungen für die Währungspolitik	208
F. Zusammenfassung und Ausblick	212
Anhang	219
I. Vorgehensweise bei der Befragung der Geschäftsbanken	219
1. Auswahl einer geeigneten Grundgesamtheit	219
2. Art der Befragung: Versendung des Fragebogens	224
3. Formulierung des Fragebogens	226
4. Qualität der Ergebnisse der Befragung	230
II. Verzeichnis der befragten Geschäftsbanken	236
III. Fragebogen	240
IV. Ergebnisse der Befragung	244
Literaturverzeichnis	270
Sachwortverzeichnis	289

Verzeichnis der Tabellen und Abbildungen

Verzeichnis der Tabellen

Tab. 1: Umsätze im Deviseneigenhandel der Geschäftsbanken nach Instrumenten in Mrd. US-Dollar und in Prozent des Gesamtumsatzes	40
Tab. 2: Umsätze an der amtlichen Devisenbörse und im Deviseneigenhandel der Geschäftsbanken in Deutschland insgesamt in Mio. DM	52
Tab. 3: Umsätze im Devisen-Kassahandel der als Market Maker tätigen Geschäftsbanken nach Gegenseite der Transaktion (counterparty analysis) in Mrd. US-Dollar und in Prozent des Gesamtumsatzes im Devisen-Kassahandel	63
Tab. 4: Abgrenzung von Handelspositionen und strategischen Positionen im Deviseneigenhandel der Geschäftsbanken	89
Tab. 5: Ergebnisse früherer direkter Befragungen zur Art der Erwartungsbildung im Deviseneigenhandel der Geschäftsbanken	111
Tab. 6: Repräsentativität der Rücksendungen nach Größe der Geschäftsbanken (Bilanzsumme)	233
Tab. 7: Repräsentativität der Rücksendungen nach Zugehörigkeit zu Bankengruppen	233
Tab. 8: Zusammenhang zwischen Verhältnis der Interbankenumsätze zu Kundenum- sätzen und Zielsetzung im Interbankenhandel	246
Tab. 9: Fristigkeit der Wechselkurserwartungen bei strategischen Positionen	248
Tab. 10: Fristigkeit der Wechselkurserwartungen bei Handelspositionen	250
Tab. 11: Vorliegen einer Erfolgsbeteiligung im Deviseneigenhandel	267
Tab. 12: Symmetrie und Stetigkeit der Erfolgsbeteiligung im Devisenhandel	267
Tab. 13: Kurzfristige oder langfristige Orientierung der Erfolgsbeteiligung im Devi- senhandel	268

Verzeichnis der Abbildungen

Abb. 1: Aufbauschema des Devisenmarktes	45
Abb. 2: Bedeutung unterschiedlicher Instrumente der Erwartungsbildung im Devisen- eigenhandel	256
Abb. 3: Bedeutung unterschiedlicher Instrumente der technischen Analyse	259
Abb. 4: Bedeutung volkswirtschaftlicher Kenntnisse für die Tätigkeit als Devisen- händler	261

Verzeichnis der Abkürzungen und Symbole

Verzeichnis der Abkürzungen

ACI	Association Cambiste Internationale (internationale Berufsvereinigung der Devisenhändler)
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
CIP	Covered Interest Parity (gedeckte Zinsparität, kursgesicherte Zinsarbitrage)
DTB	Deutsche Terminbörse in Frankfurt am Main
EWS	Europäisches Währungssystem
FINEX	Financial Instruments Exchange in New York
FXNA	Foreign Exchange News Analysis (Produkt der Firma Reuters)
G-5	Group of Five (Gruppe der fünf führenden Industrienationen)
G-7	Group of Seven (Gruppe der sieben führenden Industrienationen)
IFTA	International Federation of Technical Analysts Inc.
IMM	International Monetary Market in Chicago
JCIF	Japan Center for International Finance in Tokio
KWG	Gesetz über das Kreditwesen
LIFFE	London International Financial Futures Exchange in London
MMS	Money Market Services (Firma in Kalifornien)
RTA	Reuter Technical Analysis (Produkt der Firma Reuters)
RTG	Reuter Terminal Graphics (Produkt der Firma Reuters)
SWIFT	Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication
UIP	Uncovered Interest Parity (ungedeckte Zinsparität)
VTAD	Vereinigung technischer Analysten Deutschlands e. V.

Verzeichnis der Symbole

<i>A, B</i>	Bezeichnung einzelner Währungen
<i>A, B, C</i>	Bezeichnung einzelner Market Maker am Devisenmarkt
<i>a, b, c</i>	Modellparameter
<i>b</i>	Parameter für das relative Ausmaß spekulativer Transaktionen im Verhältnis zu den fundamentalbedingten Transaktionen am Devisenmarkt (Approximation für die Spekulationsbereitschaft des Marktes)
<i>D</i>	Gesamtumsätze einer Bank im Deviseneigenhandel
<i>E</i>	Erwartungswert

$E(s)$	Erwartungswert für den Devisenkassakurs; ohne weitere Angaben:
F	Erwartungswert für den in drei Monaten erwarteten Devisenkassakurs
f	Umsätze einer Bank im Deviseneigenhandel mit anderen Market Makern (im Interbankenhandel) aus Fangen und Verlieren (unbeabsichtigte Veränderung der Position der Bank aufgrund von Initiativen der jeweils anderen Seite im Interbankenhandel)
GF	Dreimonats-Terminkurs für Devisentermingeschäfte
GK	Umsätze einer Bank im Deviseneigenhandel mit anderen Market Makern (im Interbankenhandel), die der Glattstellung von aus Fangen und Verlieren resultierenden Positionen dienen
g	Umsätze einer Bank im Deviseneigenhandel mit anderen Market Makern (im Interbankenhandel), die der Glattstellung von aus den Umsätzen mit Kunden resultierenden Positionen dienen
i	Gewichtungsparameter für den Marktanteil bzw. den Einfluß auf den Markt der einzelnen Marktteilnehmer
K	(in Zusammenhang mit anderen Variablen:) bezogen auf den einzelnen Marktteilnehmer
k, l	Umsätze einer Bank im Deviseneigenhandel mit Kunden
M	Bezeichnung einzelner Währungsgebiete
m	(in Zusammenhang mit anderen Variablen:) bezogen auf den gesamten Markt
n	Anzahl der Marktteilnehmer
r	Anzahl der Währungsgebiete
r^*	Zinssatz für Drei-Monatsgeld an dem Geldmarkt für die inländische Währung
S	Zinssatz für Drei-Monatsgeld an dem Geldmarkt für die ausländische Währung
s	spekulative Umsätze einer Bank im Deviseneigenhandel mit anderen Market Makern (im Interbankenhandel)
\bar{s}	Devisen-Kassakurs
$t, t + 1$	langfristiger Gleichgewichtswert des Devisen-Kassakurses
w	Angabe von Zeitpunkten auf einer gedachten, diskretionären Zeitskala
z	Gewichtungsparameter
	(fiktiver) Devisen-Kassakurs, der sich allein aus Angebot und Nachfrage an Devisen aufgrund der fundamentalbedingten Transaktionen ergeben würde; Devisen-Kassakurs bei völliger Abwesenheit spekulativer Transaktionen („fundamentaler Gleichgewichtswert“ für den Devisen-Kassakurs)

A. Problemstellung

Das seit dem endgültigen Zusammenbruch des Wechselkurssystems von Bretton Woods und der Freigabe der Wechselkurse im März 1973 bestehende Weltwährungssystem weitgehend flexibler Wechselkurse¹ weist sehr viel stärkere Wechselkursschwankungen auf, als dies von den Befürwortern dieses Systems in der Zeit vor 1973² erwartet worden war. Entgegen etwa der Prognose Sohmens (1961, S. 136f.), spätestens nach einiger Zeit sollte jede Intervention der Wirtschaftspolitik im Wechselkursbereich überflüssig werden, wird auch heute – mehr als zwanzig Jahre nach dem Ende des Systems von Bretton Woods – nach wie vor der Einsatz unterschiedlicher Instrumente mit dem Ziel einer Wechselkursstabilisierung

¹ Neben denjenigen Währungen, deren Wechselkurse freigegeben sind, bestehen allerdings für eine große Zahl von Währungen noch unterschiedliche Formen der Wechselkursbindung (vgl. International Monetary Fund (1993)); die Anzahl dieser Währungen hat jedoch über die letzten zehn Jahre stark abgenommen (Honkapohja, Pikkarainen (1992, S. 10, S. 25)). Vor allem handelt es sich um Länder, die für ihre Währung einen festen Wechselkurs im Verhältnis zum US-Dollar oder im Verhältnis zu einem bestimmten Währungskorb definiert haben, und um die Länder der Franc-Zone in Westafrika. Vermutlich sind die Währungen dieser Länder weder als internationale Anlagewährungen noch als Fakturierungswährungen von Bedeutung; so wäre auch zu erklären, warum andere Determinanten kaum einen Einfluß auf die Auswahl des Wechselkursregimes zu haben scheinen (Honkapohja, Pikkarainen (1992)). Demgegenüber sind diejenigen Währungen, für die auf den internationalen Devisenmärkten hohe Umsätze zu verzeichnen sind (vgl. Bank for International Settlements (1990), Bank for International Settlements (1993), Bank for International Settlements (1995)), also vor allem der US-Dollar, die Deutsche Mark, der japanische Yen, das britische Pfund, der Schweizer Franken, der australische und der kanadische Dollar, der französische Franc sowie weitere europäische Währungen, mit Ausnahme der Einschränkungen für die am Wechselkursmechanismus des Europäischen Währungssystems (EWS) teilnehmenden Währungen durch einen voll flexiblen Wechselkurs gekennzeichnet. Im weiteren beziehen sich die Ausführungen in dieser Arbeit auf die an den internationalen Devisenmärkten in nennenswertem Umfang gehandelten internationalen Anlage- und Fakturierungswährungen.

² Neben Egon Sohmen (1961), (1969) sind als weitere Plädoyer für flexible Wechselkurse in den Fünfziger und Sechziger Jahren die klassischen Aufsätze Milton Friedmans (1953a) und Harry Johnsons (1969) zu nennen. In der Bundesrepublik Deutschland wurde eine Freigabe der Wechselkurse bereits 1965 durch den Sachverständigenrat (Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (1965)) erörtert; zwar gehörte Sohmen dem Sachverständigenrat nicht an, die Sachverständigen beziehen sich aber auf ein in ihrem Auftrag von Sohmen gemeinsam mit F. A. Lutz erstelltes Gutachten. Auch im weiteren, beispielsweise in den Sondergutachten vom 30. Juni 1969 und vom 4. Oktober 1969 und in den Jahresgutachten 1969/1970 (Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (1969)), befürwortete der Sachverständigenrat trotz heftiger öffentlicher Kontroversen eine mehr oder weniger radikale Abkehr von dem System fester Wechselkurse.

durch die Wirtschaftspolitik gefordert. Vor allem in der zweiten Hälfte der Achtziger Jahre wurde eine Wechselkursstabilisierung durch eine internationale Währungscooperation diskutiert (vgl. Willms (1988), (1990)). Im einzelnen wurden dabei eine weltweit koordinierte Steuerung der Weltgeldmenge (McKinnon (1984), (1988)), die Festlegung von Zielzonen für die Wechselkurse der wichtigsten Währungen um einen zu berechnenden Gleichgewichtskurs (Williamson (1985)) und eine weltweite makroökonomische Koordination der Wirtschaftspolitik auf der Grundlage von Indikatoren (Williamson, Miller (1987)) vorgeschlagen. Als Instrumente der Wechselkurspolitik waren in diesen Vorschlägen jeweils in unterschiedlichem Ausmaß ein koordinierter Einsatz der Geld- und Fiskalpolitik, die Bekanntgabe von Absichtserklärungen und Verlautbarungen durch die Wirtschaftspolitik, der Einsatz von Devisenmarktinterventionen und Variationen der Zinssätze in den einzelnen Ländern vorgesehen. Auch in den letzten Jahren wurden von wissenschaftlicher Seite und auch von politischer Seite erneut entsprechende Konzepte unterbreitet³. Daneben werden mit dem Ziel einer Wechselkursstabilisierung auch Maßnahmen gefordert, die auf eine Beschränkung des kurzfristigen Kapitalverkehrs hinauslaufen; insbesondere wird hier die Einführung einer Devisenumsatzsteuer, wie sie ursprünglich von Tobin (1978) befürwortet worden war, diskutiert⁴.

Zur Begründung für die Forderung einer Wechselkursstabilisierung⁵ wird zum einen angeführt, die starken Wechselkursbewegungen seien zumindest teilweise nicht mehr mit den wirtschaftlichen Fundamentaldaten vereinbar. Vielmehr sei die Wechselkursentwicklung kurzfristig durch im Verhältnis zur Veränderung der Fundamentaldaten übermäßige Wechselkursschwankungen („excess volatility“) und langfristig auch durch anhaltende Abweichungen des Wechselkurses von seinem fundamentalen Gleichgewichtswert („misalignment“) gekennzeichnet. Zum ande-

³ So bekräftigte Williamson (1993, S. 194ff.) den Vorschlag einer Wechselkursstabilisierung durch makroökonomische Koordination; gegenüber dem „Blueprint“ in seiner ursprünglichen Fassung hält er aber nun sterilisierte Interventionen doch für ein besser geeignetes Instrument der Wechselkursstabilisierung als eine Variation der Zinssätze in den einzelnen Ländern. In Deutschland plädierte bezogen auf die Währungen des EWS der Sachverständigenrat für eine Politik der Wechselkursstabilisierung und eine Rückkehr zu engen Bandbreiten im Wechselkursmechanismus (Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (1993, S. 232f.)). Schließlich wurde im Frühjahr 1995 angesichts der Wechselkursentwicklung des US-Dollar und mehrerer europäischer Währungen sowohl durch den für Währungsfragen zuständigen EU-Kommissar als auch durch den Präsidenten der Europäischen Kommission erneut eine internationale Währungscooperation zur Wechselkursstabilisierung gefordert (o. Verf. (1995a), o. Verf. (1995b)).

⁴ So sind nicht nur eine Reihe von Autoren, beispielsweise Dornbusch (1987, S. 15-17), Kampfeter (1990, S. 173-186), Menkhoff und Michaelis (1993), Eichengreen und Wyplosz (1993, S. 120-123) oder Nölling (1993), in jüngster Zeit für die Einführung einer solchen Steuer eingetreten; die sogenannte „Tobin-Steuer“ wurde im Frühjahr 1995 auch in der breiten Öffentlichkeit als ein Mittel der Wechselkursstabilisierung erörtert, nachdem mehrere Politiker angesichts der Wechselkursentwicklung des US-Dollar und mehrerer europäischer Währungen die Einführung einer solchen Steuer angeregt hatten (vgl. o. Verf. (1995c)).

⁵ Vgl. die Darstellung bei Willms (1990, S. 331-332).

ren wird darüber hinaus argumentiert, die nichtfundamentalen Wechselkursbewegungen brächten erhöhte Transaktionskosten, Informationskosten und Risiken mit sich und führten so zu einer suboptimalen Arbeitsteilung zwischen den Währungsräumen⁶.

Die (vermeintliche) Beobachtung von excess volatility und misalignment entspricht der auch früher bereits geäußerten Befürchtung, flexible Wechselkurse seien grundsätzlich mit der Gefahr einer großen Instabilität der Kurse verbunden. So wird bereits im Nurkse-Bericht (League of Nations (1944, S. 117-122)) die Meinung vertreten, der Wechselkursverlauf werde in einem System flexibler Wechselkurse gelegentlich entscheidend von psychologischen Faktoren, insbesondere über

⁶ Ein völlig anderer Begründungsansatz besteht darin, das System flexibler Wechselkurse und das System fester Wechselkurse unter dem Gesichtspunkt der Übertragung von Nachfrage- und Angebotschocks und eines optimalen stabilisierungspolitischen Einsatzes der Geld- und Fiskalpolitik zu analysieren. Einige Autoren, beispielsweise Artus und Young (1979, S. 667-670) oder Dornbusch und Frankel (1988), erheben den Vorwurf, das System flexibler Wechselkurse sei – entgegen ursprünglicher Erwartungen – nach wie vor durch verschiedene Übertragungsmechanismen gekennzeichnet, es gebe also keine Isolierung der einzelnen Volkswirtschaften und keine Unabhängigkeit der Konjunkturzyklen. Die Übertragungsmechanismen realer und kurzfristig sogar monetärer Schocks bei flexiblen Wechselkursen lassen sich in einem Zwei-Länder-Modell mit relativ allgemeiner Modellstruktur eindeutig ableiten (vgl. z. B. Wolgast (1991, S. 465-469)). Auch Simulationsstudien (z. B. Minford (1989, S. 282-293)) ergeben für das System flexibler Wechselkurse die Existenz von – allerdings gegenüber einem System fester Wechselkurse geringeren – Übertragungsmechanismen; empirische Untersuchungen (z. B. Fels (1992, S. 47-49)) belegen sogar eine stärkere Parallelität der Konjunkturzyklen als vor 1973. Ein solcher Zusammenhang wurde allerdings, wie Fels (1992) zu Recht anführt, von den Befürwortern flexibler Wechselkurse nie bestritten (vgl. z. B. Sohmen (1961, S. 91-101), oder Sohmen (1974)); vielmehr lautete das Argument für eine Freigabe der Wechselkurse, bei flexiblen Wechselkursen werde es *geringere* und *langfristig* keine monetären Übertragungseffekte und damit vor allem eine Unabhängigkeit der Geldpolitik, auch als Mittel der Konjunkturpolitik, geben (Friedman (1953a, S. 199-200), Johnson (1969, S. 18), Sohmen (1961, S. 83-85)). So begründet Giersch (1970a) die Vorteilhaftigkeit flexibler Wechselkurse anhand des Beispiels der Bundesrepublik Deutschland damit, daß die Fiskalpolitik als konjunkturpolitisches Instrument zu schwerfällig sei und die Geldpolitik in einem System fester Wechselkurse ebenfalls eher prozyklisch gewirkt habe. Eine Freigabe der Wechselkurse würde demgegenüber eine Unabhängigkeit der Geldpolitik mit sich bringen und damit ihren Einsatz als Instrument der Konjunkturpolitik ermöglichen. Giersch (1973, S. 194f.) betont ausdrücklich die Möglichkeit der Übertragung wirtschaftlicher Impulse aus dem Ausland auch bei flexiblen Wechselkursen (und damit auch die Möglichkeit einer beggar-my-neighbour-policy der Fiskalpolitik in den einzelnen Ländern).

Die Übertragungseffekte in einem System flexibler Wechselkurse bilden auch die Grundlage der spieltheoretischen Modelle makroökonomischer Kooperation. Die Diskussion um eine Wechselkursstabilisierung setzt in diesen Modellen an der Frage an, inwieweit die Vereinbarung einer Wechselkursstabilisierung einen Ersatz für explizite Kooperation beim Einsatz der Geld- und Fiskalpolitik darstellen kann (vgl. Wolgast (1991)). Eine derartige Begründung der Forderung nach einer Wechselkursstabilisierung fällt somit in eine andere Kategorie als die Begründung einer Wechselkursstabilisierung mit der Existenz nichtfundamentaler Wechselkursbewegungen. Auf das Problem der makroökonomischen Politik-Koordinierung in einem System flexibler Wechselkurse und die Frage der Wechselkursstabilisierung in einem solchen Kontext wird daher in dieser Arbeit nicht weiter eingegangen.