

Status Quo der Währungstheorie

Masterarbeit

zur Erlangung des akademischen Grades „Master of Science (M.Sc.)“ im
Studiengang Wirtschaftswissenschaft der Wirtschaftswissenschaftlichen
Fakultät der

Leibniz Universität Hannover

vorgelegt von

Name: Molik

Vorname: Raphael

■■■■■

■■■■■■■■■■

■

■■■■■■■■■■

Prüfer: Prof. Dr. H.-J. von Mettenheim

Ort, den

I. Inhaltsverzeichnis

I.	Inhaltsverzeichnis.....	1
II.	Abbildungsverzeichnis.....	2
III.	Abkürzungsverzeichnis	4
1	Einleitung	7
2	Der Devisenmarkt	8
2.1	Die Begriffe: Geld, Währung und Devisen.....	8
2.2	Der internationale Devisenmarkt	11
3	Wahrungssysteme	18
3.1	Feste und flexible Wechselkurse.....	18
3.2	Goldwahrungssysteme.....	22
3.3	Das Bretton – Woods – System	35
4	Wahrungstheorien.....	45
4.1	Traditionelle Wechselkursatheorien	45
4.1.1	Kaufkraftparitätentheorie	46
4.1.2	Zinsparitätentheorie	79
4.2	Nicht – fundamentale Betrachtungsweisen	100
5	Fazit	107
6	Anhang.....	110
IV.	Literaturverzeichnis	113
	Ehrenwörtliche Erklahrung	124

1 Einleitung

„Wir von der Federal Reserve haben Unmengen an Zeit damit verbracht, Modelle zu finden, die erfolgreich unsere eigenen sowie die Wechselkurse aller anderen Länder prognostizieren können. Diese wertvolle Zeit hätten wir besser in andere Forschungsprojekte gesteckt.“¹

Das waren die einprägsamen Worte von Alan Greenspan vor dem Senate Banking Committee im Juli 2002.

In meiner Arbeit werde ich zunächst die Begriffsabgrenzungen zwischen Geld, Währungen und Devisen erläutern. Danach folgt ein Überblick über den Devisenmarkt, oder auch, den größten Markt der Welt.

In Kapitel Drei widme ich mich den Währungssystemen und Wechselkursarten. Hierbei werden die flexiblen und festen Wechselkurse sowie ihre Vor- und Nachteile erklärt. Bei den Währungssystemen der Goldwährung und des Bretton – Woods – Systems erläutere ich vor allem auch, wie die Systeme funktioniert haben, wie sie „performt“ haben und woran die Regime gescheitert sind.

Danach widme ich mich den fundamentalen Währungstheorien.

Die Kaufkraftparität als wohl bekannteste Währungstheorie ist in den letzten Jahrzehnten einen kleinen Wandel durchgegangen, was die empirische Evidenz angeht. Wurde ihre Güte bis in die 1990er Jahre praktisch durchgehend abgelehnt, haben die Ökonomen im Laufe der Zeit ihre Meinung doch ein wenig geändert. Vor allem die größere Anzahl verfügbarer Daten und neuerer mathematischer Modelle lässt die Kaufkraftparitätentheorie empirisch gesehen nun zumindest etwas besser aussehen.

¹ Michael Busack, Dieter Kaiser, „Handbuch Alternative Investments“, 2006, S. 459

Somit erkläre ich zunächst die Grundgedanken der Kaufkraftparitäten- und Zinsparitätentheorie, bevor ich die empirische Evidenz in der Literatur analysiere. Hierbei konzentriere ich mich auf die zahlreich publizierten Working Paper.

Demnach biete ich noch einen kurzen Einblick in die nicht – traditionellen Erklärungsansätze von Wechselkursbewegungen.

Zum Schluss folgt das Fazit, in dem ich die Ergebnisse der Arbeit nochmal zusammenfasse.

2 Der Devisenmarkt

Zunächst folgt eine kurze Abgrenzung zwischen den Begriffen „Geld“ und „Devisen“. Danach liefere ich einen Überblick über den Devisenmarkt (oder auch den größten Markt der Welt), seine Ausmaße und den Devisenhandel selbst.

2.1 Die Begriffe: Geld, Währung und Devisen

Handel hat es in der Geschichte der Menschheit schon immer gegeben. Noch bevor die erste offizielle Währung in Münzform ca. 800 vor Christus in Lydien (heutige Türkei) geprägt wurde², verliefen Handelstätigkeiten zunächst hauptsächlich als Tauschhandel mittels Gütern und Leistungen ab. Vor allem Waffen oder Tierhäute und –pelze aber auch lebendige Güter wie Rinder oder Schweine, Getreide und andere Lebensmittel, wurden als Währungen benutzt, auch wenn der einzelne Wert verhandelbar blieb. Später kamen Gold- und Silberstücke oder Kupfer hinzu. Als Beispiel: Ein Bauer wollte zwei Ziegen gegen drei Schweine tauschen.³ Jemanden zu finden, der drei Schweine und

² Vergleich mit: Bruce Wasserstein, „Book review: Money: Whence it came, where it went“, Columbia Law Review Vol. 76 No. 1, Januar 1976, S. 175

³ Vergleich mit: Robert Buckminster Fuller, „Critical Path“, <http://www.michaelpowers.com/prosperity/coins.htm>

Auch Noise Trader können, da sie sich oftmals nach Trends richten, ein Herdenverhalten aufzeigen und damit die Wechselkursvolatilität verstärken.³²²

Flood und Rose (1995) dokumentieren elegant, der Wechselkurs habe ein Eigenleben, losgelöst von anderen makroökonomischen Variablen. Obstfeld und Rogoff nennen diese sehr schwache Beziehung zwischen Wechselkursen und nahezu jeglicher makroökonomischen Größe das „exchange rate disconnect puzzle“.³²³

Der (nominale) Wechselkurs ist ein „asset price“ und damit unweigerlich von Finanzmarktunvollkommenheiten betroffen. Dazu zählen eben auch Herdenverhalten, „momentum investing“ und Noise – Trading.³²⁴

Evans und Lyons (2002), dass der Großteil der Wechselkursvolatilität in der kurzen Frist mit den heterogenen Erwartungen der Investoren verbunden ist.³²⁵

Xu (2004) folgert weiterhin, je höher die Anzahl der Noise Trader steigt, desto größer wird die Wechselkursvolatilität.³²⁶

5 Fazit

Über längere Perioden steht damit die K.K.P. als wahrscheinlich robusteste Beziehung in empirischer Währungstheorie. Es gibt nicht nur eine Tendenz, dass

³²² Vergleich mit: Christian Bauer und Bernhard Heinz, „Noise Traders and the Volatility of Exchange Rates“, 2003, Universität Bayreuth Rechts- und Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät Wirtschaftswissenschaftliche Diskussionspapiere, S. 2

³²³ Vergleich mit und Zitat entnommen aus: Juanyi Xu, „Noise Traders and the Exchange Rate Disconnect Puzzle“, 2004, S. 1

³²⁴ Vergleich mit und Zitat entnommen aus: Juanyi Xu, „Noise Traders and the Exchange Rate Disconnect Puzzle“, 2004, S. 2

³²⁵ Vergleich mit und Zitat entnommen aus: Juanyi Xu, „Noise Traders and the Exchange Rate Disconnect Puzzle“, 2004, S. 2

³²⁶ Vergleich mit und Zitat entnommen aus: Juanyi Xu, „Noise Traders and the Exchange Rate Disconnect Puzzle“, 2004, S. 2

Schocks gegenüber der K.K.P. über die Zeit vergehen, auch die erwartete Konvergierungsrate ist überraschend ähnlich über Währungen und Zeitperioden hinweg. Hunderte Untersuchungen mit verschiedensten Techniken haben generell zum Ergebnis geführt, dass Abweichungen von der K.K.P. dazu tendieren mit einer „Half-Life“ von 2-5 Jahren abzuklingen. Aktuell gibt es aber auch Studien, dass die Konvergierungszeit viel schneller sein kann, um 1 Jahr herum. Dies steht aber noch auf jeden Fall für zukünftige Untersuchungen zur weiteren Forschung.³²⁷

Doch schon allein die Entwicklung der empirischen Evidenz der Kaufkraftparitätentheorie müsste den vielen Zweiflern des Theorems zumindest ein wenig zu Denken geben. In der kurzen Frist bleibt sicherlich der Konsens, dass die Kaufkraftparitätentheorie zu Prognosezwecken nicht brauchbar ist. Doch aufgrund neuerer Testmethoden und vor allem nun mehr langen bis sehr langen zur Verfügung stehenden Datenspannen ist der empirische Rückhalt und anscheinend auch das Interesse der Ökonomen größer geworden.

Insgesamt gesehen haben die Kaufkraftparitätentheorie und die Zinsparitätentheorie als traditionelle Wechselkursatheorien zu schwache empirische Evidenzen. Jedoch kommen nun innovativere Verfahren zur Wechselkursprognose zum Vorschein, die sich weniger an ökonomischen Theorien als an Daten orientieren. Dazu gehören etwa die „Künstlichen Neuronalen Netze“ sowie „Fraktale“.

Neuronale Netze als ein Fragment der „Künstlichen Intelligenz“ sollen hierbei das „Bildungsgesetz, wonach die Prognosegröße und die möglichen Deskriptoren interagieren, selbständig ohne Modellvorgabe aus historischem Datenmaterial in Form von Zeitlernen erlernen“. Dafür sollen die Netze mittels historischer Daten „trainiert werden“, um dieses Bildungsgesetz für zukünftige

³²⁷ Vergleich mit: Kenneth Rogoff, „Exchange rates in the modern floating era: what do we really know?“, 2009, Rev World Econ (2009) 145, S. 3

noch nicht bekannte Datenlagen zu verwenden und somit eine Prognosegröße zu erstellen.³²⁸

Ob modellbasiert oder datenbasiert, die Problematik der Prognose von Wechselkursbewegungen sowie deren Modellierung besitzt immernoch ein breites Spektrum, das es zu Erforschen gilt

Auch die weitergehenden Gebiete der Wechselkurstheorie wie die Behavioral Finance oder News – Ansätze oder auch Konzepte der „Rohstoffwährungen“ werden sicherlich in Zukunft im Bezug auf Erklärung von Kursbewegungen expandieren.

Trotzdem: Traditionelle Wechselkurstheorien sind somit laut Literatur für Erklärungen tatsächlicher (zumindest kurz- und mittelfristiger) Wechselkursbewegungen empirisch kaum zu gebrauchen. Insbesondere ihr Versagen in der kurzen und mittleren Frist wurde auch in aktuelleren Studien bestätigt. Abgesehen von der anscheinend vorherrschenden zufälligen Entwicklung von Wechselkursen sei auch die höhere Wechselkursvolatilität verglichen mit der Schwankungsspanne von den Fundamentalfaktoren („Excess-Volatility-Puzzle“³²⁹) als Grund für die Skepsis genannt, ein stabiler Zusammenhang zwischen den Größen könnte existieren. Ebenfalls schließen die beobachtbaren Terminkursverzerrungen auf eine schwache Prognosefähigkeit für den zukünftigen Kassakurs und sind weiterhin nicht schlüssig mittels traditioneller Theorien zu modellieren. Zwar mag es so aussehen, als würden sich somit Wechselkurse „vor allem kurz- bis mittelfristig losgelöst von markoökonomischen Fundamentalfaktoren“³³⁰ bewegen, weshalb

³²⁸ Vergleich mit und Zitate entnommen aus: Thomas Zimmerer, „Das Kaufkraft- und Zinsparitätentheorem: Reine Theorie oder empirische Evidenz?“, August 1996, Regensburger Diskussionsbeiträge Nr. 285, S. 20 – 21

³²⁹ Zitat entnommen aus: Wolfgang von Heßling, „Informationseffizienz des Devisenmarktes - Eine empirische Untersuchung der hochfrequenten Wechselkursreaktion auf makroökonomische Publikationen“, 2013, S. 138

³³⁰ Zitat entnommen aus: Wolfgang von Heßling, „Informationseffizienz des Devisenmarktes - Eine empirische Untersuchung der hochfrequenten Wechselkursreaktion auf makroökonomische Publikationen“, 2013, S. 138

sie durch die traditionellen Ansätze nur schwach zu erklären wären, trotzdem (oder vor allem deshalb) liefern sie wichtige Beiträge für das Verstehen von den theoretischen Zusammenhängen und Wechselwirkungen von Wechselkursen und zugrundeliegenden Fundamentalfaktoren sowie letztendlich der Kursbildung am Markt.³³¹

6 Anhang

Zusammenfassung weiterer Studien bzgl. der Güte der Kaufkraftparitätentheorie³³²:

Author(s)	Nature of data	Sample countries	Sample period	Price index used	Approach	Does PPP hold?
A. Industrialized countries						
Abuaf and Jorion (1990)	Time-series and panel	10 countries, plus the US as reference country	1900–72 (A), 1973–87 (M)	CPI	OLS and SUR (GLS)	Yes
Anker (1999)	Panel	18 (14) countries	1974–97 (Q)	CPI (WPI)	Panel unit-root test (GLS)	Yes
Bahmani-Oskooee (1992)	Time-series	G-7 countries	1960–88 (A)	GNP deflator	Unit-root and cointegration tests	No
Baum <i>et al.</i> (1999)	Time-series	17 and 12 countries	1973–95 (M)	CPI, WPI	Fractional cointegration and structural break tests	No
Bayoumi and MacDonald (1999)	Panel	20 countries, 48 states (US), 9 provinces (Canada)	1973–93, 1972–94, 1963–92 (A)	CPI, WPI	Panel unit-root test	Yes
Betton <i>et al.</i> (1995)	Time-series	10 countries	1973–93 (M)	CPI	Two-way linear regression	No
Diebold <i>et al.</i> (1991)	Time-series	6 countries	From 1790s (A)	CPI, WPI	Gaussian likelihood tests	Yes
Edison and Fisher (1991)	Time-series	6 European countries	1973–88 (M)	CPI	Unit-root and cointegration test	Mixed, depends on exchange rate regime
Edison <i>et al.</i> (1997)	Time-series	13 countries	1974–92 (Q)	CPI	Cointegration test	Yes

³³¹ Vergleich mit und Zitate entnommen aus: Wolfgang von Heßling, „Informationseffizienz des Devisenmarktes - Eine empirische Untersuchung der hochfrequenten Wechselkursreaktion auf makroökonomische Publikationen“, 2013, S. 138

³³² Alle Abbildungen entnommen aus: L. L. Ong, „The Big Mac Index Applications of Purchasing Power Parity“, 2003, S.36 – 40