

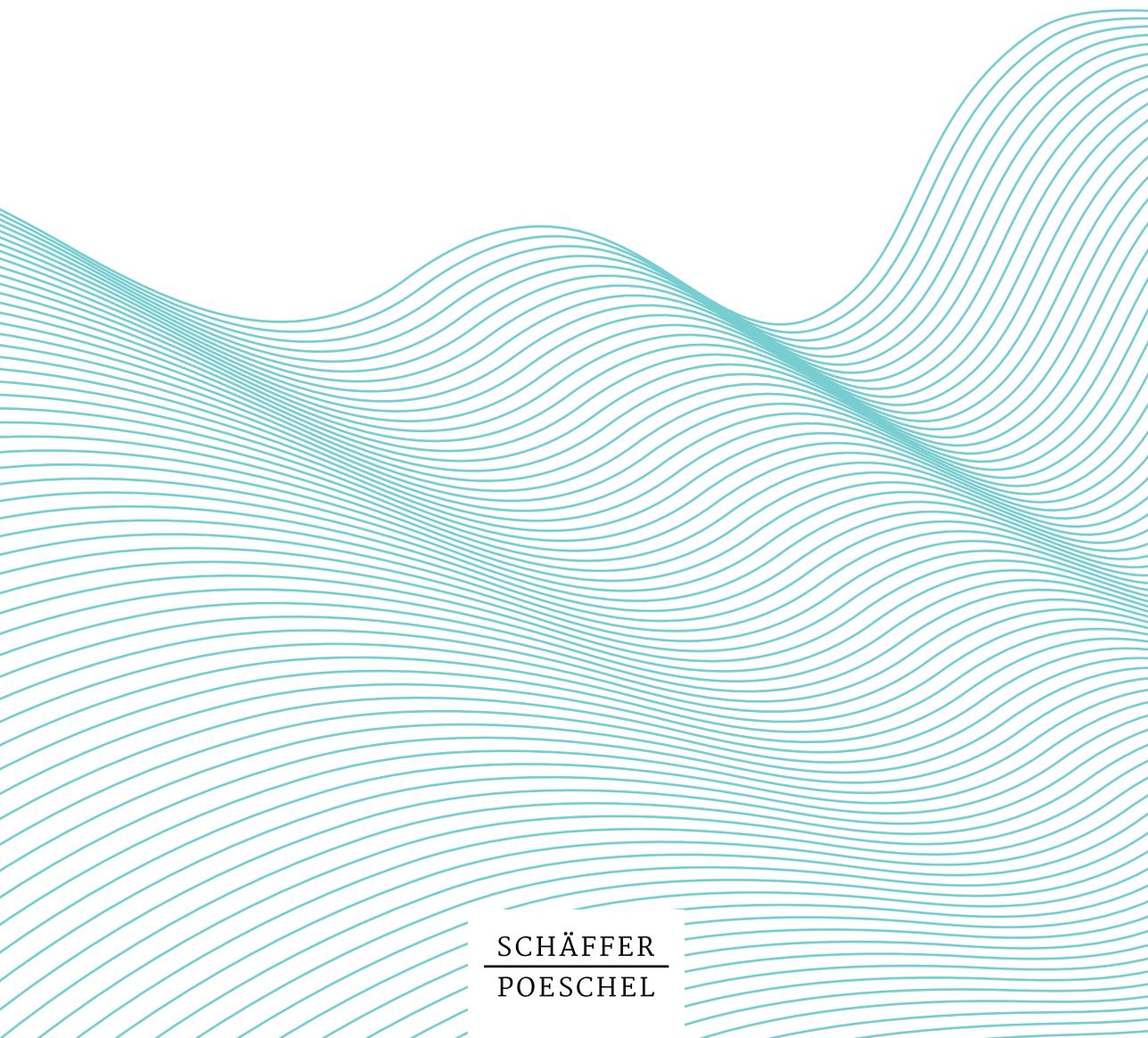
Keith Pilbeam | Joscha Beckmann

Internationale Wirtschaft

Wechselkurse, Zahlungsbilanz
und Weltwährungssystem



SCHÄFFER
POESCHEL



SCHÄFFER

POESCHEL

Keith Pilbeam/Joscha Beckmann

Internationale Wirtschaft

Wechselkurse, Zahlungsbilanz
und Weltwährungssystem

2017

Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart

First published in English by Palgrave Macmillan, a division of Macmillan Publishers Limited under the title International Finance, 4th edition by Keith Pilbeam. This edition has been translated and published under licence from Palgrave Macmillan: The author has asserted his right to be identified as the author of this Work.

Gedruckt auf chlorfrei gebleichtem, säurefreiem und alterungsbeständigem Papier

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Print ISBN 978-3-7910-3335-8 Bestell-Nr. 20467-0001

ePDF: ISBN 978-3-7992-6771-7 Bestell-Nr. 20467-0150

Dieses Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

© Keith Pilbeam 1992, 1998, 2006, 2013

© 2017 Deutsche Lizenzausgabe

Schäffer-Poeschel Verlag für Wirtschaft · Steuern · Recht GmbH

www.schaeffer-poeschel.de

service@schaeffer-poeschel.de

Umschlagentwurf: Goldener Westen, Berlin

Umschlaggestaltung: Kienle gestaltet, Stuttgart (Bildnachweis: Shutterstock)

Layout: Ingrid Gnath | GD 90, Buchenbach

Redaktion: Bernd Marquard, Stuttgart

Satz: Claudia Wild, Konstanz

Druck: C.H. Beck, Nördlingen

Printed in Germany

März 2017

Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart

Ein Tochterunternehmen der Haufe Gruppe

Für Suzie und Giuseppe
Keith Pilbeam

Für Mia, Werner und Marita
Joscha Beckmann

Die Autoren

Keith Pilbeam promovierte am Europa Institut in Florenz zur theoretischen Modellierung von Wechselkursen. Er war anschließend bei NatWest Bank und der Royal Bank of Scotland tätig. Seit 1989 ist er als Professor für Internationale Finanzmärkte an der City University London tätig. Seine Forschungsschwerpunkte liegen in Analyse von Wechselkursen und Finanzmärkten. Er ist Autor der Lehrbücher International Finance sowie Finance and Financial Markets.

Joscha Beckmann schloss sein Studium der Volkswirtschaftslehre und Wirtschaftspädagogik jeweils mit dem Diplom an der Georg-August-Universität Göttingen ab. Es folgte eine Promotion am Lehrstuhl für Makroökonomik an der Universität Duisburg-Essen bei Ansgar Belke, die er im Jahr 2011 abschloss. Aktuell ist er als Vertretungsprofessor für Internationale Wirtschaftsbeziehungen an der Universität Bochum sowie am Institut für Weltwirtschaft tätig. Seine Forschungsschwerpunkte liegen im Bereich der empirischen Modellierung von Wechselkursdynamiken und Finanzmärkten im Allgemeinen sowie der Analyse geldpolitischer Schocks.

Vorwort

Das vorliegende Lehrbuch bietet eine praxisorientierte Einführung in Devisenmärkte, Zahlungsbilanzen und das Internationale Wirtschaftssystem. Leitgedanke ist eine Verknüpfung von Theorie, Empirie und Politikrelevanz vor dem Hintergrund der Entwicklung und Transformation des internationalen Währungssystems. Das Buch ist konzeptionell sowohl für Bachelor- als auch Masterstudiengänge geeignet.

Im Vergleich zur englischen Originalausgabe wurde die deutsche Ausgabe an zahlreichen Stellen modifiziert und erweitert. Substanzielle Änderungen ergeben sich in Kapitel 10 zum Internationalen Währungssystem. Neben dem klassischen Goldstandard erfolgt hier im Vergleich zum englischsprachigen Original auch eine Betrachtung verschiedener Zyklen der Entwicklung des Dollar. Kapitel 12 zum europäischen Integrationsprozess greift auch die jüngeren Turbulenzen in der Eurozone und die hiermit verbundenen Rettungspolitiken auf. Insbesondere Kapitel 8 berücksichtigt aktuellere Forschungsansätze und legt ein stärkeres Gewicht auf empirische Ergebnisse. Aus konzeptionellen Gründen wurden die Kapitel 12 und 15 der Originalausgabe nicht in die deutsche Übersetzung übernommen.

Herr Frank Katzenmayer hat die Realisierung des Projekts initiiert und war stets ein sehr hilfreicher und freundlicher Ansprechpartner. Ein besonderer Dank gilt Herrn Bernd Marquard für die unermüdliche und geduldige inhaltliche und redaktionelle Unterstützung. Unter persönlichen Gesichtspunkten schulde ich vor allem meinen leider bereits verstorbenen Großeltern Maria und Werner Beckmann sehr viel Dank. Ohne sie wäre mir weder ein Studium noch ein solches Projekt möglich gewesen. Ein weiterer Dank gilt meiner leider ebenfalls bereits verstorbenen Mutter und meinem Vater. Zuletzt bin ich meiner Frau Sara für Ihre Unterstützung und Geduld sehr dankbar.

Keith Pilbeam, Joscha Beckmann
November 2016

Zusatzinformationen zum Buch

Studierende finden Antworten auf Wiederholungsfragen und Lösungen für Arbeitsaufgaben unter www.sp-dozenten.de.

Dozenten finden Zusatzinformationen zum Buch (z. B. PowerPoint-Folien) unter www.sp-dozenten.de.

Inhaltsübersicht

I Zahlungsbilanztheorie und -politik

1 Der Devisenmarkt

2 Die Zahlungsbilanz

3 Elastizitätsansatz und Absorptionsansatz in der Zahlungsbilanztheorie

Verschiedene Wechselkursdefinitionen und ein Angebots-Nachfrage-Modell des Devisenmarkts bilden den Einstieg in das Thema.

Der Aufbau der Zahlungsbilanz und ihrer Subbilanzen wird erläutert. Für die Wirtschaftspolitik sind Leistungsbilanzsalden und deren unterschiedliche Interpretation bedeutsam. Pass-through und Pricing-to-market sind zentrale Mechanismen, mit denen der Wechselkurs auf die Zahlungsbilanz wirkt. Dabei müssen kurz- und mittelfristige Leistungsbilanzreaktionen unterschieden werden.

4 Der monetäre Ansatz zur Analyse von Zahlungsbilanzentwicklungen

5 Makroökonomische Politik in einer offenen Volkswirtschaft

Die Bedeutung des Geldmarkts für die Entwicklung der Zahlungsbilanz im monetären Ansatz wird untersucht. Die Zahlungsbilanz beeinflusst die Wirkungen von Geld- und Fiskalpolitik auf Einkommen und Zins. Möglichkeiten und Grenzen der Wirtschaftspolitik bei freiem Kapitalverkehr sind ein weiteres Thema.

II Wechselkurse: Theorie, Empirie und Politik

6 Kaufkraftparität und Zinsparität

7 Theoretische Ansätze zur Wechselkursklärung

Grundlegende Wechselkursstheorien sind die Arbitragemodelle für den Gütermarkt und den Finanzmarkt bei internationalem Handel und Kapitalverkehr.

Die wichtigsten Modelle der modernen Wechselkursstheorie werden vorgestellt: das Overshooting-Modell, der Risikoprämien-Ansatz und der Vermögensbestands-Ansatz.

8 Empirische Analyse von Wechselkursverläufen

Moderne ökonometrische Ansätze (z. B. Kointegrationsanalysen) helfen, Wechselkursstheorien und die Effizienz von Devisenmärkten zu überprüfen. Die Zusammenhänge zwischen Wechselkursen und Fundamentalfaktoren können sich kurzfristig und langfristig unterscheiden, auch nicht-lineare Zusammenhänge sind möglich.

9 Feste Wechselkurse, flexible Wechselkurse und Managed Floating

Grundlage ist die traditionelle Diskussion über Vor- und Nachteile fester und flexibler Wechselkurse. Ein aktuelles Makromodell erlaubt eine systematische Antwort auf die Frage nach dem optimalen Wechselkurssystem. Abschließend erfolgt die Diskussion um den optimalen Währungsraum (OCA).

III Das internationale Währungssystem – vom Goldstandard bis heute

10 Geschichte des Internationalen Währungssystems seit 1880

Der Goldstandard, das Bretton-Woods-System und die Zeit danach werden in Grundzügen skizziert. Ein Schwerpunkt ist die Entwicklung der Weltwährung Dollar. Grundzüge des heutigen Weltwährungssystems und seiner Reform schließen sich an.

11 Währungs-Derivate: Futures, Optionen und Swaps

12 Internationale makroökonomische Politikkoordination

Währungs-Derivate werden in ihrer grundlegenden Struktur vorgestellt. Die Preisbildung von Währungsoptionen wird qualitativ und im Garman-Kohlhagen-Modell dargestellt. Die spieltheoretische Analyse internationaler Politikkoordination erfolgt im Hamada-Diagramm. Vorteile, Nachteile und Schwierigkeiten einer Politikkoordination werden genannt.

13 Währungsintegration in Europa und die Europäische Währungsunion

14 Währungskrisen und die ostasiatische Finanzkrise

15 Finanzielle Innovationen und Finanzkrisen

Den wirtschaftlichen Integrationsprozess in Europa kennzeichnen Bemühungen um feste Wechselkurse. Die Einführung des Euro setzt einen vorläufigen Schlusspunkt. In der jüngsten Vergangenheit steht die europäische Finanzkrise im Vordergrund. Der Erklärung von Währungskrisen dienen verschiedene Modelle. Zentral ist die Darstellung der Finanzkrise in Ostasien als exemplarisches Beispiel. Innovative Finanzprodukte spielten eine zentrale Rolle als Voraussetzung der jüngsten Finanzkrise, die in eine allgemeine Wirtschaftskrise mündete. Abschließend werden die wirtschaftspolitischen Reaktionen dargestellt.

Inhaltsverzeichnis

Die Autoren	VII
Vorwort	IX
Inhaltsübersicht	XI
Symbole	XIX
Kästen	XXI
Einleitung	XXIII
Aufbau des Buches	XXIV
Einsatz in der Lehre	XXV

1 Der Devisenmarkt 1

1.1	Einleitung	1
1.2	Charakteristika und Teilnehmer des Devisenmarktes	3
1.3	Arten von Wechselkursen	9
1.4	Bestimmung des Wechselkurses am Kassamarkt	16
1.5	Alternative Wechselkursregime	21
1.6	Bestimmung des Wechselkurses am Terminmarkt	28
1.7	Fazit	34

2 Die Zahlungsbilanz 37

2.1	Einleitung	37
2.2	Komponenten und Systematik der Zahlungsbilanz	38
2.3	Teilbilanzen und die Erfassung von Transaktionen	41
2.4	Was versteht man unter Zahlungsbilanzüberschüssen oder -defiziten?	45
2.5	Die Nettoauslandsposition und die Zahlungsbilanz	49
2.6	Makroökonomische Identitäten in einer offenen Volkswirtschaft	52
2.7	Globale Ungleichgewichte	55
2.8	Multiplikatoren in der offenen Volkswirtschaft	59
2.9	Fazit	65

3 Elastizitätsansatz und Absorptionsansatz in der Zahlungsbilanztheorie 67

3.1	Einleitung	67
3.2	Der Elastizitätsansatz der Zahlungsbilanz	68
3.3	Der Absorptionsansatz	77
3.4	Fazit	81

4 Der monetäre Ansatz zur Analyse von Zahlungsbilanzentwicklungen 85

4.1	Einleitung	85
4.2	Ein einfaches monetäres Modell	86

4.3	Der monetäre Ansatz: Ungleichgewichte, Abwertungseffekte und die Wechselkursgleichung	91
4.4	Expansive Geldpolitik bei festen und flexiblen Wechselkursen	97
4.5	Analyse von Einkommens- und Preisniveauänderungen bei festen und flexiblen Wechselkursen	102
4.6	Der monetäre Ansatz: Implikationen, empirische Evidenz und Kritik	108
4.7	Fazit	111
5	Makroökonomische Politik in einer offenen Volkswirtschaft	115
5.1	Einleitung	115
5.2	Die Problematik des internen und externen Gleichgewichts	116
5.3	Das Mundell-Fleming-Modell	119
5.4	Bestimmung des internen und externen Gleichgewichts im IS-LM-BP-Modell	127
5.5	Internes und externes Gleichgewicht bei unterschiedlichen Wechselkursregimen	131
5.6	Eine kleine offene Volkswirtschaft mit vollkommener Kapitalmobilität	137
5.7	Das Prinzip der effektiven Marktklassifizierung	142
5.8	Weiterführende Überlegungen und Beschränkungen des Mundell-Fleming-Modells	146
5.9	Fazit	149
6	Kaufkraftparität und Zinsparität	153
6.1	Einleitung	153
6.2	Kaufkraftparitätentheorie und Gesetz des einheitlichen Preises	154
6.3	Empirische Evidenz zur Kaufkraftparitätentheorie	160
6.4	Erklärungsansätze für die eingeschränkte Gültigkeit der Kaufkraftparitätentheorie	168
6.5	Gedekte und ungedeckte Zinsparität	175
6.6	Carry Trades	181
6.7	Fazit	184
7	Theoretische Ansätze zur Wechselkurserklärung	187
7.1	Einleitung	187
7.2	Der monetäre Ansatz bei flexiblen Preisen	188
7.3	Monetärer Ansatz bei rigiden Güterpreisen	190
7.4	Risikoprämien und unvollkommene Substituierbarkeit zwischen inländischen und ausländischen Anleihen	201
7.5	Der Vermögensbestands-Ansatz (Portfolio-Balance-Modell)	208
7.6	Analyse von wirtschaftspolitischen Maßnahmen im Vermögensbestands-Ansatz	215
7.7	Erweiterungen des Vermögenbestands-Ansatzes	221
7.8	Weitere Ansätze zur Bestimmung von Wechselkursen	228

7.9	Zusammenfassung der Ergebnisse und Rekapitulation der Modellannahmen	235
7.10	Zusammenfassende Betrachtung der empirischen Evidenz	237
7.11	Fazit	242
8	Empirische Analyse von Wechselkursverläufen	247
8.1	Einleitung	247
8.2	Einfache Regressionen zur Kaufkraftparität	248
8.3	Untersuchungen zur Effizienz von Devisenmärkten	250
8.4	Langfristige Zusammenhänge zwischen Wechselkursen und Fundamentalfaktoren	260
8.5	Strukturbrüche und nichtlineare Zusammenhänge zwischen Wechselkursen und Fundamentalfaktoren	268
8.6	Prognose von Wechselkursverläufen	272
8.7	Der »News-Ansatz« zu Modellierung von Wechselkursen	283
8.8	Chartisten vs. Fundamentalisten und die Analyse von Währungsportfolios	289
8.9	Fazit	292
9	Feste Wechselkurse, flexible Wechselkurse und Managed Floating	297
9.1	Einleitung	297
9.2	Argumente für feste Wechselkurse	298
9.3	Argumente für flexible Wechselkurse	301
9.4	Ein Modell zur modernen Evaluierung von festen und flexiblen Wechselkursen	304
9.5	Evaluierung von festen und flexiblen Wechselkursen	309
9.6	Die Theorie optimaler Währungsräume	316
9.7	Managed Floating	318
9.8	Fazit	324
10	Geschichte des Internationalen Währungssystems seit 1880	329
10.1	Einleitung und Definitionen	329
10.2	Der klassische Goldstandard und die Zwischenkriegszeit	330
10.3	Das Bretton-Woods-System (1944–1973)	335
10.4	Die Zeit nach dem System von Bretton Woods: 1973–1980	340
10.5	Der Höhenflug des Dollar: 1980–1985	346
10.6	Talfahrt des Dollar und Devisenmarktinterventionen: 1985–1990	349
10.7	Der Dollar von 1990 bis zum Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2008	352
10.8	Währungsturbulenzen und Krisen nach 1990	355
10.9	Das Währungssystem heute	362
10.10	Die Reform des internationalen Währungssystems	369
10.11	Fazit	373

11	Währungs-Derivate: Futures, Optionen und Swaps	377
11.1	Einleitung	377
11.2	Futures-, Options- und Terminverträge	378
11.3	Währungsoptionen	386
11.4	Grundlagen der Optionsbepreisung	393
11.5	Ein Optionspreismodell	402
11.6	Währungsswaps	407
11.7	Fazit	412
12	Internationale makroökonomische Politikkoordination	417
12.1	Einleitung	417
12.2	Internationale Politikkoordination	418
12.3	Die Vorteile internationaler Politikkoordination	421
12.4	Die Nachteile internationaler Politikkoordination	427
12.5	Schwierigkeiten internationaler Politikkoordination	432
12.6	Fazit	436
13	Währungsintegration in Europa und die Europäische Währungsunion	439
13.1	Einleitung	439
13.2	Der Europäische Wechselkursverbund und das Europäische Währungssystem	440
13.3	Bewertung des Europäischen Währungssystems	446
13.4	Potenzielle Vor- und Nachteile einer Währungsunion	449
13.5	Der Weg zur Europäischen Währungsunion	456
13.6	Die Maastricht-Kriterien und der Stabilitäts- und Wachstumspakt	459
13.7	Divergenzen innerhalb der Europäischen Währungsunion und die Eurokrise	465
13.8	Geldpolitische Maßnahmen und Reformen im Zuge der Eurokrise	472
13.9	Fazit	479
14	Währungskrisen und die ostasiatische Finanzkrise	483
14.1	Einleitung	483
14.2	Währungskrisenmodelle der ersten Generation	484
14.3	Währungskrisenmodelle der zweiten Generation	489
14.4	Währungskrisenmodelle der dritten Generation und andere Modelle	491
14.5	Die Ostasienkrise	495
14.6	Die unmittelbaren Auslöser der Krise	501
14.7	Eine Analyse der Krise	504
14.8	Die IWF-Programme und die weitere wirtschaftliche Entwicklung	507
14.9	Fazit	514

15	Finanzinnovationen und die Finanzkrise 2008	519
15.1	Einleitung	519
15.2	Innovative Finanzprodukte: Collateralized Debt Obligations	520
15.3	Innovative Finanzprodukte: Credit Default Swaps	526
15.4	Die Kreditklemme und die jüngste Finanzkrise	533
15.5	Ursachen der Finanzkrise	536
15.6	Krisendefinitionen und Charakteristika von Krisen	539
15.7	Fiskalpolitik, Geldpolitik und Finanzkrise	543
15.8	Fazit	547

Symbole

Symbol	Bedeutung	Kapitel
*	Auslandsgröße	1
A	inländische Absorption	3
a	marginale Absorptionsquote	3
B	inländische Anleihen	7
BP	Saldo der Zahlungsbilanz	4
C	Konsum	2
c	marginale Konsumquote	2
C	Optionspreis (Preis einer Call-Währungsoption)	11
Ca	autonomer Konsum	2
d	Differentialoperator	2
D	inländische Wertpapiere (Anleihen) der Zentralbank	4
E	Erwartungswert (E_t – rationale Erwartungen)	7
e	Eulersche Zahl	11
EX	Exporte	2
EX_v	Volumen der einheimischen Exporte	3
F	Terminkurs/ausländische Anleihen, die von Inländern gehalten werden	1/7
Fu	Fundamentalfaktor	8
G	Staatsausgaben	2
HB	Handelsbilanzsaldo	7
i	Nominalzinssatz	1
I	Investitionen	2
IM	Importe	2
im	marginale Importquote	2
IMa	autonome Importausgaben	2
IM_v	Volumen der Importe	3
k	Kassenhaltungskoeffizient	4
KB	Kapitalbilanzsaldo	10
K_{EX}	Kapitalexporte	5
K_{IM}	Kapitalimporte	5
L	Geldnachfrage (real)	5
LB	Leistungsbilanzsaldo	2
M	inländische Geldbasis	4
Md	Geldnachfrage (nominal)	4
Ms	Geldangebot	1
P	Preisindex inländischer Güter	1

Symbole

Symbol	Bedeutung	Kapitel
P_i	aggregiertes Preisniveau (gewichteter Durchschnitt aus inländischem und ausländischem Preisniveau)	9
π	Inflationsrate	7
Q	Output pro Arbeiter	6
R	Devisenreserven der Zentralbank	4
RP	Risikoprämie auf inländische Anleihen	7
S	nominaler Wechselkurs (Preisnotierung); Kassakurs	1
S^{eff}	nominaler effektiver Wechselkurs	1
S^r	realer Wechselkurs	1
T	Steuern	2
t	marginaler Steuersatz	2
u	Schock (transitorisch)	9
U	Nutzenniveau	12
W	Vermögensbestand des privaten Sektors	7
w	Lohnsatz (nominal)	9
$w_{j,t}$	Handelsgewicht (Handelsanteil) einer Volkswirtschaft gegenüber einer anderen	1
X	Ausübungspreis einer Option	11
Y	Einkommen, gesamtwirtschaftliche Produktion	2
Y_d	gesamtwirtschaftliche Nachfrage	9
Y_n	natürliches Produktionsniveau	9
Y_s	gesamtwirtschaftliches Angebot	9
Y_v	verfügbares Einkommen	2
\dot{Z}	Ableitung von Z nach der Zeit	7
\bar{Z}	Variable Z ist exogen gegeben	7
z	(natürlicher) Logarithmus der Variable Z	8

Kästen

Aus der Praxis

Thema	Kapitel
»Bullen« und »Bären« am Devisenmarkt	1.2
Bid-offer-Spreads am Devisenmarkt und der Handel zwischen Banken	1.2
Die Wechselkurspolitik der People's Bank of China	1.5
Leistungsbilanzen und Verschuldung	2.6
Die Entwicklung der deutschen Leistungsbilanz	2.7
Der Big-Mac-Index	6.3
Frankenschock und Brexit	8.4
Umfragedaten und Wechselkurserwartungen	8.6
Die Entwicklung des Goldpreises	10.2
Currency Boards und Dollarisierung	10.8

Aus der Wissenschaft

Thema	Kapitel
Das Dreieck der internationalen Finanzmarktarchitektur (»Impossible Trinity«)	5.6
Ungedekte Zinsparität und Wechselkurserwartungen	6.5
Einheitswurzeltests und der reale Wechselkurs	8.4
Der »Scapegoat«- oder »Sündenbock«-Ansatz	8.7

Einleitung

»Drei Dinge können den Menschen in den Wahnsinn treiben: die Liebe, der Ehrgeiz und die Beschäftigung mit Währungsfragen.« Dieses Statement stammt von einem Redakteur der Frankfurter Allgemeinen Zeitung im Anschluss an eine Tagung des Internationalen Währungsfonds im Jahr 1972. Mit dem kurz darauf folgenden Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems im März 1973 ging ein bedeutendes Kapitel der Weltwährungsgeschichte zu Ende. Der Dollar verlor seine Funktion als Leitwährung, und die Wechselkurse zwischen den weltweit wichtigsten Währungen wurden freigegeben. Entgegen den ursprünglichen Erwartungen stellten flexible Wechselkurse zwischen den wichtigsten Industrienationen keine Übergangslösung dar; sie haben sich vielmehr dauerhaft etabliert. Insbesondere beim Dollarkurs sind seit 1973 starke nominale und reale Schwankungen aufgetreten. Erklärung und Prognose dieser Schwankungen stellen Ökonomen, Politiker und Praktiker vor immer größer werdende Herausforderungen. Der explosionsartige Anstieg der täglichen Umsätze an den globalen Devisenmärkten auf aktuell etwa 6,5 Billionen Dollar verdeutlicht die Rolle der Devisenmärkte als Zentrum der globalen Finanzmärkte und spiegelt letztlich deren zunehmende Komplexität und Bedeutung wider.

Die Frage, ob feste oder flexible Wechselkurse vorzuziehen sind, hat nicht zuletzt im Rahmen der europäischen Währungsintegration für kontroverse Diskussionen gesorgt. Dies ist wenig verwunderlich, wenn man in Betracht zieht, welche weitreichenden Implikationen die Wahl eines bestimmten Wechselkurssystems für die Ausgestaltung der Wirtschaftspolitik hat. So schränkt die Entscheidung für feste Wechselkurse in der Regel die Autonomie der Geldpolitik ein, kann jedoch gleichzeitig zu einem Import von Glaubwürdigkeit und Stabilität führen. Auch der internationale Güterhandel wird entscheidend von Wechselkursen beeinflusst. Die anhaltende Debatte um persistente Leistungsbilanzüberschüsse oder -defizite ist eng mit Währungsfragen verknüpft.

Das Lehrbuch widmet sich vor diesem Hintergrund drei zentralen Themenbereichen:

1. Die theoretische und empirische Betrachtung von Wechselkursdynamiken.
2. Die Analyse von Zahlungsbilanzdynamiken, die sowohl den Güter- als auch den Kapitalverkehr einer Volkswirtschaft widerspiegeln.
3. Eine kritische Betrachtung der historischen und gegenwärtigen Entwicklung des internationalen Währungssystems.

Bei vielen der diskutierten Fragen fällt es oftmals schwer, bestimmte Entwicklungen in einen kausalen Ursache-Wirkungs-Zusammenhang mit theoretischen Überlegungen zu bringen. Dennoch kann auf die im Rahmen dieses Buches behandelten theoretischen Ansätze nicht verzichtet werden, da sie wichtige Zusammenhänge verdeutlichen und zu einem grundsätzlichen Verständnis beitragen.

Aufbau des Buches

Kapitel 1 liefert eine Einführung in die Charakteristika und grundlegende Dynamik der Devisenmärkte. Hierbei ist insbesondere die Abgrenzung verschiedener Wechselkursdefinitionen von großer Bedeutung. Die Bestimmung des nominalen Wechselkurses wird hierbei einleitend als Zusammenspiel von Devisenangebot und Devisennachfrage dargestellt. Hierauf aufbauend befasst sich Kapitel 2 im Rahmen der Zahlungsbilanzanalyse mit verschiedenen Transaktionen, die Devisenangebot und Devisennachfrage beeinflussen. Im Mittelpunkt steht dabei die Unterscheidung sowie das Zusammenspiel von Leistungsbilanz- und Kapitalbilanzdynamiken. Für den weiteren Verlauf des Buches sind darüber hinaus die Implikationen verschiedener Wechselkursregime für die Mechanismen des Zahlungsbilanzausgleichs von Bedeutung. Vor diesem Hintergrund werden auch die persistenten Leistungsbilanzungleichgewichte, welche auch als globale Ungleichgewichte bezeichnet werden, beleuchtet und diskutiert. Die beiden folgenden Kapitel befassen sich mit verschiedenen Ansätzen zur Erklärung von Kapital- und Leistungsbilanzdynamik. Kapitel 3 widmet sich dem Elastizitäts- und Absorptionsansatz, während Kapitel 4 mit dem monetären Ansatz der Zahlungsbilanz einen alternativen Blickwinkel liefert, dem auch im Rahmen des in Kapitel 7 betrachteten monetären Wechselkursmodells eine große Bedeutung zukommt. Kapitel 5 thematisiert anschließend grundlegende Fragen der makroökonomischen Politikgestaltung in einer offenen Volkswirtschaft. Zur Klärung der Frage, durch welche Wirkungskanäle geld- und fiskalpolitische Maßnahmen in der kurzen und mittleren Frist im Zusammenspiel mit Wechselkursen makroökonomische Größen beeinflussen, wird das Mundell-Fleming-Modell herangezogen. Im Rahmen dieser Analyse wird auch die Notwendigkeit einer Unterscheidung zwischen festen und flexiblen Wechselkursen sichtbar.

Der zweite Teil des Buches befasst sich mit der theoretischen und empirischen Analyse von Wechselkursen. Kapitel 6 betrachtet mit der Kaufkraft- und Zinsparität zwei zentrale Bausteine zum theoretischen Verständnis von Wechselkursen. Während die Kaufkraftparität als ältester Ansatz tendenziell auf die Erklärung langfristiger Wechselkursdynamiken ausgerichtet ist, hat die Zinsparität die Erklärung kurz- und mittelfristiger Kapitalströme zum Ziel. Auch Schwächen der beiden behandelten Ansätze werden beleuchtet und diskutiert.

Hierauf aufbauend befasst sich Kapitel 7 mit verschiedenen Modellen zur Erklärung von Wechselkursen. Kaufkraft- und Zinsparität dienen hierbei im Rahmen von fundamentalen Wechselkursmodellen oftmals als Ausgangsgleichgewicht der betreffenden Modelle. Es werden jedoch auch Ansätze betrachtet, die einen alternativen Weg zur Erklärung von Wechselkursdynamiken beschreiten und beispielsweise die Erwartungsbildung auf den Devisenmärkten explizit berücksichtigen. Kapitel 8 befasst sich mit Ansätzen zur empirischen Analyse von Wechselkursverläufen. Die Betrachtung der zusammengefassten empirischen Evidenz verdeutlicht die erhebliche Diskrepanz zwischen theoretischen Analysen und empirischen Resultaten. Insbesondere wird deutlich, dass Wechselkurse und Fundamentalfaktoren langfristig

miteinander verknüpft sind. Verlässliche kurzfristige Prognosen hinsichtlich zukünftiger Wechselkurse sind jedoch kaum möglich. Dieses Kapitel ist insbesondere für Masterstudenten geeignet, da zentrale Merkmale einiger empirischer Verfahren wie Kointegrationsanalysen und nichtlineare Modelle erläutert werden. Abschließend veranschaulicht Kapitel 9 grundlegende Unterschiede und Implikationen von Regimen fester und flexibler Wechselkurse.

Der dritte Teil des Buches befasst sich mit der historischen Entwicklung und den Perspektiven des internationalen Währungssystems. Kapitel 10 fasst dessen Geschichte und zentrale Ereignisse seit dem klassischen Goldstandard zusammen. In Kapitel 11 stehen derivative Finanzinstrumente wie Futures, Optionen und Swaps im Fokus. Diese sind insbesondere im Rahmen der praktischen Risikoanalyse von großer Bedeutung. Kapitel 12 liefert einen kurzen Abriss der internationalen makroökonomischen Politikkoordination aus einer spieltheoretischen Perspektive. Im Zentrum steht die Frage, warum und wie geld- oder fiskalpolitische Maßnahmen zwischen Volkswirtschaften koordiniert werden können und welche Probleme hierbei auftreten. Diese Koordination spielt im wirtschaftlichen Integrationsprozess eine große Rolle. Kapitel 13 setzt sich anschließend im Detail mit dem wirtschaftlichen Integrationsprozess in Europa auseinander. Neben der Betrachtung früherer Bemühungen um feste Wechselkurse stehen hierbei insbesondere die Einführung des Euro sowie die jüngeren ökonomischen Turbulenzen innerhalb Europas im Vordergrund. Die beiden letzten Kapitel des Buches tragen dem Umstand Rechnung, dass Währungs- und Finanzkrisen die Entwicklung von Volkswirtschaften begleiten. In Kapitel 14 werden verschiedene Ansätze zur Erklärung von Währungskrisen erläutert und evaluiert. Hierbei liegt der Fokus auf der Finanzkrise in Ostasien als exemplarischem Beispiel für viele Währungs- und Finanzkrisen. Abschließend wird in Kapitel 15 die jüngste Finanzkrise näher betrachtet. Einleitend erfolgt hierbei eine allgemeine Definition verschiedener Wirtschafts- und Finanzkrisen sowie eine Betrachtung der verschiedenen Verläufe. Anschließend folgt eine Betrachtung von innovativen Finanzprodukten, die eine zentrale Rolle im Zuge der US-Subprime-Krise gespielt haben. Abschließend werden mögliche Ursachen der jüngsten Krise sowie die resultierenden Politikmaßnahmen erörtert.

Einsatz in der Lehre

Die Struktur des Buches bietet verschiedene Möglichkeiten des konzeptionellen Einsatzes in der Lehre. Eine einführende Veranstaltung im Bereich Monetäre Außenwirtschaft kann beispielsweise auf die Kapitel 1 und 2 zurückgreifen. Das in Kapitel 5 behandelte Mundell-Fleming-Modell ist gut geeignet, um die grundsätzlichen Gestaltungsmöglichkeiten der Wirtschaftspolitik in einer offenen Volkswirtschaft zu illustrieren. Die Kapitel 6 bis 8 liefern anschließend die theoretische und empirische Analyse von Wechselkursdynamiken und verdeutlichen die hiermit verbundenen Probleme.

Eine vertiefende Veranstaltung zu Finanz- und Devisenmärkten könnte demgegenüber ein stärkeres Gewicht auf die in Kapitel 8 diskutierten empirischen An-

sätze zur Analyse von Wechselkursen legen und darüber hinaus auch die in Kapitel 12 behandelten komplexen Finanzinstrumente sowie die Analyse von Währungskrisen in Kapitel 14 mit einbeziehen. Das ergänzend zur Verfügung gestellte Material ermöglicht in diesem Zusammenhang die Implementierung eigenständiger empirischer Analysen. Dies ist essenziell für sämtliche Studierende, die eine empirisch ausgerichtete Abschlussarbeit verfassen und/oder eine Tätigkeit im Finanzmarktbereich anstreben.

Für eine Veranstaltung zur internationalen Währungspolitik bieten sich ebenfalls vielfältige Gestaltungsmöglichkeiten. Die Kapitel 10 und 12 zum internationalen Währungssystem und zur europäischen Integration verdeutlichen sowohl historische Entwicklungen als auch aktuelle Herausforderungen an die Währungs- und Wirtschaftspolitik. Im Kapitel 15 wird der Blickwinkel um die jüngeren Entwicklungen im Rahmen der aktuellen Finanzkrise ergänzt.

1

Der Devisenmarkt

LERNZIELE

- ▶ Sie erlangen ein grundsätzliches Verständnis des Aufbaus, der Bedeutung und der Funktionsweise von Devisenmärkten.
- ▶ Sie lernen verschiedene Arten von Wechselkursen sowie deren Bedeutung und Interpretation kennen.
- ▶ Sie lernen die zentralen Akteure auf den Devisenmärkten kennen.
- ▶ Sie verstehen die Bedeutung von Arbitrageprozessen auf Devisenmärkten.
- ▶ Sie sind in der Lage, die Bestimmung von Wechselkursen im Rahmen eines Angebots-Nachfrage-Modells durchzuführen.

1.1 Einleitung

Analysiert man offene Volkswirtschaften, die miteinander handeln, so ergeben sich deutliche Unterschiede hinsichtlich der Transaktionen zwischen Einwohnern desselben Landes einerseits sowie zwischen Einwohnern verschiedener Länder andererseits: Im zweiten Fall sind verschiedene Währungen involviert. Betrachten wir beispielhaft einen amerikanischen Unternehmer, der Güter aus dem Ausland kauft, um diese im Rahmen seiner Produktion weiterzuverarbeiten. Als amerikanischer Importeur muss er dann einen japanischen Exporteur in Yen, einen deutschen Exporteur in Euro und einen britischen Exporteur in Pfund bezahlen. Aus diesem Grund wird der amerikanische Importeur diese Währungen mit Dollar auf dem Devisenmarkt kaufen müssen. Der **Devisenmarkt** stellt keinen bestimmten *physischen* Ort dar, er ist vielmehr als ein globaler Markt definiert, an dem verschiedene Währungen ge- und verkauft werden. Die Determinanten des Wechselkurses (des Austauschverhältnisses zwischen inländischer und ausländischer Währung), das Verhalten dieses Wechselkurses und die Bedeutung von Wechselkursen für Volkswirtschaften zählen zu den bedeutendsten Fragen im Bereich der Außenwirtschaft und sind Gegenstand der späteren Kapitel dieses Buches.

In diesem Kapitel widmen wir uns einigen wesentlichen Fragen, betrachten die verschiedenen Teilnehmer auf den Devisenmärkten und stellen grundlegende Überlegungen zu Devisenangebot und -nachfrage an. Im nächsten Schritt analysieren wir verschiedene zentrale Bestimmungsfaktoren des Wechselkurses. Im Anschluss werden unterschiedliche Wechselkursarten und -definitionen sowie deren

Devisenmarkt

Markt für den Handel mit verschiedenen Währungen, an dem Devisenangebot und Devisennachfrage aufeinandertreffen.

ökonomische Bedeutungen eingeführt. Zudem erörtern wir grundlegende Unterschiede zwischen festen und flexiblen Wechselkursen. Zum Abschluss des Kapitels erfolgt eine Analyse der Zusammenhänge zwischen Kassa- und Terminwechsellkurs.

Das große Interesse an Devisenmärkten ergibt sich unmittelbar aus den immens hohen Beträgen, die dort täglich umgesetzt werden. Tabelle 1-1 spiegelt die Ergebnisse einer Umfrage der Bank für Internationalen Zahlungsbilanzausgleich (BIZ) wider. Am Hauptumschlagplatz für Devisen in Großbritannien wird täglich ein Volumen von rund 2.726 Milliarden Dollar umgesetzt. Dies ist insbesondere dann eine beeindruckende Größe, wenn man in Betracht zieht, dass die jährliche Wirtschaftsleistung Großbritanniens lediglich die Hälfte dieser Größe ausmacht. Andere bedeutende Hauptumschlagplätze sind die Vereinigten Staaten mit 1.263 Milliarden Dollar, Japan mit 374 Milliarden Dollar, Frankreich mit 190 Milliarden Dollar sowie Deutschland mit 111 Milliarden Dollar. Das globale Nettovolumen des globalen Devisenhandels wurde im April 2014 auf mehr als 6 Billionen Dollar täglich geschätzt.

Tab. 1-1

Handelsvolumen am Devisenmarkt (pro Tag, Durchschnittswerte in Milliarden Dollar) sowie Marktanteile (in Prozent)

	April 1995	April 1998	April 2001	April 2004	April 2007	April 2010	April 2013	April 2016
Handelsvolumen (Mrd. \$)								
Großbritannien	479	685	542	835	1.483	1.854	2.726	2.426
Vereinigte Staaten	266	383	273	499	745	904	1.263	1.272
Japan	168	146	153	207	250	312	374	399
Singapur	107	145	104	134	242	266	383	517
Schweiz	88	92	76	85	254	263	216	156
Andere	524	648	543	848	1.307	1.457	1.709	1.776
Summe	1.632	2.099	1.691	2.608	4.281	5.056	6.671	6.546
Marktanteile (%)								
Großbritannien	29,3	32,6	32,0	32,0	34,6	36,7	40,8	37,1
Vereinigte Staaten	16,3	18,3	16,1	19,1	17,4	17,9	18,9	19,4
Japan	10,3	7,0	9,0	8,0	5,8	6,2	5,6	6,1
Singapur	6,6	6,9	6,1	5,1	5,6	5,3	5,7	7,9
Schweiz	5,4	4,4	4,5	3,3	5,9	5,2	3,2	2,4
Andere	32,1	30,8	32,3	32,5	30,7	28,7	25,8	27,1
Summe	100	100	100	100	100	100	100	100,0

Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Triennial Central Bank Survey of foreign exchange and OTC derivatives markets, verschiedene Jahrgänge

1.2 Charakteristika und Teilnehmer des Devisenmarktes

Wechselkursdefinitionen. Der nominale Wechselkurs ist der Preis einer Währung in Einheiten einer anderen Währung und kann auf zwei verschiedene Arten ausgedrückt werden.

1. Ausländische Währungseinheiten pro Einheit der inländischen Währung
Unterstellt man den Euro als inländische Währung, waren am 26. August 2016 etwa 1,18 Dollar notwendig, um einen Euro zu erhalten, d. h. der Wechselkurs betrug 1,18 Dollar pro Euro. Diese Notation bezeichnet man als **Mengennotierung**. In diesem Fall bedeutet ein Anstieg des nominalen Wechselkurses, dass die inländische Währung, also in diesem Fall der Euro, an Wert gewonnen hat, es handelt sich um eine **Aufwertung**.
2. Inländische Währungseinheiten pro Einheit der ausländischen Währung
Gehen wir erneut vom Euro als inländische Währung aus, so waren am 26. August 2016 etwa 0,85 Euro notwendig, um einen Dollar zu erwerben, d. h. der Wechselkurs betrug 0,85 Euro pro Dollar. Hier spricht man von **Preisnotierung**. Diese Definition impliziert, dass ein Anstieg des Wechselkurses eine **Abwertung** der inländischen Währung ausdrückt, in diesem Fall des Euro.

Die zweite Definition ist offensichtlich lediglich der Kehrwert der ersten. Obwohl es ökonomisch keinen Unterschied macht, welche der beiden Definitionen verwendet wird, ist es dennoch wichtig, sich zu verdeutlichen, ob ein Anstieg des Wechselkurses eine Auf- oder Abwertung der inländischen Währung impliziert. Im Falle der Mengennotierung stellt ein Anstieg des Wechselkurses von 1,18 Dollar pro Euro auf 1,20 Dollar pro Euro eine Abwertung des Dollar oder eine Aufwertung des Euro dar: Die Anzahl an Dollar, die notwendig sind, um einen Euro zu erwerben, steigt an. Im Falle der Preisnotierung würde ein Anstieg von 0,85 Euro pro Dollar auf 0,90 Euro pro Dollar demgegenüber eine Aufwertung des Dollar oder eine Abwertung des Euro widerspiegeln: Die Anzahl an Euros, die notwendig sind, um einen Dollar zu erwerben, steigt an.

Hinweis zur im Buch verwendeten Wechselkursdefinition. In diesem Kapitel definieren wir den Wechselkurs als ausländische Währungseinheiten pro Einheit der inländischen Währung, also in der Mengennotierung. Dies ist die am häufigsten verwendete Definition: Der Wert ausländischer Währungen (wie Dollar oder Yen) wird in Einheiten der ausländischen Währung pro Einheiten der inländischen Währung (in unserem Fall des Euro) ausgedrückt. Diese Definition wird auch für die Berechnung von realen oder nominalen Wechselkursen verschiedener Währungen verwendet. Nichtsdestotrotz werden wir in den anderen Kapiteln häufig die Preisnotierung verwenden. Diese Notierung ist in der theoretischen ökonomischen Literatur weitverbreitet. Insgesamt ist es wichtig, beim Lesen und Studieren von Zeitungen auf die jeweils verwendete Wechselkursdefinition zu achten. Bis zum 01. Januar 1999 wurden Wechselkurse von der Bundesbank in der Preisnotierung angegeben, zum Beispiel Deutsche Mark pro Pfund. Nach der Einführung des Euro

Mengennotierung

Preis einer inländischen Währungseinheit, ausgedrückt in ausländischen Währungseinheiten (z. B. Dollar pro Euro).

Aufwertung

Anstieg des Wertes der inländischen Währung.

Preisnotierung

Preis einer ausländischen Währungseinheit in inländischen Währungseinheiten (z. B. Euro pro Dollar).

Abwertung

Sinken des Wertes der inländischen Währung.
