

Peter Rentrop-Schmid

Die Wechselkursentwicklung
im Rahmen des EWS
im August 1993

Möglichkeiten und Grenzen
einer Erklärung mittels
gängiger Wechselkursmodelle



PETER LANG

Europäischer Verlag der Wissenschaften

I Inhalt

I Inhalt

II Verzeichnis der Abbildungen 14

III Verzeichnis der Tabellen 17

IV Verzeichnis der Abkürzungen 18

V Verzeichnis der Symbole 21

1 Gegenstand und Gang der Untersuchung 25

1.1 Gegenstand der Untersuchung 25

1.2 Gang der Untersuchung 29

2 Erwartungsbildung, Markteffizienz und Prediktorreigenschaften der Terminkurse 35

2.1 Umweltzustände und Hypothesen der Erwartungsbildung • 38

2.1.1 Vollkommene Voraussicht, Risiko und Unsicherheit 41

2.1.1.1 Vollkommene Voraussicht 41

2.1.1.2 Risiko	
2.1.1.3 Unsicherheit	
2.1.2 Autoregressive Erwartungsbildung	
2.1.2.1 Extrapolative Erwartungsbildung	
2.1.2.2 Regressive Erwartungsbildung	
2.1.2.3 Adaptive Erwartungsbildung	
2.1.3 Rationale Erwartungsbildung	
2.1.4 Quasi-rationale Erwartungsbildung	
2.2 Effizienz der Devisenmärkte	
2.2.1 Ansatz von Fama	
2.2.1.1 Darstellung	
2.2.1.2 Kritische Würdigung	
2.2.2 Ansatz von Working	68
2.2.2.1 Darstellung	68
2.2.2.2 Kritische Würdigung	72
2.2.3 Informationseffizienz versus Bewertungseffizienz der Devisenmärkte	73
2.3 Prediktoreigenschaft der Terminkurse für die zukünftigen Kassakurse	77
2.3.1 Prediktoreigenschaft der Terminkurse und Terminmarkteffizienz	78
2.3.2 Ursachen von Terminkurs Verzerrungen	81
2.4 Fazit	85

3 Wechselkursbildung an den internationalen Devisenmärkten	89
3.1 Theoretische Voraussetzungen für die Wechselkursbildung gemäß klassischer Erklärungsansätze	100
3.1.1 Referenzsystem	103
3.1.1.1 Menschenbild	103
3.1.1.2 Marktstruktur	104
3.1.1.3 Marktprozeß	106
3.1.2 Prämissen	108
3.1.2.1 Rationale Erwartungen der Marktteilnehmer	108
3.1.2.2 Vollkommene Kapitalmobilität	110
3.1.2.3 Vollkommene Substituierbarkeit in- und ausländischer Aktiva und die Risikoneutralität der Anleger	111
3.1.3 Anforderungen an den "News"-Ansatz	114
3.2 Wechselkursbildung gemäß der Zinsparitätentheorie	119
3.2.1 Gedeckte Zinsparität	129
3.2.2 Ungedeckte Zinsparität	131
3.3 Ökonometrische Analyse der Krise des EWS im Juli 1993 durch den "News"-Ansatz	133
3.3.1 Beobachtungszeitraum und Datenmaterial der Analyse	137
3.3.1.1 Beobachtungszeitraum der Analyse	137
3.3.1.2 Datenmaterial der Analyse	138
3.3.2 Modell und Durchführung der Analyse	140

3.3.2.1	Test auf Prediktoreigenschaft der Terminkurse für die zukünftigen Kassakurse der betrachteten Währungen	140
3.3.2.2	Test auf Effizienz der Terminmärkte der betrachteten Währungen	146
3.3.2.3	Prüfung der Volatilität der Wechselkurse und der Vorhersagbarkeit der Volatilität	149
3.3.2.4	Charakteristika von Devisenmärkten	159
3.3.2.5	Überprüfung des "News"-Ansatzes der modernen Wechselkurs­theorie	162
3.4	Fazit	169
3.4.1	Zusammenfassung	170
3.4.2	Kritische Würdigung der Konstruktionselemente beider Modelle der klassischen Wechselkurs­theorie	173
3.4.2.1	Kritische Würdigung der Konstruktionselemente der ungedeckten Zinsparität	173
3.4.2.2	Kritische Würdigung der Konstruktionselemente des "News"-Ansatzes	178
4	Analyse der fundamentalökonomischen Situation der krisenbetroffenen Staaten	187
4.1	Funktionsweise und Problembereiche des EWS	193
4.1.1	Funktionsweise des EWS	194
4.1.1.1	Wechselkursmechanismus	194
4.1.1.2	Kreditmechanismus	198
4.1.1.3	System des Saldenausgleichs	200

I Inhalt

4.1.2 Zwei Problembereiche des Europäischen Währungssystems	200
4.1.2.1 Opportunistisches Verhalten der Mitgliedsstaaten	201
4.1.2.2 Fundamentalökonomisch 'irrationale' Spekulationen	201
4.2 Entwicklung der Fundamentalvariablen	203
4.2.1 Wahl der Variablen und Vorgehensweise beim Vergleich der Datenreihen	207
4.2.1.1 Wahl der Variablen	207
4.2.1.2 Vorgehensweise beim Vergleich der Datenreihen	216
4.2.2 Gegenüberstellung der Fundamentalvariablen der krisenbetroffenen Länder	217
4.2.2.1 Inflationsraten	217
4.2.2.2 Finanzierungssalden	220
4.2.2.3 Staatsverschuldungsraten	222
4.2.2.4 Langfristige nominale Zinssätze	223
4.2.2.5 Wachstumsraten der Bruttoinlandsprodukte	224
4.2.2.6 Kurzfristige nominale Zinssätze	226
4.2.2.7 Fazit	228
4.2.3 Entwicklung der Zinsdifferentiale und Wechselkurse	230
4.2.4 Wechselkursstabilität - politisches Ziel oder Illusion	239
4.3 Entwicklung der Determinanten der Fundamentalvariablen	247
4.4 Geldpolitische Restriktion in Deutschland versus Lockerungsbedürfnis bei den Partnern	275
4.4.1 Krise des Europäischen Währungssystems im September 1992 als Indikator für die Entwicklung im Juli 1993	281

4.4.1.1 Restriktionskurs der Bundesbank im Anschluß an die Septemberkrise 1992 - ein mittelfristiges Erfordernis	281
4.4.1.2 Vertrauensverlust der Märkte in die Konsistenz des Europäischen WährungsSystems	283
4.4.2 Deutscher Policy-Mix als Ursache für Stabilitätsunterschiede in Europa	286
4.4.2.1 Vereinigungsbedingter mikroökonomischer Schock in Deutschland	286
4.4.2.2 Explosion der Staatsverschuldung in Deutschland	288
4.4.2.3 Divergenz von Lohn- und Produktivitätsentwicklung in Deutschland	292
4.4.3 Binnenpolitisch orientierte Stabilitätspolitik der Deutschen Bundesbank	294
4.4.3.1 Unbefriedigend hohes Geldmengenwachstum in Deutschland	294
4.4.3.2 Geringe Zinssenkungsspielräume für die Bundesbank machen Diskrepanzen zwischen den europäischen Partnern und Deutschland offensichtlich	297
5 Schlußbetrachtung	305
5.1 Abschließende Bemerkungen	305
5.2 Ausblick	310

I Inhalt

VI Anhang 327

VII Literaturverzeichnis 359