

# Kooperation, Autonomie und Devisenmarkt



DUNCKER & HUMBLLOT · BERLIN

**WOLFGANG FILC UND CLAUS KÖHLER (HG.)**

**Kooperation, Autonomie und Devisenmarkt**

**Veröffentlichungen des  
Instituts für Empirische Wirtschaftsforschung**

**Band 26**

# **Kooperation, Autonomie und Devisenmarkt**

**Herausgegeben von**

**Wolfgang Filc und Claus Köhler**



**Duncker & Humblot · Berlin**

CIP-Titelaufnahme der Deutschen Bibliothek

**Kooperation, Autonomie und Devisenmarkt** / hrsg. von  
Wolfgang Filc u. Claus Köhler. – Berlin: Duncker u. Humblot,  
1990

(Veröffentlichungen des Instituts für Empirische Wirtschaftsforschung;  
Bd. 26)

ISBN 3-428-06817-3

NE: Filc, Wolfgang [Hrsg.]; Institut für Empirische  
Wirtschaftsforschung (Berlin, West): Veröffentlichungen des Instituts

...

Alle Rechte vorbehalten

© 1990 Duncker & Humblot GmbH, Berlin 41

Satz: Werksatz Marschall, Berlin 45

Druck: Berliner Buchdruckerei Union GmbH, Berlin 61

Printed in Germany

ISSN 0720-7239

ISBN 3-428-06817-3

## **Inhalt**

Einführung der Herausgeber .....	7
<b>Informationsökonomie und Preisentwicklung an Finanzmärkten: Abschied von neoklassischen Optimierungsvorstellungen?</b>	
Von Reinhard H. Schmidt, Trier .....	13
<b>Aspekte der Ordnungs- und Prozeßpolitik in einer unsicheren Weltwirtschaft</b>	
Von Hans-Joachim Heinemann, Hannover .....	35
<b>Spiele ohne Sieger — Nutzen und Probleme internationaler Kooperation der Wirtschaftspolitik</b>	
Von Beate Reszat, Hamburg .....	49
<b>Möglichkeiten und Grenzen des Erkennens spekulativer Bubbles an den Devisenmärkten</b>	
Von Werner Gaab, Essen .....	67
<b>Finanzinnovationen und internationaler Kooperationsbedarf in der Geldpolitik</b>	
Von Peter Bofinger, Stuttgart .....	99
<b>Is There a Systematic Relationship between Coordinated Economic Policies and the Movement of the Dollar Exchange Rate?</b>	
By Wolfgang Filc, Trier und Attiat F. Ott, Worcester, Mass., USA . . . .	123
<b>Wechselkursrisiko und Außenhandel</b>	
Von Anneliese Herrmann, München .....	145
<b>Zentralbankgewinne und Öffentliche Haushalte</b>	
Von Reinhard Pohl, Berlin .....	169

<b>Der langwierige Prozeß wirtschafts- und währungspolitischer Zusammenarbeit zwischen EG-Staaten</b>	
<b>Von Rainer Hellmann, Brüssel</b> .....	<b>203</b>
<b>Verzeichnis der Mitarbeiter</b> .....	<b>221</b>

## Einführung der Herausgeber

Das Institut für Empirische Wirtschaftsforschung hat vom 23. bis 25. Februar 1989 sein drittes Symposium durchgeführt. Gegenstand waren Themen aus dem Bereich von Zusammenhängen zwischen Devisenmärkten, Finanzmärkten und güterwirtschaftlicher Aktivität vor dem Hintergrund der Frage von Wohlfahrtswirkungen einer stärkeren wirtschaftspolitischen Kooperation zwischen großen Industrieländern. Der vorliegende Band stellt die überarbeiteten Beiträge dar, die Gegenstand des Symposiums waren.

*Reinhard H. Schmidt* stellt neoklassischen Vorstellungen über Vorgänge an Finanzmärkten eine andere Sichtweise gegenüber. Grundlage sind die in der Informationsökonomik berücksichtigten variablen Informationsstände sowie asymmetrische Informationsverteilungen. Qualitätsunsicherheiten bei der Bewertung von Gütern und Finanzaktiva sowie Anreiz- und Informationsprobleme führen zu einer Abkehr von üblichen neoklassischen Optimierungsvorstellungen, obgleich das Individualverhalten weiterhin auf der Basis neoklassischer Entscheidungsregeln beschrieben werden kann. Erst die Informationsökonomik erlaubt es, Institutionen und mengenmäßige Rationierungen von Märkten auch im Gleichgewicht konsistent zu erklären. Die Ergebnisse und Einsichten der neoinstitutionalistischen Finanzierungstheorie sind aber nur mit Vorbehalten auf die Analyse makroökonomischer Zusammenhänge und der Rolle der Geldpolitik zu übertragen. Allerdings liefert die Informationsökonomik dem Wirtschaftspolitiker viele Argumente, die davor warnen sollten, Finanzmärkte und Geldpolitik allein aus dem Blickwinkel der Neoklassik zu betrachten.

*Hans-Joachim Heinemann* warnt vor übersteigerter Harmonisierungseuphorie im Zusammenhang mit der Realisierung des gemeinsamen europäischen Binnenmarktes. Zwar ist durch vollständige Öffnung der Märkte mit einem positiven Einkommenseffekt zu rechnen, jedoch ist nicht auszuschließen, daß parallel hierzu die Stabilitätsrisiken wachsen. Und wenn mit steigendem materiellen Wohlstand Stabilitätsrisiken höher gewichtet werden als die Aussicht auf weitere Realeinkommenssteigerungen, so könnten gerade in Ländern mit relativ hohem Realeinkommen stabilitätspolitische Bedenken überwiegen und eine unbegrenzte Öffnung der Märkte behindern. Verstärkt werden Stabilitätsrisiken, wenn Unsicherheiten berücksichtigt werden und dadurch die Dichotomisierung der Ökonomie in einen realwirtschaftlichen und einen monetären Bereich aufgegeben wird. Erratische Wechselkurs-

schwankungen binden Ressourcen, und sie können protektionistische Maßnahmen auslösen. Aber auch bei wachsendem Stabilitätsbedürfnis vor allem in wohlhabenderen Ländern spricht wenig gegen und viel für eine weitere Intensivierung der internationalen Wirtschaftsbeziehungen einschließlich der Faktormobilität. Denn Stabilitätsrisiken können durch internationale Kooperation oder durch geeignete binnenwirtschaftliche Maßnahmen begrenzt werden, ohne Wohlfahrtsgewinne zu verschenken, die aus vollständiger Öffnung der Märkte erwachsen. Die geringsten volkswirtschaftlichen Kosten dürften entstehen, wenn erstens die stabilitäts- und ordnungspolitischen Grundvorstellungen harmonisiert werden und wenn zweitens ein von allen Beteiligten zu respektierendes Regelwerk im Rahmen internationaler Institutionen entwickelt wird, das die Güter- und Faktormärkte, die Währungsordnung und die Finanzmärkte umfaßt.

Der Beitrag von *Beate Reszat* geht der Frage nach, ob sich die Wirtschaftspolitik Ergebnisse spieltheoretischer Ansätze zur internationalen Kooperation nutzbar machen kann. Mathematische Spiele, die auf der Grundidee des Gefangenendilemmas basieren, sind wegen ihrer restriktiven Modellannahmen und der statischen Sichtweise hierfür nicht geeignet. Denn werden Wiederholungen von Spielsequenzen und damit Reaktion und Gegenreaktion zugelassen, so können sich die pessimistischen Schlußfolgerungen, die aus dem Gefangenendilemma gezogen werden, in eine optimistische Sicht hinsichtlich der Erfolgsaussichten internationaler wirtschaftspolitischer Kooperation umkehren. Soziale Spiele sind besser geeignet, das breite Spektrum von Kooperationsmöglichkeiten zu erfassen. Hingewiesen wird auf die Bedeutung von Information und Kommunikation für soziale und deshalb auch prozessuale Spiele. Weil hierbei aber wechselhafte subjektive Einschätzungen und Wertvorstellungen eingehen, die mit ökonomischen Kategorien allein nicht zu erfassen sind, erlauben auch diese Ansätze keine klaren Aussagen hinsichtlich des Nutzens und der Erfolgsaussichten internationaler Kooperation. Gefordert wird, historische, psychologische und soziologische Aspekte einzubeziehen. Erst eine derartige Interdisziplinarität, ergänzt um Erkenntnisse von Theorien der internationalen Politik, würde es erlauben, aus spieltheoretischen Ansätzen Schlußfolgerungen für die Wirtschaftspolitik zu ziehen.

Mit der Frage, ob die starke Variabilität der Wechselkurse bei Flexibilität mit spekulativen Bubbles zu erklären ist, setzt sich der Beitrag von *Werner Gaab* auseinander. Weil Bubbles modellspezifisch sind, lassen sie sich nur durch Gegenüberstellung der tatsächlichen Wechselkursentwicklung mit einem modellierten Gleichgewichtspfad erkennen. Die unbefriedigende empirische Validität von Wechselkursmodellen ist aber nicht Beleg empirischer Relevanz spekulativer Bubbles, weil Fehlspezifikationen von Modellen bestehen können. Der Rückzug auf rationale Erwartungen und die Einbeziehung von Risikoprämien löst das Problem nicht. Denn bei Annahme jeder-

zeitiger rationaler Erwartung aller Marktteilnehmer werden Bubbles hinwegdefiniert, und die Erklärung von Abweichungen zwischen modellierten Gleichgewichtskursen und tatsächlichen Werten mit Risikoprämien bleibt tautologisch, solange Determinanten von Risiken nicht konkretisiert werden können. Ein Überblick über Verfahren der empirischen Bestimmung spekulativer Bubbles und ihre Ergebnisse weist auf das zentrale theoretische Dilemma hin, nämlich auf den Mangel an einer adäquaten Modellierung der Dynamik von Wechselkursen sowie der Erwartungsbildung. Ergebnisse empirischer Tests lassen deshalb keine definitive Aussage zu, ob Wechselkursfluktuationen Bubbles ausdrücken. Da aber die Existenz von Bubbles auch nicht auszuschließen ist, sollte die Wirtschaftspolitik daran orientiert sein, für Teilnehmer an Devisenmärkten ein stabileres und überschaubareres Umfeld zu schaffen.

*Peter Bofinger* untersucht, ob finanzielle Innovationen eine besondere internationale Zusammenarbeit der Zentralbanken großer Industrieländer erfordern. Unterschieden wird zwischen Innovationsprozessen in verschiedenen Bereichen der finanziellen Intermediation, und auch die Schlußfolgerungen sind differenziert. Bei Innovationen im Einlagengeschäft der Kreditinstitute wird eine weitgehende Angleichung der nationalen Mindestreserveregulungen als erforderlich erachtet. Geht die Rolle der Banken im Finanzierungsprozeß zurück, so sinkt einerseits der Einfluß der Zentralbanken auf den Finanzierungsprozeß, weil geldpolitische Instrumente üblicherweise am Bankensektor ansetzen, während andererseits geldpolitisch ausgelöste Zinsänderungen unmittelbarer auf den Nichtbankenbereich durchwirken. Ein besonderer Kooperationsbedarf aus dem Vordringen von Zins- und Währungsswaps wird nicht gesehen. In dem Maße aber, in dem Futures und Options die Volatilität von Zinssätzen bzw. Wechselkursen verstärken oder gar Ursache spekulativer Bubbles werden, könnten sich besondere Anforderungen hinsichtlich einer verstärkten internationalen Kooperation der Zentralbanken ergeben. Allerdings stehen sorgfältige empirische Analysen zu diesen Fragen noch aus.

*Wolfgang Filz* und *Attiat F. Ott* prüfen, ob der Übergang der großen Industrieländer zu einer kooperativen Strategie hinsichtlich der Wechselkurse das kurz- und mittelfristige Verhalten des Dollarkurses am deutschen Devisenkassamarkt beeinflusst hat. Hierzu werden Verfahren der Zeitreihenanalyse sowie Dummy-Regressionen verwendet. Ein Vergleich stochastischer Eigenschaften des Dollarkurses in Phasen eher nicht-kooperativen und eher kooperativen Verhaltens zeigt, daß der Übergang zu einer kooperativen wirtschaftspolitischen Konzeption dazu beigetragen hat, Unsicherheiten am Devisenmarkt zu senken. Zudem hat der Devisenmarkt an Effizienz gewonnen, weil bei kooperativem Verhalten Vergangenheitsrealisationen von Dollarkursen weniger gut genutzt werden können, um die künftige kurzfristige Dollarkursentwicklung einzuschätzen. Ferner zeigt sich, daß in zwei von drei