

Volkswirtschaftliche Schriften

---

Band 397

# Finanzmarktansätze der Wechselkursklärung

Von

Matthias Zieschang



Duncker & Humblot · Berlin

**MATTHIAS ZIESCHANG**

**Finanzmarktansätze der Wechselkursklärung**

# **Volkswirtschaftliche Schriften**

**Begründet von Prof. Dr. Dr. h. c. J. Broermann**

**Heft 397**

# **Finanzmarktansätze der Wechselkursklärung**

**Von**

**Matthias Zieschang**



**Duncker & Humblot · Berlin**

CIP-Titelaufnahme der Deutschen Bibliothek

**Zieschang, Matthias:**

Finanzmarktansätze der Wechselkursklärung / von Matthias

Zieschang. – Berlin: Duncker u. Humblot, 1990

(Volkswirtschaftliche Schriften; H. 397)

Zugl.: Darmstadt, Techn. Hochsch., Diss., 1988

ISBN 3-428-06891-2

NE: GT

Alle Rechte vorbehalten

© 1990 Duncker & Humblot GmbH, Berlin 41

Fotoprint: Berliner Buchdruckerei Union GmbH, Berlin 61

Printed in Germany

ISSN 0505-9372

ISBN 3-428-06891-2

## **Meinen Eltern und Großeltern**



## Vorwort

Nachdem im März 1973 das Währungssystem von Bretton Woods zusammengebrochen war und die wichtigsten Wechselkurse freigegeben wurden, ließen sich von Anfang an massive Wechselkursfluktuationen beobachten, die man durch die traditionellen Wechselkursansätze nicht erklären konnte. Aufgrund der Unzulänglichkeit der traditionellen Ansätze, die Wechselkursentwicklung hinreichend zu erklären, wurden ab Mitte der siebziger Jahre eine Vielzahl neuer, zum Teil rivalisierender Ansätze der Wechselkurserklärung entwickelt.

In der vorliegenden Arbeit sollen die traditionellen Ansätze und die wichtigsten neueren Ansätze der Wechselkurserklärung ausführlich dargestellt werden. Ferner wird anhand eines dynamischen Portfoliomodells der Versuch unternommen, die Entwicklung des Dollarkurses und des amerikanischen Handelsbilanz- und Budgetdefizits von Anfang bis Ende der achtziger Jahre zu erklären.

Mein besonderer Dank gilt meinem Lehrer, Herrn Prof. Dr. Rolf Becks, für Anregungen und Hinweise sowie für seine stete Bereitschaft zu kritischer Diskussion. Dank schulde ich auch Herrn Prof. Dr. Ekkehart Schlicht, Frau Dr. Gisela Kubon-Gilke und Herrn Dr. Thomas Lenk.

Darmstadt, im November 1989

Matthias Zieschang



# Inhaltsverzeichnis

A. Einleitung	11
B. Traditionelle Ansätze der Wechselkursklärung	15
I. Die Kaufkraftparitätentheorie	15
II. Der Geldmengen-Preismechanismus, der Elastizitätsansatz und der Absorptionsansatz	18
C. Der Keynesianische Ansatz der Wechselkursklärung (Das Mundell-Fleming-Modell)	24
D. Der monetäre Ansatz der Zahlungsbilanztheorie und der Wechselkursklärung	29
I. Der monetäre Ansatz der Zahlungsbilanztheorie	29
1. Der monetäre Ansatz im Fall des kleinen Landes	31
2. Der monetäre Ansatz im Fall einer wachsenden Wirtschaft	37
II. Der monetäre Ansatz der Wechselkursklärung	40
1. Der monetäre Ansatz im Zwei-Länder-Fall	40
2. Der monetäre Ansatz unter Berücksichtigung realer Einflußfaktoren	42
E. Finanzmarktansätze der Wechselkursklärung	47
I. Der Geldmarktansatz der Wechselkursklärung	48
1. Ein Geldmarktmodell mit sofortiger Preisanpassung und perfekter Kapitalmobilität	48
2. Ein Geldmarktmodell mit verzögerter Preisanpassung und perfekter Kapitalmobilität	61
3. Ein Geldmarktmodell mit verzögerter Preisanpassung und imperfekter Kapitalmobilität	77
4. Kritische Zusammenfassung der zentralen Elemente und Ergebnisse des Geldmarktansatzes	93
II. Der Portfolioansatz der Wechselkursklärung	96
1. Ein kurzfristiges Portfoliomodell	97
2. Dynamische Portfoliomodelle	115
a) Ein Neoklassisches Portfoliomodell	116
b) Ein Keynesianisches Portfoliomodell	141
c) Ein Währungssubstitutionsmodell	158
3. Kritische Zusammenfassung der zentralen Elemente und Ergebnisse des Portfolioansatzes	175
III. Abschließender Vergleich des Geldmarktansatzes und des Portfolioansatzes der Wechselkursklärung	180
Literatur	185

## Verzeichnis der Schaubilder

Schaubild A.1	: Ansätze der Wechselkursklärung	13
Schaubild D.1	: Verringerung der Geldmenge	34
Schaubild D.2	: Anstieg des Realeinkommens	36
Schaubild E.1	: Gesamtwirtschaftliches Gleichgewicht	66
Schaubild E.2	: Erhöhung der Geldmenge	70
Schaubild E.3	: Temporäre Erhöhung der Staatsausgaben	76
Schaubild E.4	: Gütermarkt- und Handelsbilanzgleichgewicht	81
Schaubild E.5	: Gleichgewicht auf den internationalen Wertpapiermärkten	83
Schaubild E.6	: Zahlungsbilanzgleichgewicht	85
Schaubild E.7	: Zahlungsbilanzgleichgewicht	85
Schaubild E.8	: Gesamtwirtschaftliches Gleichgewicht	88
Schaubild E.9	: Gesamtwirtschaftliches Gleichgewicht	88
Schaubild E.10	: Erhöhung der Geldmenge	90
Schaubild E.11	: Erhöhung der Geldmenge	90
Schaubild E.12	: Finanzmarktgleichgewicht	99
Schaubild E.13	: Stabilität des Gleichgewichts	101
Schaubild E.14	: Erhöhung der Geldmenge	104
Schaubild E.15	: Erhöhung des inländischen Wertpapierbestandes	105
Schaubild E.16	: Erhöhung der ausländischen Wertpapierbestände	106
Schaubild E.17	: Expansive Offenmarktpolitik durch Kauf inländischer Wertpapiere	107
Schaubild E.18	: Expansive Offenmarktpolitik durch Kauf ausländischer Wertpapiere	108
Schaubild E.19	: Sterilisierte Devisenmarktoperation	109
Schaubild E.20	: Erhöhung des ausländischen Zinssatzes	111
Schaubild E.21	: Gesamtwirtschaftliches Gleichgewicht	123
Schaubild E.22	: Erhöhung der Geldmenge	127
Schaubild E.23	: Erhöhung der Geldmenge	127
Schaubild E.24	: Erhöhung der Staatsausgaben	130
Schaubild E.25	: Erhöhung der Staatsausgaben	130
Schaubild E.26	: Ausländische Zinssatzerhöhung	132
Schaubild E.27	: Erhöhung des inländischen Realeinkommens	135
Schaubild E.28	: Erhöhung des inländischen Realeinkommens	135
Schaubild E.29	: Gesamtwirtschaftliches Gleichgewicht	144
Schaubild E.30	: Erhöhung der Geldmenge	147
Schaubild E.31	: Erhöhung der Geldmenge	149
Schaubild E.32	: Erhöhung der Staatsausgaben	150
Schaubild E.33	: Erhöhung der Staatsausgaben	150
Schaubild E.34	: Auswirkungen der <i>Reaganomics</i>	153
Schaubild E.35	: Beseitigung der Ungleichgewichte	154
Schaubild E.36	: Gesamtwirtschaftliches Gleichgewicht	164
Schaubild E.37	: Steuerfinanzierte Staatsausgabenerhöhung	167
Schaubild E.38	: Erhöhung der Geldmenge	169
Schaubild E.39	: Erhöhung der erwarteten Abwertungsrate	171

## A. Einleitung

Seit dem Zusammenbruch des Währungssystems von Bretton-Woods und der Einführung flexibler Wechselkurse im Jahre 1973 ist eine überraschend hohe Variabilität und Instabilität der Wechselkurse zu beobachten. Die durch die Kaufkraftparitätentheorie beeinflussten Erwartungen vieler Ökonomen, daß die Wechselkursentwicklung durch internationale Inflationsdifferenzen geprägt wird und dadurch relativ stetig verläuft, haben sich bislang nicht bestätigt. Die Unzulänglichkeit der traditionellen Ansätze, die Wechselkursentwicklung hinreichend zu erklären, hat zu einer Neuorientierung der Wechselkursstheorie geführt. In den meisten traditionellen Ansätzen ist der Wechselkurs der Relativpreis von Gütern. Die Funktion des Wechselkurses besteht darin, ein Stromgleichgewicht auf dem Devisenmarkt zu gewährleisten. Demgegenüber ist der Wechselkurs in den neueren Theorien, die auch als Finanzmarktansätze der Wechselkursklärung bezeichnet werden, durch Bestandsgleichgewichte auf den Geld- und Wertpapiermärkten determiniert.

Die Finanzmarktansätze lassen sich in den Geldmarktansatz, in dem in- und ausländische Finanzaktiva perfekte Substitute sind, und in den Portfolioansatz, in dem in- und ausländische Finanzaktiva imperfekte Substitute sind, unterteilen. Gemeinsames Merkmal beider Arten der Finanzmarktansätze ist die Annahme perfekter Kapitalmobilität, d.h. unendlicher Anpassungsgeschwindigkeit auf den Finanzmärkten. Dies setzt voraus, daß die Transaktionskosten auf den Finanzmärkten vernachlässigbar sind und keine Kapitalverkehrsbeschränkungen existieren, wodurch sich der Wechselkurs augenblicklich derart anpassen muß, daß die tatsächlichen Bestände an Finanzaktiva stets den gewünschten Beständen entsprechen<sup>1</sup>.

Ziel dieser Arbeit ist es, zunächst einen kurzen Überblick über die traditionellen Wechselkursansätze und den Keynesianischen Ansatz der Wechselkursklärung zu geben. Danach sollen die Kennzeichen und Merkmale des Ende der sechziger und Anfang der siebziger Jahre entwickelten sogenannten monetären Ansatzes erörtert werden, der das Gegenstück zum Keynesianischen Ansatz darstellt. Im Mittelpunkt dieser

---

<sup>1</sup> Eine präzise Unterscheidung der beiden Begriffe perfekte Substituierbarkeit von Finanzaktiva und perfekte Kapitalmobilität erfolgt bei Dornbusch/Krugman (1976).

Arbeit steht die kritische Darstellung der Finanzmarktansätze der Wechselkursklärung, die eine Weiterentwicklung des monetären Ansatzes repräsentieren. Dabei sollen die fundamentalen Determinanten der Wechselkursentwicklung und die zentralen Annahmen der jeweiligen Modelle ausführlich herausgearbeitet werden. Ferner soll untersucht werden, welche kurz- und langfristigen Auswirkungen Parameteränderungen wie z.B. eine Erhöhung der Geldmenge oder der Staatsausgaben auf die Wechselkursentwicklung und die übrigen ökonomischen Variablen in den jeweiligen Modellen haben. Anhand eines dynamischen Portfoliomodells wird der Versuch unternommen, die Entwicklung des Dollarkurses und der amerikanischen Handelsbilanz von Anfang bis Ende der achtziger Jahre zu erklären.

Die Arbeit gliedert sich in vier Teile. Im Kapitel B wird mit einer Zusammenfassung der traditionellen Ansätze wie der Kaufkraftparitätentheorie, dem Geldmengen-Preismechanismus, dem Elastizitätsansatz und dem Absorptionsansatz begonnen. Danach erfolgt im Kapitel C eine kurze Darstellung der zentralen Elemente und Schwächen des Keynesianischen Ansatzes der Wechselkursklärung, in dem der Wechselkurs immer durch ein Stromgleichgewicht in der Zahlungsbilanz determiniert ist. Dieser Ansatz dominierte die Wechselkursstheorie bis zum Ende der sechziger Jahre. Danach erwuchs dem Keynesianischen Ansatz vor allem Anfang der siebziger Jahre ein Konkurrent in Form des monetären Ansatzes der Wechselkursklärung, der im Kapitel D abgehandelt wird. In diesem Ansatz, in dem der Wechselkurs durch ein Bestandsgleichgewicht auf den Geldmärkten bestimmt ist, werden wieder traditionelle Ansätze wie die Kaufkraftparitätentheorie und Elemente des Geldmengen-Preismechanismus berücksichtigt.

Im Kapitel E werden die auf der Grundlage des monetären Ansatzes weiterentwickelten Finanzmarktansätze der Wechselkursklärung behandelt, in denen der Wechselkurs durch Bestandsgleichgewichte auf Geld- und Wertpapiermärkten determiniert wird. Je nach dem Grad der Substituierbarkeit zwischen in- und ausländischen Finanzaktiva kann man die Finanzmarktansätze in Modelle des Geldmarktansatzes und des Portfolioansatzes aufteilen. In den Modellen des Geldmarktansatzes, die im Abschnitt E.I. dargestellt werden, sind in- und ausländische Finanzaktiva perfekte Substitute. Innerhalb des Geldmarktansatzes lassen sich Modelle mit sofortiger Preisanpassung auf dem Gütermarkt und perfekter Kapitalmobilität und Modelle mit verzögerter Preisanpassung und perfekter bzw. imperfekter Kapitalmobilität unterscheiden. Im Abschnitt E.II. werden die Modelle des Portfolioansatzes analysiert, in denen in- und ausländische Finanzaktiva imperfekte Substitute sind. Die Portfoliomodelle kann man je nach der Länge des Betrachtungszeitraums in kurzfristige und dyna-

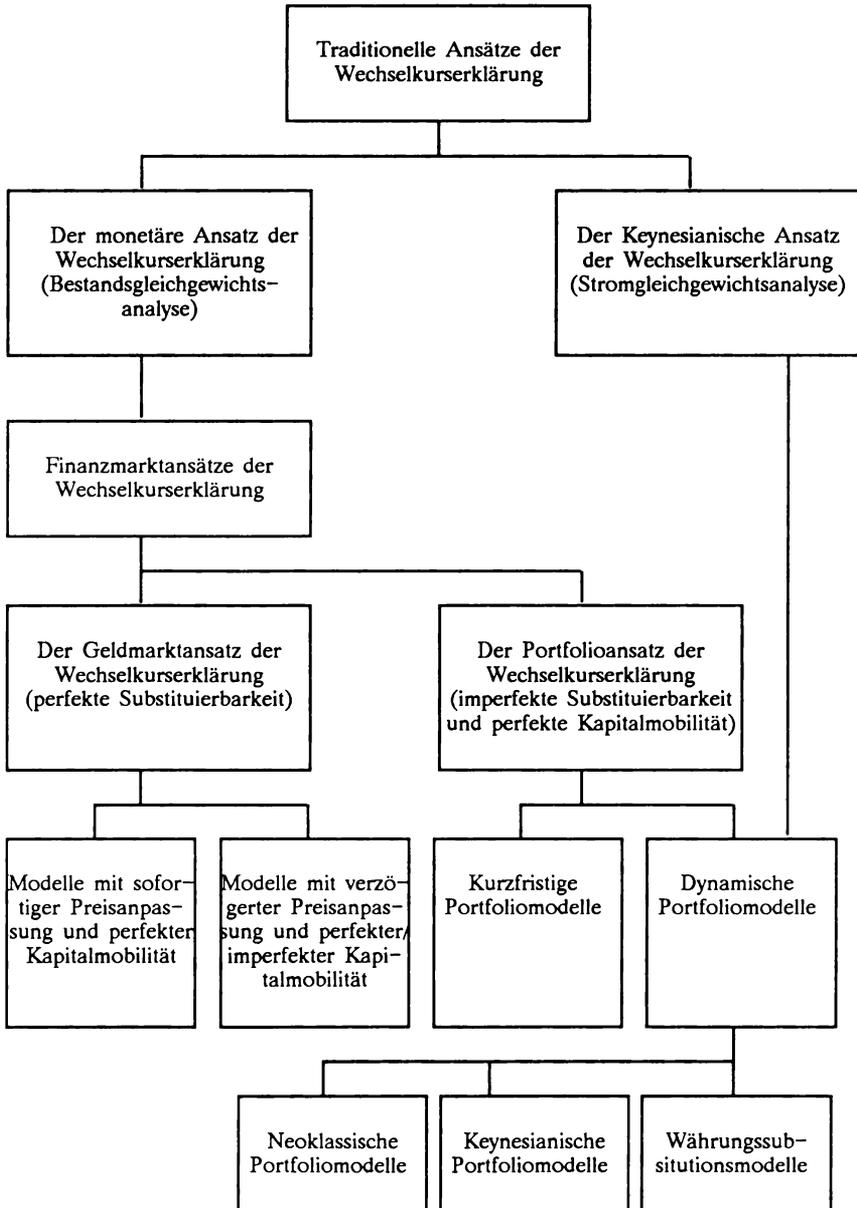


Schaubild A.1: Ansätze der Wechselkursklärung