Vertiefungsbox
Wechselkurskonzepte und Wechselkursregime

Fabio Canetg

LÖSUNGEN

Übungsmaterial 1

Nehmen Sie für die erste Aufgabe an, dass der heutige Wechselkurs zwischen dem Britischen Pfund und der Deutschen Mark frei schwanken kann und der erwartete Wechselkurs (und damit der realisierte, künftige Wechselkurs) unveränderlich bleibt. Die Zinsen sind in der Ausgangssituation in beiden Währungsräumen (Deutschland und Grossbritannien) gleich hoch. Lösen Sie die Aufgabe aus britischer Perspektive (Grossbritannien = Inland).

1a) Was passiert mit dem Wechselkurs, wenn die Bundesbank in Deutschland die Zinsen erhöht und die Zinsen in Grossbritannien nicht verändert werden? Die ungedeckte Zinsparität muss zu jeder Zeit halten. Notiz: Die Annahme fixer Wechselkurserwartungen ist in diesem Falle nicht plausibel, hat aber keine Implikationen auf die qualitativen Aussagen in dieser Aufgabe.

Gemäss Aufgabenstellung sind sowohl der erwartete Wechselkurs als auch das inländische Zinsniveau fix. Demnach muss eine Zinserhöhung in Deutschland (Ausland) zu einer sofortigen Abwertung des Britischen Pfunds führen. Diese ergibt sich daraus, dass britische Investoren von den höheren deutschen Zinsen profitieren wollen und damit die Nachfrage nach Deutscher Mark erhöhen. Die erhöhte Nachfrage nach Deutscher Mark erhöht den Preis der Mark, führt also zu einer Abwertung des Britischen Pfunds.

1b) Erklären Sie das Resultat aus 1a) intuitiv. Nehmen Sie dabei das Schema (Abbildung 3) zur Hilfe.

Weil sich die Wechselkurserwartungen nicht verändert haben und das Pfund zum Zeitpunkt der deutschen Zinserhöhung an Wert verliert, wird sich die britische Währung über den einjährigen Anlagehorizont aufwerten. Das Pfund wird während des Jahres also relativ zur Deutschen Mark werthaltiger, während die Deutsche Mark gegenüber dem Pfund an Wert verliert. Dieser Wertverlust der Deutschen Mark wird durch die höheren Zinsen in Deutschland gutgemacht. Ein britischer Investor ist also indifferent zwischen einer Anlage in Deutschland und einer Anlage in Grossbritannien. Durch die sofortige Abwertung des Britischen Pfunds (siehe Aufgabe 1a) ist sichergestellt, dass die ungedeckte Zinsparität zu jeder Zeit hält.

Übungsmaterial 2: Anspruchsvoll

Für die nächste Aufgabe untersuchen wir eine europäische Währungskrise Anfang der 90er-Jahre. Das Britische Pfund war damals, wie viele andere Währungen, faktisch an die Deutsche Mark gebunden. Der Wechselkurs zwischen den beiden Währungen war also (mehr oder weniger) fixiert. Während Deutschland aufgrund der Wiedervereinigung einen wirtschaftlichen Boom erlebte, befand sich Grossbritannien zur selben Zeit in einer Wirtschaftskrise. Aufgrund des Teuerungsdrucks war die Deutsche Bundesbank bereits Ende der 80er-Jahre dazu übergangen, die Zinsen zu erhöhen. Lösen Sie die folgenden Aufgaben erneut aus der britischen Perspektive (Grossbritannien = Inland).

2a) Welche Auswirkungen hatten die deutschen Zinserhöhungen auf das britische Zinsniveau? Bedenken Sie, dass der Wechselkurs fixiert war: Der erwartete Wechselkurs entsprach also genau dem heutigen Wechselkurs. Nutzen Sie die Gleichung der ungedeckten Zinsparität. Wir nehmen an, dass diese jederzeit erfüllt ist.

Wenn sowohl der erwartete wie auch der heutige Wechselkurs unveränderlich sind, impliziert eine ausländische Zinserhöhung (gegeben, die ungedeckte Zinsparität hält) eine inländische Zinserhöhung. Aufgrund der ungedeckten Zinsparität ist also zu erwarten, dass die deutsche Zinserhöhung auch zu einem höheren Zinsniveau in Grossbritannien führte.

2b) Erklären Sie, weshalb die Gleichung der ungedeckten Zinsparität jederzeit erfüllt sein muss. Wie beurteilen Sie die Plausibilität dieser Annahme?

Die Gleichung der ungedeckten Zinsparität muss jederzeit erfüllt sein, um zu gewährleisten, dass die inländische Rendite jederzeit der ausländischen Rendite entspricht. Auf Basis eines Arbitrageargumentes (siehe Beispiel im Text oben) erachten viele Ökonomen diese Bedingungen – zumindest unter normalen Umständen – als mehrheitlich erfüllt.

2c) Höhere Zinsen wirken sich negativ auf die Wirtschaftsleistung eines Landes aus. Sie verteuern Investitionen und führen zu tieferem Wachstum. Die Zinserhöhungen in Grossbritannien verschlechterten die britische Wirtschaftslage also zusätzlich. Was für politische Reaktionen erwarten Sie in Grossbritannien? Welche Forderungen an die Zentralbank scheinen naheliegend?

In einer solchen Situation ist naheliegend, dass beispielsweise Gewerkschaften und/oder Gewerbeverbände darauf aufmerksam machen, dass inländische Zinserhöhungen die britische Wirtschaftskrise verschärfen. Plausibel scheint demnach die Forderung, die Zinsen nicht zu erhöhen oder sie gar zu senken, um die Wirtschaft zu stützen.

2d) Nehmen wir an, Grossbritannien entscheidet sich gegen eine Zinserhöhung. Welche Auswirkung hat ein solches Verhalten auf den heutigen Wechselkurs? Gehen Sie nach wie vor davon aus, dass die Wechselkurserwartungen fixiert bleiben und die ungedeckte Zinsparität halten muss.

Wenn die ungedeckte Zinsparität halten muss und die Wechselkurserwartungen fixiert sind, kann sich einzig der heutige Wechselkurs anpassen. In den frühen 90er-Jahren wollten viele britische Anleger Deutsche Mark kaufen, weil sie damit eine höhere Rendite erwarteten. In einer Welt mit flexiblen Wechselkursen hätte dies zu einer Aufwertung der Deutschen Mark (sprich: einer Abwertung des Britischen Pfunds) und damit zu einer Angleichung der in- und ausländischen Renditeerwartungen geführt (siehe Aufgabe 2a). Weil der Wechselkurs in unserem Beispiel (und in der Realität der 90er-Jahre) fixiert war, wurden die beiden Renditen jedoch nicht angeglichen. Die Nachfrage nach Deutscher Mark blieb unverändert hoch. Es entstand also Aufwertungsdruck auf die Deutsche Mark.

Profi-Antwort: Unter gegebenen Umständen war einzig die Bank of England bereit, Deutsche Mark zum fixierten (relativ tiefen) Kaufpreis zu verkaufen. Alle übrigen Marktteilnehmer hätten die Deutsche Mark nur für einen höheren (aufgewerteten) Preis verkauft, weil mit der Deutschen Mark eine höhere Rendite erwirtschaftet werden konnte als mit dem Britischen Pfund. Es war also abzusehen, dass die Bank of England alle ihre Deutsche Mark verkaufen wird (zum einen, weil die Nachfrage nach Deutscher Mark konstant hoch blieb und zum anderen, weil alle anderen Marktteilnehmer nur zu höherem Preis Deutsche Mark verkauft hätten und die Bank of England den Wechselkurs konstant halten wollte). Dies führte zur Erwartung, dass sich das Britische Pfund abwerten würde, spätestens nämlich dann, wenn die Bank of England keine Deutsche Mark mehr zur Verfügung hätte. Der neue tiefste Preis, zu der die Deutsche Mark in dieser Situation gehandelt worden wäre, wäre dann nämlich ein Marktpreis gewesen; ein Preis also, der über (!) dem von der Bank of England fixierten Wechselkurs gelegen hätte. Wäre es also tatsächlich so weit gekommen, dass die Bank of England alle ihre Währungsreserven verkauft hätte, wäre eine Abwertung des Britischen Pfunds nur noch mit einer Zinserhöhung zu verhindern gewesen.

Tatsächlich kam es während der Währungskrise der 90er-Jahre jedoch nicht soweit. Wie die Währungskrise endete, erfahren Sie in der Lösung zu Aufgabe 2f).

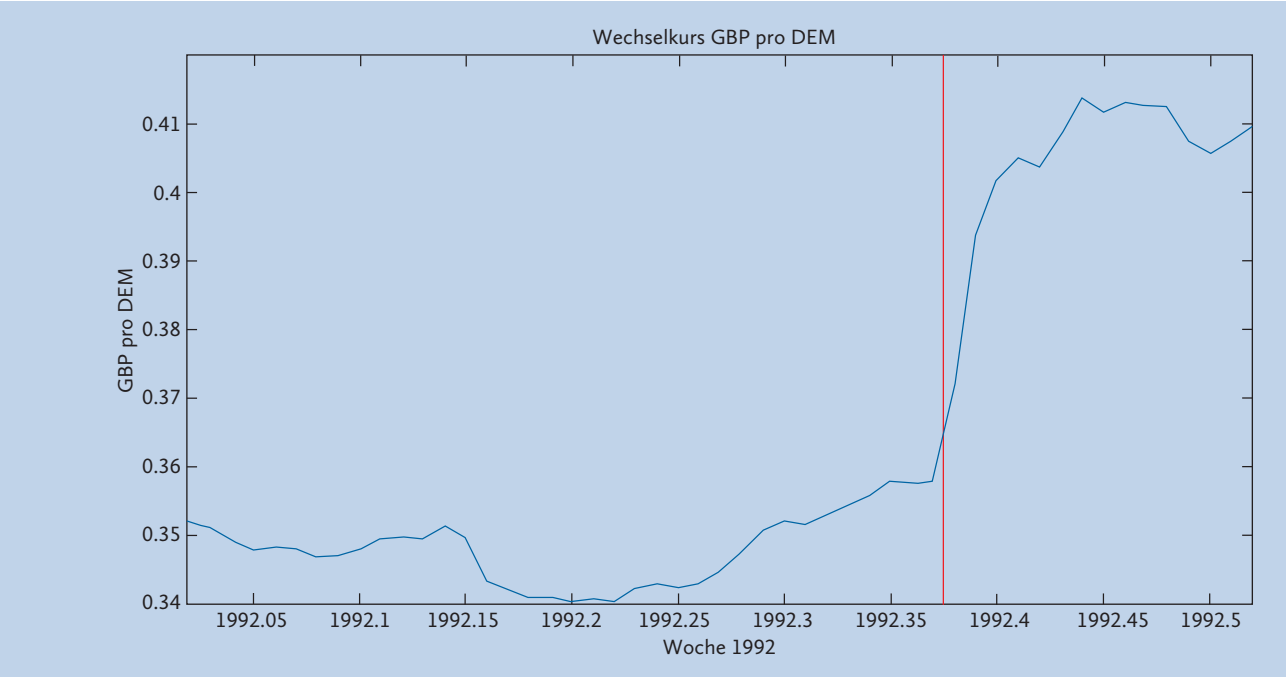
2e) Gehen Sie nun davon aus, dass Sie absolut sicher sind, dass die Bank of England die Fixierung des Britischen Pfunds gegenüber der Deutschen Mark aufgeben wird (Sie gehen also davon aus, dass sich das Pfund in der Zukunft abwerten wird; siehe Lösung zu Aufgabe 2d). Was für eine Anlagestrategie würden Sie wählen? Der heutige Wechselkurs ist nach wie vor unveränderlich. Tipp: Eine Abwertung des Britischen Pfunds impliziert, dass die Deutsche Mark gegenüber dem Pfund an Wert gewinnt.

In diesem Fall optimal ist eine Geldanlage in Deutschland. In Deutschland könnten Sie von relativ höheren Zinsen profitieren. Zudem gehen Sie gemäss Aufgabenstellung davon aus, dass sich das Britische Pfund während des Anlagehorizonts abwertet. Die Deutsche Mark würde in diesem Fall gegenüber dem Britischen Pfund werthaltiger. Wertet sich das Pfund tatsächlich ab, würden Sie erstens einen Gewinn aufgrund der höheren deutschen Zinsen und zweitens einen Währungsgewinn realisieren.

2f) Die in 2e) dargelegte Anlagestrategie wird als «one-way-bet» bezeichnet. Das bedeutet, dass mit der Strategie mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit Gewinn erzielt werden kann, es jedoch fast sicher ist, dass kein Verlust gemacht wird. Begründen Sie intuitiv, weshalb das Verlustrisiko der Anlagestrategie aus 2e) minimal ist. Erklären Sie zudem, was passiert, wenn sich die britische Währung nicht wie erwartet abwertet.

Wenn sich Ihre Annahme eines sich abwertenden Britischen Pfunds als falsch herausgestellt hätte, wäre der Wechselkurs nach einem Jahr (aufgrund der Wechselkursfixierung) genau derselbe gewesen wie zum Zeitpunkt Ihrer Investitionsentscheidung. Unter diesen Gegebenheiten hätten Sie von höheren deutschen Zinsen profitiert, allerdings keinen Währungsgewinn gemacht. Den Währungsgewinn hätten Sie nur realisiert, wenn sich das Britische Pfund tatsächlich abgewertet hätte. Unter dem Strich machen Sie aber auch einen Gewinn, wenn sich das Pfund nicht abwertet; in diesem Fall allerdings «nur» einen Zinsgewinn.

Einen Verlust hätten Sie in gegebener Situation nur im Falle einer (genügend grossen) Aufwertung des Pfunds einfahren können. Die Wahrscheinlichkeit einer Aufwertung des Britischen Pfunds ging jedoch gegen null, weil dies bedingt hätte, dass die britischen Zinsen so weit über die deutschen Zinsen angehoben werden, dass die Bundesbank die Wechselkursfixierung hätte aufgeben müssen. Die Aufgabe der Wechselkursfixierung wäre jedoch nur zur Debatte gestanden, wenn die Bundesbank nicht zu weiteren Zinserhöhungen hätte greifen wollen. Eine Zinserhöhung in Grossbritannien war aber für sich alleine genommen schon sehr unwahrscheinlich, weil sich Grossbritannien in einer Wirtschaftskrise befand. Zudem schien es völlig unplausibel, dass die Bundesbank die allenfalls nötigen Zinserhöhungen nicht mitmachen würde. In Deutschland waren die Zinserhöhungen aufgrund der boomenden Wirtschaft nämlich deutlich weniger kostspielig als in Grossbritannien zur selben Zeit.



Die beschriebenen one-way-bets führten Anfang der 90er-Jahre dazu, dass die Nachfrage nach Deutscher Mark derart hoch blieb, dass die Bank of England entschied, das Britische Pfund lieber abzuwerten als die heimischen Zinsen weiter zu erhöhen. Dies geschah unter anderem aufgrund der Ansicht, dass (im Falle einer Nicht-Erhöhung der inländischen Zinsen) die britischen Währungsreserven nicht ausreichen würden, um die konstant hohe Nachfrage nach Deutscher Mark zu befriedigen (siehe Lösung zu Aufgabe 2d). All diejenigen Investoren, die ihr Geld in Erwartung einer Abwertung des Britischen Pfunds in Deutscher Mark angelegt hatten, verdienten sich damit eine goldene (Währungs- und Zinsgewinns-)Nase.