

über eine weitere Streuung und Ergänzung der Stiftungsaktivitäten zu machen. Es entstand der Computer-Club der Stiftung.

Mit Beginn des Einzugs der Mikro-Elektronik in den Markt moderner Medien schaffte sich auch die Jugend-Computerschule der Stadtparkasse Köln drei Sätze von Klein-Computern mit dazugehöriger Peripherie an:

1 1 Commodore Computer PET 2001 — 8K;

1 Centronix-Drucker Typ 779 m. Tractor;
1 Interface Centronix/PET

2 1 Mikro-Computer APPLE II PLUS 16K;

1 Rekorder;

1 Printer Interface;

1 Floppy-Disk-Laufwerk mit Controller;
Speichererweiterungen von 16K auf 32K
von 32K auf 48K

3 1 Mikro-Computer TRS 80 Model III 48K RAM;

2 integrierte 40-Spur-Disk. Laufwerke;

1 Recorder CTR 80;

1 Line Printer VIII

Mit diesem Computerclub erreichte die Stiftung jene Jugendlichen, die — durch die geschilderten Standardprogramme angeregt — nun ihren Wissensdurst weiter stillen möchten. Die Jugendlichen erhalten in kleinen Gruppen Gelegenheit, mit den Mikroprozessoren und Minicomputern zu spielen, ihre eigenen Programme zu schreiben, die Programme zu testen und sie einer sinnvollen Nutzung zuzuführen.

Hier wird also nicht nur Know-how vermittelt, die Jugendlichen bekommen vielmehr auch die Möglichkeit, ihre erworbenen Kenntnisse in eigenes Handeln umzusetzen. Die Betreuung von diesen kleinen Gruppen haben wiederum fachkundige Studenten übernommen.

Bei drei Mikro-Computersätzen wird allerdings erneut klar, daß die Kapazität der Stiftung in diesem Computer-Club-Projekt ebenso begrenzt ist wie die Mittel, die zur Erweiterung dieser Aktivität zur Verfügung stehen.

Zur Zeit gibt es Überlegungen, ein Computer-Mobil auszurüsten, also

eine fahrbare Einheit zu schaffen, die mit Mikro-Computern bestückt ist. Bisher müssen die Adressaten zum Computer kommen, sowohl zu den Standard-Programmen wie zum »Club«. Mit dem Computer-Mobil könnte der Computer auch zum Jugendlichen kommen, vielleicht für 1—2 Wochen auf den Schulhof. Mit der mobilen Einheit wäre zudem noch mehr Streuung der Aktivitäten und noch mehr Effizienz denkbar.

Fazit

Mehr als 10 Jahre Stiftung Jugend-Computerschule der Stadtparkasse Köln ermutigen, das Projekt ernsthaft, mit Liebe und mit finanzieller und ideeller Unterstützung zu betreiben. Die regionale Begrenzung des Projektes läßt erkennen, daß hier kein gesellschaftspolitisches oder gar bildungspolitisches Problem gelöst werden kann. Trotzdem hilft die »JCS« in ihrem Raum mit ihren Mitteln ihren Adressaten. Nachahmen, Kopieren, Verbessern sind diesmal ausdrücklich erlaubt!

Methoden der Wechselkursprognose — ein Überblick

Holger Benke

Mit dem Zusammenbruch des Systems von Bretton Woods endete eine langjährige Phase relativ stabiler Wechselkurse. Während damals Wechselkursveränderungen nur bei Vorliegen »fundamentaler Ungleichgewichte« in der Zahlungsbilanz eines Landes gestattet waren und Auf- oder Abwertungen Seltenheitswert hatten, kam es in den vergangenen 10 Jahren zu hektischen Kursbewegungen an den Devisenmärkten. Damit erhöhte sich das Bedürfnis nach fundierten Analysen und Prognosen für einzelne Währungen. Der vorliegende Beitrag setzt sich kritisch mit den Methoden der Wechselkursprognose und ihrer praktischen Anwendung auseinander. Vor allem soll deutlich ge-

macht werden, daß jede gründliche Prognose auf »wenn-dann-Aussagen« beruht und ihr Eintritt deshalb von der Richtigkeit der getroffenen Annahmen abhängig ist.

Bestimmungsfaktoren der Wechselkursentwicklung

Der Wechselkurs einer Währung unterliegt wie jeder Marktpreis den Gesetzen von Angebot und Nachfrage. Dieser Mechanismus gilt auch in Festkurssystemen, in denen die beteiligten Notenbanken als Anbieter und Nachfrager zu festgelegten Kursen kaufen oder verkaufen. Daneben gibt es eine Vielzahl anderer Marktteilnehmer mit den unterschiedlichsten Motiven: Im- und Exporteure, Investoren, Spekulanten und Arbitrageure. In den Tagesmeldungen und Börsenkommentaren kommt nur bruchstückhaft zum Ausdruck, welche fundamentalen Faktoren das Marktgesche-

hen beeinflussen. Als wichtigste Einflußfaktoren werden Inflationsdifferenzen, Leistungsbilanzsalden, Zinsdifferenzen sowie psychologische und politische Faktoren genannt. Daneben spielen »markttechnische« Einflüsse eine Rolle. Die einzelnen Faktoren stehen in einer engen Beziehung zueinander und beeinflussen sich gegenseitig.

Kaufkraftparitäten als Ansatz

Der wichtigste Ansatzpunkt einer Fundamentalanalyse ist die Ermittlung von Kaufkraftparitäten. Nach der sogenannten Kaufkraftparitätentheorie besteht langfristig ein enger Zusammenhang zwischen der Höhe der Inflationsraten im In- und Ausland und der Entwicklung der Wechselkurse. Steigen die Preise im Inland stärker als im Ausland, so kommt es bei freiem Güteraustausch zu einer Passivierung der Handels- und Dienstleistungsbilanz. Der gestiegenen

Dipl.-Ökonom Holger Benke ist Mitarbeiter in der Volkswirtschaftlichen Abteilung der Norddeutschen Landesbank Girozentrale in Hannover.

Nachfrage nach Devisen seitens der Importeure stehen geringere Einnahmen der Exporteure gegenüber: Die heimische Währung gerät unter Druck. Der fallende Außenwert der heimischen Währung macht die Wettbewerbsvorteile ausländischer Anbieter allmählich zunichte, während die heimische Exportwirtschaft von wieder ansteigenden Notierungen der übrigen Währungen profitiert. Der Prozeß setzt sich fort, bis die Inflationsdifferenz gegenüber dem Ausland vollständig durch die Reaktion des Wechselkurses kompensiert wird. Die beschriebene Güterarbitrage führt folglich zu einem Ausgleich der Inflationsdifferenzen über den Wechselkurs. In der Praxis hat die Kaufkraftparität vielfach einen normativen Charakter angenommen. Sie gilt gewissermaßen als »Pfad der Tugend« und davon abweichende Wechselkurse werden als »überhöht« oder »zu niedrig« eingestuft.

Theoretische und praktische Probleme

Die Kaufkraftparitätentheorie weist jedoch einige Schwachstellen auf und ist deshalb umstritten.¹ Einer der wichtigsten Einwände ist wohl darin zu sehen, daß sie von einem Gleichgewicht auf den Gütermärkten ausgeht, jedoch die Faktormärkte und Finanzaktiva außer acht läßt. Sind die Preise für Sachkapital und Arbeitskräfte im internationalen Vergleich niedrig, so kann eine passive Leistungsbilanz über Jahre hinweg durch den Zufluß von Auslandsinvestitionen kompensiert werden. Bei ausgeglichener Grundbilanz (Leistungsbilanzsaldo \ominus Saldo des langfristigen Kapitalverkehrs) bleibt eine Reaktion des Wechselkurses auf die bestehenden Inflationsdifferenzen aus.

Ähnliche Überlegungen gelten auch für Finanzaktiva, z. B. festverzinsliche Wertpapiere. Allerdings wird ihr Preis (mit umgekehrtem Vorzeichen) durch die Höhe der Inflationsraten mitbestimmt. In Zeiten hoher Inflationsraten und restriktiver Geldpolitik fallen die Kurse festverzinslicher Wertpapiere mit steigenden Zinsen, bei niedrigen Inflationsraten und expansiver Geldpolitik steigen sie bei sinkenden Zinsen an. Auf längere Sicht kommt es zu einem Ausgleich der inflationsbedingten Kurschwankungen. Die Überlegungen müssen sich daher auf die Höhe der Realzinsen beschränken. Liegt das Realzinsniveau eines Landes auf Dauer über (unter) dem Niveau anderer Länder, so kann eine passive (aktive) Leistungsbilanz durch Kapitalzuflüsse (-abflüsse) kompensiert werden. Der Wechselkurs kann in diesem Fall auf Dauer oberhalb (unterhalb) der Kaufkraftparität liegen.

Das Indexproblem

Trotz ihrer Schwächen gilt die Kaufkraftparität als relativ zuverlässiger Indikator der Wechselkursentwicklung. Betrachtet man den Handelsverkehr als dominante Einflußgröße, so stellt sich die Frage, welcher Preisindex für die Ermittlung der Kaufkraftparität zugrunde gelegt werden sollte. Der Index sollte Umfang und Struktur des Außenhandels der betreffenden Volkswirtschaften widerspiegeln.

Die Verwendung von Exportpreisen scheitert an statistischen und methodischen Problemen. Da die wenigsten Länder Indices auf der Basis fester Warenkörbe ermitteln, sondern lediglich die Preise für einzelne Güter erfassen, könnten nur ungewichtete Durchschnittswerte verwendet werden. Außerdem beziehen sich die Preisindices für einzelne Güter, die aus den Zollerklärungen abgeleitet werden, nur auf die tatsächlich getätigten Exportgeschäfte. Die infolge ungünstiger Preisgestaltung oder sonstiger Vertragsbedingungen nicht zustande kommenden Transaktionen bleiben unberücksichtigt.

Als Ausweg bietet sich die Verwendung von Großhandels- oder Erzeugerpreisindices an. Doch auch hier treten erhebliche statistische Probleme auf, denn die Güterauswahl sowie Erhebungs- und Bewertungsmethoden variieren von Land zu Land beträchtlich.² Während der französische Großhandelspreisindex einschließlich Steuern, jedoch u. a. ohne die Preise für landwirtschaftliche Erzeugnisse, Mineralöl-erzeugnisse, Maschinen und Fahrzeuge ermittelt wird, gehen in den belgischen Index zwar landwirtschaftliche Erzeugnisse und Mineralöl-erzeugnisse ein, jedoch fehlen u. a. Baumaterialien, Steuern sowie ebenfalls Maschinen und Fahrzeuge. Die vom Statistischen Bundesamt ausgewiesenen Indexreihen werden zwar auf das Jahr 1976 = 100 umbasiert, doch weichen die Originalbasisjahre erheblich voneinander ab (Italien: 1980, Bundesrepublik Deutschland: 1976, Niederlande und Dänemark: 1975, USA: 1967, Schweiz: 1963, Frankreich: 1962, Belgien: 1936—1938).

Die Konsumentenpreisindices spiegeln zwar nicht exakt die Außenhandelsstrukturen wider, sie haben jedoch eine Reihe von Vorteilen. Die Basisjahre weichen nur geringfügig voneinander ab und sind wesentlich aktueller als die Basisjahre der Großhandelspreisindices. Die Warenkörbe sind in bezug auf die erfaßten Güter und Dienstleistungen weitgehend identisch. Gegenüber den Großhandelspreisindices haben sie außerdem den Vorteil,

daß auch die Preise für Dienstleistungen, die zum Teil in die Leistungsbilanz eingehen (z. B. Reiseverkehr), berücksichtigt werden. Außerdem sind sie für alle interessierenden Länder relativ schnell verfügbar. Empirische Untersuchungen haben zudem ergeben, daß Berechnungen mit verschiedenen Indices im großen und ganzen zu gleichen Ergebnissen führen.³ Es ist deshalb vertretbar, die Konsumentenpreisindices zu verwenden.

Bestimmung des Basisjahres

Wenngleich mit Hilfe von Kaufkraftparitäten nicht das Niveau, sondern nur die Veränderungen der Wechselkurse erklärt werden sollen, muß für die Ermittlung ein bestimmtes Basisjahr, das als »Normaljahr« gelten kann, festgelegt werden. Angesichts der enormen Kursfluktuationen und möglicher »zurückgestauter Inflationsdifferenzen« aufgrund von Festkursvereinbarungen und Notenbankinterventionen ist dies besonders schwierig. Die Festlegung des Basisjahres ist daher nicht frei von Willkür.

Als Anhaltspunkt können die vom Statistischen Bundesamt ermittelten Verbrauchergeldparitäten dienen.⁴ Die Verbrauchergeldparität gibt an, welcher Kaufkraftgewinn oder -verlust beim Umtausch der D-Mark in andere Währungen entsteht, wenn der Gegenwert in dem jeweiligen Land verausgabt wird. Die Paritätskurse werden mit Hilfe von Preisvergleichen für Waren und Dienstleistungen zwischen ausländischen Staaten und der Bundesrepublik auf der Basis von Warenkörben der Verbraucherpreisindices ermittelt. In einem »Normaljahr« sollte die Verbrauchergeldparität möglichst geringfügig vom tatsächlichen Devisenkurs abweichen. Die Schwäche dieser Methoden liegt allerdings darin, daß die verwendeten Warenkörbe nicht exakt die Außenhandelsstrukturen widerspiegeln und somit zu Fehlschlüssen verleiten können. Außerdem ist zu entscheiden, ob die Verbrauchsgewohnheiten des In- oder Auslandes zugrunde gelegt werden sollen. Alternativ kann anstelle eines Basisjah-

1 Vgl. z. B. Jetzer, Martin: Kaufkraftparität und Wechselkurs: Ein Diskussionsbeitrag, in: Außenwirtschaft, Jg. 34, H. 2, Juni 1979, S. 112 ff.

2 Vgl. Internationale Monatszahlen, Statistisches Bundesamt, Wiesbaden, S. 52 f.

3 Vgl. z. B. World Financial Markets, Morgan Guaranty Trust of New York, Mai 1978, S. 3 ff.

4 Vgl. Internationaler Vergleich der Preise für die Lebenshaltung, Statistisches Bundesamt, Wiesbaden, Fachserie 17, R. 10.

res auch eine Basisperiode zugrunde gelegt werden.⁵ Dabei ergeben sich jedoch ähnliche Probleme wie bei der Verwendung eines Basisjahres. Insbesondere stellt sich die Frage, in welchem Maße kurzfristige »Ausreißer« in der Kursentwicklung in das langfristige Mittel der Basisperiode einfließen sollten. Außerdem muß auch eine Basisperiode von Zeit zu Zeit neu definiert werden, wenn sich offensichtliche »Strukturbrüche« im Kursverlauf ergeben.

Dänische Krone als Musterbeispiel

Der praktische Nutzen von Kaufkraftparitäten für die Wechselkursprognose variiert von Währung zu Währung. Während sich der amerikanische Dollar (Abb. 1) und andere Währungen (z. B. japanischer Yen, schweizer Franken) scheinbar unabhängig von den Kaufkraftparitäten entwickelten, kann die dänische Krone (Abb. 2) als Musterbeispiel gelten. Dies ist nicht zuletzt auf die hohe Außenhandelsverflechtung mit der Bundesrepublik und die Zugehör-

Abbildung 1: US-Dollar

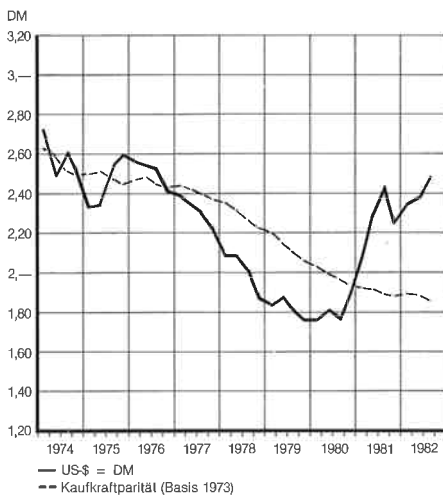
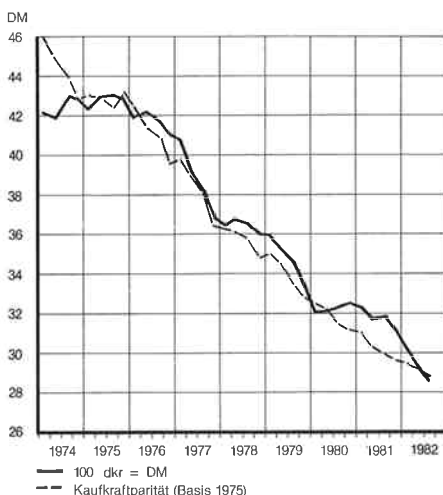


Abbildung 2: Dänische Krone

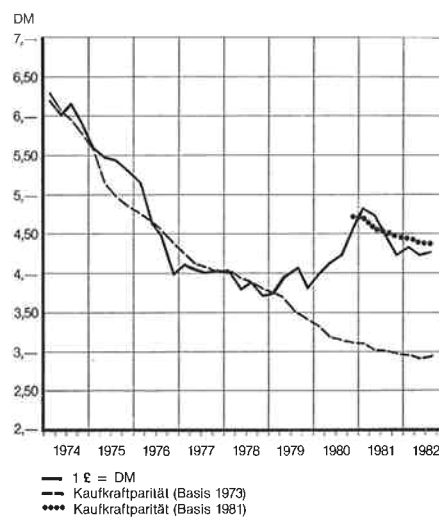


rigkeit beider Währungen zum Europäischen Währungssystem zurückzuführen.

Leistungsbilanzsalden

Da sich die Salden im Außenhandel nicht nur aus den Inflationsdifferenzen (Güterarbitrage) erklären lassen, ist für die Wechselkursprognose auch die Entwicklung der Leistungsbilanz insgesamt zu prognostizieren. Im Einzelfall ist zu prüfen, ob Veränderungen der Teilbilanzen (Handels-, Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz) voraussichtlich von Dauer sein werden oder ob es sich um zyklische bzw. zufallsbedingte Schwankungen handelt.

Abbildung 3: Englisch-Pfund



Dies läßt sich am Beispiel des englischen Pfundes (Abb. 3) verdeutlichen, das von 1979 an von hohen Zinssätzen und Leistungsbilanzüberschüssen profitiert hat. Während sich die Zinsdifferenz zwischen Großbritannien und der Bundesrepublik auf längere Sicht normalisieren dürfte, hat sich in der Leistungsbilanz ein »Strukturbruch« ergeben: Die hohen Energieexporte führen zu einer dauerhaften Entlastung der Leistungsbilanz und lassen ein Ansteigen des Wechselkurses auch entgegen der Kaufkraftparität gerechtfertigt erscheinen. Es ist zu erwarten, daß sich der Kurs oberhalb der Kaufkraftparität (Basis 1973) einpendeln wird. Ob das neue Niveau auf Basis der Kaufkraftparitäten von 1981 liegen wird, bleibt abzuwarten.

Zinsdifferenzen

Seit Beginn der weltweiten Hochzinsphase scheinen Zinsdifferenzen zwischen dem In- und Ausland zum dominierenden Einflußfaktor geworden zu sein. Der Devisenhandel steht im Bann

der amerikanischen Geldpolitik und reagiert schon auf kleinste Veränderungen der Marktconstellationen.

So eng der Zusammenhang zwischen Wechselkursen und Zinsdifferenzen kurzfristig auch sein mag — für die mittel- und langfristige Wechselkursprognose bietet er kaum eine Hilfestellung. Ein Vergleich zwischen US-Dollar und D-Mark macht deutlich, daß nur zeitweise ein enger Zusammenhang zwischen beiden Entwicklungen bestanden hat und gleich hohe Zinsdifferenzen mit sehr unterschiedlichen Dollarkursen korrespondierten (Abb. 4). Während sich die Zinsschwankungen im Jahr 1980 deutlich im Dollarkurs niederschlugen, koppelte er sich Anfang 1981 zeitweise von der Zinsentwicklung ab. Ein Rückgang der Zinsdifferenz von + 9,5 auf - 0,5 Prozentpunkte (Dreimonatsgeld) verursachte nur eine Wechselkursreaktion von 0,10 DM. Der darauf folgende Anstieg der Zinsdifferenz auf »nur« 5,5 Prozentpunkte ließ den Dollar auf neue Höchstkurse emporschnellen, die um fast 30 % über denen des Jahres 1980 lagen.

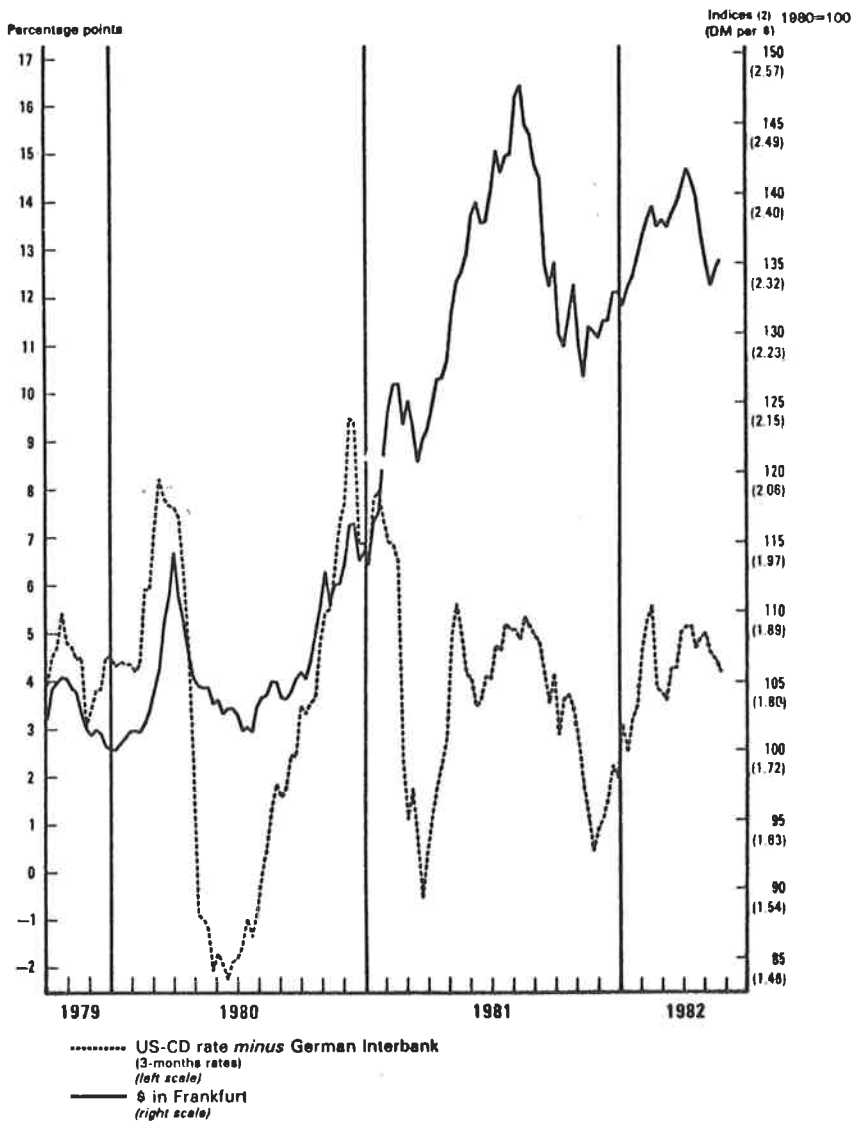
Der am Beispiel des amerikanischen Dollar beobachtete Zusammenhang zwischen Wechselkursen und Zinsdifferenzen läßt sich auch auf andere Währungen übertragen. Eine Veränderung der Zinsdifferenz hat vor allem kurzfristige Effekte, deren Ausmaß jedoch höchst unterschiedlich und kaum vorherzusehen ist. Sie wirken trendverstärkend oder -abschwächend und sind — darauf muß in der Hochzinsphase besonders hingewiesen werden — nur ein Einflußfaktor unter mehreren.

»Polen-Malus« und »Reagan-Bonus«

Politische und psychologische Faktoren hatten seit jeher einen großen Einfluß auf die Wechselkursentwicklung. In jüngster Zeit waren es z. B. ein »Polen-Malus« für die D-Mark ein »Reagan-Bonus« für den amerikanischen Dollar oder die politischen Veränderungen im Nahen Osten, die das Wechselkursgeschehen beeinflussten. Diese Faktoren lassen sich jedoch weder prognostizieren noch quantifizieren. Eine fundierte Analyse kann nur vom Status quo ausgehen. Der Prognostiker muß sich damit begnügen, die möglichen Einflußfaktoren zu nennen und ihren ökonomischen Gehalt zu beurteilen. Eine Fortschreibung der in der Vergangenheit beobachteten Auswirkungen in die Zukunft wäre reine Spekulation.

⁵ Zu den Details vgl. Schweizerischer Bankverein: Die Berechnung von Paritätswechselkursen, in: Der Monat, H. 6, 1982.

Abbildung 4: US-Dollar/D-Mark: Zinsdifferenzen und Wechselkurs



entnommen aus: OECD Economic Outlook, Juli 1982, S. 64

Chart-Reading — eine Alternative zur Fundamentalanalyse?

Angesichts der enormen Kursschwankungen der vergangenen Jahre und des scheinbaren Versagens der Fundamentalanalyse ist es verständlich, daß die Analytiker nach anderen Prognosemethoden Ausschau halten. In letzter Zeit hat die Technische Analyse, das sogenannte Chart-Reading, immer größere Verbreitung gefunden. Im folgenden werden die Grundzüge dieser Methode kurz dargestellt und diskutiert.⁶ Dabei geht es insbesondere um die Frage, ob das Chart-Reading, das ursprünglich für den Aktienmarkt konzipiert wurde, ohne weiteres auf den Devisenmarkt zu übertragen ist. Während die Fundamentalanalyse darauf abzielt, sämtliche kursbeeinfluss-

senden Faktoren möglichst vollständig zu erfassen und zu prognostizieren, beschäftigt sich die Technische Analyse ausschließlich mit dem Kursverlauf. Da sich alle Erwartungen und Aktivitäten der Marktteilnehmer in der Kursentwicklung niederschlagen, wird sie als der verlässlichste Indikator des Marktgeschehens angesehen. Dabei wird unterstellt, daß zwischen vergangenen und zukünftigen Börsenkursen ein enger Zusammenhang besteht und sich die Kurse in Trends entwickeln. Aufgrund von empirischen Untersuchungen nimmt man an, daß bestimmte Formationen im Kursverlauf auf eine Fortsetzung oder Beendigung des Kurstrends schließen lassen. Bilden sich Widerstands- oder Unterstützungslinien, so könnte dies z. B. auf die Aktivitäten von Großanlegern oder Insidern zurückzuführen sein.

Nach den Regeln des Chart-Reading

sollte der Anleger stets mit dem Strom schwimmen und Positionen erst auflösen, wenn sich eine Trendwende andeutet. Dies ist z. B. der Fall, wenn der Kurs aus einem Aufwärtstrend nach unten oder aus einem Abwärtstrend nach oben ausbricht (Abb. 5 a).

Ein anderes Mittel zur Erkennung von Trendwenden ist die Verwendung von gleitenden Durchschnitts. Werden die gleitenden 50-, 100- oder 200-Tage-Durchschnitte von oben nach unten durchbrochen, so kündigt sich nach der Chart-Methode ein Abwärtstrend an, erfolgt der Durchbruch von unten nach oben, so steht ein Aufwärtstrend bevor (Abb. 5 b).

Dabei wird ein konsequenter Chart-Techniker niemals zu absoluten Tiefstkursen kaufen oder zu Höchstkursen verkaufen, weil die entsprechenden Signale erst relativ spät auftreten. Dafür wird er aber vor verfrühten Aktivitäten innerhalb eines bestehenden Auf- oder Abwärtstrends bewahrt.

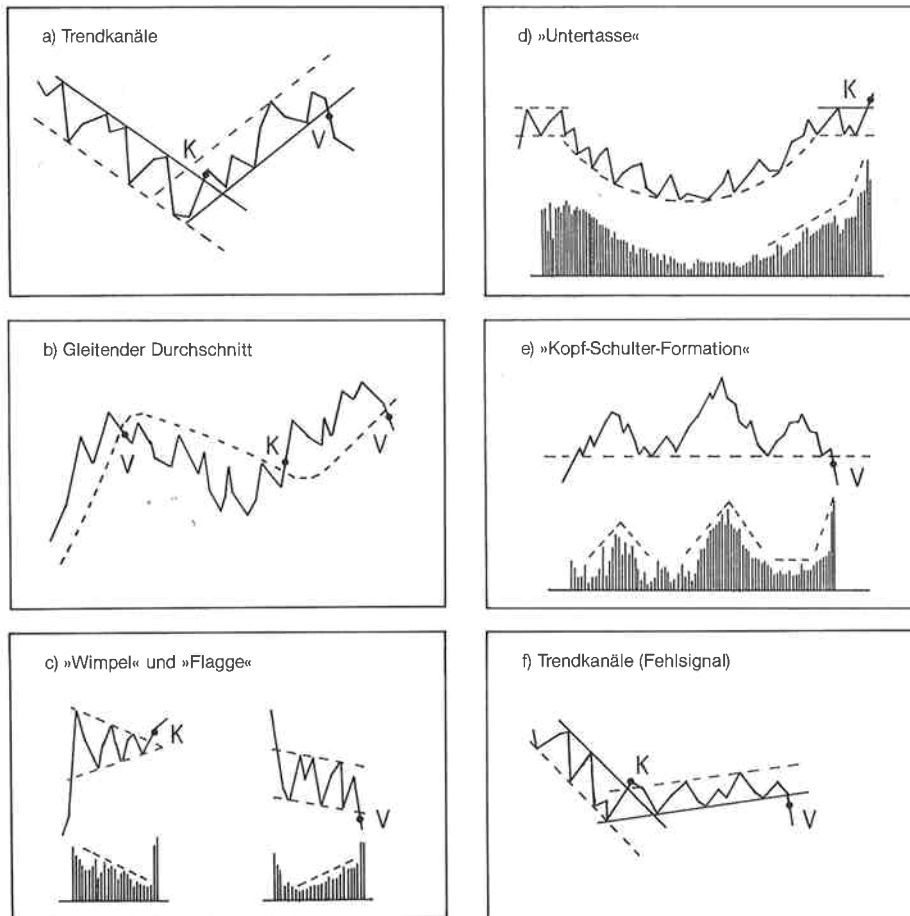
Neben diesen einfachsten Kauf- oder Verkaufssignalen kennt die Chart-Methode eine Vielzahl weiterer Trendumkehr- oder Trendbestätigungsformationen. Zu den Trendbestätigungsformationen gehören die sogenannten »Wimpel« und »Flaggen« (Abb. 5 c). Trendbestätigende Formationen sind Ausdruck einer Konsolidierungsphase, in der ein Teil der Marktteilnehmer zu Gewinnmitnahmen schreitet oder weitere Verluste begrenzen möchte. Der Markt tritt gewissermaßen auf der Stelle, bis diese Geschäfte abgeschlossen sind. Danach setzt sich die ursprüngliche Kursbewegung fort. Besondere Bedeutung wird dabei dem Umsatzverlauf beigemessen. Er sollte im Aufwärtstrend parallel und im Abwärtstrend entgegengesetzt zur Kursentwicklung verlaufen. Beim Ausbruch aus einer Konsolidierungsformation sollte er deutlich ansteigen. Folgt er nicht diesem Muster, so könnte nach der Chart-Methode ein Fehlsignal vorliegen, das den Anleger in die falsche Richtung führt. Entsprechendes gilt für die sog. Trendumkehrformationen (Abb. 5 d, e).

Chart-Methode kontra Random-Walk-Theorie

Die Regelmäßigkeit bestimmter Kursverläufe wird von den Anhängern der Random-Walk-Theorie bestritten. Nach dieser Theorie sind die Börsen höchst effiziente Märkte, an denen sich sämtliche kursbeeinflussende Faktoren un-

⁶ Eine ausführliche Darstellung findet sich bei: Schiller, Wolfgang: Technische Aktienanalyse — Chart-Reading, München 1971.

Abbildung 5: Idealtypische Kurs- und Umsatzverläufe



verzüglich im Preis niederschlagen. Die weitere Entwicklung unterliegt keiner Regelmäßigkeit, sondern nur dem Zufall. Die Kurse ändern sich, wenn neue Informationen vorliegen, die von den Marktteilnehmern als bedeutsam angesehen werden. Die zukünftigen Kurse sind folglich unabhängig von den Notierungen der Vergangenheit. Damit entbehrt die Chart-Methode jeder Grundlage.

In der Tat läßt sie jede wissenschaftliche Fundierung vermissen: Gestützt auf empirische Untersuchungen finden sich nur gelegentlich analytische Erklärungsversuche für das Auftreten bestimmter Kursformationen und die daraus abgeleiteten Prognosen. Auch das Vokabular der Chart-Techniker erweckt nicht gerade den Eindruck von Wissenschaftlichkeit.

Voraussetzungen für das Chart-Reading: Ausreichende Kursdynamik . . .

Für die Anwendung der Technischen Analyse müssen nach M. Rosenberg zwei Voraussetzungen erfüllt sein: Die Kurse müssen in erkennbaren Trends mit einer gewissen Intensität und Dauer

laufen, und es müssen Marktunvollkommenheiten, z. B. aufgrund von institutionellen und/oder rechtlichen Restriktionen, vorhanden sein.⁷

Die erste Voraussetzung hat eine große praktische Bedeutung. Es wurde bereits darauf hingewiesen, daß ein konsequenter Chart-Techniker niemals zum Tiefstkurs kauft oder zum Höchstkurs verkauft. Ein Engagement ist also nur sinnvoll, wenn die Kursbewegung einen angemessenen Abstand zwischen Kauf- und Verkaufkurs erwarten läßt. Je flacher die Trends verlaufen, um so geringer die Gewinnchancen. Im Extremfall könnte ein Verkaufssignal sogar unterhalb des vorangegangenen Kaufsignals liegen (Abb. 5 f). Daraus folgt, daß sämtliche EWS-Währungen, deren Schwankungsbreite auf $\pm 2,25\%$ um die Parität begrenzt ist, für die Technische Analyse kaum in Betracht kommen. Eine Ausnahme bildet allenfalls die italienische Lira, deren Schwankungsbreite $\pm 6\%$ beträgt. Die Bandbreiten selbst können nicht als Trendkanäle im sonst üblichen Sinne angesehen werden, da Trendausbrüche ex definitione ausgeschlossen sind. Für die Technische Analyse kommen damit nur die Nicht-EWS-Währungen in Betracht — und selbst aus diesem Kreis müssen

einige Währungen aufgrund ihrer geringen Kursdynamik ausscheiden.

. . . und die Existenz von Marktunvollkommenheiten

Als zweite Voraussetzung nennt Rosenberg die Existenz von Marktunvollkommenheiten. Wäre der Devisenmarkt völlig transparent und frei von institutionellen Hemmnissen, so käme die Random-Walk-Theorie zum Tragen. Erste Marktunvollkommenheiten, die zu verzögerten und/oder inkonsequenten Reaktionen der Marktteilnehmer führen, eröffnen spekulative Chancen und Risiken. Diese Bedingung scheint auf den ersten Blick erfüllt zu sein, denn am Devisenmarkt agiert eine Vielzahl von Institutionen (z. B. Notenbanken), die zum Teil als »Trendsetter« anzusehen sind, sowie Im- und Exporteure, Anleger und Spekulanten. Gerade die Devisengeschäfte von Im- und Exporteuren könne kaum als »effizient« im Sinne der Random-Walk-Theorie bezeichnet werden, da sie nicht als Kapitalanleger oder Spekulanten auftreten, sondern fremde Währungen i. d. R. nur als Zahlungsmittel anbieten oder nachfragen.

Vergleicht man allerdings die Devisenmärkte insgesamt mit den Aktienmärkten, so dürften die Aktienmärkte eine weit geringere Transparenz aufweisen: Die große Zahl der gehandelten Wertpapiere, die (aus der Sicht der Anleger) mangelnde Publizität der Aktiengesellschaften, die relativ große Zahl von Insidern und Großanlegern beeinträchtigen die Markteffizienz. Dagegen konzentriert sich das Interesse am Devisenmarkt auf relativ wenige Währungen. Die für die Fundamentalanalyse erforderlichen Informationen (i. e. L. Inflationsraten, Leistungsbilanzsalden, Zinssätze) sind dank gut ausgebauter Nachrichtensysteme für alle Marktteilnehmer in kürzester Zeit verfügbar. Es gibt keine Insider — sieht man einmal von den Vertretern der Notenbanken und Regierungen ab. Die Bedeutung von Großanlegern ist weit geringer als am Aktienmarkt — selbst Notenbanken haben mit ihrem enormen Interventionspotential oft nur geringen Einfluß auf die Kursentwicklung.

Da die Devisenmärkte also wesentlich »effizienter« sind als die Aktienmärkte, dürften die Prämissen der Random-Walk-Theorie wohl eher zutreffen als die Grundannahmen der Technischen Analyse.

7 Vgl. Rosenberg, Michael: Is Technical Analysis Right for Currency Forecasting?, in: Euromoney, Juni 1981, S. 125 ff.

Abbildung 6: Kursentwicklung des US-Dollar — Technische Analyse

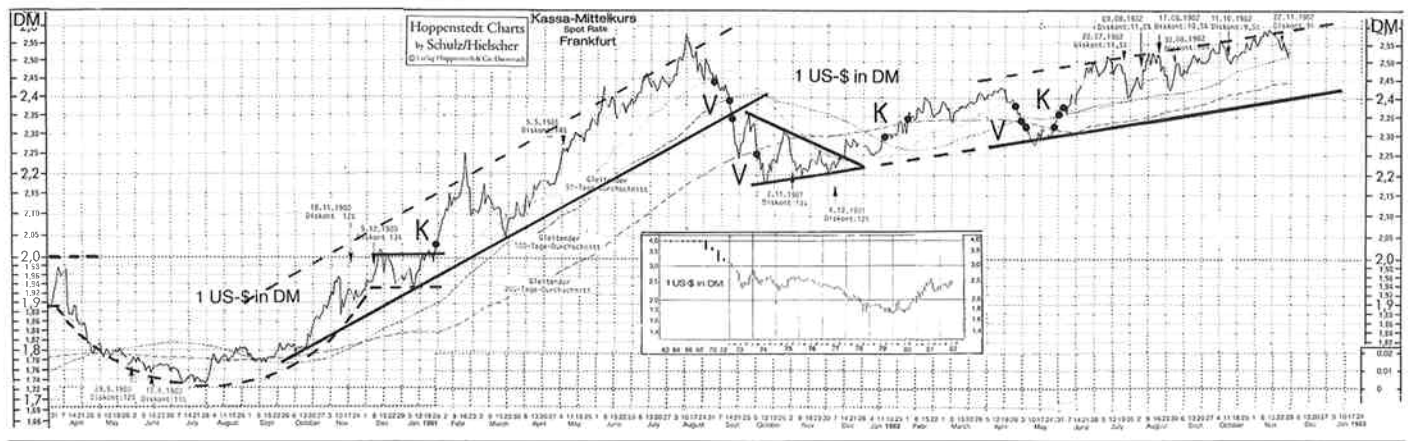


Chart-Reading in der praktischen Anwendung

In der praktischen Anwendung erweist es sich als großes Handicap, daß für den Devisenmarkt keine Umsatzzahlen vorliegen. Gerade diese Angaben werden von den Chart-Technikern als unentbehrliches Hilfsmittel zur frühzeitigen Erkennung von Fehlsignalen bezeichnet.

Im Kursbild des amerikanischen Dollar (Abb. 6) entwickelte sich von April 1980 bis Januar 1981 eine geradezu klassische »Untertassenformation«, die einen dynamischen Aufwärtstrend erwarten läßt. Wegen fehlender Umsatzzahlen ist die Relevanz dieser Formation allerdings nicht eindeutig zu beurteilen.

Im Kursbild des amerikanischen Dollar (Abb. 6) entwickelte sich von April 1980 bis Januar 1981 eine geradezu klassische »Untertassenformation«, die einen dynamischen Aufwärtstrend erwarten läßt. Wegen fehlender Umsatzzahlen ist die Relevanz dieser Formation allerdings nicht eindeutig zu beurteilen. Mit dem Durchbruch durch die 2,00-DM-Linie entsteht ein Kaufsignal. In den folgenden Monaten zieht der Dollar bis über 2,55 DM an. Ende 1981 ergaben sich dann mehrere Verkaufssignale, die durch eine Dreiecksformation bestätigt wurden. Auch dieses Kursbild sollte durch einen entsprechenden Umsatzverlauf unterlegt sein. Wer aufgrund der wiederholten Verkaufssignale vor Abschluß der Dreiecksformation Baissepositionen aufbaute, mußte erhebliche Verluste hinnehmen; denn entgegen allen Erwartungen brach der Kurs nach oben aus und schnitt kurz darauf die gleitenden Durchschnitte. Ob dieses Fehlsignal zu erkennen gewesen wäre, wenn das Umsatzvolumen vorgelegen hätte, sei dahingestellt. Der erneute Kursanstieg müßte konsequenterweise zu Käufen auf einem Kursniveau von 2,35—2,40 DM führen. Die feste Grundhaltung des US-Dollar hielt jedoch nur kurze Zeit an. Wenige Wochen später ergaben sich mit dem erneuten Durchbruch der gleitenden Durchschnitte bereits drei Verkaufssignale, die Glatstellungen auf einem Niveau von 2,30—2,35 DM nahelegten. Der Spekulant mußte neben den Transaktionskosten und möglichen Zinsverlusten einen Kursver-

lust von 0,05—0,10 DM hinnehmen. Nach Abschluß dieser Transaktionen folgten erneut Kaufsignale, die zu Rückkäufen auf einem Niveau von 2,35—2,40 DM veranlaßten. Zu diesem Zeitpunkt wurde deutlich, daß sich offenbar ein neuer langfristiger Aufwärtstrend gebildet hat, dessen geringe Dynamik jedoch für einen konsequenten Chart-Techniker nur geringe Gewinnchancen verspricht.

»Fingerspitzengefühl« und Wunschdenken

Das Beispiel zeigt, daß die Orientierung an den Signalen der Technischen Analyse zu einem recht konfusem Anlageverhalten führen kann. In der praktischen Anwendung ergeben sich immer wieder erhebliche Interpretationsschwierigkeiten, und es entsteht der Eindruck, daß sich die Kursverläufe zwar nachträglich sehr anschaulich aufbereiten lassen, die Prognose aber oft auf »Fingerspitzengefühl« und Wunschdenken basiert. Ein weiteres Handicap besteht darin, daß manche Formationen keine eindeutigen Schlüsse auf den Kursverlauf zulassen⁸ und immer wieder Fehlsignale auftreten, die wegen fehlender Umsatzzahlen nicht als solche zu identifizieren sind.

Für eine seriöse Wechselkursprognose kommt die Technische Analyse nicht in Betracht. Eine gewisse Bedeutung hat sie bestenfalls für die kurzfristige Spekulation, da ihre Kauf- oder Verkaufssignale zu entsprechenden Reaktionen einiger Marktteilnehmer führen können. Sie gleicht insoweit einer »self-fulfilling-prophecy«.

Kein Patentrezept

Für die Wechselkursprognose gibt es kein Patentrezept. Es wäre verfehlt, sich ausschließlich auf die Kaufkraftparitäten zu stützen und gewissermaßen

aus dem akademischen Elfenbeinturm heraus nur langfristige Prognosen abzugeben. Die Wechselkurse werden — je nach Land und Umständen — von einer Vielzahl ökonomischer, institutioneller, politischer und psychologischer Faktoren beeinflußt. Gegenüber einfachen Methoden ist ebensoviel Skepsis angebracht wie gegenüber komplizierten Computermodellen. Der richtige Weg liegt in der Mitte: Auf der Grundlage einer sorgfältigen Analyse lassen sich unter bestimmten Annahmen gewisse Tendenzen für die weitere Entwicklung aufzeigen. Mit der Angabe von »Kurszielen« auf Mark und Pfennig wird der Boden einer fundierten Prognose verlassen. Die schwierige Aufgabe, die aufgezeigten Tendenzen in konkretes Handeln umzusetzen, bleibt den Marktteilnehmern überlassen.

⁸ Vgl. Perridon, Louis u. Steiner, Manfred: Finanzwirtschaft der Unternehmung, München 1977, S. 152 f.

