

Dokument-ID:W1007957

Heft 3/2018, Seite 155

Wechselkurse in der Unternehmensbewertung

Wechselkursprognose der Banken – Ergebnisse einer Bankenbefragung

Von WP StB Dr. Rainer Schultheiß und Prof. Dr. Wolfgang Schultze

Der Beitrag untersucht im Anschluss an unseren Beitrag in WPg 2017, S. 1478, die Frage, inwiefern Forward Rates aussagekräftig für die künftige Wechselkursentwicklung sind. Hierzu wird im Rahmen einer Expertenbefragung untersucht, welche Bestimmungsfaktoren Banken als relevant für die Wechselkursentwicklung ansehen und welche Faktoren von Banken in ihren eigenen Modellen zur Wechselkursprognose eingesetzt werden. Der Beitrag zeigt, dass die im Devisenhandel führenden Banken im Wesentlichen gütermarktbezogene Faktoren berücksichtigen. Die Forward Rate wird generell als nicht aussagefähig für die Wechselkursentwicklung angesehen.

1 Einleitung

Dieser Beitrag untersucht die Vorgehensweisen von Banken bei der Wechselkursprognose. Banken sind die primären Akteure auf dem Devisenmarkt und erstellen Prognosen der Wechselkursentwicklung für den Eigenbedarf einerseits und für die Beratung ihrer Kunden insbesondere hinsichtlich der Kurssicherung andererseits. Der Beitrag präsentiert Ergebnisse einer Befragung der im Devisenhandel weltweit führenden Banken. Er baut auf den Ergebnissen unserer an anderer Stelle in dieser Zeitschrift dargestellten Befragung auf.^[1] Dort wurde herausgearbeitet, wie Banken bei der Bepreisung von Forward Rates für Devisentermingeschäfte vorgehen. Es wurde aufgezeigt, dass die befragten Banken die Forward Rates in keinem Fall als Prädiktor für den künftigen Wechselkurs betrachten.

Vor diesem Hintergrund wird im vorliegenden Beitrag näher untersucht, welche Bedeutung Zinsunterschiede zwischen den Währungsräumen – als wesentliche Komponente der Forward Rate – für die weitere Wechselkursentwicklung haben. Des Weiteren wird untersucht, welche darüber hinausgehenden Bestimmungsfaktoren (z.B. Kaufkraftunterschiede u.a.m.) in den Wechselkursprognosen der Banken berücksichtigt werden. Anschließend wird ein Überblick über die von den Banken im Rahmen der Wechselkursprognose verwendeten Modelle gegeben. Dreizehn der befragten Banken haben uns detailliert hierüber berichtet.

Die in die Befragung einbezogenen Banken bestanden aus den Top 20 der im Segment Spot/Forward der Euromoney-Studie 2015 führenden Banken. Dies sind Bank

of America Merrill Lynch, Barclays, BNP Paribas, Citi, Commerzbank, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, GSA Capital, HSBC, JPMorgan, Morgan Stanley, Nomura, RBC Capital Markets, RBS, Société Générale, Standard Chartered, State Street, UBS und Westpac.

2 Zinsunterschiede und Kursentwicklung

Die Swap Points als der von den Banken berechnete Aufpreis für ein Devisentermingeschäft enthalten keine Erwartungen über die künftige Wechselkursentwicklung.^[2] Daher haben wir die Bankenvertreter danach befragt, inwiefern Zinsunterschiede, welche die Swap Points primär determinieren, für die Wechselkursentwicklung relevant seien. Hierzu erklärten die Bankenvertreter, dass sie Zinsunterschiede nur insofern als relevant ansehen, als sich in der Währung mit der höheren Verzinsung höhere Renditen verdienen ließen. Die zusätzliche Nachfrage nach dieser Währung führe dann zu einer Aufwertung der Währung. Dieses Argument steht im Widerspruch zur ungedeckten Zinsparitätentheorie (Uncovered Interest Parity), wonach die Währung mit der höheren Verzinsung abwerten müsste, um die Renditeunterschiede auszugleichen. Diese konträre Sicht deckt sich auch mit dem von uns zuvor beschriebenen Erklärungsansatz für das in der Empirie regelmäßig gefundene, konträre Vorzeichen der Tests für die Uncovered Interest Parity.^[3]

Anschließend wurden die Teilnehmer mit dem folgenden von Bloomberg stammenden Zitat konfrontiert:

„Many people, even in the financial sector, think that a forward rate is an expectation of future foreign exchange movement. This is not true. Actually, a forward rate is nothing but a mirror of the currently prevailing spot rate, allowing for the interest rate differential between the two currencies and the time period at the expiration of which the actual transaction concludes.“^[4]

Dieser Aussage stimmten alle Teilnehmer zu. Das zusammenfassende Zitat eines Leiters der Handelsabteilung lautete:

„Ich habe mich auch in Vorbereitung auf das Gespräch mit unserem Global Head of Research zusammengetan und ihn mit dem Satz konfrontiert. Die Aussage ist von ihm: ‚This is correct. Forwards are just a representative of spot and carry.‘ Kurzum, wir schließen uns dem an. Zu sagen, dass der Markt dahin geht, wo heute der Forward ist, das sehen wir nicht.“

Die Bankenvertreter waren sehr wohl der Ansicht, dass die aktuelle Spot Rate von Zinsersparungen beeinflusst wird: Erwartete Änderungen der Zinsen treiben Änderungen des Kassawechselkurses an. Hingegen haben die Swap Points, die aus dem aktuellen Zinsunterschied der beiden Währungen bestehen, keine Relevanz für die künftige Wechselkursentwicklung. Daher wurden die Bankenvertreter auch dazu befragt, welche weiteren Überlegungen in ihre Wechselkursprognosen einfließen.

3 Wechselkursprognose der Banken

Banken erstellen sowohl für die Beratung ihrer Kunden als auch zur Orientierung für ihre Händler eigene Prognosen über die erwartete weitere Wechselkursentwicklung. Forward Rates spielen dabei keine Rolle für die Prognose, sondern dienen lediglich der Kursabsicherung.^[5] Die Banken differenzieren klar zwischen der Wechselkursprognose einerseits und der Nutzung von Forward-Kontrakten zur Absicherung gegen

Wechselkursänderungen andererseits. Einer der Interviewpartner verglich deren Zusammenspiel mit der zwischen einem Arzt und einem Apotheker bestehenden Arbeitsteilung: Der Arzt erstellt die Diagnose, der Apotheker verkauft die Medizin. Mit den im Folgenden zu beschreibenden Bestimmungsfaktoren und Modellen der kurz- bis langfristigen Wechselkursprognose nehmen die Banken – bildlich gesprochen – die Diagnose vor. Soweit die Diagnose einen Hedging-Bedarf signalisiert, wird zur Währungsabsicherung der Abschluss von Forward-Kontrakten empfohlen. Bei diesen handelt es sich – um im Bild zu bleiben – um die Medizin. Der Abschluss der Forward-Kontrakte hat wiederum Auswirkungen auf Angebot und Nachfrage nach Währung auf Termin. Die darin enthaltenen Kurserwartungen schlagen sich aber nicht auf die Terminkomponente des Wechselkurses, sondern auf den Kassawechselkurs nieder.^[6]

Banken nehmen für kurz-, mittel- und langfristige Zeiträume Wechselkursprognosen vor. Im Folgenden werden zunächst überblicksweise die von den Banken betrachteten Bestimmungsfaktoren kurzfristiger Wechselkursprognosen dargestellt. In einem zweiten Schritt werden die für langfristige Wechselkursprognosen

-156-

herangezogenen Bestimmungsfaktoren ausführlicher diskutiert, da sie für die Unternehmensbewertung von besonderer Relevanz sind. Wechselkursprognosen mit mittlerem Horizont beziehen sowohl Bestimmungsfaktoren der kurz- als auch der längerfristigen Modelle mit ein. Da sich dadurch ein fließender Übergang zwischen den Fristigkeiten ergibt, fokussieren wir uns ausschließlich auf die beiden Extrema kurz- und langfristiger Prognosen.

4 Bestimmungsfaktoren kurzfristiger Wechselkursprognosen

Der Horizont kurzfristiger Prognosen reicht regelmäßig von wenigen Tagen bis hin zu einem Zeitraum von einem Jahr. Diese Analysen dienen den Banken vor allem für die eigene Nutzung zu Handelszwecken. Als Bestimmungsfaktoren berücksichtigen die Banken überwiegend Indikatoren, die die Attraktivität der in einem Währungsraum existierenden Anlagemöglichkeiten beschreiben. Mit steigender Attraktivität der Anlagemöglichkeiten nehmen die Kapitalflüsse in diesen Währungsraum zu, woraus die Banken auf eine kurzfristig zu erwartende Aufwertung schließen. Als Auslöser für kurzfristige Kapitalbewegungen werden vor allem die in Übersicht 1 gezeigten Bestimmungsfaktoren betrachtet.

Bestimmungsfaktoren kurzfristiger Kapitalbewegungen	
Bestimmungsfaktoren	Kapital fließt ...
Zinsdifferenzen	... in Währungsräume mit höherem (realem) Zinsniveau.
Relative Aktienmarktentwicklung	... in Währungsräume, deren Aktienmärkte sich überdurchschnittlich entwickeln.
Globale Aktienmarktentwicklung	... bei sich verschlechternder Aktienmarktentwicklung in Währungen, die als „sicherer Hafen“ gelten.
Rohstoffpreisentwicklung	... bei sich verteuernenden Rohstoffpreisen in Währungen von Rohstoffexporteuren.
Leistungsbilanzsaldo	... in Währungsräume mit einem sich verbessernden Leistungsbilanzsaldo, da ein solcher für eine stärker prosperierende Wirtschaft spricht.

Bestimmungsfaktoren kurzfristiger Kapitalbewegungen

Arbeitslosenrate	... in Währungsräume mit abnehmender Arbeitslosenrate, da dadurch ein wirtschaftlicher Aufschwung angezeigt wird.
------------------	---

Übersicht 1 » Bestimmungsfaktoren kurzfristiger Kapitalbewegungen

Zur Bedeutung der Zinsdifferenzen ist zweierlei anzumerken:

1. Banken assoziieren einen erwarteten Zinsanstieg der Fremdwährung mit einer kurzfristig eintretenden Währungsaufwertung. Carry Trades, die Aufnahme von Schulden in niedrig verzinsten Währungsräumen und die Anlage des aufgenommenen Kapitals in höher verzinsten Währungsräumen, lösen Kapitalströme in die höher verzinsten Währungsräume aus. Dies widerspricht den durch die ungedeckte Zinsparitätentheorie beschriebenen Zusammenhängen, wonach höher verzinsten Währungen abwerten sollen.
2. Über das Zinsniveau hinaus betrachten Banken mit den Entwicklungen an den Aktien-, Rohstoff- und Arbeitsmärkten eine Reihe weiterer Indikatoren, aus denen sie Hinweise auf kurzfristige Kapitalströme ableiten.

Die genannten Bestimmungsfaktoren werden sowohl für kurzfristige Fundamentalanalysen als auch für Sentimentanalysen herangezogen. Bei Letzteren werden die Stimmungen der Marktteilnehmer an den Devisenmärkten und daraus resultierende Kapitalströme ausgelotet. Des Weiteren werden Ad-hoc-Analysen, die vor allem Einflüsse der Politik und der Zentralbanken würdigen, sowie Ansätze der technischen Analyse angewendet. Auf Letztere gehen wir hier nicht weiter ein.

5 Bestimmungsfaktoren langfristiger Wechselkursprognosen

Langfristige Prognosen orientieren sich meist an dem Zeitraum, innerhalb dessen sich der Wechselkurs einem bestimmten Niveau, das sich aus fundamentalen Faktoren ergibt, annähern soll. Die Zeiträume erstrecken sich auf drei bis fünf Jahre, aber auch länger, wenn ein langfristig faires Wechselkursniveau ermittelt wird. Die für langfristige Wechselkursprognosen eingesetzten Modelle beziehen sich im ersten Schritt überwiegend auf die Prognose des realen Wechselkurses. In einem zweiten Schritt wird dann auf den zu prognostizierenden gleichgewichtigen nominalen Wechselkurs geschlossen. Der reale Wechselkurs bildet als relativer Preis von inländischen und ausländischen Gütern die Kaufkraft einer Währung ab. Er wird berechnet als Produkt des nominalen Wechselkurses und

-157-

des Verhältnisses zwischen inländischem und ausländischem Preisniveau.^[7] Die von den befragten Banken eingesetzten Bestimmungsfaktoren der langfristigen Wechselkursprognose lassen sich ihrer Bedeutung nach in die in Übersicht 2 gezeigte Reihenfolge bringen.^[8]

Nr.	Bestimmungsfaktor der langfristigen Wechselkursprognose	Anteil der diesen Bestimmungsfaktor berücksichtigenden Banken
1	Preisniveau/Inflationsdifferential	77%
2	Produktivitätsdifferential	62%

Nr.	Bestimmungsfaktor der langfristigen Wechselkursprognose	Anteil der diesen Bestimmungsfaktor berücksichtigenden Banken
3	Terms of Trade	54%
4	Verschuldungsgrad	46%
5	Leistungsbilanzsaldo	31%
6	Zinsdifferential	15%

Übersicht 2 » Bestimmungsfaktoren der langfristigen Wechselkursprognose

5.1 Preisniveau/Inflationsdifferential

Bei dem Preisniveau und dem zwischen zwei Währungsräumen bestehenden Inflationsdifferential handelt es sich um auf die Kaufkraft bezogene Bestimmungsfaktoren. Gemäß der absoluten Kaufkraftparitätentheorie muss das Preisniveau eines Warenkorbs im Inland mit dem Preisniveau desselben Warenkorbs im Ausland übereinstimmen. Trifft dies nicht zu, gehen die Prognosen von einer Abwertung der Währung mit der geringeren Kaufkraft aus, bis der reale Wechselkurs Eins beträgt.^[9] Das Inflationsdifferential gibt den relativen Kaufkraftverlust an. Inflationsdifferenzen werden gemäß der relativen Kaufkraftparitätentheorie durch entgegengesetzte Wechselkursänderungen kompensiert. Höhere Inflationsraten oder Inflationsprognosen resultieren in Prognosen einer Abwertung der Währung. Der reale Wechselkurs bleibt durch die Abwertung konstant.^[10] Zehn der befragten Banken stellen in ihren Modellen der langfristigen Wechselkursprognose unmittelbar auf das Preisniveau oder das Inflationsdifferential ab.

5.2 Produktivitätsdifferential

Das Produktivitätsdifferential bildet den sog. Balassa-Samuelson-Effekt ab, wonach eine bereits realisierte oder eine prognostizierte Produktivitätssteigerung im Industriesektor eines Währungsraums zu einer realen Aufwertung führt.^[11] Einer der Interviewpartner hob darauf ab, dass das Produktivitätsdifferential vor allem von Bedeutung sei, um Wechselkursprognosen für die Währungen von Schwellenländern zu erstellen. Das Produktivitätsdifferential wird von acht der befragten Banken im Rahmen der langfristigen Wechselkursprognose berücksichtigt.

5.3 Terms of Trade

Die Terms of Trade messen die realen Austauschverhältnisse der auf dem Weltmarkt handelbaren Güter. Prognostizierte Reduktionen der Importpreise und prognostizierte Steigerungen der Exportpreise führen zu einer Verbesserung der Terms of Trade. Dadurch steigt im Inland die Kaufkraft, was zu einer Aufwertung der Inlandswährung führt. Die Terms of Trade sind ein wichtiger Indikator, um vor allem Währungen von Ländern mit starkem Rohstoffbezug zu prognostizieren. Einer der Interviewpartner nannte als Beispiele den Russischen Rubel und den Australischen Dollar. Die Terms of Trade werden in den Prognosemodellen von sieben der befragten Banken berücksichtigt.

5.4 Verschuldungsgrad

Sechs der befragten Banken verwenden im Rahmen der langfristigen Wechselkursprognose Bestimmungsfaktoren wie den Auslandsvermögensstatus, die Bruttostaatsverschuldung (in % des Bruttoinlandsprodukts) und die Nettokapitalerträge (in % des Bruttoinlandsprodukts), die jeweils mit dem Verschuldungsgrad des Währungsraums zusammenhängen. Aus einem prognostizierten Rückgang des Verschuldungsgrads leiten die Banken die Prognose einer Aufwertung ab.

5.5 Leistungsbilanzsaldo

Der Leistungsbilanzsaldo eines Währungsraums lässt auf die Wettbewerbsfähigkeit der dort ansässigen Unternehmen schließen. Nimmt deren Wettbewerbsfähigkeit zu, wird sich der Leistungsbilanzsaldo des Währungsraums

-158-

verbessern. Die Nachfrage nach dieser Währung steigt, was zu einer Aufwertung führt. Dieser Bestimmungsfaktor wird von vier der befragten Banken in der langfristigen Wechselkursprognose berücksichtigt.

5.6 Zinsdifferential

Prognosen für höhere Zinsen am langen Ende der Zinsstrukturkurve werden von zwei der befragten Banken als Indikator für eine langfristige Aufwertung der Währung gewürdigt.

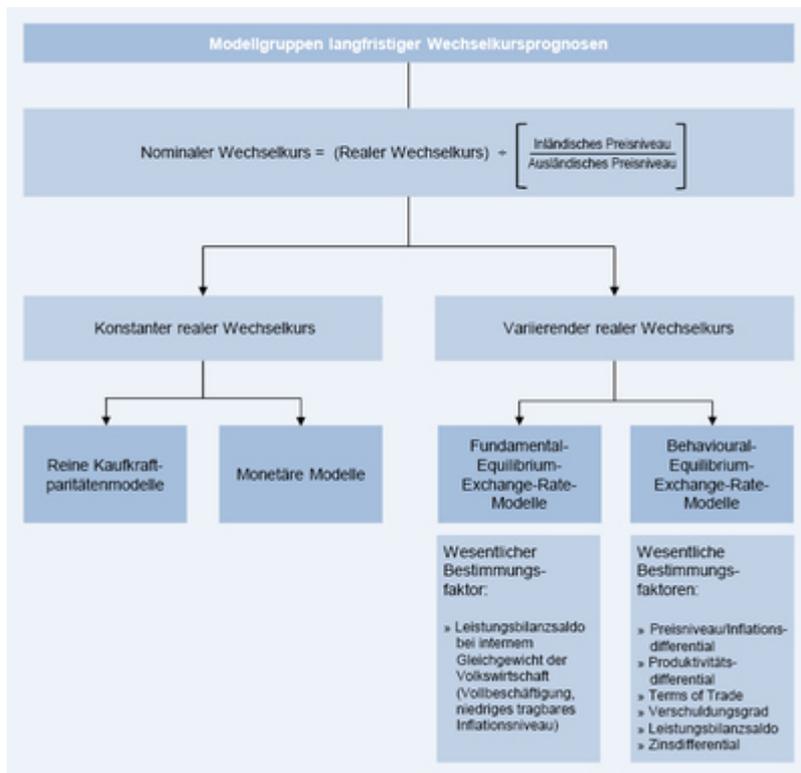
5.7 Zwischenergebnis

Neben die genannten Bestimmungsfaktoren treten in der Prognosepraxis der Banken weitere Indikatoren wie etwa die für einen Währungsraum prognostizierten Steigerungen der Staatsausgaben oder Prognosen zum Auf- oder Abbau von Handelsbarrieren und somit zur Außenhandelsintensität. Diese Indikatoren besitzen jedoch eine deutlich geringere Verbreitung.

In der Gesamtschau ist festzustellen, dass Banken für die langfristige Wechselkursprognose weitgehend ähnliche Bestimmungsfaktoren betrachten. Die Bestimmungsfaktoren Preisniveau, Inflationsdifferential, Produktivitätsdifferential und Terms of Trade beziehen sich auf die Verhältnisse auf den Gütermärkten. Gleichermäßen resultiert der Leistungsbilanzsaldo aus Wettbewerbsvorteilen, die Unternehmen eines Währungsraums auf dem Gütermarkt besitzen. Da langfristige Wechselkursentwicklungen primär von den Gütermärkten ausgehen,^[12] hat das Zinsdifferential für die langfristigen Wechselkursprognosen der Banken im Vergleich zu den genannten gütermarktbezogenen Bestimmungsfaktoren eine untergeordnete Bedeutung.

6 Modellgruppen langfristiger Wechselkursprognosen

Die Banken verwenden zwei Arten von Modellen, die sich danach unterscheiden lassen, ob ein einheitliches, konstantes Gleichgewichtsniveau für den Wechselkurs prognostiziert wird oder ob das prognostizierte Gleichgewichtsniveau abhängig von Bestimmungsfaktoren ermittelt wird, sodass das Gleichgewicht im Zeitablauf mit diesen Faktoren schwankt und somit variabel ermittelt wird (vgl. Übersicht 3).



Übersicht 3 » Modelle langfristiger Wechselkursprognosen

6.1 Modelle mit der Annahme konstanter gleichgewichtiger realer Wechselkurse

Modelle mit einheitlichem Gleichgewicht erklären den künftigen gleichgewichtigen nominalen Wechselkurs durch die prognostizierte Entwicklung des relativen Preisniveaus. Bei den einfachen Varianten dieser Modellgruppe handelt es sich um reine Kaufkraftparitätenmodelle. In ihrer relativen Form postuliert die Kaufkraftparitätentheorie einen konstanten realen Wechselkurs. Die absolute Form der Kaufkraftparitätentheorie unterstellt einen realen Wechselkurs von Eins.^[13] Die Prognosen basieren auf der Prämisse, dass sich im Falle von Preisänderungen durch korrespondierende Wechselkursänderungen wieder ein konstanter realer Wechselkurs (relative

Kaufkraftparitätentheorie) bzw. ein realer Wechselkurs von Eins (absolute Kaufkraftparitätentheorie) einstellt. Erweiterungen dieser Kaufkraftparitätenmodelle sind monetäre Modelle, die die Bedingungen auf den Geldmärkten im In- und Ausland als Bestimmungsfaktoren für das Preisniveau mit berücksichtigen.

6.2 Modelle mit der Annahme variierender gleichgewichtiger realer Wechselkurse

Die zweite Gruppe prognostiziert den künftigen nominalen gleichgewichtigen Wechselkurs durch Modellierung des realen Wechselkurses. Diese Modellgruppe besteht

- aus den normativen „Fundamental Equilibrium Exchange Rate“-Modellen (FEER-Modellen) und
- aus den deskriptiven „Behavioral Equilibrium Exchange Rate“-Modellen (BEER-Modellen).

6.2.1 FEER-Modelle

FEER-Modelle zielen auf die Ermittlung eines gleichgewichtigen Wechselkurses ab, für den in dem betrachteten Währungsraum ein internes und externes Gleichgewicht wesentlicher volkswirtschaftlicher Parameter erzielt wird. Ein internes Gleichgewicht unterstellt für einen Währungsraum ein Produktionsniveau, das mit Vollbeschäftigung und Preisstabilität bzw. einer den Vorgaben der Zentralbanken entsprechenden Inflationsrate vereinbar ist. Das externe Gleichgewicht wird unter der Prämisse eines mittelfristig tragbaren, normativ festgelegten Leistungsbilanzniveaus des Währungsraums abgeleitet. Der langfristige gleichgewichtige reale Wechselkurs ist jener, der den langfristige tragbaren Leistungsbilanzsaldo herstellt.^[14] Auf FEER-Modellen basierende Wechselkursprognosen werden z.B. auch vom Peterson Institute for International Economics bereitgestellt. Dessen jeweils im Mai und November eines Jahres veröffentlichten Analysen sind frei zugänglich. Im Mai 2017 hat das Peterson Institute for Industrial Economics für 33 Währungen bezogen auf den US-Dollar langfristige gleichgewichtige FEER-Wechselkurse veröffentlicht.^[15]

6.2.2 BEER-Modelle

BEER-Modelle schätzen den langfristigen gleichgewichtigen realen Wechselkurs mittels ökonomischer Verfahren. Die Modellierung der auf dem Preisniveau oder dem Inflationsdifferential basierenden Kaufkraftparitäten wird auf der Grundlage empirisch festgestellter Wirkungszusammenhänge um die vorgenannten Bestimmungsfaktoren wie das Produktivitätsdifferential, die Terms of Trade, den Verschuldungsgrad und das Zinsdifferential erweitert.^[16] Da die BEER-Modelle die empirisch festgestellten Wirkungszusammenhänge abbilden, stellen sie in Abgrenzung von den normativen FEER-Modellen deskriptive Prognoseansätze dar.

6.3 Bedeutung der Modellgruppen in der Prognosepraxis

Abhängig von den vorherrschenden volkswirtschaftlichen Rahmendaten werden die in den Modellen berücksichtigten Bestimmungsfaktoren von den befragten Banken fallweise unterschiedlich gewichtet. So rückten in der Finanz- und Wirtschaftskrise z.B. die Bestimmungsfaktoren in den Vordergrund, die mit dem Verschuldungsgrad eines Währungsraums zusammenhängen. Einige Banken setzen mehrere Modellvarianten gleichzeitig ein und gewichten deren Bedeutung situationsspezifisch, um ein differenziertes Bild über die für langfristige Wechselkursentwicklungen maßgebenden Bestimmungsfaktoren und deren Bedeutung zu erlangen. Zudem wurde darauf hingewiesen, dass Modelle entwickelt wurden, die spezifisch auf die Haupthandelswährungen US-Dollar, Euro, Japanischer Yen und Britisches Pfund

ausgerichtet sind, und dass die Währungen von Emerging Markets zum Teil anderen Gesetzmäßigkeiten folgen.

Zwei der befragten Banken stützen ihre langfristigen Prognosen sowohl auf ein BEER-Modell als auch auf ein FEER-Modell und betrachten für sehr langfristige Trendentwicklungen darüber hinaus einfache Kaufkraftparitätenmodelle. Die Banken überprüfen die Prognosekraft der Modelle durch regelmäßige Backtests. Soweit dies auf der Grundlage der Ergebnisse der Backtests angezeigt ist, werden die Modelle fortentwickelt oder es werden die zur Ableitung der Wechselkursprognose berücksichtigten Modellvarianten neu gewichtet. In der Gesamtbetrachtung besitzen BEER-Modelle in der Bankenpraxis die größte Verbreitung, da sie als Multifaktormodelle das Wirkungsgeflecht zwischen Wechselkursen und anderen volkswirtschaftlichen Fundamentalfaktoren differenziert abzubilden vermögen. Auf die BEER-Modelle folgen ihrer Bedeutung nach die FEER-Modelle und die Kaufkraftparitätenmodelle, die zum Teil um Elemente der monetären Modelle ergänzt werden. Mit längeren

-160-

Prognosehorizonten nimmt die Bedeutung der reinen Kaufkraftparitätenmodelle deutlich zu. Die in der Prognosepraxis der Banken für langfristige Wechselkursprognosen eingesetzten Modelle lassen sich damit einer überschaubaren Zahl von primär auf den Gütermarkt bezogenen Modellgruppen zuordnen. Modelle, die sich ausschließlich auf die ungedeckte Zinsparitätentheorie stützen und die Wechselkursprognose aus Forward Rates ableiten, werden von den befragten Banken nicht eingesetzt.

7 Fazit

In jüngerer Zeit wird diskutiert, ob bei der Bewertung von Unternehmen mit Auslandsaktivitäten in Fremdwährungen prognostizierte Cashflows mit Forward Rates in Euro umgerechnet werden können. Die Befürworter dieser Vorgehensweise stellen darauf ab, dass es sich bei der Forward Rate um einen Marktpreis handle, der wegen der Markteffizienz alle den Marktteilnehmern zur Verfügung stehenden Informationen enthalte und somit deren Erwartungen über die künftige Wechselkursentwicklung abbilde. Vor dem Hintergrund dieser Diskussion haben wir im Rahmen strukturierter Interviews eine Befragung bei den Top 20 der im Devisen-Terminhandel führenden Banken durchgeführt und Informationen über den Preisbildungsprozess von Forward Rates und die von den Banken eingesetzten Wechselkursprognoseverfahren eingeholt.

Im Ergebnis lässt sich festhalten, dass Forward Rates keine Aussage über die künftige Wechselkursentwicklung zulassen. Im Gegenteil weisen die Swap Points, die den Unterschied zwischen der Forward Rate und der Spot Rate darstellen, häufig gerade in die entgegengesetzte Richtung. Zwischen der Wechselkursprognose und der auf Forward Kontrakten basierenden Absicherung von Fremdwährungscashflows ist daher zu differenzieren. Banken verwenden für die Wechselkursprognose Modelle, in die eine Vielzahl von Faktoren einfließt. Dabei sind sich die Modelle der einzelnen Banken strukturell recht ähnlich und verwenden übereinstimmende Faktoren. Wesentliche Unterschiede zwischen den Banken bestehen vor allem in unterschiedlichen Einschätzungen bezüglich der Gewichtung einzelner Bestimmungsfaktoren zu verschiedenen Zeitpunkten.

Die Ergebnisse der Befragung bestätigen die in der Fachliteratur vorherrschende Erkenntnis, dass Wechselkurse in einem komplexen Geflecht aus vielen volkswirtschaftlichen Fundamentalgrößen stehen. Eine Verwendung von in Datenbanken leicht verfügbaren, stichtagsbezogenen Forward Rates in der Unternehmensbewertung erscheint zwar komfortabel, sie enthält aber gegenüber den ebenso stichtagsbezogenen Spot Rates keine weiteren Informationen über die künftige Wechselkursentwicklung, sondern ist im Gegenteil ein verzerrter Schätzer, d.h. sie weist in die falsche Richtung der künftigen Wechselkursentwicklung.^[17] Zudem blendet sie die Komplexität der Wechselkursentwicklung völlig aus und kann daher zu erheblichen Schätzfehlern bei der Ermittlung von Unternehmenswerten führen.

Die Schulungsunterlagen eines renommierten Anbieters für die Fortbildung von Investment Professionals bringen es auf den Punkt:

„The forward exchange rate can be and is used for hedging, but it just is not a good predictor of how the spot exchange rate will move, unless you want a very short career as a currency manager.“^[18]

Dem sollte auch bei Wechselkursprognosen im Rahmen von Unternehmensbewertungen Rechnung getragen werden.

¹ Vgl. Schultheiß/Schultze, WPg 2017, S. 1478.

² Vgl. Schultheiß/Schultze, WPg 2017, S. 1478.

³ Vgl. Schultheiß/Schultze, WPg 2017, S. 1478.

⁴ Quelle: Bloomberg Help Page FX Forward Calculator (FRD).

⁵ Auszug aus einer Prognosemodellbeschreibung: „Already five years after the final break-up of the Bretton Woods exchange rate system a consensus had emerged that Uncovered Interest Parity does not hold in practice and forward rates have little if any power to forecast changes in the spot rates.“

⁶ Vgl. Schultheiß/Schultze, WPg 2017, S. 1478.

⁷ Vgl. Blanchard/Illing, Makroökonomie, 6. Aufl., Hallbergmoos 2014, S. 649.

⁸ Übersicht 2 differenziert nicht zwischen den für die Prognose herangezogenen Modellgruppen. Bei einer Differenzierung nach Modellgruppen ergäben sich deutlich höhere Prozentsätze.

⁹ Vgl. Moritz/Stadtmann, Monetäre Außenwirtschaft, 2. Aufl., München 2010, S. 129.

¹⁰ Vgl. Moritz/Stadtmann, a.a.O. (Fn. 9), S. 135.

¹¹ Vgl. Balassa, Journal of Political Economy 1964, S. 584–596; Samuelson, The Review of Economics and Statistics 1964, S. 145–154.

¹² Vgl. Moritz/Stadtmann, a.a.O. (Fn. 9), S. 123.

¹³ Vgl. Moritz/Stadtmann, a.a.O. (Fn. 9), S. 135.

¹⁴ Vgl. Williamson, in: Williamson (Hrsg.), Estimating Equilibrium Exchange Rates, Washington D.C. 1994, S. 177ff.

¹⁵ Vgl. für den Mai 2017 <https://piie.com> (Abruf: 20.09.2017).

¹⁶ Vgl. Chinn, in: James/Marsh/Sarno (Hrsg.), Handbook of Exchange Rates, Hoboken 2012, S. 53f.

¹⁷ Vgl. Schultheiß/Schultze, WPg 2017, S. 1478.

¹⁸ Vgl. Kaplan Inc., Schwesernotes™ 2017 Level III CFA® Book 3: Economic Analysis; Asset Allocation And Fixed-Income Portfolio Management, 2016, S. 160.