
Zur Effektivität freiwilliger Devisenmarktinterventionen

Christian Fürtjes

Zur Effektivität freiwilliger Devisen- marktinterventionen

Eine Analyse auf Basis des
Mikrostrukturansatzes der
Wechselkursentwicklung

Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. Heinz Dieter Smeets

 Springer Gabler

Christian Fürtjes
Düsseldorf, Deutschland

Dissertation, Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät der Heinrich-Heine-Universität
Düsseldorf, 2013

D 61

ISBN 978-3-658-03587-7
DOI 10.1007/978-3-658-03588-4

ISBN 978-3-658-03588-4 (eBook)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Springer Gabler

© Springer Fachmedien Wiesbaden 2013

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsgesetz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlags. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier

Springer Gabler ist eine Marke von Springer DE. Springer DE ist Teil der Fachverlagsgruppe Springer Science+Business Media.
www.springer-gabler.de

Geleitwort

Devisenmarktinterventionen sind staatliche Eingriffe in das Marktgeschehen, die sowohl in einem Währungssystem fester als auch flexibler Wechselkurse auftreten können. Während bei Festkurssystemen obligatorische Interventionen im Vordergrund stehen, geht es in einem Währungssystem grundsätzlich flexibler Wechselkurse, wie es seit 1973 zwischen den wichtigen Währungen der Welt (US-Dollar, Euro, Yen) zu beobachten ist, um freiwillige Devisenmarktinterventionen, die zur Abwendung gravierender Ungleichgewichte oder hoher Volatilität eingesetzt werden. Vor dem Hintergrund monetärer Theorieansätze zur Wechselkursentwicklung haben Devisenmarktinterventionen aber nur dann eine nachhaltige Wirkung, wenn sie einen Wechsel der Geldpolitik implizieren. Sterilisierte Devisenmarktinterventionen bleiben in diesem Modellrahmen hingegen wirkungslos. Dies schließt jedoch nicht aus, daß sterilisierte Interventionen über andere Kanäle den Wechselkurs beeinflussen.

Vor diesem Hintergrund hat man auf der Basis alternativer Ansätze zur Erklärung der Wechselkursentwicklung nach Wirkungskanälen sterilisierter Devisenmarktinterventionen gesucht, zu denen insbesondere der Portfolio-, der Signal- und der Koordinations-Kanal gehören. Die Wirkungsweise der in der traditionellen Literatur diskutierten Einflußkanäle und die daraus abgeleiteten Veränderungen des Wechselkurses haben sich jedoch bisher empirisch kaum belegen lassen. Daher untersucht Herr Dr. Fürtjes in der vorliegenden Studie, ob sich vor dem Hintergrund des Mikrostrukturansatzes zur Wechselkursentwicklung aus theoretischer wie empirischer Sicht neue Einflußmöglichkeiten ergeben oder bekannte Wirkungskanäle neu zu interpretieren sind. Dabei nimmt der Koordinations-Kanal einen besonders breiten Raum ein, da er explizit an der Mikrostruktur des Devisenmarktes ansetzt. Die Ergebnisse von Herrn Dr. Fürtjes zeigen jedoch, daß auch in diesem neuen Rahmen kaum mit einer nachhaltigen, zielgerichteten Wirkung zu rechnen ist, wenn die Eingriffe in Form sterilisierter Interventionen durchgeführt werden. Seine Ergebnisse lassen vielmehr den Schluß zu, daß solche Interventionen lediglich unter bestimmten wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen auf das Wechselkursniveau wirken.

Mit seiner Forschungsarbeit hat Herr Dr. Fürtjes einen wichtigen Beitrag zur Diskussion um die Notenbankpolitik in Form sterilisierter Devisenmarktinterventionen geleistet. Darüber hinaus bieten die Ausführungen in seiner Arbeit einen Anstoß, sich mit der grundsätzlichen Bedeutung des Sterilisationsgrades von Devisenmarktinterventionen wissenschaftlich intensiver zu beschäftigen. All jenen, die sich in Wissenschaft und Praxis mit dieser Fragestellung auseinandersetzen, gibt die vorliegende Schrift wertvolle Anregungen und Hinweise.

Düsseldorf

Prof. Dr. Heinz Dieter Smeets

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde als Dissertationsschrift im Rahmen meines Promotionsverfahrens an der HHU Düsseldorf verfaßt. Ihre Entstehung vom sprichwörtlichen „leeren Blatt“ bis hin zur veröffentlichungswürdigen Version wurde dabei maßgeblich geprägt von meiner Tätigkeit als Dozent und wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für VWL, insb. Internationale Wirtschaftsbeziehungen der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der HHU. In dieser fast sechsjährigen Phase haben mich eine Vielzahl von Kollegen, Freunden und Bekannten begleitet und auf dem Weg zur Verfassung dieses Buches aktiv unterstützt. Es ist das besondere Privileg eines Autors, sich in einem Vorwort bei eben diesen Menschen zu bedanken. Unglücklicherweise stellt sich jedoch auch hier das aus der ökonomischen Theorie wohlbekannte Problem der Optimierung unter Nebenbedingungen insofern, als eine adäquate Nennung all dieser Personen nicht zuletzt durch den vorgegebenen Seitenumfang restringiert wird. In Ermangelung eines bewährten Algorithmus zur Lösung dieses speziellen Problems kann damit auch meine Danksagung bestenfalls als eine Second-Best-Lösung angesehen werden und wird daher zwangsläufig zu Wohlfahrtsverlusten bei bestimmten Agenten führen, für die ich mich bei allen evtl. Betroffenen im Vorfeld entschuldigen möchte. Im Stile eines hoffentlich wohlwollenden Diktators möchte ich trotzdem im Folgenden einige Menschen besonders herausstellen, die bei der Fertigstellung dieses Werks eine herausragende Rolle gespielt haben.

Zunächst möchte ich mich in diesem Zusammenhang bei meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. H.-D. Smeets, für die umsichtige und konstruktive Betreuung ebenso bedanken wie für sechs außergewöhnlich harmonische und produktive Jahre als Wissenschaftlicher Mitarbeiter an seinem Lehrstuhl. Herrn Prof. Dr. A. F. Michler bin ich nicht nur ob seiner ausgesprochen zeitnahen Begutachtung meiner Dissertation, sondern auch für seine moralische Unterstützung als Mit-Werder-Fan in weniger erfolgreichen Zeiten (trotz seiner Wattenscheider Vergangenheit) sehr verbunden. Ein besonderer Dank richtet sich an meinen zweifachen akademischen Entdecker, Herrn Prof. Dr. H. J. Thieme, der mich nicht nur zur Aufnahme eines VWL-Studiums bewegt hat, sondern auch eine entscheidende Vermittlerrolle bei der Aufnahme des Doktorandenstudiums in Düsseldorf eingenommen hat.

Die kollegiale und freundschaftliche Arbeitsatmosphäre am Lehrstuhl verhalf mir (vielleicht sogar manchmal zu gut), über die Rückschläge und unproduktiven Tage hinwegzukommen. Für die vielen nützlichen Ratschläge und Hinweise und nicht zuletzt auch die Arbeitsentlastung zum Ende meiner Dissertation möchte ich mich daher herzlich bei meinen Kollegen Dipl.-Kff. Angélique Herzberg, Dipl.-Oec. Anita Schmid, Dipl.-Vw. Lucas Kramer, Marco Zimmermann M.A. Int. Econ. sowie Frau Birgit Knoke bedanken. Bei der wenig erbaulichen und doch essentiellen Vorarbeit zu meinen ökonomischen Studien wurde ich von Rebecca Rothe B.Sc., Katharina Rutz B.Sc. sowie Anna Lindenau B.Sc. wunderbar unterstützt. Für die Korrektur meiner allzu kreativen Kommasetzung und anderer sprachlicher Schwächen danke ich Frau Gabriele Cüppers. In mehreren intensiven Diskussionen mit Herrn Dr. Achim Hauck kristallisierte sich aus vagen Ideen und den vielen losen Enden letztlich auch eine (hoffentlich für den geneigten Leser) erkennbare Struktur für das Gesamtwerk heraus. Hierfür, für die technische Unterstützung bei LaTeX-Problemen sowie den erfreulichen Umstand, meine Promotionsfähigkeit (zumindest) nicht öffentlich in Frage zu stellen, bin ich ebenfalls sehr dankbar.

Zum Abschluß möchte ich noch drei Menschen besonders erwähnen, ohne die diese Arbeit buchstäblich niemals möglich bzw. vollendet worden wäre. Schon aus biologischer Sicht trifft dies offenkundig für meine Eltern zu, deren großartige Unterstützung in jeglicher Hinsicht mir stets den Rückhalt und die Sicherheit gegeben hat, meine privaten und beruflichen Ziele – bis hin zur Veröffentlichung dieser Arbeit – zu erreichen. Während jedoch der Beitrag meiner Eltern bei der Umsetzung dieses „Projektes“ in erster Linie ideeller (und nicht zuletzt im Hinblick auf die Veröffentlichung finanzieller) Natur gewesen ist, genoß ich in Person meiner Freundin Laura darüber hinaus sowohl in fachlicher, organisatorischer und nicht zuletzt auch in psychologischer Hinsicht den größtmöglichen Beistand zur erfolgreichen Beendigung dieser Arbeit.

In Ermangelung einer Euch gerecht werdenden Dankesformel für Eure Unterstützung weit über diese Arbeit hinaus möchte ich Euch einfach „Danke für alles“ sagen und Euch diese Arbeit widmen.

Inhaltsverzeichnis

| | | |
|----------|--|-----|
| 1 | Einleitung | 1 |
| 2 | Gang der Untersuchung und methodologische Abgrenzung | 5 |
| 3 | Effizienz von Devisenmarktinterventionen im makroökonomischen Kontext | 15 |
| 3.1 | Probleme makroökonomischer Wechselkursmodelle | 15 |
| 3.1.1 | Empirische Validität | 15 |
| 3.1.2 | Theoretische Konzeption | 16 |
| 3.1.3 | Mikrofundierung und Erwartungsbildung | 18 |
| 3.2 | Wirkungskanäle nicht sterilisierter Devisenmarktintervention | 20 |
| 3.3 | Wirkungskanäle sterilisierter Devisenmarktinterventionen | 22 |
| 3.3.1 | Portfolio-Balance-Kanal | 24 |
| 3.3.2 | Signalling-Kanal | 30 |
| 3.3.3 | Konzeptionelle Bewertung und empirische Relevanz | 33 |
| 3.4 | Zwischenfazit | 40 |
| 4 | Mikrostrukturelle Erklärung der Preisbildung am Devisenmarkt | 41 |
| 4.1 | Wechselkursbildung in der Praxis der Finanzmärkte | 41 |
| 4.1.1 | Rahmendaten und Marktabgrenzung des Devisenmarktes | 42 |
| 4.1.2 | Akteure am Devisenmarkt | 47 |
| 4.1.3 | Informationen, Transparenz und Auftragsfluß | 51 |
| 4.2 | Theoretische Grundlagen und Modellansätze | 55 |
| 4.2.1 | Rational-Expectations-Modell | 57 |
| 4.2.2 | Kyle-Modell | 67 |
| 4.2.3 | Glosten-Milgrom-Modell | 82 |
| 4.2.4 | Interdealer-Modell | 104 |
| 4.3 | Anwendung des Mikrostrukturansatzes auf den Devisenmarkt | 129 |
| 4.3.1 | Empirische Erfassung der Auftragsfluß-Variablen | 130 |
| 4.3.2 | Auftragsfluß im direkten Interdealer-Handel | 134 |
| 4.3.3 | Indirekter Interdealer-Handel und Fundamentalfaktoren | 137 |

| | | |
|----------|--|------------|
| 4.3.4 | Mikro- und/oder Makrostruktur des Devisenmarktes? | 143 |
| 5 | Analyse von Devisenmarktinterventionen in Mikrostrukturmodellen | 149 |
| 5.1 | Sterilisierte Interventionen im Mikrostrukturansatz | 151 |
| 5.1.1 | Signalling-Kanal | 152 |
| 5.1.2 | Portfolio-Balance-Kanal | 207 |
| 5.2 | Der Koordinationskanal | 226 |
| 5.2.1 | Chartisten-Fundamentalisten-Ansatz | 229 |
| 5.2.2 | Chartisten und Fundamentalisten im Mikrostrukturansatz | 236 |
| 5.2.3 | Theoretische Implementierung des Koordinationskanals | 238 |
| 5.2.4 | Empirische Überprüfung des Koordinationskanals | 246 |
| 5.2.5 | Bewertung des Koordinationskanals | 261 |
| 5.3 | Nicht sterilisierte Devisenmarktinterventionen im Mikrostrukturansatz | 263 |
| 5.3.1 | Das Sterilisationsproblem | 263 |
| 5.3.2 | Sterilisationsgrad und Effektivität | 278 |
| 6 | Fazit und Ausblick | 293 |
| | Literaturverzeichnis | 297 |