

# Devisenmarktinterventionen der Zentralbanken

Von

Philippe Jurgensen, Bruno Müller,  
Manfred J. M. Neumann, Wolfgang Rieke,  
Elke Schäfer-Jäckel

Herausgegeben von  
Werner Ehrlicher und Rudolf Richter



DUNCKER & HUMBLOT / BERLIN

Schriften des Vereins für Socialpolitik  
Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften  
Neue Folge Band 139

SCHRIFTEN DES VEREINS FÜR SOCIALPOLITIK

Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften

Neue Folge Band 139

---

Devisenmarktinterventionen  
der Zentralbanken



DUNCKER & HUMBLOT / BERLIN

# Devisenmarktinterventionen der Zentralbanken

Von

Philippe Jurgensen, Bruno Müller,  
Manfred J. M. Neumann, Wolfgang Rieke,  
Elke Schäfer-Jäckel

Herausgegeben von  
Werner Ehrlicher und Rudolf Richter



DUNCKER & HUMBLOT / BERLIN

CIP-Kurztitelaufnahme der Deutschen Bibliothek

**Devisenmarktinterventionen der Zentralbanken** / von  
Philippe Jurgensen ... Hrsg. von Werner Ehrlicher  
u. Rudolf Richter. — Berlin: Duncker und Humblot, 1984.  
(Schriften des Vereins für Socialpolitik, Gesellschaft  
für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften; N.F., Bd. 139)  
ISBN 3-428-05604-3

NE: Jurgensen, Philippe [Mitverf.]; Ehrlicher,  
Werner [Hrsg.]; Gesellschaft für Wirtschafts- und  
Sozialwissenschaften; Schriften des Vereins ...

Alle Rechte, auch die des auszugsweisen Nachdrucks, der photomechanischen  
Wiedergabe und der Übersetzung, für sämtliche Beiträge vorbehalten.

© 1984 Duncker & Humblot, Berlin 41

Gedruckt 1984 bei Berliner Buchdruckerei Union GmbH, Berlin 61

Printed in Germany

ISBN 3-428-05604-3

## Vorwort

Ist Nicht-Intervention auf den Devisenmärkten mit der Philosophie unserer Zeit vereinbar? Glauben wir noch an Automatismen? Ganz davon abgesehen, im Falle freier Papierwährungen — ob national oder international — den alten *quid pro quo* Automatismus gebundener Währungen gibt es hier nicht mehr. Das äußerste, was wir an „Automatik“ erwarten können, sind per Gesetz oder Verwaltungsakt angeordnete Geldmengenregeln. Sie tragen, sofern sie heute zur Anwendung kommen, strikt nationalen Charakter, wie ja das Floaten der Wechselkurse überhaupt von der Hoffnung auf größere nationale Unabhängigkeit, zumindest im monetären Bereich, getragen war.

Seit dem Übergang zum Floaten sind inzwischen 11 Jahre vergangen. Die erhoffte Stabilität der Wechselkurse blieb, aus welchen Gründen auch immer, aus. Die Zentralbanken wichtiger Länder haben häufig und in großem Umfang an den Devisenmärkten interveniert. Gelegentlich gaben sie Wechselkursüberlegungen bei ihren geldpolitischen Entscheidungen große Priorität. Wissenschaft und Politik beobachten das Geschehen aufmerksam, eine umfangreiche Spezialliteratur zu diesem Gebiet wächst heran.

Der Ausschuß für Geldtheorie und Geldpolitik des Vereins für Socialpolitik nahm das Erscheinen des Jurgensen-Berichts<sup>1</sup> zum Anlaß, seinen Sitzungstermin am 4./5. November 1983 in Frankfurt/Main dem Thema öffentlicher Devisenmarktinterventionen zu widmen. Es gelangten drei Referate zur Diskussion, die hier zusammen mit Kurzfassungen der anschließenden Diskussion und der deutschen Übersetzung des Jurgensen-Berichts veröffentlicht werden.

Das erste Referat von *Prof. Dr. Manfred J. M. Neumann* (Bonn) befaßt sich im Rahmen einer ökonometrischen Studie mit der Frage, von welchen Informationen sich die Deutsche Bundesbank bei ihren Interventionen am DM-Dollar-Markt leiten läßt. Welches sind dabei ihre Zielvorstellungen und welches ihre Restriktionen? Aufbauend auf früheren theoretischen Ansätzen von Branson et al. wird ein Interventionsmodell entwickelt, das als entscheidende — neue — Determinante ratio-

---

<sup>1</sup> Bericht der Arbeitsgruppe über Interventionen an den Devisenmärkten, Vorsitzender Philippe Jurgensen, März 1983; Aus dem englischen Originaltext übersetzt in der Deutschen Bundesbank, abgedruckt in diesem Heft S. 83 ff.

nen Interventionsverhaltens das Wechselkursrisiko enthält. Mit Hilfe nichtlinearer Schätzungen wird für den Zeitraum 1974 bis 1981 eine Reaktionsfunktion des Dollarinterventionsverhaltens der Deutschen Bundesbank identifiziert, das diesem Modell entspricht.

Das nächste Referat von *Dr. Wolfgang Rieke* (Deutsche Bundesbank, Frankfurt/Main) liefert ein kritisches Résumé des Jurgensen-Berichts und berichtet über seine Entstehungsgeschichte. Dabei wird insbesondere die Annäherung zuvor extrem konträrer nationaler Standpunkte auf der Grundlage theoretischer Überlegungen und diverser empirischer Untersuchungen hervorgehoben. Zugleich wird die Notwendigkeit der Koordination nationaler Politiken betont.

Das dritte Referat von *Dr. Bruno Müller* (Schweizerische Nationalbank, Zürich) greift die Fragen des Jurgensen-Berichts nach der Wünschbarkeit bzw. der Wirksamkeit von öffentlichen Devisenmarktinterventionen auf. Insbesondere wird unter Verwendung des asset approach der Wechselkursstheorie bei rationalen Erwartungen argumentiert, daß — im Gegensatz zum Jurgensen-Bericht — der Erfolg solcher Interventionen nicht sehr groß sein dürfte. Geldmengenneutrale Interventionen z. B. haben allenfalls dann permanente Kassakurswirkungen, wenn in- und ausländische Wertpapiere nicht perfekte Substitute sind und außerdem die Interventionen permanent und von nicht zu kleinem Ausmaß sind. Unabhängig von den Substitutionsbeziehungen sind bei transitorischer Politik keine Interventionswirkungen zu erzielen.

Werner Ehrlicher

Rudolf Richter

## Inhaltsverzeichnis

Auf der Suche nach der Interventionsfunktion der Deutschen Bundesbank Von <i>Manfred J. M. Neumann</i> , Bonn .....	9
Diskussion des Referats Neumann Zusammenfassung von <i>Elke Schäfer-Jäckel</i> , Saarbrücken .....	39
Die Rolle von Interventionen als Bestimmungsfaktor der Wechselkurse beim „Floating“: Ergebnisse des von einer internationalen Arbeitsgruppe erstellten Erfahrungsberichts Von <i>Wolfgang Rieke</i> , Frankfurt/M. ....	43
Diskussion des Referats Rieke Zusammenfassung von <i>Elke Schäfer-Jäckel</i> , Saarbrücken .....	58
Weitere Veröffentlichungen der Arbeitsgruppe über Interventionen an den Devisenmärkten .....	61
Bemerkungen zum Vortrag von <i>Wolfgang Rieke</i> Von <i>Jürg Niehans</i> , Bern .....	62
Der Jurgensen-Bericht: Eine Stellungnahme Von <i>Bruno Müller</i> , Zürich .....	65
Diskussion des Referats Müller Zusammenfassung von <i>Elke Schäfer-Jäckel</i> , Saarbrücken .....	78
Stellungnahme zum Thema „Sterilisation“ Von <i>Helmut Schlesinger</i> , Frankfurt/M. ....	81
Bericht der Arbeitstagung über Interventionen an den Devisenmärkten Von <i>Philippe Jurgensen</i> , Paris .....	83



# Auf der Suche nach der Interventionsfunktion der Deutschen Bundesbank\*

Von *Manfred J. M. Neumann*, Bonn

## I. Einführung

Devisenmärkte sind hochorganisierte Märkte mit zu vernachlässigenden Transaktionskosten. Daher besteht die in der öffentlich verfügbaren Literatur bisher empirisch nicht widerlegte Vermutung, diese Märkte seien informationseffizient. Informationseffizienz bedeutet, daß zu jedem Zeitpunkt sämtliche vorhandenen Informationen im Kassakurs und im Terminkurs vollständig verarbeitet sind, sofern die Informationen allgemein zugänglich — also nicht monopolisiert — sind und die Marktteilnehmer sie für kursrelevant halten.

Wenn die Wechselkurse informationseffizient sind, dann fragt sich, warum Zentralbanken aktiv intervenieren. Wir sehen nur zwei mögliche Argumente. Erstes Argument: Die Marktteilnehmer berücksichtigen auch falsche Informationen. Zweites Argument: Die Zentralbanken verfügen über Informationen, die den Marktteilnehmern unbekannt sind. Das erste Argument erscheint als wenig tragfähig. Denn in aller Regel stellt der Markt in sehr kurzer Zeit den Wahrheitsgehalt einer Information fest und nimmt dann sofort eine entsprechende Korrektur vor. Wenn Zentralnotenbanken schneller als Marktteilnehmer falsche Informationen erkennen könnten, brauchten sie das im übrigen nur öffentlich mitzuteilen, um die Kurskorrektur zu bewirken. Entsprechendes gilt für das zweite Argument. Wenn Zentralbanken einen überlegenen Informationsstand besitzen, dann monopolisieren sie, jeweils für eine kürzere Zeitspanne, Information; dabei kann es sich im Grunde nur um Informationen über den eigenen geldpolitischen Kurs handeln. Diese Informationen dem Markt durch entsprechende Interventionen zu

---

\* Eine frühe Version dieser Studie wurde dem Konstanzer Seminar on Monetary Theory and Monetary Policy 1983 vorgetragen. Der Deutschen Bundesbank bin ich für die Bereitstellung der Interventionsdaten und dem Federal Reserve Board für die Gewährung eines Forschungsaufenthalts zu Dank verpflichtet. Franz Scholl war unermüdlich, mir die Praxis des Intervenierens zu erläutern. Hilfreiche Kritik habe ich insbesondere von Dale Henderson, Allan Meltzer und Heidi Schelbert sowie von meinen Mitarbeitern Jürgen von Hagen und Martin Klein erhalten. Ihnen allen zu danken, muß nicht bedeuten, sie auch verantwortlich zu machen.

vermitteln, die zudem zum Teil in verdeckter Form erfolgen, kann kaum als eine effiziente Form von Informationspolitik interpretiert werden.

Interventionen lassen sich demnach nur so begründen, daß die im akademischen Bereich vorläufig akzeptierte Hypothese, die Devisenmärkte seien informationseffizient, falsch ist. Dies ist in der Tat die Argumentation im offiziellen „Bericht der Arbeitsgruppe über Interventionen an den Devisenmärkten“ (1983). Da die Marktteilnehmer demnach wichtige Informationen offenbar falsch und unzureichend auswerten, dienen Interventionen dazu, „Demonstrationseffekte“ zu erzeugen. Wenn dies eine währungspolitische Intention ist, dann liegt es nahe zu fragen, warum die Zentralbanken in der Regel verdeckt statt für jederman sofort erkennbar intervenieren. Wir wollen hier aber weder dieser Frage noch der grundlegenderen Frage nachgehen, welche systematische Evidenz es denn gibt, die es erlauben würde, die bedeutende Hypothese der Informationseffizienz von Devisenmärkten zu verwerfen. Es bleibt abzuwarten, welches konkrete Material die Arbeitsgruppe der Zentralbanken zu dieser Frage publizieren wird.

In dieser Studie untersuchen wir, von welchen Informationen die Deutsche Bundesbank sich leiten läßt, wenn sie am D-Mark/Dollar-Markt interveniert. Wie sieht das Wechselkursziel der Bundesbank aus? Welche Rolle spielt das Geldmengenziel? In welchem Ausmaß werden die Interventionen durch entgegengerichtete Operationen an den heimischen Finanzmärkten sterilisiert? Subventioniert die Bundesbank mit ihren Interventionen ungewollt die Devisenspekulation oder arbeitet sie ihr entgegen? Welchen Einfluß hat die beobachtete Wechselkursunsicherheit auf das Interventionsverhalten der Bundesbank?

Um auf diese und andere Fragen Antworten zu finden versuchen wir, eine Reaktionsfunktion des Intervenierens am D-Mark/Dollar-Markt für den Zeitraum 1974 bis 1981 empirisch zu identifizieren. Dazu wird in Kapitel II ein Interventionsmodell entwickelt, das frühere Ansätze berücksichtigt, und zwar insbesondere die Arbeiten von Artus (1976), von Branson, Halttunen und Masson (1977) sowie von Dornbusch (1980). Als entscheidende Neuerung wird dabei dem Wechselkursrisiko bzw. der kürzerfristigen Unsicherheit über zukünftige Änderungen des Wechselkurses eine theoretisch wie empirisch wichtige Rolle als Determinante rationalen Interventionsverhaltens zugewiesen. Ihre Berücksichtigung erlaubt es, in Kapitel III im Wege nichtlinearer Schätzungen eine Interventionsfunktion zu identifizieren, die im Gegensatz zu den auf früheren theoretischen Ansätzen beruhenden Schätzungen von König und Gaab (1983) einen erheblichen Teil der Varianz der Interventionen abbildet.

Schließlich ist zu erwähnen, daß wir uns auf die Dollarinterventionen der Bundesbank im engeren Sinne konzentrieren, d. h. auf das Kaufen und Verkaufen von Dollar am Devisenmarkt. Denn wenn es ein systematisches Interventionsverhalten gibt, dann sollte es sich zumindest auf diese Transaktionen beziehen. Daneben gibt es Dollartransaktionen, die außerhalb des Marktes im engeren Sinne durchgeführt werden. Dabei handelt es sich um den Ankauf von Truppendollar, um die Durchführung der deutschen Ausgleichszahlungen für die amerikanischen Truppen sowie um die Konversion ausländischer D-Mark-Anleihen. Im Rahmen eines umfassenderen Marktkonzeptes können auch diese Transaktionen als Interventionen angesehen werden, denn es würde die am Devisenmarkt im engeren Sinne notierten Kurse nicht unberührt lassen, wenn die Bundesbank als Partner für solche Transaktionen nicht zur Verfügung stände. Diese Transaktionen aus dem Devisenmarkt im engeren Sinne herauszuhalten ist Wechselkurspolitik. Dagegen erscheint es in erkenntnistheoretischem Sinne als unzweckmäßig, die laufenden Zinseinnahmen der Bundesbank auf ihre Dollarreserven ebenfalls als Interventionen zu bezeichnen. Die Zinserträge sind lediglich Folgewirkungen vergangener Interventionen. Wären jene Interventionen unterblieben, würden die Zinserträge privaten Marktteilnehmern zufließen.

## **II. Theoretische Grundlegung**

### **A. Das Grundmodell des Interventionsverhaltens**

Die Devisenmanager einer Zentralbank haben einen im Prinzip einfachen Beruf, solange sie sich in einem System fixer Wechselkurse befinden. Das Ziel ihrer Tätigkeit ist dann klar definiert, und tiefergehende Kenntnisse der Struktur des Devisenmarktes sind nicht erforderlich. Solange die offizielle Währungsparität gilt, brauchen die Manager nur den Anweisungen des Devisenmarktes zu folgen, um zu wissen, mit welchen Beträgen sie am Markt als Käufer oder Verkäufer aufzutreten haben. Seit 1973 ist dies anders geworden. Zum einen ist das Wechselkursziel jetzt flexibel, weil andere Ziele der Geldpolitik in Konkurrenz treten. Zum anderen ist es erforderlich, sich Kenntnisse über die Determinanten der Wechselkursentwicklung zu verschaffen, um Richtung und Ausmaß der Interventionen am Devisenmarkt in optimaler Weise auf die verschiedenen Zielsetzungen der Geldpolitik abstimmen zu können. Dementsprechend verbinden wir im folgenden eine Zielfunktion der Bundesbank mit relativ einfach gehaltenen Strukturen der Wechselkursbestimmung und der Zentralbankgeldbeschaffung.