

# Zentralbanken sollten ihre Intervention am Devisenmarkt mit Kommunikation begleiten

Von Lukas Menkhoff und Tobias Stöhr

Zentralbanken, zum Beispiel die schweizerische und die zahlreicher Schwellenländer, intervenieren häufig an Devisenmärkten. Es ist jedoch nicht unmittelbar festzustellen, ob diese Interventionen wirksam sind. Mittels anerkannter Kriterien analysiert dieser Bericht die Erfolgswahrscheinlichkeit aus einem Datensatz von 4.500 Interventionsepisoden aus 33 Ländern. Dabei ist es wichtig, Währungsregimes zu unterscheiden, da jeweils andere Ziele im Vordergrund stehen. Während in flexiblen Wechselkursregimes seltener interveniert wird und meist Trends verändert werden sollen, zielen andere Regimes auf eine Stabilisierung des Wechselkurses in einem Band, in dem sich der Wechselkurs bewegen kann. Interventionen sind generell erfolgreicher, wenn sie mit größeren Volumen durchgeführt werden, mit dem Wechselkursrend gehen und hin zum Fundamentalwert orientiert sind. Wenn EntscheidungsträgerInnen zudem Interventionen oder Veränderungen der Wechselkurspolitik kommunizieren, können diese stärker wirken. ZentralbankerInnen sollten also Interventionen mit Kommunikation begleiten, um ihre Erfolgswahrscheinlichkeit zu erhöhen.

Die Politik greift in viele Märkte ein, so auch in Devisenmärkte. Dies geschieht unter anderem, um die Preise für Importgüter gering zu halten, eigene Exporte wettbewerbsfähig zu machen oder Planungssicherheit für Unternehmen sicherzustellen. Ein wichtiges Instrument sind dabei Interventionen, das heißt Käufe oder Verkäufe fremder Währung. Kauft eine Zentralbank fremde Währung und verkauft dafür die eigene, so schwächt das die eigene Währung, ihr Wechselkurs fällt. Die Europäische Zentralbank mag dieses Instrument selten einsetzen, es wird dennoch von vielen anderen Zentralbanken weltweit viel und häufig genutzt.<sup>1</sup> Zahlreiche Schwellenländer machen von diesem Instrument Gebrauch; ein anderes prominentes Beispiel ist die Schweizerische Nationalbank, die seit Jahren durch Interventionen die Aufwertung des Schweizer Franken zu verhindern versucht.<sup>2</sup> Wie erfolgreich diese Maßnahmen sind, und welchen Anteil die Kommunikation der EntscheidungsträgerInnen daran hat, hängt natürlich von den Zielen der Interventionen ab.

## Interventionsziele und Erfolgsmaße hängen vom Währungsregime ab

Die wichtigsten in der Literatur erwähnten Ziele von Devisenmarktinterventionen (DMI) sind die Veränderung des Wechselkursniveaus sowie die Begrenzung der

<sup>1</sup> Eine Analyse der Aktivitäten von 33 Zentralbanken im Zeitraum von 1995 bis 2011 zeigt, dass diese an knapp einem Fünftel (19 Prozent) der beobachteten Tage intervenierten und sogar an gut einem Drittel (34 Prozent) der Tage in Regimes enger Wechselkurbänder, vgl. Lukas Menkhoff und Tobias Stöhr (2017): Devisenmarktinterventionen: Ein häufig genutztes und wirksames Instrument, DIW Wochenbericht Nr. 18 (online verfügbar, abgerufen am 29. September 2017. Dies gilt, sofern nicht anders vermerkt, auch für alle anderen Online-Quellen in diesem Bericht); Dietrich Domanski, Emanuel Kohlscheun und Roman Moreno (2016): Foreign exchange market intervention in EMEs: What has changed? BIS Quarterly Review, September, 65–79.

<sup>2</sup> Vgl. Nikola Mirkov, Igor Pozdeev und Paul Söderlind (2016): Toward removal of the Swiss Franc cap: Market expectations and verbal interventions, mimeo, St. Gallen; Urban J. Jermann (2017): Financial markets' views about the Euro-Swiss Franc floor, mimeo, Wharton School.

Tabelle 1

**Interventionsmotive laut Angabe von Zentralbanken**  
In Prozent

Interventionsziel	Hohe Relevanz	Keinerlei Relevanz
Exzessive Devisenmarktspekulationen zügeln	57,9	21,1
Monetäre Stabilität aufrecht erhalten	52,6	26,3
Starke Kapitalzuflüsse oder -abflüsse abschrecken	26,3	42,1
Devisenreserven auf- oder abbauen	31,6	47,4
Einfluss von Rohstoffpreisfluktuationen abmildern	21,1	57,9
Wettbewerbsfähigkeit aufrecht erhalten oder verbessern	21,1	57,9
Devisenknappheit in Banken oder Firmen abmildern	26,3	63,2

Anmerkung: Basierend auf einer freiwilligen Umfrage aus dem Jahr 2013, an der 19 Zentralbanken teilnahmen. Prozentsätze geben Anteil der Zentralbanken an, deren MitarbeiterInnen entsprechend geantwortet haben.

Quelle: Mohanty und Berger, 2013.

© DIW Berlin 2017

kurzfristigen Wechselkursschwankungen.<sup>3</sup> Diese Ziele nennen auch ZentralbankerInnen in Befragungen (siehe Tabelle 1). Die jüngere theoretische Literatur hat zudem Begründungen geliefert, warum Länder möglicherweise ihre Währung auch langfristig stabilisieren wollen.<sup>4</sup> Ein gelenkter Wechselkurs ermögliche demnach eine bessere Absorption makroökonomischer Schocks, wie zum Beispiel Preisveränderungen bei wichtigen Exportgütern.

In unterschiedlichen Währungsregimes haben Devisenmarktinterventionen unterschiedliche Ziele. Die drei wichtigsten Regimes sind unter diesem Gesichtspunkt flexible Wechselkurse, breite Wechselkursbänder und enge Wechselkursbänder.<sup>5</sup> Ein viertes Regime sind fest vorgegebene Wechselkurse. Hier sind Interventionen kein eigenständiges Politikinstrument, sondern eine Notwendigkeit zum Erhalt des Wechselkurses.

Im Fall flexibler Wechselkurse ist das Interventionsziel oft, den Wechselkurs zurück zu seinem Fundamentalewert zu führen oder eine Wechselkursbewegung rückgängig zu machen. Bei breiten und erst recht bei engen Bändern spielt dagegen die Umkehrung von Trends eine

<sup>3</sup> Vgl. Lucio Sarno und Mark P. Taylor (2001): Official intervention in the FX markets: Is it effective and, if so, how does it work? *Journal of Economic Literature*, 34, 839-868.

<sup>4</sup> Vgl. insbesondere Xavier Gabaix und Matteo Maggiori (2015): International liquidity and exchange rate dynamics, *Quarterly Journal of Economics*, 130, 1369-1420, sowie Tarek Hassan, Thomas M. Mertens und Tony Zhang (2016): Currency manipulation. Arbeitspapier, University of Chicago.

<sup>5</sup> Diese Definitionen folgen der „coarse grid“-Klassifikation von Carmen M. Reinhart und Kenneth S. Rogoff (2004): The modern history of exchange rate arrangements: A reinterpretation, *Quarterly Journal of Economics*, 119, 1-48. Enge Bänder erlauben demnach Schwankungen des Wechselkurses von plus/minus zwei Prozent.

weitaus geringere Rolle. Das Ziel einer Wechselkursstabilisierung steht hier umso mehr im Vordergrund. Unabhängig vom Währungsregime streben aber viele Zentralbanken eine Glättung von Kursbewegungen an.

Die empirischen Erfolgsmaße für Interventionen müssen immer den jeweiligen Zielen entsprechen. Den drei oben genannten Zielen lassen sich direkt drei Erfolgsmaße zuordnen: das Ereignis-, das Glättungs- und das Stabilisierungskriterium (Kasten 1).

**Datengrundlage zu Interventionen an Devisenmärkten**

Diese Maße werden auf einen umfangreichen Datensatz angewendet. Dieser umfasst Angaben zum Nettovolumen an getätigten Interventionen in 33 Ländern, in einem Zeitrahmen von zehn bis 15 Jahren (1995 bis 2011). Die meisten Angaben stammen direkt von Zentralbanken und können zwar nicht veröffentlicht, aber für summarische Analysen verwendet werden.<sup>6</sup> Aufgrund der Vielzahl der erfassten Länder lassen sich erstmals stilisierte Fakten festlegen, die nicht nur auf einige große entwickelte Volkswirtschaften zutreffen, wie das oft in der Literatur der Fall war.

**Weitere Randbedingungen bei Interventionen**

Der Erfolg von Devisenmarktinterventionen hängt – neben dem Regime – von einer Reihe weiterer Randbedingungen ab, die in der Literatur analysiert werden: dem Volumen der Intervention, den Marktbedingungen während der Intervention und der Kommunikation der EntscheidungsträgerInnen.

**Größere Volumina erhöhen Erfolgswahrscheinlichkeit**

Es scheint plausibel, dass höhere Volumina dazu beitragen, die Interventionsziele besser zu erreichen.

Für die Auswirkungen eines gegebenen Interventionsvolumens hängt vieles davon ab, ob eine Zentralbank zum Beispiel im sehr liquiden Euro/US-Dollar-Markt interveniert oder in dem einer Nebenwährung, zum Beispiel der peruanische Sol. Das tägliche Handelsvolumen beträgt im ersten Fall etwa 1.100 Milliarden US-Dollar pro Tag, im zweiten Fall weniger als eine halbe Milliarde US-Dollar.<sup>7</sup> Das durchschnittliche tägliche Interventionsvolumen

<sup>6</sup> Vgl. Marcel Fratzscher et al. (2015): When is foreign exchange intervention effective? Evidence from 33 countries, DIW Discussion Paper 1518 (revised) (online verfügbar).

<sup>7</sup> Vgl. Bank for International Settlements (2016): Triennial central bank survey: Global foreign exchange market turnover in 2016, Basel.

Kasten

### Erfolgskriterien von Devisenmarktinterventionen

In Ereignisstudien wird, anstatt die Korrelation zwischen Interventionen und Wechselkurs an allen Tagen zu untersuchen, ein Fokus auf die Veränderung des Wechselkurses in einem Zeitfenster um den Beginn der Intervention herum gelegt. Das hilft, den Effekt von Interventionen klarer zu messen, da der Einfluss anderer Faktoren so geringer gehalten werden kann. Da Devisenmarktinterventionen meist über mehrere Tage stattfinden, werden Interventionsepisoden betrachtet, die dadurch definiert sind, dass in dieselbe Richtung interveniert wird. Dies kann ein einzelner Tag sein, oft sind dies aber mehrtägige Episoden, teils auch mit kurzen Unterbrechungen.

Der ökonometrische Ansatz basiert darauf, systematische Muster über mehrere tausend Episoden hinweg zu analysieren. Dafür wird als abhängige Variable eines von vier Erfolgskriterien genutzt, die im Falle eines Erfolgs den Wert „1“ und im Falle eines Misserfolgs den Wert „0“ annehmen. Mit multivariaten Regressionen lässt sich dann analysieren, welche erklärenden Faktoren systematisch mit höheren Erfolgswahrscheinlichkeiten zusammenhängen.

Das Ereigniskriterium vergleicht den Wechselkurs am Vorabend der Intervention mit dem Wechselkurs am letzten Tag der Inter-

ventionsepisode. Hat sich der Wechselkurs in die gewünschte Richtung verändert, so wird dies als Erfolg bewertet. Dieses Kriterium ist also besonders für Zentralbanken zutreffend, die den Wechselkurs aktiv verändern wollen.

Das Glättungskriterium vergleicht die Veränderung des Wechselkurses an den fünf Handelstagen vor der Intervention mit der Veränderung während der Interventionsepisode. Dieses Kriterium ist nur dann sinnvoll definiert, wenn die Richtung der Intervention dazu geeignet ist, den Wechselkurs zu glätten, also die absolute Steigung zu definieren. Ist diese (absolute) Steigung während der Episode gefallen, so wird dies als Erfolg gesehen.

Das Stabilisierungskriterium repräsentiert die Ziele jener Länder, die ihren Wechselkurs möglichst in einem engen Band stabil halten wollen. Unter diesem Kriterium ist eine Episode dann ein Erfolg, wenn der Wechselkurs innerhalb einer Episode ein Band von plus/minus zwei Prozent um den Wechselkurs am Vorabend der Intervention nicht verlässt. Die Zwei-Prozent-Marke wird typischerweise in der Literatur verwendet. Theoretisch können alle drei Erfolgskriterien gleichzeitig erfüllt sein. Sie widersprechen sich also nicht, auch wenn Zentralbanken unterschiedlich viel Gewicht auf bestimmte Kriterien legen.

von knapp 50 Millionen US-Dollar<sup>8</sup> fällt im sehr liquiden Markt kaum ins Gewicht. In einem weniger liquiden Markt hat es dagegen eine große Bedeutung und somit größere Chancen, seine Wirkung zu entfalten. Leider sind Daten zu Handelsvolumina an Devisenmärkten unvollständig verfügbar, so dass die Interventionsgröße auf die Wirtschaftsleistung der jeweiligen Volkswirtschaft bezogen werden muss, um Einheitlichkeit zu erzielen (Abbildung).

### Interventionen mit oder gegen den Markttrend

Neben den Volumina der Intervention spielen natürlich die Marktbedingungen eine wesentliche Rolle. Wie bereits erwähnt, intervenieren Zentralbanken häufig gegen die vorherrschende Marktbewegung („leaning against the wind“). Das führt seltener zum Erfolg, als wenn sie im Einklang mit dem aktuellen Markttrend intervenieren. Um diese Trends zu bestimmen, wird in der vorliegenden Analyse die Wechselkursveränderung in der zweiwöchigen Phase vor einer Intervention

betrachtet. Wenn also beispielsweise die eigene Währung in dieser Phase schwächer geworden war und die Zentralbank nun fremde Währung verkauft und die eigene kauft, um sie zu stützen, dann ist dies eine Intervention gegen den Trend.

Eine weitere wichtige Marktbedingung ist die Relation des aktuellen Wechselkurses zu seinem fundamentalen Wert. Es ist zu vermuten, dass Interventionen hin zum Fundamentalwert erfolgreicher sind, da ein Wechselkurs tendenziell langfristig dorthin strebt. Leider ist nicht immer eindeutig zu bestimmen, wie hoch genau der Fundamentalwert einer Währung ist. Eine gute Näherungsgröße dafür ist die sogenannte Kaufkraftparität, die vorliegt, wenn man in den betrachteten Ländern immer dasselbe Güterbündel kaufen kann. Eine gängige Alternative stellt der gleitende Durchschnitt der Wechselkurse der letzten drei Jahre dar.<sup>9</sup>

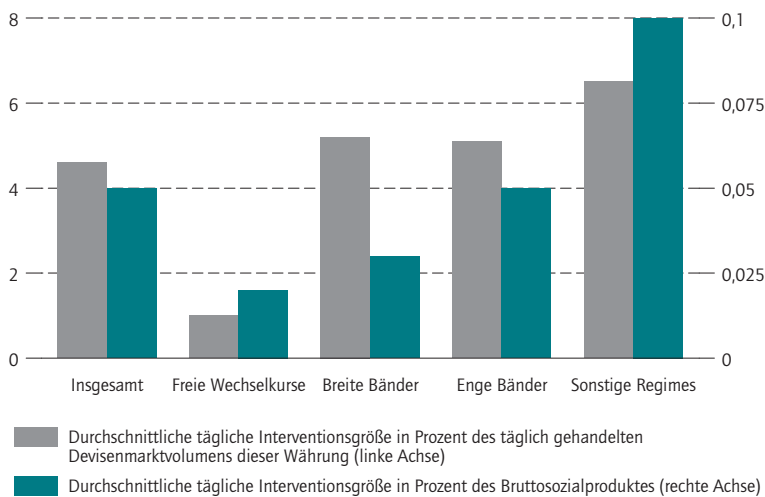
<sup>9</sup> Die Ergebnisse haben Bestand unabhängig davon, ob längere oder kürzere gleitende Durchschnitte verwendet werden, ob diese Durchschnitte bis zum Interventionstag gebildet oder um diesen zentriert werden, oder, ob man Kaufkraftwechselkurse anwendet, wie sie der Internationale Währungsfonds (IWF) berechnet. Siehe dazu Fratzscher et al. (2017): a. a. O.

<sup>8</sup> Vgl. Lukas Menkhoff und Tobias Stöhr (2017): a. a. O.

Abbildung

**Interventionsvolumina im Vergleich zur Marktgröße nach Wechselkursregime**

In Prozent



Anmerkung: Handelsvolumina (rechte Achse) nicht für alle Länder verfügbar.

Quelle: Eigene Berechnungen.

© DIW Berlin 2017

In einem Regime enger Wechselkursbänder haben Devisenmarktintervention das größte Gewicht.

**Volatile Devisenmärkte beeinflussen Interventionen**

Es ist zu erwarten, dass Volatilität die Interventionen erschwert. Gleichzeitig wird Volatilität auch Interventionen hervorrufen, gerade wenn es darum geht, Regimes mit relativ wenig schwankenden Wechselkursen zu stabilisieren. Die Volatilität wird quantifiziert, indem die Schwankungen der Wechselkurse relativ zu ihrem Höchststand in der Beobachtungsperiode berechnet werden.

**Schätzung der Einflussgrößen auf die Erfolgswahrscheinlichkeit**

Um im Folgenden die Effektivität von Devisenmarktinterventionen zu schätzen, wird zwischen den drei wesentlichen Währungsregimes sowie, als vierte Gruppe, allen übrigen Regimes differenziert. Dieser Regimeeinfluss wird über vier regime-spezifische Konstanten in der Schätzung erfasst. Zudem werden die übrigen hier diskutierten Einflussgrößen berücksichtigt. Somit wird der Interventionserfolg anhand von fünf Größen erklärt. Als abhängige Variable werden die bereits erläuterten Erfolgskriterien genutzt (Kasten 1).

Zunächst wird hier das Ergebnis für das Ereigniskriterium gezeigt (Tabelle 2). Die Schätzung ist mit der Methode kleinster Quadrate durchgeführt, so dass die Koeffizienten leicht interpretiert werden können.<sup>10</sup> Demnach liegt die Basiswahrscheinlichkeit einer erfolgreichen Veränderung des Wechselkurses bei flexiblen Wechselkursen bei 53 Prozent. Dies ist kaum besser als ein Zufallsergebnis, aber es liegt deutlich über den Wahrscheinlichkeiten für die anderen Regimes (13 bis 41 Prozent). Allerdings ist in diesen anderen Regimes die Veränderung des Wechselkurses bei Interventionen meist kein zentrales Politikziel, weshalb hier andere Erfolgskriterien wichtiger sind.

**Auf die Umstände kommt es an**

Neben der Beachtung des sinnvollen Regimes sind die Randbedingungen von großer Bedeutung für den Interventionserfolg. An erster Stelle steht dabei das Interventionsvolumen. Der Koeffizient zeigt den Wert für ein Prozent des Bruttoinlandsproduktes (BIP) an, so dass beispielsweise eine Tagesintervention in Höhe von 0,4 Prozent des BIP (das entspricht dem achtfachen des durchschnittlichen Volumens bei flexiblen Wechselkursen) den Interventionserfolg um 13,2 ( $0,4 \times 0,330$ , siehe Tabelle 2) Prozentpunkte steigert. Es muss stark interveniert werden, um diesen deutlichen Effekt zu erzielen. Wird mit dem Trend interveniert, steigt die Erfolgswahrscheinlichkeit um weitere 9,9 Prozentpunkte. Schließlich hilft eine Intervention hin zum Fundamentalwert. Hier ergibt sich bei einer Abweichung vom Fundamentalwert, die dem Median entspricht, eine weitere Verbesserung um 3,5 Prozentpunkte. Diese Bestandteile können addiert werden und ergeben eine Erfolgsquote von 80 Prozent ( $53,2 + 13,2 + 9,9 + 3,5$ ).

Diese Schätzwerte vermitteln erstmals einen systematischen Eindruck darüber, worauf es bei Interventionen ankommen kann. Häufig wird allerdings gerade nicht mit dem Trend interveniert, so dass die Erfolgswahrscheinlichkeit um zehn Prozentpunkte niedriger ausfällt. Andererseits kann die Abweichung vom Fundamentalwert auch weitaus größer sein und der positive Effekt auf den Interventionserfolg umso stärker. Auch beim Volumen gehen Zentralbanken schon mal über das Achtfache vom Durchschnitt hinaus.<sup>11</sup> Welche Werte man auch nimmt, es wird deutlich, dass Interventionen recht häufig erfolgreich sind und dass Zentralbanken einen Einfluss darauf haben.

<sup>10</sup> Methodisch besser geeignet sind Logit-Schätzungen (siehe Definition im DIW Glossar (online verfügbar)). Diese führen zu qualitativ identischen Ergebnissen, sind aber umständlicher zu interpretieren.

<sup>11</sup> Vgl. das Beispiel Japan in Lukas Menkhoff und Tobias Stöhr (2017): a. a. O.

### Erfolge hinsichtlich weiterer Kriterien

Ist das Ereigniskriterium ein guter Erfolgsmaßstab bei flexiblen Wechselkursen, so ist im Regime enger Wechselkursbänder das Stabilisierungskriterium entscheidend. Hierbei beträgt die Erfolgswahrscheinlichkeit bereits ohne Berücksichtigung der Interventionscharakteristika 95 Prozent (Tabelle 3). Die weiteren Koeffizienten sind entweder statistisch insignifikant oder von der Wirkung her klein. Allein von der Volatilität geht ein großer Einfluss aus. Der entsprechende Koeffizient zeigt, dass Situationen maximaler Volatilität (also sehr heftige Krisen) die Wahrscheinlichkeit des Interventionserfolgs im Grenzfall auf nur noch 35 Prozent senken können. Außerdem weist es auf die Relevanz und die schwierigen Begleitumstände von gezielten Abwertungen oder Aufwertungen durch Zentralbanken, die enge Wechselkursbänder verfolgen, hin.

In einem Regime breiter Wechselkursbänder liegen die Konstanten zwischen 41 und 71 Prozent.

### Zwischenfazit: Interventionserfolge sind wahrscheinlich

Ein Interventionserfolg ist demnach sowohl in allen Währungsregimes als auch im Hinblick auf die drei Erfolgskriterien wahrscheinlich. Erfolge sind bei realistischen Rahmenbedingungen und der richtigen Ausgestaltung der Intervention in 80 Prozent der Fälle zu erwarten.

Allerdings sind auch die Grenzen dieser Analyse zu nennen: Erstens betrachtet der hier verwendete Ereignisstudienansatz nur ein recht eingeschränktes Zeitfenster um eine Intervention herum. Damit können andere Einflüsse auf Wechselkurse zwar recht gut ausgeblendet werden, doch bleibt die Nachhaltigkeit eines Interventionserfolgs unklar. Zweitens wird in den hier präsentierten Ergebnissen nicht für mögliche andere Politikmaßnahmen im Betrachtungszeitraum kontrolliert. So kann die Geldpolitik den Kurs ihrer Währung auch durch höhere Zinsen stützen, oder durch eine Einschränkung der Geldmenge. Weitere Analysen haben keinen systematischen Einfluss bestimmter Maßnahmen der Geldpolitik gefunden,<sup>12</sup> so dass sterilisierte Devisenmarktinterventionen tatsächlich ein eigenständiges Politikinstrument zu sein scheinen. Drittens, es können weitere Einflüsse eine Rolle spielen, zum Beispiel makro-prudenzielle Politik – also Politikmaßnahmen, die zur Eindämmung systemischer finanzieller Risiken getroffen werden. Diese konnten aber mangels geeigneter Datenbasis nicht näher untersucht werden.

Tabelle 2

### Interventionserfolg nach dem Ereigniskriterium

Regime-spezifische Konstanten	
Freie Wechselkurse	0,532*** (0,053)
Breite Bänder	0,414*** (0,024)
Enge Bänder	0,213*** (0,012)
Sonstige Regime	0,133*** (0,021)
Interventionscharakteristika	
Durchschnittliches tägliches Interventionsvolumen in Prozent des BIPs	0,330*** (0,104)
Interventionen „mit dem Wind“	0,099*** (0,015)
Intervention zum fundamentalen Wert hin	0,004*** (0,001)
Anteil an der maximalen währungsspezifischen Volatilität	0,004 (0,041)
Beobachtungen	4,549
Angepasstes R <sup>2</sup>	0,373

Anmerkung: Siehe Kasten 1 für eine Erklärung des Kriteriums. Koeffizienten aus kleinster Quadrate Schätzung, Standardfehler in Klammern. \*\*\* steht für statistische Signifikanz auf dem ein Prozent Niveau.

Quelle: Eigene Berechnungen.

© DIW Berlin 2017

Tabelle 3

### Interventionserfolg nach Glättungs- und Stabilisierungskriterium

	Glättungskriterium	Stabilisierungskriterium
Regime-spezifische Konstanten		
Freie Wechselkurse	0,798*** (0,043)	0,435*** (0,044)
Breite Bänder	0,712*** (0,028)	0,609*** (0,024)
Enge Bänder	0,745*** (0,018)	0,949*** (0,009)
Sonstige Regime	0,835*** (0,031)	1,004*** (0,013)
Interventionscharakteristika		
Durchschnittliches tägliches Interventionsvolumen in Prozent des BIPs	0,115 (0,077)	0,104 (0,064)
Interventionen mit dem Markttrend	-0,065** (0,028)	0,011 (0,012)
Intervention zum fundamentalen Wert hin	0,001 (0,001)	-0,004*** (0,001)
Anteil an der maximalen währungsspezifischen Volatilität	0,215*** (0,05)	-0,597*** (0,039)
Beobachtungen	1,787	4,549
Angepasstes R <sup>2</sup>	0,8	0,81

Anmerkung und Quelle: Siehe Tabelle 2.

© DIW Berlin 2017

12 Vgl. Fratzscher et al. (2015), a. a. O.

## Unterschiedliche Formen der Kommunikation zu Wechselkursen

Es ist aus Untersuchungen zur Geldpolitik bekannt, dass die Kommunikation der Zentralbank erheblichen Einfluss auf die Wirkung ihrer Politik hat.<sup>13</sup> Ein Blick in die Wirtschaftsmedien offenbart die große Bedeutung, die dort den entsprechenden Verlautbarungen gegeben wird. MarktteilnehmerInnen und BeobachterInnen haben natürlich ein großes Interesse daran, den weiteren Verlauf der Geldpolitik zu erahnen – gerade bei großen Zentralbanken wie der US Federal Reserve wird darüber rege spekuliert und jede Äußerung der Verantwortlichen auf die Waage gelegt.

Im Grunde ist es bei den Interventionen auf Devisenmärkten nicht anders, denn auch dort sind die Pläne der Zentralbank und die möglichen Einflüsse auf den Wechselkurs von großem Interesse.

Zentralbanken gestalten ihre Kommunikation mit MarktteilnehmerInnen heutzutage äußerst sorgfältig. Dabei können sie Information über ihre Politik in drei Formen handhaben. Erstens können sie Interventionen konkret und offiziell bestätigen. Zweitens können sie zulassen, dass ihre Intervention bekannt wird, ohne sie direkt zu bestätigen. Dies funktioniert dann häufig über die beteiligten Geschäftsbanken, mit denen die Zentralbank ihre Interventionstransaktionen abwickelt, und die ihr Wissen darüber an MarktteilnehmerInnen oder an Medien weitergeben. Drittens kann die Zentralbank aber auch geheim intervenieren und die Weitergabe von Information (weitgehend) unterbinden.

Unabhängig von der begleitenden Kommunikation zu einzelnen Interventionen gibt es auch eine allgemeine Kommunikation, die sich auf die Wechselkurspolitik richtet. Diese zweite Form ist weitaus häufiger und wird in der Literatur als *mündliche Intervention*, im Unterschied zur faktischen Intervention, bezeichnet.<sup>14</sup>

Um die Kommunikation analysieren zu können, bedarf es einer entsprechenden Datenbasis. Eine übliche Vorgehensweise ist die Auswertung von elektronischen Pressearchiven, indem Stichworte oder Wortsequenzen bei der Suche vorgegeben werden.<sup>15</sup> Diese Datenbasis ist zum einen naturgegeben unvollständig und zum anderen insofern „verzerrt“ als weniger entwickelte Länder

auch tendenziell weniger (unabhängige) Medien haben, die die Öffentlichkeit über DMI informieren könnten. Allerdings gibt es keine praktikable Alternative, um Kommunikation empirisch zu erfassen.

## Interventionen werden selten offiziell bestätigt

Es zeigt sich, dass die Interventionen in der großen Mehrzahl (94 Prozent aller Interventionsepisoden) keine Erwähnung finden – das heißt sie wurden weder offiziell bestätigt noch wurde darüber berichtet. Allerdings geht dieser Wert auf nur noch 62 Prozent zurück, wenn man allein flexible Wechselkurse betrachtet, weil hier weniger interveniert wird und somit einzelne Interventionen größeren Nachrichtenwert besitzen (zusätzlich eventuell auch, weil hier Länder mit einer größeren Pressevielfalt vertreten sind). Die große Mehrzahl der Presseerwähnungen geht auf Gerüchte zurück, nur gut ein Prozent aller Interventionsepisoden werden offiziell bestätigt. Bei flexiblen Wechselkursen allein steigt wiederum dieser Anteil auf 24 Prozent.

Dagegen kommt der *mündlichen Intervention* eine weitaus größere Bedeutung zu: 52 Prozent aller Interventionsepisoden werden so begleitet, im Regime flexibler Wechselkurse steigt dieser Wert sogar auf 97 Prozent, bei breiten Bändern auf fast 100 Prozent (genau: 99,6). Bei engen Wechselkursbändern kommen mündliche Interventionen lediglich in 31 Prozent der Fälle vor, vermutlich, weil der Wechselkurs sowieso nur in einer engen Bandbreite schwankt.

Im Folgenden wird das oben eingeführte Analyseinstrumentarium in zwei Schritten angewendet: zuerst bei einer einzigen Kommunikationsvariable, anschließend bei verschiedenen Kommunikationsinstrumenten im Zusammenhang.

## Vor allem mündliche Interventionen wirken

Es zeigt sich, dass die Wirkung von Interventionen steigt, wenn diese von den MarktteilnehmerInnen bemerkt werden (Tabelle 4). Der Effekt ist besonders stark, wenn die Intervention offiziell bestätigt wird. Die Wirkung mündlicher Intervention ist je nach Erfolgskriterium gemischt: Hinsichtlich des Ereigniskriteriums ist sie sehr positiv, hinsichtlich der beiden anderen Kriterien eher negativ.

Es ist nicht überraschend, dass mündliche Interventionen, die häufiger vorkommen als die anderen Kommunikationsformen, die vormals signifikanten Effekte der anderen Instrumente überlagern und insignifikant machen. Nicht bemerkte Interventionen wirken tendenziell schlechter (aber die Koeffizienten sind insignifikant). Die Unterschiede bei Inhalt und Rahmenbe-

<sup>13</sup> Vgl. Alan Blinder et al. (2008): Central bank communication and monetary policy: A survey of theory and evidence, *Journal of Economic Literature*, 46, 910-945.

<sup>14</sup> Siehe Marcel Fratzscher (2008): Oral interventions versus actual interventions in FX markets—An event study approach, *Economic Journal*, 118, 1079-1106.

<sup>15</sup> Für diese Studie wurde die Datenbank Factiva genutzt.

dingungen mündlicher Interventionen können unterschiedliche Auswirkungen haben. Deshalb wurde auch ihr Einsatz in turbulenten Marktphasen betrachtet. Dort verstärken sie ihre positive Wirkung hinsichtlich des Ereigniskriteriums, und hinsichtlich des Glättungskriteriums gleicht sich der negative Basiseffekt<sup>16</sup> in etwa aus. Für Zentralbanken, die enge Wechselkursbänder verfolgen, sind mündliche Interventionen insbesondere dann von Bedeutung, wenn Abwertungen oder Aufwertungen des Wechselkurses hin zu einem neuen Band erreicht werden sollen. In einer zusätzlichen Analyse zeigt sich, dass insbesondere Länder, die keine transparente Wechselkurspolitik verfolgen, von mündlichen Interventionen profitieren können.

### Wirtschaftspolitische Schlussfolgerungen

Dieser Beitrag zeigt, dass Interventionen von Zentralbanken an Devisenmärkten recht erfolgreich sein können. Als Faustformel sind die beobachteten Interventionen in bis zu 80 Prozent der Fälle ein Erfolg. Dabei spricht vieles dafür, dass es sich bei den erfassten Interventionen um ein eigenständiges Politikinstrument handelt. Die Ergebnisse scheinen nicht von gleichzeitigen geldpolitischen Maßnahmen, wie Zinsänderungen, verursacht zu sein.

Interventionen verfolgen unterschiedliche Ziele je nach Wechselkursregime, so dass entsprechende Erfolgskriterien angebracht sind. Die Erfolgswahrscheinlichkeit ist größer, wenn ein Wechselkurs in einer Bandbreite gehalten werden soll, als wenn eine Veränderung sich umkehren soll. Sie nimmt zu, je größer das Interventionsvolumen, und je stärker die Intervention mit dem vorangegangenen Trend erfolgt und eine Rückkehr zum

<sup>16</sup> Es ist zu vermuten, dass Kommunikation insbesondere in „schwierigen“ Fällen eingesetzt wird, in denen die Erfolgswahrscheinlichkeit kleiner ist als im Durchschnitt.

Lukas Menkhoff ist Leiter der Abteilung Weltwirtschaft am DIW Berlin | lmenkhoff@diw.de

Tabelle 4

### Interventionserfolg nach Art der Kommunikation

	Ereigniskriterium	Glättungskriterium	Stabilisierungskriterium
Unbemerkte Intervention (0/1)	-0,044 (0,033)	-0,041 (0,031)	0,014 (0,03)
Mündliche Intervention (0/1)	0,081*** (0,018)	-0,086*** (0,025)	-0,057*** (0,014)
Turbulente Zeiten (0/1)	-0,058 (0,041)	-0,130* (0,074)	-0,053 (0,044)
Mündliche Intervention in turbulenten Zeiten (0/1)	0,137** (0,06)	0,175** (0,085)	-0,065 (0,054)

Anmerkung: Siehe Kasten 1 für eine Erklärung der Kriterien. Für sonstige nicht berichtete Kontrollgrößen siehe Tabelle 2 oder Tabelle 3. Koeffizienten sind zu addieren um zum Gesamteffekt von mündlichen Interventionen und turbulenten Zeiten zu gelangen. Koeffizienten aus kleinsten Quadrate Schätzung, Standardfehler in Klammern. \*\*\*/\*\*/\* stehen für statistische Signifikanz auf dem Ein-/Fünf-/Zehn-Prozent-Level.

Quelle: Eigene Berechnungen.

© DIW Berlin 2017

Fundamentalwert anstrebt. Wie eine Zentralbank eine Intervention gestaltet und wie die Rahmenbedingungen sind, beeinflusst dabei ihre Erfolgswahrscheinlichkeit.

Interventionen sind tendenziell wirksamer, wenn sie am Markt zugleich bekannt werden, insbesondere wenn offizielle Stellen sie bestätigen.

Geeignete Stellungnahmen von EntscheidungsträgerInnen können die Wirkung von Interventionen verstärken. Dabei macht man sich die Signalisierungswirkung dieser Stellungnahmen zu Nutze: MarktteilnehmerInnen können so Informationen über die zukünftige Politik der Zentralbank erhalten, und die Interventionswirkung geht nicht allein von den gehandelten Devisen aus. Zentralbanken sollten also ihre Interventionen stärker mit Kommunikation begleiten.

Tobias Stöhr ist Wissenschaftlicher Mitarbeiter der Abteilung Weltwirtschaft am DIW Berlin | tstoehr@diw.de

F31; F33; E58

Keywords: Foreign exchange intervention; exchange rate regimes; actual interventions; communication.

This report is also available in an English version as DIW Economic Bulletin 44/2017:

www.diw.de/econbull





DIW Berlin – Deutsches Institut  
für Wirtschaftsforschung e.V.  
Mohrenstraße 58, 10117 Berlin  
T +49 30 897 89 -0  
F +49 30 897 89 -200  
84. Jahrgang

#### Herausgeberinnen und Herausgeber

Prof. Dr. Tomaso Duso  
Dr. Ferdinand Fichtner  
Prof. Marcel Fratzscher, Ph.D.  
Prof. Dr. Peter Haan  
Prof. Dr. Claudia Kemfert  
Prof. Dr. Lukas Menkhoff  
Prof. Johanna Mollerstrom, Ph.D.  
Prof. Karsten Neuhoff, Ph.D.  
Prof. Dr. Jürgen Schupp  
Prof. Dr. C. Katharina Spieß  
Prof. Dr. Gert G. Wagner

#### Chefredaktion

Dr. Gritje Hartmann  
Mathilde Richter  
Dr. Wolf-Peter Schill

#### Redaktion

Renate Bogdanovic  
Dr. Franziska Bremus  
Rebecca Buhner  
Claudia Cohnen-Beck  
Prof. Dr. Christian Dreger  
Dr. Daniel Kempfner  
Sebastian Kollmann  
Matthias Laugwitz  
Markus Reiniger  
Dr. Alexander Zerrahn

#### Lektorat

Dr. Alexandra Fedorets  
Dr. Malte Rieth

#### Vertrieb

DIW Berlin Leserservice  
Postfach 74  
77649 Offenburg  
leserservice@diw.de  
Tel. (01806) 14 00 50 25  
20 Cent pro Anruf  
ISSN 0012-1304  
ISSN 1860-8787 (Online)

#### Gestaltung

Edenspiekermann

#### Satz

Satz-Rechen-Zentrum, Berlin

#### Druck

USE gGmbH, Berlin

Nachdruck und sonstige Verbreitung –  
auch auszugsweise – nur mit Quellen-  
angabe und unter Zusendung eines  
Belegexemplars an die Serviceabteilung  
Kommunikation des DIW Berlin  
(kundenservice@diw.de) zulässig.

Gedruckt auf 100 % Recyclingpapier.