



407 Bericht von Lukas Menkhoff

Zunehmende Bereitschaft für Devisenmarktinterventionen zeigt Wandel der internationalen Finanzarchitektur

- Studie untersucht Entwicklung der internationalen Finanzarchitektur
- Rigide Wechselkursregime und Devisenreserven nehmen zu
- Länder sind zunehmend bereit, auf Devisenmärkten zu intervenieren

413 Interview mit Lukas Menkhoff

414 Kommentar von Guido Baldi

Sollten wir uns auf dauerhaft höhere Zinsen einstellen?

Geld und Kredit in der heutigen Wirtschaftssituation der sowjetischen Besatzungszone

Kurzfristige Kredite und Bankeinlagen in der SBZ*)
in Mill. DM

	31. Aug. 1951	31. Okt. 1952	30. Nov. 1953
Kurzfristige Kredite	4 750	6 760	9 217
Volkseigene Wirtschaft .	3 680	.	7 431
Konsumgenossenschaften	325	.	850
Priv. Landwirtschaft . .	255	.	} 936
„ Handel u. Gewerbe	490	.	
Bankeinlagen (ohne Sparguthaben)	5 639	7 150	9 400
Staatshaushalt	2 310	.	.
Volkseigene Wirtschaft .	506	.	.
Sonstige	1) 2 823	.	.

*) Einschl. Ost-Berlin.
1) Davon etwa 500 Mill. DM bei der Deutschen Notenbank als Einlagen größerer Privatbetriebe und Organisationen, Rest Giroguthaben bei Sparkassen und Genossenschaftsbanken. —
2) Geschätzt. Die Summen liegen um 500 bzw. 700 Mill. DM niedriger als dem Zuwachs an Krediten entspricht, weil der Staatshaushalt Verpflichtungen in diesem Ausmaße getilgt hat. Der Betrag für 1951 enthält keine Verpflichtungen an Auslandsbanken. Nach der Entwicklung des Außenhandels müssen die Zahlen für 1952 rd. eine Milliarde DM und für 1953 rd. 1,5 Milliarden DM derartige Verpflichtungen enthalten.

© DIW Berlin 1954

In einer an dieser Stelle veröffentlichten Analyse der Wirtschaftsanalyse in der SBZ¹ ist erwähnt worden, daß der steigende Notenumlauf in den ersten drei Monaten des laufenden Jahres unter anderem als eine Bestätigung für die sich verschlechternde Versorgung der Konsumgütermärkte angesehen werden kann. Da in der SBZ der Bargeldumlauf und die Kreditversorgung der Wirtschaft in einem anderen Zusammenhang miteinander stehen als im westlichen Geldsystem, und im übrigen auch die stärkere Geldfülle nicht unmittelbar auf das Preisniveau einwirken kann, kann hier nicht von einer inflatorischen Entwicklung im üblichen Sinne gesprochen werden, sondern von einer Entwicklung, die sich aus Divergenzen bei der Erfüllung verschiedener Teilpläne oder bereits aus falscher Planung ergibt. Eine wenigstens übersichtliche Darstellung der Geldumlaufs- und Kreditplanung und ihrer Entwicklung in den letzten Jahren ermöglicht es, trotz der wenigen greifbaren Daten diese Zusammenhänge einigermaßen zu erkennen und auch das Ausmaß der Divergenzen wenigstens größenordnungsmäßig zu umschreiben.

Aus dem DIW Wochenbericht Nr. 26 vom 25. Juni 1954

1 Vgl. Wochenbericht des DIW, 21. Jg., Nr. 23 vom 4.6.1954.

IMPRESSUM



DIW Berlin — Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung e. V.

Mohrenstraße 58, 10117 Berlin

www.diw.de

Telefon: +49 30 897 89-0 E-Mail: kundenservice@diw.de

91. Jahrgang 26. Juni 2024

Herausgeber*innen

Prof. Dr. Tomaso Duso; Sabine Fiedler; Prof. Marcel Fratzscher, Ph.D.;
Prof. Dr. Peter Haan; Prof. Dr. Claudia Kemfert; Prof. Dr. Alexander S. Kritikos;
Prof. Dr. Alexander Kriwoluzky; Prof. Karsten Neuhoﬀ, Ph.D.;
Prof. Dr. Carsten Schröder; Prof. Dr. Katharina Wrohlich

Chefredaktion

Prof. Dr. Pio Baake; Claudia Cohnen-Beck; Sebastian Kollmann;
Kristina van Deuverden

Lektorat

Prof. Dr. Malte Rieth

Redaktion

Rebecca Buhner; Dr. Hella Engerer; Petra Jasper; Adam Mark Lederer;
Frederik Schulz-Greve; Sandra Tubik

Gestaltung

Roman Wilhelm; Stefanie Reeg; Eva Kretschmer, DIW Berlin

Umschlagmotiv

© imageBROKER / Steffen Diemer

Satz

Satz-Rechen-Zentrum Hartmann + Heenemann GmbH & Co. KG, Berlin

Der DIW Wochenbericht ist kostenfrei unter www.diw.de/wochenbericht abrufbar. Abonnieren Sie auch unseren Wochenberichts-Newsletter unter www.diw.de/wb-anmeldung

ISSN 1860-8787

Nachdruck und sonstige Verbreitung — auch auszugsweise — nur mit Quellenangabe und unter Zusendung eines Belegexemplars an den Kundenservice des DIW Berlin zulässig (kundenservice@diw.de).

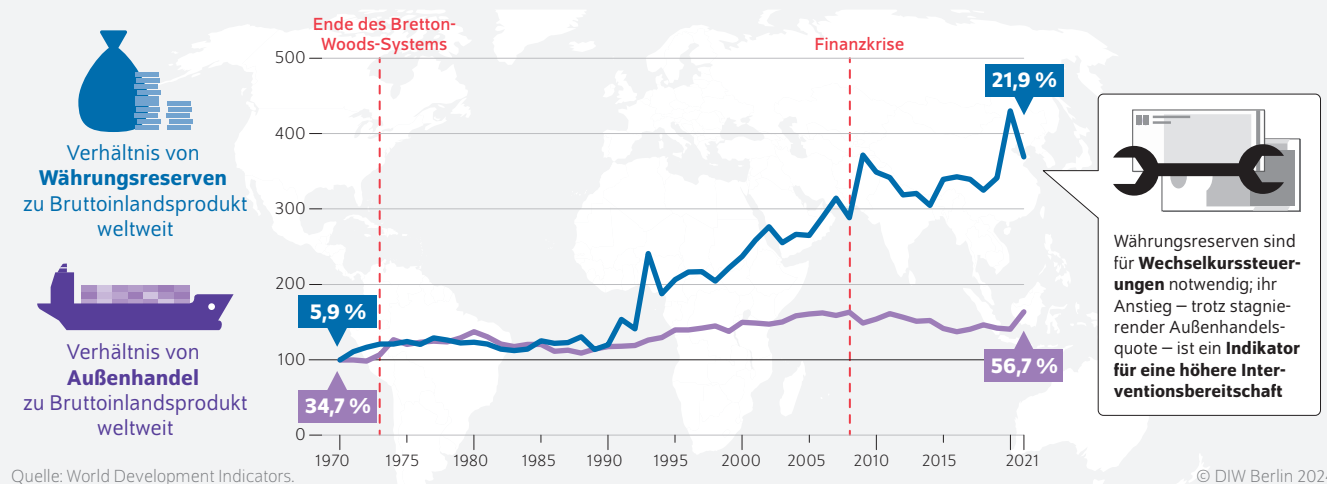
Zunehmende Bereitschaft für Devisenmarktinterventionen zeigt Wandel der internationalen Finanzarchitektur

Von Lukas Menkhoff

- Studie untersucht Entwicklung der internationalen Finanzarchitektur in der aktuellen Phase stockender Globalisierung
- Finanzarchitektur wird charakterisiert anhand von Indikatoren zur Bereitschaft für Devisenmarktinterventionen
- Drei analysierte Indikatoren (rigide Wechselkursregime, große Devisenreserven und gewählte Struktur der Reservehaltung) zeigen den Wandel
- Länder sind zunehmend zu Interventionen bereit und nicht willens, die Wechselkurse den Märkten oder einer Währungsordnung zu überlassen
- Auch auf diesem Gebiet verliert eine westlich dominierte, multilateral geregelte Ordnung der Weltwirtschaft an Bedeutung

Währungsreserven steigen seit 30 Jahren stärker als der Außenhandel

Indizierte Werte zum Basisjahr 1970



ZITAT

"In den letzten 30 Jahren ist die Zahl der Länder mit rigideren Wechselkurssystemen gestiegen. Gleichzeitig erhöhen viele Staaten ihre Währungsreserven, um auf den Devisenmärkten eingreifen zu können."

— Lukas Menkhoff —

MEDIATHEK



Audio-Interview mit Lukas Menkhoff
www.diw.de/mediathek

Zunehmende Bereitschaft für Devisenmarktinterventionen zeigt Wandel der internationalen Finanzarchitektur

Von Lukas Menkhoff

ABSTRACT

Die Phase zunehmender Globalisierung scheint mit der weltweiten Finanzkrise im Jahr 2008 zu Ende gegangen sein, was sich nicht nur im sinkenden Welthandel relativ zur Wertschöpfung ausdrückt. Auch in der internationalen Finanzarchitektur ist dieser Trend zu beobachten. Hier zeigt er sich in der zunehmenden Bereitschaft, mit Devisenmarktinterventionen auf Wechselkurse einzuwirken. Immer mehr Länder entscheiden sich für rigidere Wechselkursregime und höhere Währungsreserven (relativ zur Wertschöpfung) bei unveränderter Fähigkeit zu Interventionen, wie dieser Wochenbericht zeigt. Daran lässt sich ablesen, dass das Vertrauen in die Preisbildung auf den freien Märkten abnimmt und die Bereitschaft zur politischen Kontrolle steigt. Dies ist ein weiterer Schritt weg von einer westlich dominierten, multilateral geordneten Weltwirtschaft, hin zu einer Welt, in der Länder stärker ad hoc agieren.

Die internationale Finanzarchitektur, die den Rahmen für internationale Finanzströme bildet, ist seit dem Ende des Bretton-Woods-Systems 1973 nicht mehr verbindlich festgelegt. Bis dahin waren Länder diesem Abkommen beigetreten und hatten sich damit zur Einhaltung entsprechender Regeln verpflichtet, insbesondere zur Stabilisierung der weitgehend festen Wechselkurse. Als Instrument zur Stabilisierung kamen Devisenmarktinterventionen, also der Kauf oder Verkauf fremder Währung, regelmäßig zum Einsatz.¹

In den ersten Jahrzehnten nach Bretton Woods ging der Trend hin zu weniger Regulierung und mehr Vertrauen in freie Finanzmärkte, und dies impliziert weniger Devisenmarktinterventionen. Dies war zugleich die Hochzeit der jüngeren Globalisierung. Mit der weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise 2008 ist diese Phase zu Ende gegangen und das Vertrauen in freie Märkte ist beschädigt.² Wie drückt sich dies in der internationalen Finanzarchitektur aus, und welche Rolle spielen dabei Devisenmarktinterventionen?

Wechselkursregime können grob in sechs Regime eingeteilt werden

Das wichtigste Merkmal der internationalen Finanzarchitektur ist die Ausgestaltung des Wechselkursregimes. Zur Zeit von Bretton Woods waren es feste, aber anpassungsfähige Wechselkurse, danach tendenziell stärker flexible Wechselkurse. Was in der abstrakten Beschreibung klare Typen von Wechselkursregimen sind, erweist sich in der Realität als weitaus komplexer. Insbesondere werden die offiziell verkündeten Regime (De-jure-Regime) nicht wirklich praktiziert. Deshalb hat die Wissenschaft analysiert, wie das jeweilige Wechselkursregime praktiziert wird (De-facto-Regime) und diese Praktiken in Gruppen von Regimen eingeordnet.³ Die wissenschaftliche Literatur unterscheidet eine grobe

¹ Barry Eichengreen (2019): *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*. Princeton: Princeton University Press, 3. Auflage.

² Harold James (2018): *Deglobalization: The Rise of Disembedded Unilateralism*. *Annual Review of Financial Economics*, 10, 2019–237; Maurice Obstfeld (2024): *Economic Multilateralism 80 Years after Bretton Woods*. *Oxford Review of Economic Policy*. CEPR Discussion Paper 18751 (im Erscheinen).

³ Zum Beispiel Eduardo Levy-Yeyati und Federico Sturzenegger (2005): *Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words*. *European Economic Review*, 49, 1603–1635.

Tabelle 1

Klassifikation von Wechselkursregimen

Regime Nr.	Regimebezeichnung	Merkmale	Anzahl Länder 2019	Länderbeispiele
1	fester Wechselkurs	gekoppelter Wechselkurs (peg) currency board	104	Deutschland, Bangladesch, China
2	enges Wechselkursband	gleitendes Band i. d. h. Band ± 2 Prozent	43	Ägypten, Ungarn
3	weites Wechselkursband	gleitendes Band i. d. h. Band ± 2 bis 5 Prozent	21	Norwegen, Indien
4	flexibler Wechselkurs	kaum Eingriffe in die Wechselkursbildung	7	USA, Mexiko
5+6	sonstige	frei fallende Wechselkurse, parallele Devisenmärkte	12	Argentinien, Sudan

Quelle: Eigene Darstellung.

© DIW Berlin 2024

Klassifikation mit sechs und eine feine Klassifikation mit elf unterschiedlichen Regimen.⁴

Im Rahmen der groben Klassifikation dominiert das Regime fester Wechselkurse mit 104 Ländern unter insgesamt 187 erfassten Ländern (55,6 Prozent der Länder), während flexible Wechselkurse von der Anzahl der Länder her kaum eine Rolle in der Weltwirtschaft spielen (3,7 Prozent) (Tabelle 1).⁵ Allerdings haben große Volkswirtschaften wie die USA, der Euroraum oder Japan flexible Wechselkurse.

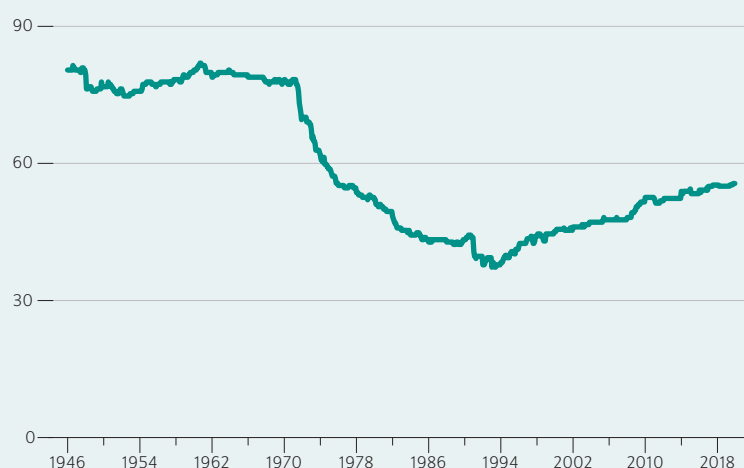
Unter den Ländern mit festen Wechselkursen dominieren Länder mit niedrigerem Pro-Kopf-Einkommen, wie Bangladesch. In der verwendeten Klassifikation sind allerdings auch alle Mitglieder der Europäischen Währungsunion, wie Deutschland, als Länder mit Festkurssystem erfasst, weil ihre Währung zu einem festen Wechselkurs gegenüber dem Euro umgestellt wurde. Dagegen wird man in vielen ökonomischen Analysen, wie auch in diesem Wochenbericht, den Euroraum als ein Währungsgebiet mit flexiblem Wechselkurs gegenüber der Welt behandeln. Recht häufig gibt es auch noch enge Wechselkursbänder, wie sie Ägypten oder Ungarn praktizieren, während die weiten Wechselkursbänder mit Schwankungsbreiten von bis zu plus/minus fünf Prozent gegenüber einer Referenzwährung schon seltener sind (Beispiele sind Norwegen oder auch Indien). Schließlich ist die Kategorie „sonstiges“ zu erwähnen, worunter frei fallende Wechselkurse oder Systeme mit parallelen Wechselkursen klassifiziert sind.

Rigide Wechselkursregime nehmen zu

Da die verwendete Datenbank bis ins Jahr 1946 zurückreicht, kann man die Veränderung in den Anteilen der Wechselkursregime über mehr als sieben Jahrzehnte ermitteln. Hier interessiert vor allem der Anteil derjenigen Regime, die den Wechselkurs sehr rigide festlegen und deren Implementierung

Abbildung 1

Anteil der Länder mit festen Wechselkursen In Prozent



Quelle: Eigene Berechnung.

© DIW Berlin 2024

Der Anteil der Länder mit festen Wechselkursen steigt seit 30 Jahren wieder an.

Devisenmarktinterventionen begünstigt.⁶ Um den Wechselkurs eng zu stabilisieren, müssen die Zentralbanken intervenieren oder mindestens dazu bereit sein, das heißt, die Rigidität des Wechselkursregimes und Interventionen auf Devisenmärkten gehen Hand in Hand. Das betrifft vor allem das Regime eins in der groben Klassifikation, das heißt feste Wechselkurse.

Die Rigidität hat seit dem Ende von Bretton Woods langfristig zunächst abgenommen (Abbildung 1): Der Anteil fester Wechselkurse fällt von 80 Prozent bis auf unter 40 Prozent Anfang der 90er Jahre. Seitdem steigt der Anteil der Festkursregime kontinuierlich bis auf derzeit rund 55 Prozent.⁷ Da Rigidität positiv mit Interventionen zusammenhängt

⁴ Ethan Ilzetki, Carmen M. Reinhart und Kenneth S. Rogoff (2019): Exchange Arrangements Entering the 21st Century: Which Anchor Will Hold? Quarterly Journal of Economics, 134(2), 599–646; Carmen M. Reinhart und Kenneth S. Rogoff (2004): The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation. Quarterly Journal of Economics, 119, 1–48.

⁵ Ilzetki, Reinhart und Rogoff (2019), a. a. O.

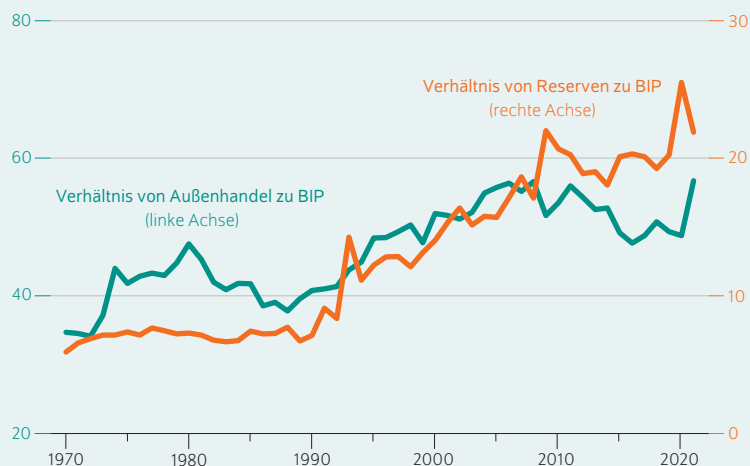
⁶ Siehe auch Tobias Heidland, Lukas Menkhoff und Sekou Metiki (mimeo): Policy Preparing for FX Interventions.

⁷ Ilzetki, Reinhart und Rogoff (2019), a. a. O.

Abbildung 2

Verhältnis von Außenhandel und Devisenreserven zum Bruttoinlandsprodukt (BIP)

In Prozent



Anmerkungen: Länder sind gleichgewichtet.

Quelle: World Development Indicators.

© DIW Berlin 2024

Während der Außenhandel relativ zum BIP leicht sinkt seit 15 Jahren, sind die Reserven im Verhältnis zum BIP tendenziell weiter gestiegen.

und man für Interventionen tendenziell Währungsreserven benötigt, wird untersucht, ob bei der Haltung von Währungsreserven ebenfalls Änderungen eingetreten sind.

Devisenreserven steigen weiter an

Mit der zunehmenden Globalisierung war ein großer Aufbau von Währungsreserven einhergegangen, die für Interventionen zur Wechselkurssteuerung notwendig sind.⁸ Insofern könnte man erwarten, dass diese Reserven, deren Haltung mit Kosten verbunden ist, mit dem Rückgang der Globalisierung seit der großen Finanz- und Wirtschaftskrise 2008 ebenfalls zurückgefahren werden.⁹ Dem ist allerdings nicht so, im Gegenteil.

Gleichgültig, ob die absoluten Werte für weltweite Reserven und das weltweite Bruttoinlandsprodukt (BIP) herangezogen, oder eine Gleichgewichtung der Länder vorgenommen wird, in jedem Fall steigt das Verhältnis zwischen

Währungsreserven und BIP – unter Schwankungen – bis in die Gegenwart (Abbildung 2).¹⁰ Dagegen stagniert das übliche Maß der Globalisierung, das Verhältnis von Außenhandel zu BIP seit etwa 2008, oder fällt leicht. Die Anzahl der Länder steigt über die Zeit auf bis zu 148.

Diese divergente Entwicklung zwischen Außenhandel und Reserven passt nicht zu der Erwartung, dass eine stagnierende Außenhandelsquote zu einer stagnierenden Reservequote führt. Vielmehr scheint es, dass die Politikverantwortlichen Gründe sehen, warum sie entweder mehr interveniert haben (und damit hohe Reserven aufbauen) oder in Zukunft höhere Interventionen erwarten, für die Vorbereitungen getroffen werden. In beiden Fällen spielen Interventionen eine größere Rolle als vor 2008 und die Entscheidungsträger nehmen Marktentwicklungen, bei denen sie eingreifen oder eingriffsbereit sein sollten, offensichtlich in stärkerem Maße an als früher.

Fähigkeit zu Devisenmarktinterventionen hat zwei Bestandteile

Es könnte aber auch sein, dass Währungsreserven stärker eine Funktion als Staatsfonds einnehmen. Dann würden die Anlagen vermutlich illiquider als zuvor getätigt. Ob dies so ist, wird durch die Fähigkeit zu Devisenmarktinterventionen gemessen.¹¹ Die Fähigkeit ist dann gegeben, wenn Reserven für Interventionen gut einsetzbar sind. In diesem Fall weisen sie zwei Merkmale auf. Erstens wird der Anteil der Devisenreserven an allen offiziellen Reserven hoch sein, denn nur damit kann unmittelbar interveniert werden.¹² Zweitens werden diese Reserven stärker in Bankeinlagen als in Wertpapieren gehalten, wenn sie für Interventionen verfügbar sein sollen, weil sie nicht erst (mit möglichen Kursänderungen) verkauft werden müssen.

Die Aufgliederung der Reserven in einzelne Positionen ist für viele Länder ab dem Jahr 2001 verfügbar.¹³ Angaben zu tatsächlichen Interventionen (im weitaus dominierenden Spotmarkt) sind für zahlreiche Länder auch erst seitdem öffentlich.¹⁴ Die Schnittmenge beider Datensätze beträgt 28 Länder mit zunehmender Anzahl. Für diese Stichprobe kann man auf monatlicher Basis zeigen, dass tatsächliche Interventionen mit den beiden oben genannten Bestandteilen, die die Fähigkeit zu Interventionen messen, zusammenhängen. Tatsächliche Interventionen und die Fähigkeit zu Interventionen gehen also Hand in Hand, müssen aber nicht identisch sein.

⁸ Zu den Funktionen von Währungsreserven siehe Joshua Aizenman und Jaewoo Lee (2007): International Reserves: Precautionary versus Mercantilist Views, Theory and Evidence. Open Economies Review, 18, 191–214.

⁹ Vgl. Gustavo Adler und Rui Mano (2019): The Cost of Foreign Exchange Intervention: Concepts and Measurement. Journal of Macroeconomics, 67, 103045. Kosten von Devisenreserven, relativ zu einer normalen Anlage in heimischer Währung (zum Beispiel Anlagen der Zentralbank in heimischer Währung), haben im Allgemeinen zwei Ursachen. Erstens werden Devisenreserven in den großen handelbaren Währungen gehalten, insbesondere dem US-Dollar. Diese Währungen sind recht sichere Anlagen und haben deshalb meist niedrigere Zinsen als die jeweils heimischen Währungen (sozusagen ein umgekehrter Carry Trade). Zweitens erfolgt die Anlage von Devisenreserven liquider als eine typisch langfristig orientierte Anlage und verzichtet damit auf das Einnehmen einer Illiquiditätsprämie.

¹⁰ In Krisenzeiten kommt es immer wieder einmal zu Ausschlägen, wie zuletzt bei der großen Finanzkrise 2008 oder der Covid-Krise.

¹¹ Ausführlicher hierzu Heidland et al. (2024), a. a. O.

¹² Neben Devisenreserven sind Gold, Sonderziehungsrechte und weitere kleine Positionen Teil der gesamten Reserven.

¹³ Die Angaben sind entnommen aus der Datenbank: Internationaler Währungsfonds, International Reserves and Foreign Currency Liquidity (IRFCL), Washington, D. C. (online verfügbar, abgerufen am 6.6.2024).

¹⁴ Spotmärkte, an denen unmittelbar gehandelt wird, dominieren die Devisenmärkte im Vergleich zu Terminmärkten, und dies gilt ebenso für Devisenmarktinterventionen.

Die Fähigkeit zu Interventionen ist seit dem Jahr 2000 nicht gesunken

Um Veränderungen über die Zeit für eine größere Ländergruppe zu ermitteln, werden Daten für 75 Länder genutzt (die 93 Prozent des Welt-BIP ausmachen).¹⁵ Dazu werden die erfassten Länder gleich gewichtet, unabhängig von ihrer Bevölkerungszahl oder Wirtschaftskraft, weil die gewählte Fähigkeit zu Interventionen eine politische Entscheidung ist, die pro Land (oder Währungsraum) getroffen wird. Das Ergebnis zeigt sehr klar, dass der Anteil der Devisenreserven an den Gesamtreserven über die 20 Jahre etwa gleichgeblieben ist (Abbildung 3). Der Anteil der Einlagen an den Devisenreserven ist sogar leicht gestiegen. Insgesamt also deuten die gestiegenen Reserven nicht auf eine stärkere Nutzung als Anlage (Staatsfonds) hin, sondern die Politikverantwortlichen halten die Reserven eher noch stärker als zuvor bereit, um gegebenenfalls intervenieren zu können.

Bereitschaft zu Interventionen ist mit tatsächlichen Interventionen positiv korreliert

Die drei Politikentscheidungen, die oben untersucht wurden (Wechselkursregime, Reservehaltung, Interventionsfähigkeit), zeigen alle in eine Richtung: Die Bereitschaft zu Interventionen ist hoch und steigt über die Zeit an (Abbildungen 1 und 2). Die Erklärungskraft der gewählten Politikparameter als Anhaltspunkt für Interventionen kann ex post getestet werden, indem der Zusammenhang zu tatsächlichem Interventionsverhalten gemessen wird.

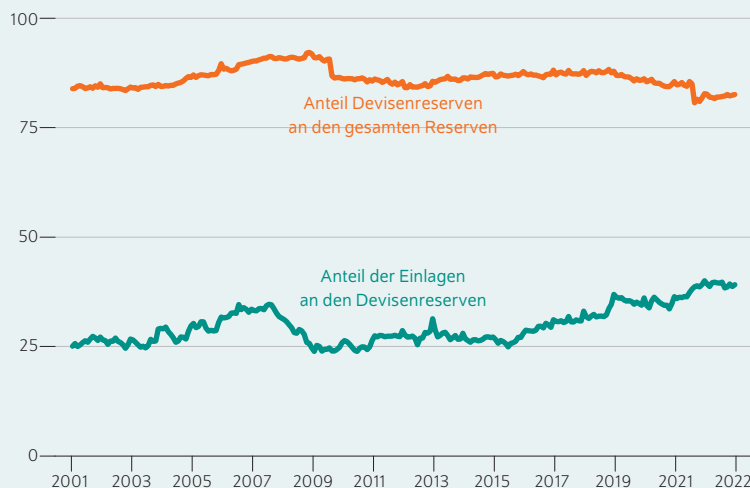
Da solche tatsächlichen Interventionsdaten nicht verfügbar sind, wird hier als Maß für Interventionsaktivität ein Proxy genommen, der im Wesentlichen auf Veränderungen von Währungsreserven abstellt und zusätzlich modifiziert wurde. Sein großer Vorteil ist, dass dadurch 75 Länder erfasst werden können. Auch wenn dieser Proxy den Nachteil hat, dass er praktisch für jeden Monat für jedes Land Interventionen anzeigt (obwohl bei weitem nicht so oft interveniert wird), so sind die gemessenen Interventionen bezogen auf das BIP der jeweiligen Länder der vermutlich beste Indikator, der breit verfügbar ist. Im ersten Schritt wird gemessen, ob und inwieweit die drei institutionellen Politikentscheidungen das Interventionsverhalten erklären können. Im zweiten Schritt wird dann der gemeinsame Erklärungsbeitrag aller drei Maße untersucht.

Die Schätzungen erfolgen mit der Standardmethode der kleinsten Quadrate, wobei hier Dummies für Jahre und Länder verwendet werden. Die Jahresdummies berücksichtigen, dass es Jahre mit generell mehr oder weniger Interventionen gibt, also insbesondere mehr Interventionen in der großen Finanz- und Wirtschaftskrise 2008. Die Länderdummies berücksichtigen mögliche (ansonsten nicht erfasste) Effekte, die zu mehr oder weniger Interventionen einzelner Länder führen. Somit erfasst die Schätzung nur die Effekte, die

¹⁵ Hier werden die Mitglieder der Europäischen Währungsunion als ein Fall betrachtet und wie ein Land behandelt.

Abbildung 3

Anteile Devisenreserven und Einlagen In Prozent



Anmerkungen: Betrachtet werden 75 Länder.

Quelle: Internationaler Währungsfond.

© DIW Berlin 2024

Die Fähigkeit zu Devisenmarktinterventionen ist nicht gesunken: Der Anteil der Devisenreserven an den gesamten Reserven bleibt nahezu konstant, der Anteil der Einlagen an den Devisenreserven steigt leicht an.

Wechselkursregime, Reserven und Interventionsfähigkeit, kontrolliert für die anderen erwähnten Einflüsse, haben.

Wie erwartet zeigen die negativen Koeffizienten der anderen Regime, dass dort weniger intensiv interveniert wird als im Regime fester Wechselkurse.¹⁶ Bei den engen Bändern wird rund 25 Prozent weniger interveniert, bei den flexibleren Regimen, das heißt, bei breiten Bändern und flexiblen Wechselkursen, wird etwa 40 Prozent weniger interveniert (Tabelle 2, Spalte 1). Die sonstigen Regime sind der Vollständigkeit halber aufgeführt, lassen sich aber summarisch nicht gut interpretieren.

Bei Berücksichtigung der Reservehöhe ist der Koeffizient positiv und statistisch hoch signifikant (Tabelle 2, Spalte 2). Da die Werte von Reserven zu BIP standardisiert worden sind (Mittelwert null und Standardabweichung eins), bedarf es weiterer Information, um die Stärke der ökonomischen Beziehung zu beschreiben: Eine Verdopplung der Reserven (bei unverändertem BIP) geht mit 20 Prozent mehr Interventionen einher. Der (standardisierte) Koeffizient des Index für Fähigkeit zu Interventionen ist ebenfalls positiv und hoch signifikant, aber der Einfluss ist nur gut ein Drittel so hoch wie bei den Reserven (Tabelle 2, Spalte 3).¹⁷ Das

¹⁶ Es geht hier um Interventionsintensität, weil das verwendete Maß, der Proxy für Interventionen, das Interventionsvolumen relativ zum BIP setzt.

¹⁷ Dieser Index der Fähigkeit zu Devisenmarktinterventionen berücksichtigt die beiden oben diskutierten Dimensionen (Abbildung 3). Der Index wird in einer Hauptkomponentenschätzung aus den beiden Dimensionen als erste Komponente ermittelt (genauer dazu in Heidland, a. a. O.).

Tabelle 2

Zusammenhang zwischen institutionellen Variablen und Interventionen auf (Spot-)Devisenmärkten
Abweichung zum Regime fester Wechselkurse in Prozent

	Wechselkurs-regime	Reservehöhe	Interventions-fähigkeit	Alle drei Größen
Enges Wechselkursband	-25,2***			-20,2***
Weites Wechselkursband	-41,2***			-33,1***
Flexibler Wechselkurs	-37,3***			-29,9***
Sonstige	-20,6***			-9,0
Offizielle Reserven/BIP		19,8***		17,3***
Fähigkeitsindex (kontinuierlich)			7,7***	2,2
Beobachtungen	12 516	12 751	12 408	12 353

Anmerkung: Lineare Regression von BIP-normalisiertem Proxy für Interventionen auf verschiedene Variablen. Für Länder und Jahre wurden Dummy-Variablen verwendet. Sternchen bezeichnen das Signifikanzniveau, das die statistische Genauigkeit der Schätzung angibt. Je mehr Sternchen, desto geringer die Irrtumswahrscheinlichkeit: ***, ** und * geben die Signifikanz auf dem Ein-, Fünf- und Zehn-Prozent-Niveau an.

Lesehilfe: Die Interventionsintensität ist im Regime eines engen Wechselkursbandes etwa 25 Prozent geringer als bei festen Wechselkursen.

Quelle: Eigene Berechnungen.

© DIW Berlin 2024

heißt, alle drei Politikentscheidungen (über Regime, Reserven und Fähigkeit) waren in den letzten 20 Jahren signifikant mit mehr Interventionen verbunden.

Werden alle drei Größen gleichzeitig berücksichtigt, sinken die Koeffizienten wegen der Verbindungen untereinander tendenziell, und der letzte Koeffizient in der Spalte – für die Fähigkeit zu Interventionen – wird insignifikant (Tabelle 2, Spalte 4).

Fazit: Internationale Finanzarchitektur spiegelt Tendenz zur weltwirtschaftlichen Desintegration wider

Die internationale Finanzarchitektur befindet sich in stetem Wandel. Dieser resultiert nicht aus ständig neuen Vereinbarungen über Institutionen, im Gegenteil stammen viele dieser Institutionen, wie der Internationale Währungsfonds oder die Weltbank, aus einer fernerer Vergangenheit (den 40er Jahren des 20. Jahrhunderts). Wandel ergibt sich aus dem faktischen Verhalten der Länder, das eben nicht strikten Regeln unterworfen ist.¹⁸

18 Vgl. Michael Frenkel und Lukas Menkhoff (2000): Stabile Weltfinanzen, Berlin.

Lukas Menkhoff ist Senior Research Associate in der Abteilung Makroökonomie im DIW Berlin | lmenkhoff@diw.de

Dieser Beitrag untersucht den Umgang mit Devisenmarktinterventionen und was sich daraus für die internationale Finanzarchitektur schließen lässt. Interventionen sind ein spezifisches Instrument, um den heimischen Wechselkurs zu beeinflussen. Die letzten 20 Jahre hat dieser Wunsch der Beeinflussung, den verwendeten Indikatoren zufolge, klar zugenommen.

Damit zeigt sich im Bereich der internationalen Finanzarchitektur etwas ähnliches wie beim Außenhandel. Der wächst zwar weltweit, aber schwächer als die Wertschöpfung, so dass die relative Bedeutung – anders als bis 2008 – tendenziell leicht sinkt. Dies wird als stockende Globalisierung oder ansatzweise Deglobalisierung gesehen. Im Bereich der internationalen Finanzarchitektur drückt sich diese leichte Tendenz zur weltwirtschaftlichen Desintegration so aus, dass der Anteil rigider Wechselkursregime, die Quote aus Reserven zu Wertschöpfung und die Fähigkeit zu Interventionen steigen. Die Länder treffen Entscheidungen, die sie befähigen, ihren Wechselkurs besser zu kontrollieren.¹⁹ Da ein Wechselkurs immer auch wenigstens ein anderes Land betrifft, kann solch ein Kontrollbemühen auf Widerstand des anderen betroffenen Landes stoßen, was zu Auseinandersetzungen bis hin zu einem Währungskrieg führen kann.

Auch wenn es nicht zu künftigen Währungskriegen kommen muss, so zeigen die hier beschriebenen Politikentscheidungen deutlich, dass die Politikentscheider *innen weniger als früher auf Marktlösungen setzen, also Wechselkursverläufe, die sich an freien Devisenmärkten bilden. Das passt zu dem generell eher steigenden Regulierungsniveau, insbesondere was den Außenhandel betrifft. Die Politikentscheider *innen lassen sich auch nicht, wie beim Bretton-Woods-Währungssystem, in eine internationale Ordnung einbinden. Vielmehr agiert die Politik der Länder im Bereich der internationalen Finanzarchitektur zunehmend auf sich selbst bezogen. Dies passt zur steigenden Bedeutung von Spannungen in der Weltwirtschaft und zur Unterordnung von ökonomischen unter politische Gesichtspunkte im Verhalten vieler Länder.²⁰ Aus europäischer Sicht ist dies unerfreulich, sieht man doch auch beim hiesigen Thema, dass die westlich dominierte Vorstellung einer multilateral geordneten Weltwirtschaft an Bedeutung verliert.

19 Dies setzt voraus, dass Devisenmarktinterventionen tatsächlich den Wechselkurs beeinflussen, wie eine Metastudie zeigt: Lucia Arango-Lozano et al. (2024): The Effectiveness of FX Interventions: A Meta-Analysis. Journal of Financial Stability, 100794 (im Erscheinen).

20 Zum Beispiel Holger Görg und Katrin Kamin (2021): Globalisierung trifft Geoökonomie. Wirtschaftsdienst, 101(11), 854–857.

JEL: F 31, F 33

Keywords: foreign exchange interventions, official reserve assets, exchange rate regimes

INTERVIEW



Lukas Menkhoff, Senior Research Associate in der Abteilung Makroökonomie im DIW Berlin

„Bereitschaft zu Devisenmarktinterventionen ist in den letzten 20 Jahren gestiegen“

1. **Herr Menkhoff, Sie haben die Entwicklung der internationalen Finanzarchitektur und den Umgang mit Devisenmarktinterventionen untersucht. Was stand dabei im Fokus Ihrer Studie?** Im Fokus der Studie stehen Vorbereitungen auf Devisenmarktinterventionen, die wir als die Bereitschaft für Devisenmarktinterventionen interpretieren. Also nicht die Tatsache, ob interveniert wird oder ob nicht interveniert wird, auch nicht die Frage, ob die Interventionen erfolgreich sind, sondern, ob Staaten Vorkehrungen treffen, um intervenieren zu können.
2. **Wie groß ist die Bereitschaft für Devisenmarktinterventionen?** Diese Bereitschaft ist in den vergangenen 20 Jahren gestiegen. Die Globalisierung ist eher auf einem leichten Rückzug, mindestens stagniert sie. Das heißt, der Handel relativ zum Bruttoinlandsprodukt sinkt leicht im Trend seit der großen Finanzkrise. Dagegen haben die Indikatoren, die uns interessieren, tendenziell zugenommen in dieser Phase und das ist einigermaßen überraschend.
3. **Welche Staaten sind es, bei denen die Bereitschaft zur Devisenmarktinterventionen gestiegen ist?** Das ist im Prinzip über die Welt verteilt, aber besonders auffällig natürlich bei großen Schwellenländern, die relativ aktiv in internationalen Wirtschaftsbeziehungen eingebunden sind.
4. **Welcher Grund könnte dahinter stehen?** Diese Bereitschaft ist mit Kosten verbunden und schränkt eigentlich auch den Handlungsspielraum der Staaten ein. Daher ist die plausibelste Interpretation, dass die Staaten sich nicht sicher sind, ob die Entwicklung der Wechselkurse ihren Vorstellungen entspricht und dass sie bereit sind, einzugreifen und sich das etwas kosten zu lassen. Diese Bereitschaft spiegelt in gewisser Weise die Desintegration, die wir auch im Außenhandel finden.
5. **Welche Kosten sind das und ab wann würde es sich für diese Staaten lohnen, einzugreifen?** Die Kosten entstehen im Wesentlichen aus der Reservehaltung, denn Devisenre-

serven werden typischerweise in sehr sicheren Währungen gehalten und die sind schlecht verzinst. Im Vergleich zu einer heimischen Anlage verliert man tendenziell. Der andere Punkt ist, dass das Vermögen sehr liquide angelegt wird, um intervenieren zu können. Damit aber nutzt man nicht die Möglichkeit einer Liquiditätsprämie. Ein Staatsfonds würde anders anlegen, als wir das bei Devisenreserven sehen. Von daher müssen die Staaten gute Gründe haben so zu handeln, sonst macht es eigentlich keinen Sinn.

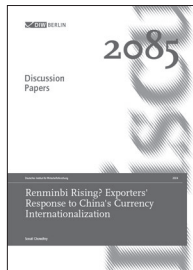
6. **Was bedeutet diese Entwicklung für die Rolle Europas in der Weltwirtschaft?** Im Grunde bedeutet es, dass Europa zusammen mit wenigen anderen Staaten zu einer Ausnahme wird. Europa hält natürlich auch große Währungsreserven, aber hat sie nicht mehr aufgebaut. Das heißt, wir machen bei dieser Entwicklung nicht mit. Bei uns ist es sozusagen genau umgekehrt. Das reflektiert, dass Europa, bislang jedenfalls, auch eine andere Haltung hat gegenüber weltwirtschaftlichen Ordnungen und Entwicklungen. Wir setzen auf eine multilaterale Ordnung, auf verbindliche Regeln und auf relativ freie Märkte. In solch einer Welt braucht man nicht so große Devisenreserven und muss die auch nicht in liquider Form halten. Aber andere Staaten handeln eben anders als wir.
7. **Sollte Europa seine Reserven aufstocken?** Ich denke eher nein. Europa und der europäische Währungsraum sind selber einer der großen Pole in der Weltwirtschaft und solange wir nicht in eine Währungskonkurrenz mit dem Dollar und der chinesischen Währung geraten, denke ich, wäre das teuer, was man nicht unbedingt braucht, zumal Europa ja bereits über erhebliche Devisenreserven verfügt.

Das Gespräch führte Erich Wittenberg.



Das vollständige Interview zum Anhören finden Sie auf www.diw.de/interview

Discussion Papers Nr. 2085
2024 | Sonali Chowdhry



Renminbi Rising? Exporters' Response to China's Currency Internationalization

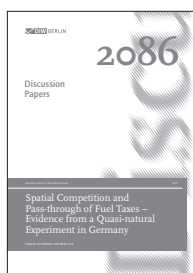
This paper investigates the heterogeneous responses of exporters to policy reforms undertaken by the People's Bank of China to internationalize the Renminbi (RMB). Using detailed customs data from France for the initial years of these reforms (2011–2017), it documents several novel stylized facts on RMB adoption, highlighting both the growth and extreme skewness in RMB's uptake across firms and varieties. It further examines various mechanisms underpinning self-selection into RMB and proposes a novel channel that strongly predicts RMB adoption. This channel exploits information on firms' invoicing currency

strategies in existing markets and is observed to be a valid instrument for RMB adoption. Leveraging this new instrument, the paper shows that invoicing in RMB significantly boosted exports for varieties sold to China. Overall, the findings suggest that early RMB adoption, although limited across firms, provided an important competitive edge when exporting to China.

www.diw.de/publikationen/diskussionspapiere



Discussion Papers Nr. 2086
2024 | Frederik von Waldow, Heike Link



Spatial Competition and Pass-through of Fuel Taxes – Evidence from a Quasi-natural Experiment in Germany

This paper analyses the pass-through rates and their determinants of the temporary German fuel discount in 2022 at its start and its termination. Based on a unique dataset of fuel station characteristics and prices, we employ a Regression Discontinuity in Time (RDiT) methodology to estimate heterogeneous pass-through rates. Our main contribution is to identify the impact of horizontal and vertical market structures on the extent to which taxes are passed on to consumers. While competitive pressure is positively associated with the response of prices to tax changes, we estimate lower pass-through predominantly

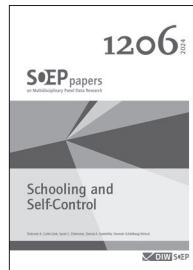
for more isolated stations with fewer competitors. Furthermore, our results indicate that independence from upstream markets is accompanied by a reduced pass-through of tax changes suggesting the existence of double marginalization.

www.diw.de/publikationen/diskussionspapiere



SOEP Papers Nr. 1206

2024 | Deborah A. Cobb-Clark, Sarah C. Dahmann, Daniel A. Kamhöfer, Hannah Schildberg-Hörisch



Schooling and Self-Control

While there is an established positive relationship between self-control and education, the direction of causality remains a matter of debate. We make a contribution to resolving this issue by exploiting a series of Australian and German educational reforms that increased minimum education requirements as a source of exogenous variation in education levels. Instrumental variables estimates suggest that, for people affected by the reforms, an additional year of schooling has no effect on self-control.

www.diw.de/publikationen/soeppapers



SOEP Papers Nr. 1207

2024 | Ronald Bachmann, Myrielle Gonschor



Technological Progress, Occupational Structure, and Gender Gaps in the German Labour Market

We analyze if technological progress and the change in the occupational structure have improved women's position in the labour market. We show that women increasingly work in non-routine manual and in interactive occupations. However, the observed narrowing of the gender wage gap is entirely driven by declining gender wage gaps within, rather than between, occupations. A decomposition exercise reveals that while explained factors have become more important contributors to the gender wage gap, the importance of unexplained factors has strongly declined. Therefore, unequal treatment based on unobservables, i.e. discrimination, is likely to have declined over time. Finally, technological change as measured by job tasks plays an ambiguous role. Institutional factors, and in particular part-time employment, are still a major driver of the gender wage gap.

observables, i.e. discrimination, is likely to have declined over time. Finally, technological change as measured by job tasks plays an ambiguous role. Institutional factors, and in particular part-time employment, are still a major driver of the gender wage gap.

www.diw.de/publikationen/soeppapers





GUIDO BALDI

Sollten wir uns auf dauerhaft höhere Zinsen einstellen?

Guido Baldi ist wissenschaftlicher Mitarbeiter der Abteilung Makroökonomie im DIW Berlin. Der Kommentar gibt die Meinung des Autors wieder.

Anfang Juni hat die Europäische Zentralbank die Zinsen gesenkt und so das Signal ausgesendet, dass sie die Inflation hoffentlich bald im Griff hat. Die Inflationsraten haben sich im Euroraum und weltweit deutlich verringert; die Teuerung liegt aber vielerorts noch etwas über den Zielwerten der Zentralbanken. Inflation ist stets mit hohen Kosten verbunden. Die Menschen in Deutschland und vielen anderen Ländern haben gelitten unter den starken Preissteigerungen etwa bei Lebensmitteln und Energie. Dennoch können wir froh sein, dass es nicht noch höhere Kosten gab – etwa eine Rezession und einem starken Anstieg der Arbeitslosigkeit.

Auch wenn nun schrittweise Zinssenkungen eingesetzt haben, ist es gut möglich, dass die Zinsen nicht mehr auf das sehr niedrige Niveau sinken werden wie in den Jahren zwischen der Finanzkrise 2008/09 und der Pandemie. Es gibt Hinweise darauf, dass strukturelle Faktoren wie die ins Stocken geratene Globalisierung den Inflationsdruck erhöhen werden, was mittelfristig zu höheren Zinsen führen würde. Bis vor kurzem hat die Globalisierung den Inflationsdruck gedämpft. So hat der Abbau von Handelsbeschränkungen wie Zöllen die Preise für handelbare Güter gedrückt. Zudem hat die wirtschaftliche Öffnung Chinas dazu geführt, dass mehrere hundert Millionen Arbeitskräfte neu verfügbar waren für international tätige Unternehmen, was zu einer Verlagerung von Produktionsstätten aus fortgeschrittenen Volkswirtschaften beigetragen hat. Der Zusammenbruch des Kommunismus in Mittel- und Osteuropa hatte ähnliche Effekte. So wurde in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften der Strukturwandel beschleunigt, was etwa in der Industrie wohl mit Arbeitsplatzverlusten und Lohndruck einher ging. Daneben sollte man allerdings die großen Vorteile der Globalisierung etwa in der Form von günstigeren Produkten nicht vergessen, die nicht zuletzt auch zu einer niedrigen Inflation beigetragen haben.

Mindestens zwei Faktoren dürften nun diese Entwicklungen zu einem Ende bringen, wie etwa die beiden Ökonomen Charles Goodhart und Manoj Pradhan schon länger argumentieren. Erstens führt der demografische Wandel vielerorts zu struktu-

rellen Arbeitskräfteengpässen. Es erreichen vielerorts bereits mehr Menschen das Rentenalter als junge Personen neu in das Erwerbsleben eintreten. Dies geht mit einer niedrigeren Arbeitslosigkeit und mehr Verhandlungsmacht für viele Beschäftigten einher, die sich in den kommenden Jahren wohl über Lohnerhöhungen freuen dürften. Als Nebeneffekt wird über die stärkere Konsumnachfrage wohl auch der Inflationsdruck etwas anziehen. Zweitens nehmen die handels- und geopolitischen Konflikte zu, insbesondere zwischen den westlichen Ländern und China. Höhere Zölle und andere Handelsbeschränkungen führen zusammen mit geopolitischen Risiken zu Preissteigerungen im internationalen Handel, was in Deutschland und anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften die Inflation weiter anheizen könnte.

Diese Entwicklungen, sofern sie sich tatsächlich fortsetzen, dürften die Zentralbanken in fortgeschrittenen Volkswirtschaften dazu bringen, ihre Leitzinsen höher zu belassen als in den Jahren nach der Finanzkrise. Es wäre zwar positiv, wenn wir keine Phasen mit negativen Zinsen mehr erleben würden. Allerdings sind die beschriebenen Ursachen für den höheren Inflationsdruck mit großen Herausforderungen verbunden. So sind die geopolitischen Konflikte unberechenbar und können enormes Leid verursachen. Wir wissen nicht, wie wir auf die Alterung der Bevölkerung reagieren sollen. Zudem müssen unsere Gesellschaften mit weiteren großen Herausforderungen etwa dem Klimawandel und dem Vormarsch der künstlichen Intelligenz umgehen. Es ist gut möglich, dass diese Megatrends die künftige wirtschaftliche Entwicklung unstetig und wenig berechenbar machen. Neben einem höheren Inflationsdruck könnte mit dieser Unberechenbarkeit und den damit verbundenen Schocks wie Naturkatastrophen und plötzlich ausbrechenden Kriegen auch die Inflation wieder stärker schwanken als in den vergangenen Jahrzehnten. Wir sollten uns darum darauf einstellen, dass die kommenden Jahre für die Zentralbanken herausfordernd bleiben mit höheren und stärker schwankenden Zinsen.