ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Matthes, Heinrich

Article — Digitized Version

Damokles-Shadowing: Eine Innovation in der zweiten Phase der EWWU

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Matthes, Heinrich (1994) : Damokles-Shadowing: Eine Innovation in der zweiten Phase der EWWU, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Nomos, Baden-Baden, Vol. 74, Iss. 3, pp. 143-145

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/137105

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Heinrich Matthes

Damokles-Shadowing

Eine Innovation in der zweiten Phase der EWWU

Seit der Erweiterung der Bandbreiten im Europäischen Währungssystem im Jahr 1993 ist bei den ehemaligen harten Kernländern ein „D-Mark-Shadowing" festzustellen. Dieses „Shadowing" ist dadurch gekennzeichnet, daß die betreffenden Länder freiwillig bereit sind, zu den alten Wechselkursparitäten zurückzukehren und diese aufrechtzuerhalten. Dr. Heinrich Matthes analysiert diesen Prozeß und seine Folgen für die geplante Währungsunion.

Am 1. August 1993 wurden im Europäischen Währungssystem die Bandbreiten von 4,5% auf 30% erweitert. Dies stellt fast eine Versiebenfachung des Kursrisikos dar. Für die Spekulation bedeutet das die Installation eines „Damokles-Schwerts". Bis auf weiteres werden damit „one-way-bets" beseitigt, mit denen sich die Spekulation in der Endphase des EWS der engen Bandbreiten völlig risikolos eine „goldene Nase" verdient hatte.

Warum, so ist zu fragen, kam es aber überhaupt zu dieser extremen Maßnahme? Hatte das EWS nicht – zumindest seit dem grundlegenden Wechsel in der Orientierung der französischen Politik im März 1983 – eine recht positive Phase mit zum Schluß beinahe binnenmarktähnlicher Währungsstabilität durchlaufen?

Schwere spekulative Verwerfungen

Das entscheidende Datum für die gegenwärtigen Schwierigkeiten war die weitgehende Liberalisierung des europäischen Kapitalverkehrs, wie sie seit dem 1. Juli 1990 zu verzeichnen war. Diese Kapitalmarktliberalisierung zusammen mit der „1992 Perspektive" des großen Binnenmarktes bedeutete, daß das EWS – nach Meinung der Märkte – bereits gleichsam in ein Vorstadium der Währungsunion eingetreten war. Dies verstetigte die Wechselkurserwartungen in extremer Weise und ließ das enorm vergrößerte Potential spekulativer Kapitalbewegungen zunächst kaum noch störend wirksam werden.

Dr. Heinrich Matthes, 59, ist stellvertretender Generaldirektor für Wirtschaft und Finanzen der EG-Kommission. Die hier vertretenen Ansichten entsprechen nicht notwendigerweise der Meinung der Kommission der Europäischen Gemeinschaften.

Die außerordentliche Zunahme der Elastizität im kurzfristigen internationalen Kapitalverkehr hing mit folgenden Faktoren zusammen:

- ☐ Der technologische Fortschritt impliziert eine immer stärkere, praktisch momentane Informationsverbreitung.
- ☐ Innovative Finanztechniken (die sogenannten Finanzierungsderivate) ermöglichen neuerdings bei geringem Eigenkapitaleinsatz (aber von vornherein absehbarem Verlustrisiko) enorme Zinshebelwirkungen und damit die (unter Umständen auch computergestützte) Ausnutzung relativ geringfügiger Kursschwankungen.
- ☐ Die wachsende Konzentration von privaten Depotverwaltungen in den Händen hochprofessionalisierter Manager und die wachsende Bedeutung von Investmentfonds und Versicherungen schaffen ein Potential für gewaltige kurzfristige Kapitalbewegungen, die bei den geringsten Wechselkursänderungserwartungen (aus welchem Grund auch immer) virulent werden.

Vor diesem Hintergrund finden derzeit pro Arbeitstag kurzfristige internationale Kapitalbewegungen zwischen den verschiedenen Währungen in dem unglaublichen Umfang von etwa 1000 Billionen US-Dollar statt. Als grundlegender Bestimmungsfaktor für die Wechselkurse gewannen damit die kurzfristigen Kapitalbewegungen eine schlechthin grundlegende Bedeutung; sie dominieren heute eindeutig die Salden im Waren-, Güter- und Dienstleistungsbereich.

Trotz dieses enorm vergrößerten Störpotentials der kurzfristigen Kapitalbewegungen war das EWS, zumindest bis in den Sommer 1992, als System fester, aber anpassungsfähiger Wechselkurse dadurch stabilisiert worden, daß es nach Meinung der Märkte bereits in ein „Vor-

stadium der Währungsunion" eingetreten war. Dies verstetigte die Wechselkurserwartungen in extremer Weise, weil die Märkte bis in den Sommer 1992 davon ausgingen, daß man mit den bestehenden Leitkursen ohne weiteres in die Währungsunion einmünden würde.

Nach dem dänischen Referendum vom Juni 1992 – es löste plötzliche Zweifel über die Realisierung der Währungsunion aus – und dem nachfolgenden ständigen Abbröckeln des französischen Konsenses im Vorstadium des (überflüssigen) Referendums vom September 1992 wurde aber immer klarer: Mitte 1992 war das die Wechselkurserwartungen stabilisierende Vorstadium der EWWU plötzlich beendet worden, zumal die deutsche Geldpolitik mit der Diskontsatzerhöhung vom Juli 1992 eindeutig signalisiert hatte, daß sie – entsprechend ihrem gesetzlichen Auftrag – an einer primär binnenwirtschaftlich orientierten Politik festhalten würde. Für die Spekulation bestand jetzt jeder Anreiz, eine Währung nach der anderen aus dem System herauszubrechen. In den nachfolgenden zwölf Monaten schwerer spekulativer Verwerfungen mit gewaltigen Interventionen und einer ganzen Kette von Realignments wurde dann auch das bisher bestehende EWS als System fester, aber anpassungsfähiger Wechselkurse zu Grabe getragen. Der Schlußstrich erfolgte am 1. August 1993 mit der Erweiterung der Bandbreiten auf +/–15%.

Die Inkonsistenz-Triade

Der eigentliche Grund für unsere gegenwärtigen Schwierigkeiten an den Devisenmärkten liegt aber in der sogenannten „Inkonsistenz-Triade" der Wirtschaftspolitik. In einem Wechselkurssystem vom Typ des EWS gibt es einen nicht zu überwindenden Widerspruch zwischen der Freiheit des Kapitalverkehrs, autonomer Geldpolitik und festen Wechselkursen. Eines dieser Ziele muß aufgegeben werden. Solange man hoffte, noch schnell das „rettende Ufer" von Maastricht zu erreichen, brauchte man sich der eisernen Konsequenz dieser Triade nicht zu stellen.

Damit wird gleichzeitig ganz deutlich: Die Gewährleistung der „vier Grundfreiheiten" (freier Güter-, Personen-, Dienstleistungs- und Kapitalverkehr) zwingt in einem großen, einheitlichen Markt de facto zur Währungsunion. Wie die Kommission es ausdrückte: ein Markt, eine Währung! Die Alternative zum Maastricht-Projekt wäre somit nicht ein voll funktionsfähiger Binnenmarkt *ohne* einheitliche Währung, sondern die Renationalisierung der Wirtschaftspolitiken und damit der Abbau des Erreichten. Freie Wechselkurse verbreiten Unsicherheit, sie sind investitions- und integrationsfeindlich.

Damit kommt man zugleich zu folgendem Ergebnis: Im zukünftigen Europa können nur zwei monetäre Ordnungen überleben: Entweder die volle Währungsunion oder das Floating. Freilich sind wir bei flexiblen Wechselkursen der wichtigsten Vorteile des großen, internen Marktes beraubt: sicherer Planungshorizonte.

Ist nun, so ist zu fragen, die Entwicklung des Europäischen Währungssystems als System des „shadowing of the DM" seit dem 1. August 1993 nicht der eindrucksvollste Gegenbeweis zu der gerade vertretenen These? Haben sich in diesem „neuen EWS" die Wechselkurse (nach anfänglicher Abwertung) nicht wieder vollständig in das alte Band zurückbewegt? Ist damit nicht der beste Beweis dafür geliefert worden, daß ein System des Floatings doch sehr wohl binnenmarktverträglich gesteuert werden kann?

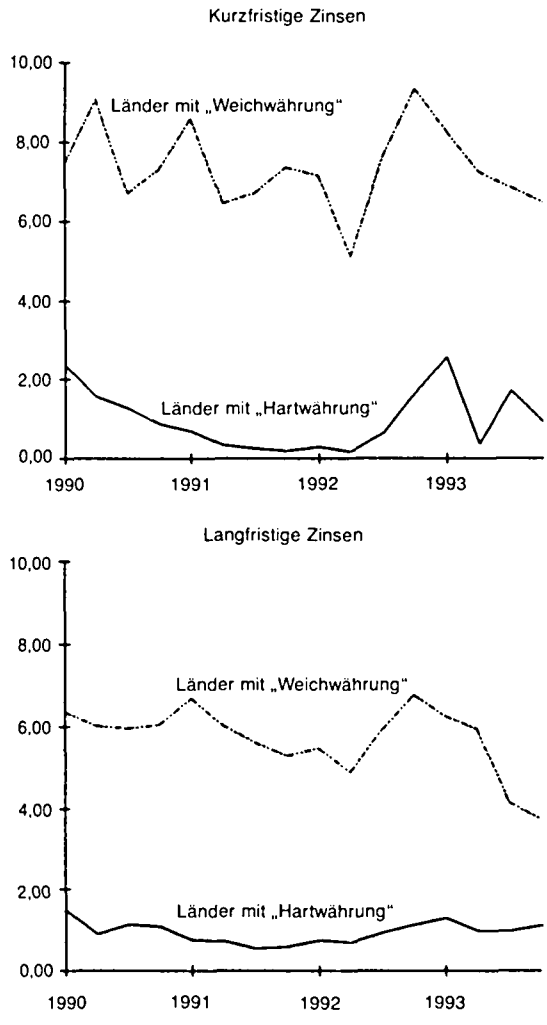
Ein neues EWS

Der relative Erfolg des neuen EWS, wie wir ihn seit dem 1. August 1993 zu verzeichnen haben, ist keineswegs ein Argument für die integrationsfreundliche Wirkung des Floatings. Vielmehr verzichten die früheren Länder des engen Bandes seit dem 1. August 1993, nunmehr sogar ohne den Zwang des engen Bandes, auf jegliche nationale Geldpolitik. Damit dient ihre Geldpolitik, sogar noch verstärkt, nur noch einem Ziel: der Wechselkursstabilisierung. Die Sanktionsmechanismen sind also in diesem neuen System, in dem für das Ankerland keine Interventionspflicht mehr besteht, noch stärker geworden. Auf diese Weise sind die Risikoprämien der früheren Kernländer in der Tat wieder weitgehend nivelliert worden (vgl. Schaubild).

Dies gilt vor allem für den Bereich des langfristigen Kapitalverkehrs, der naturgemäß durch die nach wie vor bestehenden Maastricht-Horizonte mehr stabilisiert wird als der kurzfristige Bereich. Aber auch hier sind die Risikoprämien durch die Politik des „shadowing" auf einen vergleichsweise geringen Rest abgeschmolzen. Dieser Rest (verglichen mit dem Stand vom Juni 1992, als das alte System letztmals die Risikoprämien relativ minimiert hatte) charakterisiert gleichsam die Kosten des neuen Systems des „Damokles-Shadowing". In der Tat hängt über diesem System für die Spekulation deutlich sichtbar, sozusagen als „fleet in being", im Falle spekulativer Zu- oder Abflüsse ständig das Damokles-Schwert einer extremen Wechselkurssanktion. Nochmals sei freilich daran erinnert: Ganz entsprechend der Inkonsistenz-Triaden-These verzichtet das neue System vollständig auf jede nationale Geldpolitik.

Das „Damokles-Shadowing" ist gleichsam eine Innovation in der Phase II der Währungsunion. Es minimiert die spekulativen Störungen, eliminiert jede Interven-

Zinssatzunterschiede im Verhältnis zu Deutschland



Anmerkung: „Hartwährungsländer": Frankreich, Belgien, die Niederlande und Dänemark; „Weichwährungsländer": Italien, Portugal und Spanien.

Quelle: Commission Services (Quarterly data).

tionspflicht des Ankerlandes und verstärkt gegenüber dem früheren „one-way-bet-System" die Sanktionszwänge noch ganz erheblich. Größere spekulative Verwerfungen der Wechselkurse können nun nicht mehr auftreten, was die Wechselkurserwartungen entsprechend entlastet und damit auch den Zins (nämlich durch Annullierung der entsprechenden Risikoprämie). Hier handelt es sich also um ein Zielzonen-System mit einem extremen Integrationseffekt. Vor dem Hintergrund des starken Konvergenzzuges, wie er durch die Maastricht-Politik laufend eindrucksvoll unterstrichen wird, scheint sich das „Damokles-Shadowing" zum System der Übergangsphase zu qualifizieren. Vom freien Floating unterscheidet sich dieses neue System in doppelter Hinsicht:

□ Es funktioniert nur vor dem Hintergrund weitreichender Konvergenzpolitiken, wie sie durch den Realisierungszwang der Maastricht-Eintrittsbedingungen geliefert werden.

□ Die relative Minimierung der Risikoprämien liefert das System nur um den Preis einer verstärkten Konvergenz-Politik. Natürlich leistet man diesen Preis nur vor dem Hintergrund der viel weitergehenden Integrationshorizonte; sie beinhalten nicht zuletzt auch die schließlich völlige Nivellierung aller Risikoprämien.

Europäisches „burden-sharing"

Gleichzeitig schirmt das „Damokles-Shadowing" in der Übergangsphase zur Einheitswährung angesichts der deutschen Wiedervereinigung auch die bestehende Ankerwährung in idealer Weise ab. Es verhindert integrationsfeindliche Oligopolkämpfe um die Ankerfunktion, die vor dem akkumulierten Glaubwürdigkeitspotential der Bundesbank bis auf weiteres sowieso nicht gewonnen werden können. Gleichzeitig führt es zu einem innereuropäischen „burden-sharing" im Hinblick auf die realen Kosten der Wiedervereinigung. Beinhaltet doch der von den anderen tolerierte temporäre Einzug des Glaubwürdigkeitsschirms, den die Bundesbank über dem EWS ausgespannt hatte, eine temporäre Stärkung der DM, und verstärkt sich doch in diesem Ausmaß wieder die Asymmetrie des neuen EWS. Freilich handelte es sich hier um eine *freiwillige* Leistung der Länder des früheren stabilen Kerns; sie erfolgt im Interesse der schnellen Rückgewinnung der Stabilität im Ankerland. Dies verpflichtet jedoch auch die Bundesregierung, nämlich zu alleräußersten Anstrengungen, den durch die Wiedervereinigung belasteten Policy-mix symmetrischer zu gestalten. Darüber hinaus muß die Bundesbank jeden nur möglichen Spielraum zur Senkung ihrer kurzfristigen Zinsen weiter ausnutzen. Ohne diese „Gegenleistungen" ist auch das „Damokles-Shadowing" dem Untergang geweiht.

Damit mag folgendes deutlich geworden sein: Die Ereignisse nach dem 1. August 1993, von vielen als der endgültige Untergang des gehaßten Maastricht-Projektes gefeiert, haben in Wirklichkeit zu einer integrationspolitisch außerordentlich positiven Wende geführt. Zum ersten Mal entwickelt sich zwischen dem Ankerland und den anderen Ländern des stabilen Kerns eine echte europäische Solidarität. Sie berechtigt zu zwei Prognosen: Erstens könnte sich das „Damokles-Shadowing" möglicherweise als außerordentlich haltbar erweisen, und zweitens wird der Eintritt in die Endstufe – ganz nach den Maastricht-Regeln – eher früher als später erfolgen, sofern er politisch gewollt wird.