

Vehrkamp, Robert B.

Article — Digitized Version

## De-facto-Kernwährungsunion in Europa durch Termininterventionen

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Vehrkamp, Robert B. (1994) : De-facto-Kernwährungsunion in Europa durch Termininterventionen, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Nomos, Baden-Baden, Vol. 74, Iss. 12, pp. 633-638

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/10419/137194>

### 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.*

Robert Vehrkamp

## De-facto-Kernwährungsunion in Europa durch Termininterventionen

*Die Krisen des alten EWS mit seinen engen Bandbreiten waren 1992/93 im wesentlichen darauf zurückzuführen, daß die Verpflichtungen aller Notenbanken zu betragslich unlimitierten Kassainterventionen für die Spekulanten wenig glaubwürdig waren. Wie kann für ein glaubwürdiges Wechselkursversprechen der Interventionsmechanismus verbessert werden?*

Mit der Bandbreitenerweiterung im Europäischen Währungssystem (EWS) sind die beteiligten Notenbanken interventionenpolitisch von der Strategie einer „massive retaliation“ zur Strategie der „flexible response“ übergegangen<sup>1</sup>. Der Strategiewechsel war notwendig geworden, nachdem sich die alte Strategie zur Absicherung der engen Bandbreiten (+/- 2,25%) in den EWS-Krisen der Jahre 1992/93 als unzureichend erwiesen hatte, um spekulative Attacken der Märkte wirksam zu bekämpfen. Die Strategie zur interventionenpolitischen Absicherung des alten EWS bestand im wesentlichen in der Abschreckungswirkung des betragslich unlimitierten Kassainterventionsversprechens aller beteiligten Notenbanken. Vorbedingung für das Funktionieren einer Abschreckungsstrategie ist die Glaubwürdigkeit ihrer Sanktionsandrohung. Zur Vermeidung spekulativer Attacken müßte deshalb auch die Einlösung des Interventionsversprechens durch die Notenbanken für die Marktteilnehmer glaubwürdig sein.

In einer treffenden Metapher von Sievert läßt sich das Problem beschreiben. Das Interventionsinstrumentarium wird als Drohpotential einer „fleet in being“ verstanden: „Eine ‚fleet in being‘ soll Eindruck machen und etwas bewirken, ohne daß sie sich schlagen muß. Dazu muß sie ausreichend groß sein, am besten größer als jeder mögliche Gegner. Außerdem muß ihre Kampfbereitschaft außer Frage stehen. (...) Eine ‚fleet in being‘, die sich als Ganzes nie bewegt, verschafft diese Glaubwürdigkeit

nicht.“<sup>2</sup> Das bedeutet, daß die Glaubwürdigkeit einer „fleet in being“ nicht nur von ihrer Größe und potentiellen Schlagkraft abhängt, sondern auch von den Kosten ihres Einsatzes. Eine Abschreckungsstrategie, deren Umsetzung die eigenen Existenzbedingungen unterminiert, wird vor allem dann zu einem Bluff, wenn die Bedrohung selbst nicht existenzgefährdend ist.

Das Interventionsversprechen einer auf Geldwertstabilität fixierten Notenbank ist deshalb nur solange glaubwürdig, wie durch seine Einlösung ihr Stabilitätsauftrag nicht ernsthaft bedroht ist. Nach der vollständigen Liberalisierung der Kapital- und Devisenmärkte in Europa haben die Marktteilnehmer das Interventionsversprechen des alten EWS sehr rasch als einen „elaborierten Bluff der Notenbanken“<sup>3</sup> entlarvt, und diese Erkenntnisse in für sie risikolosen spekulativen Attacken auch umgesetzt. Die Risikolosigkeit dieser spekulativen Attacken beruhte im Kern auf der Unglaubwürdigkeit des Interventionsversprechens, weil

□ die Schlagkraft der interventionenpolitischen „fleet in being“ nicht ausreichend, und

<sup>1</sup> Die USA hatten Anfang der sechziger Jahre ihre nukleare Abschreckungsstrategie der „massive retaliation“ zu einer abgestuften Strategie der „flexible response“ weiterentwickelt, um dem Dilemma zu entgehen, in Krisensituationen zwischen nuklearer Apokalypse und Kapitulation wählen zu müssen. Die Abschreckung durch nukleare Eskalation war im Zeitalter des atomaren Patts zwischen den Supermächten unglaubwürdig und aus der Sicht des Gegners zu einem Bluff geworden. Erstmals bewährt hat sich die neue Strategie dann in der friedlichen Bewältigung der Kuba-Krise im Jahr 1962. Vgl. dazu Christian Hacke: Von Kennedy bis Reagan – Grundzüge der amerikanischen Außenpolitik 1960-1984, Stuttgart 1984, S. 33ff.; sowie Helmut Schmidt: Strategie des Gleichgewichts, Stuttgart 1969, S. 62ff.

<sup>2</sup> Olaf Sievert: Deutsche Geldpolitik zwischen nationalem Interesse und europäischer Rücksichtnahme?, in: Auszüge aus Presseartikeln der Deutschen Bundesbank, Nr. 91 (1993), S. 7.

<sup>3</sup> O. V.: Großbritanniens Probleme mit dem Währungsverbund, in: Neue Zürcher Zeitung, Ausgabe vom 29./30. 9. 1992.

*Robert Vehrkamp, 30, Dipl.-Volkswirt, ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Wirtschaftspolitik und Konjunkturforschung der Universität Witten/Herdecke.*

□ ihr tatsächlicher Einsatz mit untragbaren geld- und liquiditätspolitischen Kosten für die intervenierenden Notenbanken verbunden gewesen wäre.

### Wenig glaubwürdiges Interventionsversprechen

Zwar ist das Interventionsversprechen aller beteiligten Notenbanken im Grundsatz betraglich ebenso unlimitiert wie die den Schwachwährungsändern zur Verfügung stehenden Interventionsfazilitäten der sehr kurzfristigen Finanzierung. Die vollständig asymmetrisch zu Lasten der Schwachwährungsänder ausgestalteten Saldenausgleichsregeln führen jedoch zu einer erheblichen Einschränkung dieser vermeintlich unlimitierten Interventionsversprechen<sup>4</sup>. Nach Ablauf einer kurzen Übergangsfrist ist die (Re-)Finanzierung aller Stützungsinterventionen zugunsten einer attackierten Währung allein dem Schwachwährungsland selbst auferlegt. In der Gesamtbetrachtung der Interventions- und Finanzierungsregeln des Systems ist das unlimitierte Interventionsversprechen attackierter Notenbanken, aufgrund der dann wirksam werdenden Saldenausgleichsverpflichtungen, nur für einen eng begrenzten Zeitraum von maximal 3,5 Monaten überhaupt einlösbar. Danach ist ihre Budgetrestriktion begrenzter Interventionsreserven wiederhergestellt, die durch die Finanzierungsfazilitäten des Systems lediglich temporär suspendiert, nicht jedoch grundsätzlich aufgehoben wird. Die Glaubwürdigkeit des Interventionsversprechens attackierter Notenbanken ist aus der Sicht der Märkte also gering.

Von vornherein unglaubwürdig erschien den Märkten auch das unlimitierte Interventionsversprechen der Ankerwährungsnotenbank, vor allem wegen der mit den Kassainterventionen verbundenen expansiven Liquiditätseffekte. Die Märkte haben das interventionpolitische „opting out“ der Bundesbank spätestens für den Zeitpunkt der Erschöpfung ihres liquiditätspolitischen Sterilisationspotentials antizipiert<sup>5</sup>. Für eine auf das Ziel der Preisniveaustabilität verpflichtete Notenbank ist ein Interventionsversprechen unglaubwürdig, das diese Existenzbedingung unterminieren würde. Auch die historische Erfahrung gibt hier eindeutig Auskunft über die binnenwirtschaftliche Priorität der Bundesbank und ihr daraus

ableitbares „opting out“-Verhalten in Festkurssystemen mit Kassainterventionsverpflichtungen. Insofern stehen die EWS-Krisen der Jahre 1992/93 in einer Reihe mit der Suspendierung der Bretton-Woods-Interventionen im Mai 1971 und endgültig dann im März 1973. Zuverlässig an Interventionsversprechen der Bundesbank ist deshalb vor allem ihr „opting out“-Verhalten in geld- und liquiditätspolitischen Dilemmasituationen. Unlimitierte Kassainterventionsversprechen von auf Geldwertstabilität verpflichteten Hartwährungsnotenbanken sind nicht „credible“, weil sie sich als geld- und liquiditätspolitisch nicht „sustainable“ erweisen.

### Unzureichende Zinspolitik

Neben dem Interventionsmechanismus hat sich im Verlauf der EWS-Krisen auch die Zinspolitik zur Verteidigung fixierter Bandbreiten als unzureichend erwiesen. Der Einsatz des Zinsinstruments beruht auf der theoretisch richtigen Erkenntnis, daß grundsätzlich jede Wechselkursänderungserwartung durch entsprechende intervalutarische Zinsdifferenzen kompensiert werden kann (vgl. Tabelle)<sup>6</sup>. Der Einsatz der Zinspolitik wird jedoch immer dann unglaubwürdig, wenn die zur Kompensation der spekulativen Wechselkursänderungserwartungen erforderlichen Geldmarktsätze aus gesamtwirtschaftlicher Sicht untragbar werden<sup>7</sup>. Auch solche gesamtwirtschaftlichen Dilemmasituationen der Notenbanken als Folge zinspolitischer Maßnahmen sind von den Märkten antizipierbar. Als „ultima ratio“ der Wechselkursgarantie eines Festkurssystems scheidet somit auch die Zinspolitik aus. Ähnlich wie die Interventionsversprechen ist sie nicht „credible“, weil auch sie sich im Verlauf spekulativer Attacken als nicht „sustainable“ erweist.

Trotz der nur begrenzten Einsatzfähigkeit der Zinspolitik zur Verteidigung von Wechselkursversprechen eines institutionalisierten Festkurssystems kann deren Glaubwürdigkeit nicht auf Interventionen allein, sondern muß im wesentlichen auf seinem geld- und zinspolitischen Koordinationsmechanismus beruhen. Die institutionenökonomische Analyse von Festkurssystemen hat jedoch

<sup>4</sup> Vgl. zur Funktionsweise des EWS: Commission of the European Communities: The European Monetary System, Brüssel 1979; sowie die systematische Darstellung in Peter Bofinger: Festkurssysteme und geldpolitische Koordination, Baden-Baden 1991, S. 337-377.

<sup>5</sup> Vgl. dazu Barry Eichengreen, Charles Wyplosz: The unstable EMS, Brookings Papers on Economic Activity, 1:1993, Washington D.C., S. 109f. Das kurzfristig mobilisierbare Sterilisationspotential der Bundesbank kann auf etwa 150 Mrd. DM veranschlagt werden; vgl. zu den Liquiditätswirkungen von Kassainterventionen und zum Sterilisationsverhalten der Bundesbank: Deutsche Bundesbank: Zum Einfluß von Auslandstransaktionen auf die Bankenliquidität, Geldmenge und Bankkredit, in: Monatsbericht 1/1993, S. 19-34.

<sup>6</sup> Vgl. Wolfgang Stützel: Über Währungsspekulanten und den Umgang mit denselben, in: ders.: Währung in weltöffener Wirtschaft – Lehrstücke der Währungspolitik unter der Herausforderung des Tages, Frankfurt 1973, S. 137; sowie die Tabelle dieses Aufsatzes aus: Barry Eichengreen, Charles Wyplosz, a.a.O., S. 100.

<sup>7</sup> Vgl. dazu das Resümee der schwedischen Reichsbank nach ihrem exzessiven Einsatz des Zinsinstruments während der EWS-Krise im Herbst 1992: „The Swedish experience can be said to confirm that the ability to use high interest rates to defend a fixed exchange rate is exhaustible, especially if the fundamentals are weak to begin with. Persistently high and volatile interest rates have detrimental effects on the real economy and on the financial sector.“ Lars Hörngren, Hans Lindberg: The Struggle to Turn the Swedish Krona into a Hard Currency, Sveriges Riksbank, Arbetsrapport Nr. 8, Stockholm 1993, S. 23.

gezeigt, daß der geldpolitische Koordinationsmechanismus wiederum ganz wesentlich vom Interventionsmechanismus und seiner Finanzierung determiniert ist (vgl. Abbildung 1)<sup>8</sup>. So wurde im alten EWS der formal symmetrisch gestaltete Interventionsmechanismus von den asymmetrischen Finanzierungsregeln des einseitigen Saldenausgleichs dominiert. Aus dieser Asymmetrie der dominanten Finanzierungskomponente des Regelwerkes resultierte der hohe Grad der Asymmetrie zu Lasten der Schwachwährungsländer auch bei den geldpolitischen Anpassungszwängen. Verstärkt wurde die Asymmetrie der Anpassungszwänge noch durch die ebenfalls asymmetrischen interventionspolitischen Größenverhältnisse der Mitgliedsländer untereinander, weil das liquiditätspolitische Sterilisationspotential der Hartwährungsländer die Interventionsreserven der Schwachwährungsländer deutlich überragt.

Die einzig wirklich asymmetrisch zu Lasten der Hartwährungsländer gestaltete Regelkomponente des EWS ist sein Wechselkursanpassungsmechanismus, der den

Schwachwährungsländern ein politisch dominiertes Vetorecht gegen rechtzeitige Leitkursanpassungen einräumt<sup>9</sup>. Gegen die damit verbundenen Opportunismusspielräume der Schwachwährungsländer können sich die stabilitätsorientierten Länder in letzter Konsequenz nur durch ein „opting out“ ihrer Interventions- und Finanzierungsverpflichtungen schützen. In der Gesamtbetrachtung ist die Struktur der Liquiditäts- und Reserveeffekte und der daraus resultierenden geldpolitischen Anpassungszwänge jedoch eindeutig asymmetrisch zu Lasten der Schwachwährungsländer gestaltet. Die Auslösung der Systemzwänge unterliegt allerdings vollständig dem Diktat der Märkte. Ein marktmäßiger Auf- bzw. Abwertungsdruck ist dafür die notwendige und hinreichende Bedingung zugleich, und zwar unabhängig von der ihm zugrunde liegenden fundamentalökonomischen Rationalität. Die Marktbewertungen erweisen sich damit als der „modus operandi“ der Systemstrukturen. Die fundamentalökonomische Rationalität der Marktbewertungen determiniert die ökonomische Rationalität der systemischen Anpassungszwänge. Auch für grundsätzlich stabilitätsorientierte Länder ergibt sich daraus im Verlauf spekulativer Attacken die Konsequenz erheblicher geld- und zinspolitischer Fehlanpassungskosten. Werden solche Fehlanpassungskosten aus der Sicht der Märkte untragbar, dann verliert auch das zugrundeliegende Wechselkursversprechen an Glaubwürdigkeit.

### Zinsdifferenzen zur Kompensation von Abwertungserwartungen

(in % p.a.)

Eintrittswahrscheinlichkeit der Abwertung	Abwertung um	
	5% in 10 Tagen	10% in 10 Tagen
50%	85	238
70%	136	442
90%	201	762

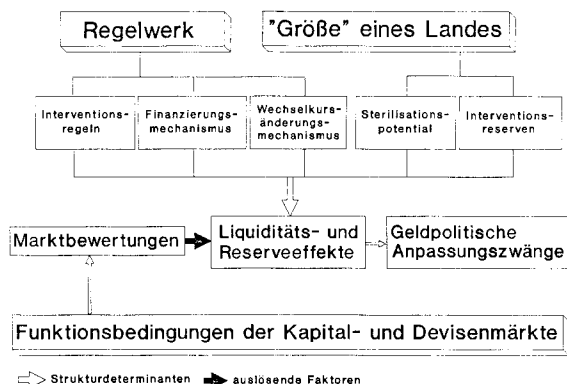
Quelle: Barry Eichengreen, Charles Wyplosz: The unstable EMS, Brookings Papers on Economic Activity, 1:1993, Washington D.C., S. 100.

### Kriterien eines Interventionsmechanismus

Für die Gestaltung eines glaubwürdigen Wechselkursversprechens ergeben sich daraus die drei folgenden Kriterien:

**Kriterium I:** Der Interventionsmechanismus muß schlagkräftig genug sein, um als „fleet in being“ eine ausreichend glaubwürdige Abschreckungswirkung gegen spekulative Attacken zu garantieren. Für die Bedingungen vollständig liberalisierter Kapital- und Devisenmärkte bedeutet das praktisch, daß die Interventionsversprechen betraglich unlimitiert sein müssen.

**Abbildung 1**  
Determinanten der geldpolitischen Anpassungszwänge in institutionalisierten Festkurssystemen



<sup>8</sup> Vgl. Peter Bofinger, a.a.O., S. 88-176 und S. 337-377; sowie Robert Vehrkamp: The European Monetary System during the phase of transition to European Monetary Union, Economic Papers (European Commission), Nr. 108, Juli 1994, S. 9-44. Zu einem ähnlichen Ansatz vgl. Ronald I. McKinnon: The Rules of the Game: International Money in Historical Perspective, in: Journal of Economic Literature, 31. Jahrgang (März 1993), S. 1-44.

<sup>9</sup> Die politische Wechselkurskompetenz ergibt sich im EWS daraus, daß für Realignmentbeschlüsse letztlich ein einmütiger Beschluß des zuständigen Ministerrates erforderlich ist; vgl. zur Beschreibung der „realignment procedure“ Andreas Kees: The Monetary Committee of the European Community, in: Kredit und Kapital 2/1987, S. 258-268. Zur Interpretation dieses Sachverhaltes aus der Sicht einer Hartwährungsnotenbank vgl. Franz Schöll: The domain of speculators or a place to correct untenable exchange rate relationships, in: The Treasurer, Oktober 1993, S. 55.

Kriterium II: Das Zusammenspiel der Interventions- und Finanzierungsregeln sollte einen geldpolitischen Koordinationsmechanismus ergeben, der den Anforderungen eines stabilitätsgerechten Festkurssystems entspricht. Kein Land darf durch den Wechselkursmechanismus zur Aufweichung seiner Stabilitätsorientierung gezwungen werden. Das System muß sich auch im „worst case“ einer spekulativen Attacke für die stabilitätsorientierten Länder als geld- und liquiditätspolitisch durchhaltbar erweisen. Betraglich unlimitierte Kassainterventionsverpflichtungen der Hartwährungsnotenbanken scheiden damit als „ultima ratio“ eines Wechselkursversprechens von vornherein aus.

Kriterium III: Das System muß sich auch für Schwachwährungsländer als stabilitätspolitisch „sustainable“ erweisen, indem es ihre geldpolitischen Anpassungskosten minimiert. Das erfordert einen glaubwürdig institutionalisierten geld- und zinspolitischen Koordinationsmechanismus, der zum einen den asymmetrischen Anpassungszwang der Schwachwährungsländer an den geldpolitischen Stabilitätsstandard des Ankerwährungs-

landes garantiert, zum anderen aber auch einen ausreichenden Schutz gegen fundamentalökonomisch irrationale Attacken und exzessiv hohe Glaubwürdigkeits- und Risikoprämien der Märkte gewährleistet.

Das alte EWS erfüllte keines der drei Kriterien. Sein Interventionsmechanismus war nicht schlagkräftig genug, weil die Budgetrestriktion attackierter Währungen nur temporär suspendiert, nicht jedoch grundsätzlich aufgehoben werden konnte. Das System war nicht stabilitätsgerecht, weil das liquiditätspolitische Sterilisationspotential der Hartwährungsnotenbanken sich im Verlauf spekulativer Attacken schon nach wenigen Tagen erschöpfte. Außerdem war es für attackierte Notenbanken stabilitätspolitisch nicht durchhaltbar, weil ein wirksamer Schutz vor geld- und zinspolitischen Fehlanpassungskosten als Konsequenz fundamentalökonomisch irrationaler Attacken der Märkte fehlte.

### Eine Reformoption für das EWS

Im folgenden wird eine Reformoption für das EWS in der Übergangsphase vorgestellt, die allen drei Anforderungen an ein glaubwürdiges Festkurssystem entspricht<sup>10</sup>. Kern des Vorschlags ist die Wiederherstellung der engen Bandbreiten des alten EWS und deren endgültige Festschreibung bis zum Übergang in die dritte Stufe. Zu ihrer interventionspolitischen Absicherung wird der

<sup>10</sup> Vgl. dazu ausführlich Robert Vehrkamp, a.a.O.; ders.: Das Europäische Währungssystem in der Übergangsphase zur Währungsunion – Zukunftsszenarien und Reformoptionen, erscheint demnächst. Für eine Zusammenfassung der Vorschläge vgl. ders.: Währungsstabilität bis zur Endphase nicht gesichert, in: Handelsblatt, Ausgabe Nr. 147 vom 2. 8. 1994.

Rainer Hellmann

## Europäische Industriepolitik

Zwischen Marktwirtschaft und Dirigismus

Die Furcht vor dem von Frankreich im Maastricht-Vertrag durchgesetzten neuen Industrieartikel geht in Deutschland um. Aber nur wenige wissen, wie der Artikel entstand und was europäische Industriepolitik für die marktwirtschaftliche Ordnung und für die betroffenen großen und kleinen Unternehmen bedeutet. Ist sie Einfallsschneise für Beihilfen, Protektionismus und Dirigismus? Oder ebnet der neue Artikel 130 EGV den Weg zu einer modernen europäischen Standortpolitik im Wettbewerb mit Nordamerika, Japan, Korea und China? Zur Klärung dieser Fragen wertet der Autor den neuen Artikel im Lichte der nationalen Ausgangspositionen und der Verhandlungen, die zum Maastricht-Vertrag führten. Das Werk bietet eine Übersicht über 25 Jahre europäische Industriepolitik vor Maastricht und beleuchtet die europäische Wettbewerbsposition in den wichtigsten Industriezweigen. Die Zusammenhänge zwischen Industriepolitik einerseits und Binnenmarkt, Handels-, Wettbewerbs-, Umwelt- und Forschungspolitik andererseits werden aufgezeichnet. Der Anhang enthält die in die Maastrichtverhandlungen eingegangenen nationalen Ausgangsvorschläge. Das Werk wendet sich an Politiker, Ökonomen, Wissenschaftler und an von der europäischen Industriepolitik betroffene Unternehmen.

1994, 219 S., brosch., 78,- DM, 608,50 öS, 78,- sFr, ISBN 3-7890-3512-2



**NOMOS Verlagsgesellschaft • 76520 Baden-Baden**



Kassainterventionsmechanismus des alten EWS durch eine symmetrisch konstruierte und betraglich unlimitierte Termininterventionspflicht der Notenbanken ergänzt. Für den Termininterventionsmechanismus gelten dieselben Interventionspunkte wie für die obligatorischen Kassainterventionen.

Termininterventionen haben gegenüber Kassainterventionen den Vorteil, daß sie für die intervenierenden Notenbanken mit keinerlei unmittelbaren Liquiditäts- und Reserveeffekten verbunden sind<sup>11</sup>. Bei ihrer Durchführung entfällt deshalb im Vergleich zu Kassainterventionen für die Hartwährungsländer die Problematik ihres betraglich begrenzten liquiditätspolitischen Sterilisationspotentials. Für die attackierten Notenbanken wird ihre Budgetrestriktion begrenzter (Kassa-)Interventionsreserven aufgehoben. Ein solcher Termininterventionsmechanismus ist deshalb „credible“ weil er sich auch für das „worst case scenario“ einer spekulativen Attacke als geld- und interventionspolitisch „sustainable“ erweist. Die geld- und zinspolitische Koordination des Systems bleibt durch den weiter existierenden asymmetrischen Kassainterventionsmechanismus des alten EWS determiniert. Aus dem Zusammenwirken der beiden Interventionsmechanismen ergibt sich im Verlauf einer spekulativen Attacke schematisch der folgende Phasenablauf (vgl. Abbildung 2)<sup>12</sup>:

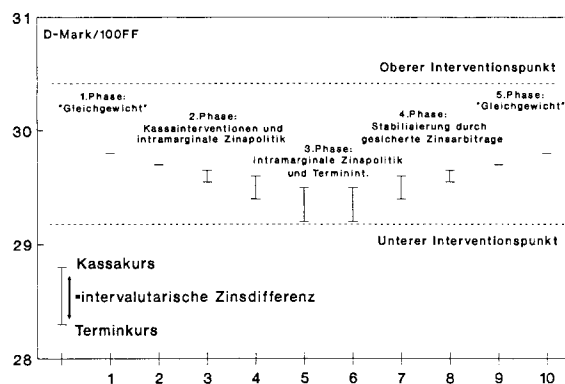
1. Phase: In der Ausgangslage wird ein stabiles Gleichgewicht angenommen. Der Kassakurs entspricht dem bilateralen Leitkurs und die intervalutarische Zinsdifferenz tendiert gegen Null; es herrscht also Wechselkursstabilität bei einheitlichem Zinssatz.

2. Phase: Gerät eine Mitgliedswährung unter spekulativen Abwertungsdruck, versuchen die beteiligten Notenbanken zunächst die Wechselkursbewegungen durch intramarginale Interventionen am Kassamarkt zu glätten. Gelingt dies nicht, dann sind die attackierten Währungen aufgrund ihrer interventionsbedingten Reserveverluste und der aus den Stützungsinterventionen der Hartwährungsländer resultierenden Saldenausgleichspflichten gezwungen, ihre Interventionen durch die Etablierung ei-

<sup>11</sup> Vgl. zu den Grundlagen der Termininterventionstheorie Egon Sohmen: Wechselkurs und Währungsordnung, Tübingen 1973, S. 83-131; sowie die anregende Darstellung und Interpretation der relevanten Zusammenhänge bei Wolfram Engels: Notenbanktechnik: Instrumente und Verfahren der monetären Stabilitätspolitik, Frankfurt/Main 1979, S. 24-53.

<sup>12</sup> Zur allgemeinen Darstellung der Mechanik spekulativer Attacken auf Wechselkursversprechen institutionalisierter Festkurssysteme vgl. Morris Goldstein et al: International Capital Markets – Part I: Exchange Rate Management and International Capital Flows, International Monetary Fund, Washington 1993; sowie für den Verlauf der EWS-Krise im Herbst 1992 besonders aufschlußreich: Group of Ten: International Capital Movements and Foreign Exchange Markets – A Report to the Ministers and Governors, Rom 1993.

**Abbildung 2**  
**Zusammenspiel von Zins- und Interventionspolitik in Festkurssystemen mit Termininterventionsverpflichtungen**



ner intervalutarischen Zinsdifferenz zugunsten ihrer Währungen zu entlasten. Die gedeckte Zinsparität vorausgesetzt, führt der intervalutarische Zinsvorsprung der attackierten Währung automatisch dazu, daß ihr Terminkurs um exakt diesen Prozentsatz unterhalb ihres Kassakurses notiert.

3. Phase: Erweist sich auch die intramarginale Zinspolitik als nicht ausreichend, um arbitragemotivierte Kapitalströme zur Stabilisierung des Kassakurses anzuregen, dann wird zur ultimativen Bekämpfung der spekulativen Attacke der Termininterventionsmechanismus aktiviert. Dies ist automatisch der Fall, sobald der Terminkurs bis auf den unteren Interventionspunkt abgesunken ist. Durch die damit ausgelöste betraglich unlimitierte Termininterventionspflicht aller beteiligten Notenbanken wird der weitere Kursverfall zunächst gestoppt, ohne daß damit für die intervenierenden Notenbanken unmittelbare Liquiditäts- und Reserveeffekte verbunden sind. Die „Kosten“ der Termininterventionsstrategie sind aus der Sicht der Notenbanken gleich Null. Fällig werdende Termingeschäfte führen bei den Spekulanten jedoch unausweichlich zu Spekulationsverlusten in Höhe der intervalutarischen Zinsdifferenz.

4. Phase: Mit den zunehmenden Verlustrealisationen der Spekulanten kommt es zu einem Nachlassen der spekulativen Attacke. Die Notenbanken haben den längeren Atem: „The authorities need only keep their nerves.“<sup>13</sup>

5. Phase: Das Gleichgewicht der Ausgangslage ist wiederhergestellt. Schon die erfolgreiche Bekämpfung

<sup>13</sup> Leland B. Yeager: International Monetary Relations: Theory, History and Policy, New York 1976, S. 280.

der spekulativen Attacke allein wird ihr erneutes Aufkommen verhindern. Das System profitiert vom Lerneffekt mikroökonomisch rationaler Spekulanten.

### Absicherung durch Termininterventionen

Die hier vorgeschlagene „De-facto-Kernwährungsunion durch Termininterventionen“ erweist sich als resistent auch gegen spekulative Attacken der Märkte. Sie ist gekennzeichnet durch eine effiziente Aufgabenteilung, in der die interventionpolitische Absicherung des Systems durch den Termininterventionsmechanismus und die stabilitätspolitische Orientierung des Gesamtsystems am Standard der Ankerwährung durch den asymmetrischen Saldenausgleich des Kassainterventionsmechanismus garantiert ist. Der Anreiz für die Schwachwährungsländer, diese asymmetrische Anbindung ihrer Zinspolitik an den Standard des Ankerwährungslandes zu akzeptieren, besteht darin, daß ihre Risikoprämien auch im Verlauf spekulativer Attacken auf geringfügige intramarginale Zinsdifferenzen begrenzt bleiben. Der systemisch bedingte Glaubwürdigkeitstransfer für stabilitätswillige Schwachwährungsländer ist im Vergleich zum alten EWS noch einmal erheblich verbessert.

Als populärstes Argument gegen die Funktionsfähigkeit von Termininterventionsstrategien wird eingewandt, daß bei Termininterventionen die Liquiditäts- und Reserveeffekte von Kassainterventionen nicht grundsätzlich vermieden, sondern lediglich temporär auf den Zeitpunkt ihrer Fälligkeit verschoben sind<sup>14</sup>. Dieses prinzipiell richtige Argument wird jedoch dadurch entkräftet, daß fällig werdende Termingeschäfte aus der Sicht der Spekulanten unausweichlich zu Verlustrealisationen in Höhe der intervalutarischen Zinsdifferenz führen. Der Spieß spekulativer Attacken wird also zu Lasten der Spekulanten umgedreht. Traten die Glaubwürdigkeit zerstörenden Liquiditäts- und Reserveeffekte der Kassainterventionen im alten EWS für die Notenbanken bereits mit Beginn einer spekulativen Attacke auf, könnten sie damit in dem hier vorgeschlagenen Modell überhaupt erst dann konfrontiert werden, wenn die Spekulanten durch die Verlustrealisation ihrer Termispekulationen bereits entmutigt sind.

### Autonomisierung der Notenbanken

In den Rahmen einer Gesamtstrategie für die Übergangsphase zur Währungsunion läßt sich der Vorschlag einer „De-facto-Kernwährungsunion durch Termininterventionen“ folgendermaßen integrieren. Zunächst sollte

<sup>14</sup> Vgl. dazu Peter Fischer-Erlach: Handel und Kursbildung am Devisenmarkt, Stuttgart 1991, S. 82-88; sowie die Diskussion der relevanten Literatur bei Leland B. Jeager, a.a.O., S. 279-285.

durch die vollständige Übertragung der geld- und wechsellkurspolitischen Kompetenzen auf die beteiligten Notenbanken ein Europäischer Autonomiestandard für die Geldpolitik geschaffen werden. Die geldpolitische Autonomisierung der Notenbanken ergibt sich dabei direkt aus dem „institutionellen“ Konvergenzkriterium des Maastrichter Vertrages (Art. 108). Die Übertragung der Wechselkursänderungskompetenz auf die Notenbanken ist eine notwendige Lehre aus dem Systemversagen der politischen Wechselkurskompetenz des alten EWS. Die Erfüllung der Autonomiekriterien wird zur Vorbedingung für die Teilnahme an einem der beiden institutionellen Arrangements des neuen, zweistufigen EWS.

Das zweistufige EWS besteht aus einer De-facto-Währungsunion der Kernländer und einem modifizierten Wechselkursmechanismus der Peripherieländer. Für beide Stufen des neuen EWS werden zunächst die engen Bandbreiten des alten EWS wiederhergestellt. In der De-facto-Währungsunion der Kernländer werden sie endgültig festgeschrieben und durch die oben beschriebene Ausweitung der Interventionspflicht auf dem Terminmarkt abgesichert. Die Mechanik des Systems entspricht dann der oben beschriebenen „De-facto-Währungsunion durch Termininterventionen“. Die Teilnahme an der Kernwährungsunion ist nach Maßgabe der Maastrichter Konvergenzkriterien zu entscheiden.

Der Wechselkursmechanismus für die Peripherieländer ist im Vergleich zum alten EWS institutionell vor allem dadurch gestärkt, daß die Realignment-Kompetenz von den Regierungen auf die geldpolitisch autonomisierten Notenbanken übertragen wird. Die rechtzeitige Durchführung fundamentalökonomisch notwendiger Leitkursanpassung ist damit gewährleistet und die Wahrscheinlichkeit spekulativer Attacken erheblich reduziert. Als Anreiz zur Erfüllung der Autonomisierungsvorgaben würde der Glaubwürdigkeitstransfer des alten EWS wiederhergestellt, wodurch die Peripherieländer ihre geld- und zinspolitischen Anpassungskosten bei der Annäherung an das Stabilitätsniveau des Kerns erheblich reduzieren können. Ihr Beitritt zur Kernwährungsunion kann dann schrittweise und ebenfalls nach Maßgabe der Maastrichter Konvergenzkriterien erfolgen.

Die praktische Umsetzung der Reformvorschläge ist durch wenige Anpassungen der EWS-Abkommen zwischen den beteiligten Notenbanken zu bewerkstelligen. Eine Änderung des EG-Vertrages ist dazu nicht erforderlich. Der europapolitischen Rationalität der Schaffung einer Europäischen Währungsunion wird ebenso entsprochen wie der stabilitätspolitischen Rationalität autonomer und auf das Ziel der Geldwertstabilität verpflichteter Notenbanken.