

## Die technische Ausgestaltung des neuen europäischen Wechselkurs- mechanismus

Mit Beginn der dritten Stufe der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) am 1. Januar 1999 werden die Währungen von elf EU-Mitgliedstaaten, die bislang durch den Wechselkursmechanismus (WKM) des Europäischen Währungssystems (EWS) miteinander verbunden waren, im Euro als gemeinsamer und eigenständiger Währung aufgehen. Zu diesem Zeitpunkt löst der Euro – wie im EG-Vertrag vorgesehen – die als Korbwährung definierte European Currency Unit (ECU) grundsätzlich im Verhältnis 1:1 ab; gleichzeitig wird das gegenwärtige EWS außer Kraft gesetzt. Zur Förderung des Konvergenzprozesses in den zunächst noch nicht an der gemeinsamen Währungspolitik beteiligten Mitgliedstaaten und zur Stärkung und Absicherung des gemeinsamen Binnenmarktes wird gleichwohl den gegenwärtig vier Mitgliedstaaten, die den Euro zunächst nicht einführen, im Rahmen eines neuen modifizierten Wechselkursmechanismus die Möglichkeit geboten, sich durch Anbindung ihrer Währungen an den Euro auf die volle Integration in den Euro-Währungsraum vorzubereiten. Der vorliegende Beitrag gibt einen Überblick über die Strukturelemente und Wirkungsweise dieses neuen – kurz „WKM II“ genannten – Wechselkursmechanismus.

## Rechtliche Grundlagen

*Entschließung des Europäischen Rates und Notenbankabkommen bilden rechtliches Fundament für neuen Wechselkursmechanismus*

Der neue Wechselkursmechanismus beruht rechtlich auf zwei Säulen: zum einen auf der „Entschließung des Europäischen Rates über die Einführung eines Wechselkursmechanismus in der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion“ vom Juni 1997. Diese definiert die Grundsätze und Ziele des Systems sowie die wesentlichen Strukturelemente. Zum anderen haben sich die Entscheidungsgremien der Europäischen Zentralbank (EZB), Rat und Erweiterter Rat, am 1. September 1998 auf den Text eines Abkommens zwischen der EZB und den Notenbanken der nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörenden EU-Mitgliedstaaten geeinigt, das die operativen Verfahren des WKM II konkretisiert. Das Abkommen wurde anschließend von den Vertragsparteien, das heißt vom Präsidenten der EZB und den Präsidenten der Notenbanken der vier nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörenden Mitgliedstaaten, unterzeichnet.

### Zielsetzung

*Wechselkurspolitische Zusammenarbeit bleibt auch nach Einführung des Euro im Interesse aller EU-Mitgliedstaaten*

Mit der Einführung des Euro in elf der fünfzehn Unionsländer ergibt sich für die Währungspolitik in Europa eine grundlegend neue Situation. Während die überwiegende Zahl der Mitgliedstaaten ihre geldpolitische Souveränität an die Europäische Zentralbank abtritt, werden Dänemark, Griechenland, Großbritannien und Schweden bis auf weiteres eine eigenständige Geld- und Währungspolitik betreiben. Gleichwohl besteht für diese Mitgliedstaaten nach Artikel 109 m EG-Vertrag

die Verpflichtung, ihre Wechselkurspolitik als eine Angelegenheit von gemeinsamem Interesse zu behandeln.

Durch die Anbindung der Währungen der Mitgliedstaaten, die dem Euro-Währungsgebiet zunächst fernbleiben („pre-ins“), an den Euro ergeben sich für diese Länder starke Anreize zur stabilitätsorientierten Ausrichtung ihrer Wirtschafts- und Währungspolitik. Dies ist besonders wichtig für diejenigen Unionsländer, die dem Euro-Währungsgebiet in absehbarer Zeit beizutreten wünschen, bislang jedoch den im EG-Vertrag geforderten Grad wirtschaftlicher Konvergenz nicht erreicht haben. Gleichzeitig dürfte das neue Referenzsystem denkbaren spekulativ verursachten Wechselkursschwankungen, die aufgrund der volkswirtschaftlichen Fundamentaldaten nicht gerechtfertigt sind, nachhaltig entgegenwirken. Auf diese Weise können in der Vergangenheit wiederholt aufgetretene innergemeinschaftliche Devisenmarkturbulenzen, die mit signifikanten Verzerrungen verbunden waren und die das gute Funktionieren des Binnenmarkts störten, weitgehend vermieden werden.

*Neuer Wechselkursmechanismus schafft Konvergenzanreize und fördert Wechselkursstabilität zwischen Teilnehmerwährungen*

### Grundsätze

Analog zur bisherigen Praxis im EWS ist den „pre-ins“ die aktive Teilnahme am neuen Wechselkursmechanismus grundsätzlich freigestellt. Länder, die sich nicht von Anfang an beteiligen, können dies zu einem späteren Zeitpunkt tun. Der Europäische Rat hat allerdings zum Ausdruck gebracht, daß von den Ländern, für die eine Ausnahmeregelung gilt,

*Teilnahme am Wechselkursmechanismus grundsätzlich freiwillig, jedoch Vorbedingung für spätere Einführung des Euro*

erwartet wird, daß sie sich dem WKM II anschließen. Die Teilnahme ist für diejenigen Unionsländer obligatorisch, die die Einführung des Euro in absehbarer Zeit anstreben, da sie gemäß Artikel 109 j EG-Vertrag das Konvergenzkriterium einer mindestens zweijährigen abwertungsfreien Mitgliedschaft im Wechselkursmechanismus mit „normaler“ Bandbreite erfüllen müssen. Einzelne Mitgliedstaaten widersprechen zwar dieser Vertragsauslegung mit der Begründung, daß dieser Passus durch die im August 1993 erfolgte Erweiterung der EWS-Bandbreiten von  $\pm 2\frac{1}{4}\%$  auf  $\pm 15\%$  gegenstandslos geworden sei. Auf eine stringente Auslegung und einheitliche Anwendung der Konvergenzkriterien des Maastrichter Vertrages auf alle Unionsländer, unabhängig vom Zeitpunkt ihres Eintritts in den Euro-Währungsraum, sollte jedoch schon aus Gründen der Gleichbehandlung nicht verzichtet werden.

*Einigung über Teilnahme Dänemarks und Griechenlands am WKM II ab 1. Januar 1999 bereits erfolgt*

Dänemark und Griechenland werden auf eigenen Wunsch am neuen Wechselkursmechanismus ab 1. Januar 1999 teilnehmen. Darauf haben sich die Minister der Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets, die EZB und die Minister und Zentralbankpräsidenten Dänemarks und Griechenlands unter Einbeziehung der EU-Kommission und nach Anhörung des Währungsausschusses im September 1998 informell bereits verständigt. Während die griechische Drachme am WKM II mit einer Schwankungsmarge von  $\pm 15\%$  um ihren Leitkurs zum Euro teilnehmen wird, ist für Dänemark eine Bandbreite von  $\pm 2\frac{1}{4}\%$  ins Auge gefaßt.

Vor dem Hintergrund der Erfahrungen mit dem bestehenden EWS wurde der neue Wechselkursmechanismus in mehrfacher Hinsicht mit einer höheren Flexibilität ausgestattet. Kerngedanke dabei war, das Ziel der Preisstabilität, welches von der EZB und den nationalen Zentralbanken vorrangig verfolgt wird, unter keinen Umständen zu gefährden. So kann die grundsätzlich automatische und betragsmäßig unlimitierte Verpflichtung zu kursstützenden Interventionen bei Erreichen der Bandbreitengrenzen ausgesetzt werden, wenn Gefahr besteht, daß dadurch dieses Primärziel des ESZB beeinträchtigt wird. Zudem haben alle an Leitkursbeschlüssen beteiligten Parteien, einschließlich der EZB, das Recht, ein vertrauliches Verfahren zur Überprüfung der Leitkurse einzuleiten, damit erforderliche Kursanpassungen rechtzeitig vorgenommen werden können. Darüber hinaus besteht die Möglichkeit, unterschiedliche Konvergenzfortschritte der „pre-ins“ zu berücksichtigen. Mitgliedstaaten, die sich der wirtschaftlichen Entwicklung im Euro-Währungsgebiet in starkem Maße angenähert haben, können mit der EZB in einem vorgegebenen Verfahren eine engere als die im Notenbankabkommen vorgesehene Standardbandbreite für ihre Währungen vereinbaren.

*Systemimmanente Flexibilität bei Interventionen und Leitkursanpassungen harmonisiert mit Ziel der Preisstabilität und beachtet unterschiedliche nationale Konvergenzlagen*

### **Strukturmerkmale:**

#### **Leitkurse und Bandbreiten**

Im Gegensatz zum bestehenden EWS, das in Form eines Paritätengitters für alle teilnehmenden Währungen wechselseitige Leit- und Interventionskurse vorsieht – wenngleich der D-Mark häufig die Funktion einer Ankerwäh-

*Euro fungiert  
als Bezugswäh-  
rung für die  
Festlegung der  
Leit- und Inter-  
ventionskurse;  
Standardband-  
breite von  
± 15 %*

zung zugesprochen wurde –, ist dem Euro im neuen Wechselkursmechanismus ausdrücklich diese Rolle der Ankerwährung zugewiesen. Leit- und Interventionskurse sind ausschließlich gegenüber dem Euro definiert, weshalb das neue System auch als „Nabe- und Speichen-Ansatz“ bezeichnet wird. Um den Leitkurs für die Währung jedes „pre-in“-Landes gegenüber dem Euro wird eine Standardbandbreite für Wechselkursschwankungen von  $\pm 15\%$  festgelegt. Die Festlegung der Interventionskurse erfolgt im Fall der Standardbandbreite durch einfache Addition beziehungsweise Subtraktion der 15%-Marge zu beziehungsweise von den bilateralen Leitkursen und anschließende Rundung auf sechs signifikante Stellen. Die Leit- und Grenzkurse werden bezogen auf einen Euro notiert und den Märkten bekanntgegeben.

*Erhöhte Trans-  
parenz durch  
Verzicht auf  
Feststellung  
inverser Kurse*

Auf die Definition und Bekanntgabe der jeweiligen inversen Relation, das heißt bezogen auf einen festen Betrag der „pre-in“-Währung, wird hingegen verzichtet. Durch diese Beschränkung auf die sogenannte Mengennotierung wird das System gegenüber dem heutigen EWS vereinfacht, und es werden mögliche Rundungsdifferenzen zwischen den originären und den inversen Kursen vermieden. Das neue System hat für die künftigen Teilnehmerländer auch zur Folge, daß nur noch die Relation zum Euro für die Beurteilung der Wechselkursstabilität der eigenen Währung innerhalb des WKM II maßgeblich ist. Im bisherigen System wurde dagegen die Wechselkursstabilität einer Währung anhand eines sogenannten Divergenzindikators beurteilt, der auf der Abweichung der ECU-Marktkurse von den ECU-Leitkursen beruhte und

der damit gewichtete Abweichungen gegenüber allen anderen Systemteilnehmern ausdrückte.

Die Beschlüsse über die Leitkurse und die Standardbandbreite werden gemäß der Entschließung des Europäischen Rates im Rahmen eines gemeinsamen Verfahrens unter Beteiligung der Europäischen Kommission (ohne Stimmrecht) und nach Anhörung des künftigen Wirtschafts- und Finanzausschusses der EU im gegenseitigen Einvernehmen zwischen den Ministern der dem Euro-Währungsgebiet angehörenden Mitgliedstaaten, der EZB und den Ministern und Zentralbankgouverneuren der am neuen Wechselkurssystem teilnehmenden „pre-in“-Mitgliedstaaten getroffen. Die Minister und Notenbankpräsidenten der nicht am Wechselkursmechanismus teilnehmenden „pre-in“-Mitgliedstaaten sind zwar beteiligt, haben aber kein Stimmrecht.

Das vorgenannte Verfahren wird nahezu analog angewandt bei einem Antrag eines „pre-in“-Landes auf förmliche Festlegung einer engeren als der üblichen Standardbandbreite. Die Möglichkeit einer engeren Anbindung an den Euro dient vor allem dem Zweck, den Märkten die Dauerhaftigkeit der bereits erzielten Konvergenzfortschritte und die Bereitschaft zur Verteidigung der Leitkurse innerhalb der eingeschränkten Schwankungsmargen zu signalisieren. Darüber hinaus können auch bilateral zwischen der EZB und einer „pre-in“-Zentralbank informelle Vereinbarungen über eine engere Wechselkursanbindung getroffen werden, die allerdings nicht veröffentlicht werden dürften.

*Beteiligung der  
EZB bei der Be-  
schlußfassung  
über Leitkurse  
und Standard-  
bandbreiten*

*Engere  
Schwankungs-  
margen können  
vereinbart  
werden*

## Interventionen und Leitkursanpassungen

*Interventionen erfolgen bei Erreichen der Limitkurse automatisch; sind aber nur als flankierende Maßnahmen gedacht*

Interventionen werden bei Erreichen des oberen beziehungsweise unteren Interventionspunktes von den betroffenen Zentralbanken grundsätzlich automatisch durchgeführt. Für den Euroraum werden diese Operationen im Normalfall von den „in“-Zentralbanken ausgeführt, die dabei als Agenten der EZB handeln. Die Initiative zu diesen volumenmäßig generell unbegrenzten Stützungsoperationen geht in jedem Einzelfall von den Marktteilnehmern aus, die ihrer Zentralbank, bei der sie ein Konto unterhalten müssen, die schwache Währung zum Grenzkurs anbieten beziehungsweise die starke Devisen zum Interventionskurs nachfragen. Die der ER-Entscheidung und dem Notenbankabkommen zugrunde liegende Konzeption verdeutlicht jedoch, daß Interventionen am Devisenmarkt zur Verteidigung der Leitkurse nur zur Unterstützung anderer Politik-Maßnahmen gedacht sind. Im Vordergrund der Kursstabilisierung steht eine stabilitätsorientierte Geld- und Fiskalpolitik. Dabei soll insbesondere auch das Zinsinstrument flexibel eingesetzt werden, um die Wechselkurse zu stabilisieren. Die beteiligten Zentralbanken können, wie oben bereits ausgeführt, die Intervention einstellen, wenn das übergreifende Ziel der Preisstabilität gefährdet scheint. Die Entscheidung, obligatorische Interventionen auszusetzen, hätte die im Einzelfall vorliegenden Umstände sowie das glaubwürdige Funktionieren des WKM II zu berücksichtigen.

Um Abwicklungsrisiken aus Pflichtinterventionen für die EZB und die Zentralbanken des Euroraums nach Möglichkeit zu vermeiden,

wird ein Zahlungsverfahren „Zahlung nach Anschaffung“ eingeführt. Dieses Verfahren sieht vor, daß bei Interventionen an den Interventionspunkten die betreffende „in“-Zentralbank beziehungsweise die EZB die Zahlung für eine bestimmte Transaktion erst freigibt, nachdem sie die Bestätigung über die Gutschrift des entsprechenden Betrages auf ihrem Konto erhalten hat. Die Zentralbanken der „pre-in“-Länder fungieren dabei als Korrespondenzbanken der EZB und der „in“-Zentralbanken. Die Geschäftsbanken sind zur fristgerechten Zahlung der Interventionsbeträge bis 13.00 Uhr (EZB-Ortszeit) am Wertstellungstag aufgefordert.

Auch innerhalb der Schwankungsbreite der Wechselkurse können sogenannte intramarginale Stützungsoperationen entweder einseitig oder auch durch koordiniertes Handeln zwischen der EZB und den beteiligten „pre-in“-Zentralbanken erfolgen. Auf diese Weise kann in Einzelfällen fundamental unbegründeten Entwicklungen auf dem Devisenmarkt gegebenenfalls rechtzeitig begegnet werden. Diese freiwilligen und aus eigener Initiative der betreffenden Zentralbank getätigten Interventionen setzen aber die vorherige Zustimmung der Emissionsnotenbank der verwendeten Partnerwährung voraus, sofern bestimmte Betragsgrenzen überschritten werden. Wenn dafür die nachstehend näher erläuterte sehr kurzfristige Finanzierungsfazilität in Anspruch genommen wird, sind diese Finanzierungsmöglichkeiten zwischen den Zentralbanken volumenmäßig begrenzt.

Bei Verschiebung der fundamentalen Wirtschaftsdaten zwischen den Systemteilneh-

*Abwicklungsmethode bei obligatorischen Interventionen vermeidet Erfüllungsrisiken*

*Einseitige oder koordinierte Stützungsoperationen innerhalb der Schwankungsbreiten möglich*

*Leitkursanpassungen erleichtert durch Initiativrechte der Zentralbanken*

mern, wie etwa Änderungen in den Kaufkraftparitäten, die auf die am WKM II teilnehmenden Währungen Druck ausüben, sollen die Leitkurse rascher als bisher im EWS üblich an die neuen ökonomischen Gegebenheiten angepaßt werden. Um dies zu gewährleisten, verfügen alle an den Beschlüssen mitwirkenden Parteien über das Recht, ein vertrauliches Verfahren zur Überprüfung der Leitkurse einzuleiten. Dieses neue Element der Gewährung von Initiativbefugnissen an die EZB und die nationalen Zentralbanken soll dazu beitragen, Leitkursänderungen zu entpolitisieren und die – in der Vergangenheit bisweilen schleppenden – Anpassungsprozeduren zu beschleunigen.

### Sehr kurzfristige Finanzierung

*Notenbankkredite mit kurzer Laufzeit stärken Glaubwürdigkeit von obligatorischen Interventionen*

Zur Stärkung der Glaubwürdigkeit der eingegangenen Interventionsverpflichtungen werden zwischen der EZB und den Zentralbanken der „pre-ins“, die sich am Wechselkursmechanismus beteiligen, automatisch abrufbare „sehr kurzfristige Finanzierungsfazilitäten“ eingerichtet. Diese haben den Zweck sicherzustellen, daß jeder Systemteilnehmer Zugriff auf ein ausreichendes Volumen an Partnerwährungen hat, um im Bedarfsfall am Devisenmarkt zugunsten seiner Währung intervenieren zu können. Notenbanken, die kurzfristige Finanzierung beanspruchen wollen, sind jedoch gehalten, für die Stützungsoperationen zunächst von vorhandenen eigenen Währungsreserven in angemessenem Umfang Gebrauch zu machen, bevor sie derartige Kredite in Anspruch nehmen. Die Finanzierung ist im Fall obligatorischer Interventio-

nen vom Volumen her grundsätzlich unbeschränkt, hat eine anfängliche Laufzeit von drei Monaten und lautet auf die Währung der Gläubigerzentralbank. Sie kann analog zu den Interventionen ausgesetzt werden, wenn andernfalls das Stabilitätsziel bedroht würde.

Die sehr kurzfristige Finanzierung kann auch für intramarginale Interventionen in Anspruch genommen werden; allerdings nur bis zu bestimmten, für die Notenbanken der „pre-in“-Mitgliedstaaten festgelegten Höchstbeträgen. Diese Obergrenzen für die kumulative Kreditinanspruchnahme bestimmen sich nach der doppelten Höhe des für die jeweiligen Mitgliedsnotenbanken früher im Rahmen des kurzfristigen Währungsbeistands<sup>1)</sup> abrufbaren Betrags. Demnach belaufen sich die Plafonds für die Zentralbanken Dänemarks auf 520 Mio Euro, Griechenlands auf 300 Mio Euro, Großbritanniens auf 3 480 Mio Euro und Schwedens auf 990 Mio Euro. Für die Zentralbanken der nicht am WKM II teilnehmenden Mitgliedstaaten haben diese Beträge fiktiven Charakter. Die Plafonds für die EZB und die Zentralbanken der „in“-Länder sind auf Null festgelegt. Damit wird unter anderem zum Ausdruck gebracht, daß die EZB als Ankernotenbank sowie die „in“-Notenbanken grundsätzlich nicht intramarginal intervenieren werden.

Kredite im Rahmen der sehr kurzfristigen Finanzierung werden mit einem repräsentativen Dreimonats-Geldmarktzinssatz der Gläubigerwährung des Tages verzinst, an dem die

*Bei intramarginalen Interventionen begrenzen individuelle Plafonds die Kreditinanspruchnahme*

*Sehr kurzfristige Finanzierung kann bei Bedarf prolongiert werden*

<sup>1</sup> Der Mechanismus des kurzfristigen Währungsbeistands wird mit Wirkung vom 31. Dezember 1998 außer Kraft gesetzt.

Fazilität in Anspruch genommen beziehungsweise prolongiert wird. Eine einmalige Laufzeitverlängerung bei Fälligkeit um drei Monate erfolgt auf Wunsch der Schuldnernotenbank bis zu den für die Finanzierung intramarginaler Interventionen vereinbarten Höchstbeträgen automatisch. Für ein Überschreiten dieses Limits ist das Einverständnis der Gläubigernotenbank erforderlich. Alle Beträge, die bereits automatisch um drei Monate verlängert worden sind, können mit Zustimmung des Gläubigers noch einmal um maximal drei Monate prolongiert werden.

## Überwachung

*Der Erweiterte Rat der EZB erhält spezielle Überwachungs- und Koordinationsfunktionen*

Die Funktionsweise des neuen Wechselkursmechanismus wird vom Erweiterten Rat der Europäischen Zentralbank, dem außer den Notenbankpräsidenten der „ins“, dem Präsidenten und dem Vizepräsidenten der EZB auch die Notenbankpräsidenten der „pre-in“-Länder angehören, überwacht. Gleichzeitig dient der Erweiterte Rat als Forum für die geld- und währungspolitische Zusammenarbeit zwischen allen EU-Zentralbanken sowie für die Begutachtung der Handhabung der Abkommensbestimmungen über die Interventions- und Kreditmechanismen. Ferner obliegt es ihm, kontinuierlich die Tragfähigkeit der Wechselkursbeziehungen zwischen jeder

am WKM II teilnehmenden Währung und dem Euro zu überwachen. Diese dem Erweiterten Rat der EZB übertragenen Aufgaben berühren jedoch nicht die grundsätzliche Kompetenz des EU-Ministerrats für Fragen der Wechselkurspolitik.

## Ausblick

Die Einführung des neuen Wechselkursmechanismus ab 1. Januar 1999 fügt dem europäischen Integrationsprozeß einen weiteren stabilitätspolitischen Stützpfiler hinzu, dessen Nutzen vor allem in der Unterstützung der Konvergenzbemühungen derjenigen Unionsländer liegt, die mittelfristig dem Euro-Währungsgebiet beitreten möchten. Aber auch mit Blick auf die zu erwartende Erweiterung der Europäischen Union um eine Reihe von mittel- und osteuropäischen Staaten dürfte das neue Wechselkurssystem von Bedeutung sein. Nach erfolgtem EU-Beitritt werden diese Länder grundsätzlich die Möglichkeit haben, durch die Teilnahme am Wechselkursmechanismus ihre Währungen am Euro auszurichten. Es wird sich zeigen, wie rasch die einzelnen Staaten ihre Wirtschafts- und Währungspolitik an die Verhältnisse im Euro-Währungsraum anpassen können, um so auch die Voraussetzungen für die spätere Übernahme des Euro zu erfüllen.

*Neuer Wechselkursmechanismus trägt zum Konvergenzprozeß innerhalb der Gemeinschaft bei und ist in der Perspektive der Erweiterung der EU zu würdigen*