

Berichte

Grundzüge des Europäischen Währungssystems*

I. Die Errichtung des Europäischen Währungssystems

Auf der Tagung des Europäischen Rates am 6./7. Juli 1978 in Bremen wurde auf Initiative des deutschen Bundeskanzlers und des französischen Staatspräsidenten ein neues System für eine engere währungspolitische Zusammenarbeit in der Europäischen Gemeinschaft (EG) erörtert. Dieses neue Europäische Währungssystem (EWS) sollte durch die Teilnahme möglichst aller EG-Mitgliedstaaten die Europäische Gemeinschaft wieder zu einer Zone relativ stabiler Wechselkurse werden lassen und damit den nur noch wenigen EG-Länder umfassenden Europäischen Wechselkursverbund (die sogenannte „Mini-Schlange“) ablösen. Der deutsch/französische Vorschlag¹ bildete die Grundlage für die Vorverhandlungen über die Ausgestaltung des EWS.

Nach zahlreichen Beratungen auf Expertenebene und im Ministerrat sowie ausführlichen Stellungnahmen des EG-Währungsausschusses und des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten einigte sich der Europäische Rat am 4./5. Dezember 1978 in Brüssel auf die Grundzüge des Europäischen Währungssystems sowie auf seine Einführung zum 1. Januar 1979². Da der Europäische Rat kein Rechtsetzungsorgan der EG ist, beauftragte er den Ministerrat damit, die für die Einführung des EWS erforderlichen Rechtsakte zu erlassen. Die EG-Finanzminister haben dann am 18. Dezember in Brüssel die notwendigen Rechtsakte³ beschlossen —

* Ich danke Herrn Dr. Karl-Heinz Ketterer, Herrn Reinhard Mauser sowie Herrn Rainer Vollmer für die kritische Durchsicht des Manuskriptes.

¹ Anlage zu Schlußfolgerungen der Präsidentschaft des Europäischen Rates, Tagung am 6. und 7. Juli 1978 in Bremen, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 53, Frankfurt a. M., 11. Juli 1978, S. 3.

² Entschließung des Europäischen Rates vom 5. Dezember 1978 über die Errichtung eines Europäischen Währungssystems und damit zusammenhängende Fragen, in: Bulletin, Presse- und Informationsamt der Bundesregierung, Nr. 146, 8. Dezember 1978, S. 1361 - 1364.

allerdings unter einem französischen Wartevorbehalt, der den sogenannten Grenzausgleich im innergemeinschaftlichen Agrarhandel betraf: Frankreich machte hiernach seine Teilnahme am EWS davon abhängig, daß künftig sowohl die bereits bestehenden Grenzausgleichsbeträge als auch neue, aufgrund von Paritätsänderungen erforderlich werdende Ausgleichsbeträge nach einem festen Zeitplan abgebaut werden⁴. Da die Agrarminister der EG sich auf einen solchen Plan nicht einigen konnten, mußte der Start des EWS verschoben werden, obwohl auf der Ebene der EG-Zentralbanken alle Vorbereitungen für das rechtzeitige Anlaufen zum 1. 1. 1979 getroffen gewesen waren⁵.

Nachdem sich die Agrarminister Anfang März in der Frage des Abbaus der Grenzausgleichsbeträge auf einen Kompromiß geeinigt hatten⁶, beschloß der Europäische Rat auf seiner Tagung am 12. März in Paris, daß das Europäische Währungssystem am folgenden Tag — also am 13. März 1979 — in Gang gesetzt werden soll. Der EG-Ministerrat hat daraufhin die bereits im Dezember verabschiedeten Rechtsakte⁷ rückwirkend zum 1. Januar 1979 in Kraft gesetzt. Für die rechtliche Begründung des neuen Währungsverbundes waren außerdem noch Abkommen zwischen den beteiligten Notenbanken erforderlich. Die Vorarbeiten hierzu waren bereits im Dezember/Januar geleistet worden, so

³ Auf die Errichtung des gesamten Systems mittels einer Ratsverordnung gemäß § 235 EWGV hat man verzichtet, da die hierfür zur Verfügung stehende Zeit zu kurz war. (Vgl. M. Seidel: Das Europäische Währungssystem — Rechtliche Grundlagen und Ausgestaltung —, in: Europarecht, Jg. 14, Heft 1, S. 14, Fußnote 3.)

⁴ Vgl. E. Seeböhm: Das Europäische Währungssystem und die Gemeinsame Agrarpolitik, in: Aussenwirtschaft, Jg. 28, H. 4, April 1979, S. 122.

⁵ Vgl. Interview der Deutschen Zeitung mit Bundesbankpräsident Otmar Emminger, Deutsche Zeitung Christ und Welt vom 22. Dez. 1978, abgedruckt in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 96, Frankfurt a. M., 28. Dez. 1978, S. 2.

⁶ Grenzausgleichsbeträge aufgrund zukünftiger Paritätsänderungen sollen innerhalb von 2 Jahren abgebaut werden. Über den Abbau bestehender Grenzausgleichsbeträge konnte man sich nicht einigen. (Vgl. E. Seeböhm: Das Europäische Währungssystem ..., a.a.O., S. 122.)

⁷ Es handelt sich hierbei um
— die Verordnung des Rats über das Europäische Währungssystem,
— die Verordnung des Rats zur Änderung des Wertes der vom Europäischen Fonds für Währungspolitische Zusammenarbeit (EFWZ) verwendeten Rechnungseinheit,
— die Entscheidung des Rats zur Änderung der Entscheidung über die Einführung eines Mechanismus des mittelfristigen finanziellen Beistands.
(Veröffentlicht im Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften, L 379, 30. Dez. 1978.)

daß die EG-Notenbankgouverneure⁸ auf ihrer Sitzung am 13. März 1979 in Basel nur noch die bereits paraphierten Abkommen⁹ zu unterzeichnen brauchten.

Das EWS ist ein regional begrenztes System fester, aber anpassungsfähiger Paritäten. Die Kurse der beteiligten Währungen können untereinander innerhalb bestimmter enger Grenzen um die vereinbarten Paritäten schwanken. Daß diese Grenzen nicht überschritten werden, gewährleisten gegenseitige Interventionsverpflichtungen der beteiligten Länder. Gegenüber Drittewährungen sind die Kurse der Mitgliedswährungen flexibel. Das Wechselkurssystem des EWS wird überlagert von einem „System von Abweichungsschwellen“¹⁰. Überschreitet eine Währung ihre obere oder untere Abweichungsschwelle — dies sind bestimmte Werte eines Indikators, der Divergenzen zwischen den Gemeinschaftswährungen anzeigt —, dann werden vereinbarte Handlungs- und Konsultationsregeln wirksam. Das Wechselkurssystem und das System der Abweichungsschwellen werden ergänzt durch ein Saldenausgleichs- und Kreditsystem, welches die sehr kurzfristige Finanzierung der Interventionen der beteiligten Zentralbanken an den Devisenmärkten gewährleistet sowie die Art und Weise des Ausgleichs der hierbei entstandenen Salden regelt; ferner bestehen in diesem System Fazilitäten für längerlaufende Kredite (kurz- und mittelfristiger Beistand), die zur Verteidigung der Fixkurse in Anspruch genommen werden können.

Den Kern des Europäischen Währungssystems bildet die als ECU¹¹ bezeichnete Europäische Währungseinheit. Die ECU ist identisch mit der

⁸ Zum einen in ihrer Eigenschaft als Ausschuß der EG-Zentralbankpräsidenten und zum anderen als Verwaltungsrat des Europäischen Fonds für Währungspolitische Zusammenarbeit.

⁹ Im einzelnen handelt es sich hierbei um
— das Abkommen zwischen den Zentralbanken der Mitgliedstaaten der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft über die Funktionsweise des Europäischen Währungssystems (dieses Abkommen ersetzte das sog. „Basler Abkommen“ vom 10. April 1972 zur Errichtung des Systems der Währungsschlange),
— die Akte über den kurzfristigen Währungsbeistand,
— den Beschuß Nr. 12/79 und Nr. 13/79 des Verwaltungsrats der EFWZ.
(Veröffentlicht in: Ausschuß des Präsidenten der Zentralbanken der Mitgliedstaaten der EWG sowie Europäischer Fonds für Währungspolitische Zusammenarbeit (Hrsg.): Textsammlung zum Europäischen Währungssystem, o. O. 1979.)

¹⁰ W. Filc: Wirtschaftspolitische Implikationen der Abweichungsschwellen im EWS, in Wirtschaftsdienst, Heft 4 1979, S. 191.

¹¹ ECU ist die Abkürzung für European Currancy Unit. Zufällig stimmt diese Abkürzung mit dem französischen Wort „écu“ — auf deutsch Taler —

1975 eingeführten Europäischen Recheneinheit (ERE)¹², die wie das Sonderziehungsrecht des IWF als Währungskorb definiert ist. Die ERE — und damit auch die ECU — enthält bestimmte feste Beträge von Währungen der EG-Mitgliedstaaten (vgl. Tabelle 1).

Die Entschließung des Europäischen Rates vom Dezember 1978 sieht vor, daß die ECU im EWS für folgende Zwecke verwendet wird¹³:

- im Wechselkurssystem als Bezugsgröße (Numéraire) für die Festlegung der bilateralen Wechselkurse
- im System der Abweichungsschwellen als Grundlage für den Abweichungsindikator
- im Saldenausgleichs- und Kreditsystem als Rechengröße (Denominator), aber auch als Zahlungs- und als Reservemittel der EG-Zentralbanken.

Dem neuen Währungssystem gehören alle neun EG-Mitgliedstaaten an; jedoch läßt Großbritannien bis auf weiteres den Kurs des Pfund Sterling auch gegenüber den Gemeinschaftswährungen frei schwanken.

Europäische Länder mit besonders engen wirtschaftlichen und finanziellen Bindungen zu den europäischen Gemeinschaften können sich an dem „Wechselkurs- und Interventionsmechanismus“¹⁴ des EWS beteiligen. Eine solche assoziierte Mitgliedschaft bedarf lediglich einer Vereinbarung zwischen den Zentralbanken. Derartige Vereinbarungen sind aber dem Rat und der Kommission der EG mitzuteilen. Norwegen — das einzige Nicht-EG-Land, das noch am Wechselkursmechanismus der Währungsschlange beteiligt war — ist bereits im Dezember 1978 aus diesem Verbund ausgetreten. Das EWS begann also seinen Start ohne ein assoziiertes Mitglied.

überein. In Frankreich waren vom 13. bis ins 19. Jahrhundert hinein Gold- und Silbermünzen mit dieser Bezeichnung in Umlauf. Die deutsche Regierung hat erklärt, daß sie nichts dagegen habe, wenn in Anknüpfung an diese Tradition künftig die französische Aussprache von ECU verwendet würde. (Vgl. Erklärung der Bundesregierung über die Ergebnisse des Europäischen Rates in Brüssel, in: Bulletin Nr. 146, Bonn, den 8. Dez. 1978, S. 1355.)

¹² Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften, L 104, 24. 4. 1975.

¹³ Entschließung des Europäischen Rates . . ., a.a.O., S. 1361/62.

¹⁴ Ebenda, S. 1363.

II. Das Wechselkurssystem

1. Die ECU-Leitkurse und das bilaterale Leitkursgitter

Die ECU wird im EWS als gemeinsamer Nenner für die Festlegung der Paritäten der Mitgliedswährungen verwendet. Die ECU-bezogenen Paritäten werden als ECU-Leitkurse bezeichnet. Sie „... dienen zur Festlegung eines Gitters bilateraler Wechselkurse“¹⁵. Die Wechselkurse der am EWS teilnehmenden Währungen dürfen nur innerhalb bestimmter enger Grenzen um die durch das Leitkursgitter festgelegten bilateralen Kreuzleitkurse schwanken. Die beteiligten Zentralbanken sind also — wie dies in der Währungsschlange der Fall war — verpflichtet, den Wert ihrer Währung gegenüber jeder einzelnen Mitgliedswährung zu stabilisieren¹⁶.

Einen Tag vor Inkrafttreten des EWS wurden für die Mitgliedswährungen ECU-Leitkurse festgelegt. Das hierbei angewandte Verfahren soll am Beispiel der deutschen Währung erläutert werden (vgl. Tabelle 1). Zur Bestimmung des ECU-Leitkurses der DM wurden die im ECU enthaltenen festen Währungsbeiträge mit folgenden DM-Kursen dieser Währungen multipliziert¹⁷:

- die „Schlange-Währungen“ — belgischer Franc/luxemburgischer Franc, dänische Krone, Deutsche Mark und holländischer Gulden — mit den zuletzt in diesem System geltenden DM-Leitkursen (der DM-Leitkurs der Deutschen Mark ist natürlich gleich 1).
- die anderen EG-Währungen — französischer Franc, irisches und britisches Pfund, italienische Lira — mit DM-Kursen auf der Basis der am 12. 3. 1979 geltenden amtlichen Devisenkurse¹⁸.

Die Addition dieser in DM bewerteten Währungsbeträge (der absoluten Wertanteile) ergab dann den ECU-Leitkurs der DM. Die Be-

¹⁵ Entschließung des Europäischen Rates ..., a.a.O., S. 1362.

¹⁶ In den Verhandlungen zur Errichtung des EWS stand neben dieser „Gitterlösung“ auch die „Korblösung“ zur Diskussion. Wenn die Korblösung vereinbart worden wäre, dann hätten jede Zentralbank den Wert des ECU-Korbes ausgedrückt in ihrer Währung stabil halten müssen. (Vgl. hierzu: P. de Grauwe u. T. Peeters: The EMS, Europe and the dollar, in: The Banker, Nr. 638, April 1979, S. 42/43.)

¹⁷ Vgl. Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Das Europäische Währungssystem, Aufbau und Arbeitsweise, in: Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, Frankfurt a. M., März 1979, S. 12/13.

¹⁸ Obwohl Großbritannien nicht am Wechselkurssystem des EWS teilnimmt, mußte das Pfund Sterling — da es im Währungskorb enthalten ist — bei der Leitkursermittlung einbezogen werden.

Tabelle 1

Berechnung des ECU-Leitkurses der DM

(1) Währungen	(2) feste Währungsbezüge im ECU-Korb	(3) Kurse (DM pro Währungseinheit)	(4) absoluter Wertanteil am ECU-Korb (2) × (3)	(5) relativer Wertanteil am ECU-Korb (4): Σ (4)
DM	0,828	1	0,828	0,3298
£	0,0885	3,78537	0,335005	0,1334
FF	1,15	0,432995	0,497944	0,1983
Lit	109,00	0,00218668	0,238348	0,0949
hfl	0,286	0,922767	0,263911	0,1051
bfr	3,66	0,0636277	0,232877	0,0928
lfr	0,14	0,0636277	0,008908	0,0035
dkr	0,217	0,354313	0,076886	0,0306
Ir£	0,00759	3,78886	0,028757	0,0115
			Σ 2,510636 DM	Σ 1,0000

stimmung der ECU-Leitkurse der anderen Mitgliedswährungen erfolgte analog zu dem oben erläuterten Verfahren.

Auf der Basis der ECU-Leitkurse lassen sich bilaterale Kreuzleitkurse zwischen den Währungen ermitteln. So ergeben sich z. B. aus

$$1 \text{ ECU} = 2,51064 \text{ DM und}$$

$$1 \text{ ECU} = 2,72077 \text{ hfl}$$

folgende bilaterale Kreuzleitkurse zwischen DM und hfl:

$$100 \text{ hfl} = \frac{2,51064}{2,72077} \cdot 100 = 92,277 \text{ DM bzw.}$$

$$100 \text{ DM} = \frac{2,72077}{2,51064} \cdot 100 = 108,37 \text{ hfl}$$

Auf diese Weise bestimmen die ECU-Leitkurse ein ganzes System von bilateralen Kreuzleitkursen — ein sog. Leitkursgitter¹⁹. Es handelt sich hierbei aber natürlich um die gleichen Wechselkurse, die bei der Festlegung der ECU-Leitkurse zugrunde gelegt wurden. Anders als es der am Anfang dieses Abschnitts zitierte Satz aus der Entschließung des

¹⁹ Das bilaterale Leitkursgitter wird von der Deutschen Bundesbank regelmäßig veröffentlicht in: Statistische Beihefte zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank, Reihe 5, Die Währungen der Welt, erstmals in Nr. 2, Mai 1979, S. 21.

Europäischen Rates über die Errichtung des EWS nahelegen könnte, sind die ECU-Leitkurse also von den bilateralen Wechselkursen des Leitkursgitters abgeleitet worden und nicht umgekehrt. Die Bestimmung eines Gitters bilateraler Kreuzleitkurse setzt keine ECU-bezogenen Leitkurse der einzelnen Währungen voraus²⁰. Sehr wohl sind aber die bilateralen Kreuzleitkurse in den ECU-Leitkursen enthalten.

In Tabelle 1 sind auch die relativen Anteile der einzelnen Währungen am Wert des Währungskorbes ausgewiesen. Es zeigt sich, daß die DM mit einem Anteil von knapp 33 % mit Abstand das höchste Gewicht im Korb besitzt. Es ist vorgesehen, die Zusammensetzung des Korbes, d. h. die relative Gewichtung der einzelnen Währungen, innerhalb von sechs Monaten nach Inkrafttreten des Systems und danach alle fünf Jahre zu überprüfen; unabhängig von der letztgenannten Frist kann eine Überprüfung auf Antrag erfolgen, wenn sich das Gewicht einer Währung um 25 % geändert hat. Eine Revision kann nur im gegenseitigen Einvernehmen vorgenommen werden.

Bei der Schaffung der mit dem ECU definitionsgleichen Europäischen Recheneinheit im Jahre 1975 wurden die Korbgewichte der einzelnen Währungen „... nach dem Anteil am innereuropäischen Handel, dem Sozialprodukt und den Quoten in den Beistandsmechanismen ...“²¹ festgesetzt. Eine Revision der Korbgewichte soll entsprechend dem neuesten Stand dieser ökonomischen Kriterien vorgenommen werden. Durch eine Veränderung der Korbgewichte darf der „Außenwert des ECU“ — also der Wert des ECU in nationalen Währungen — nicht verändert werden.

2. Anpassung der ECU-Leitkurse

Da gegenwärtig und auch für absehbare Zukunft damit gerechnet werden muß, daß die wirtschaftliche Entwicklung in den Gemeinschaftsländern — insbesondere was die Inflationsraten anbetrifft — unterschiedlich verläuft, sind Anpassungen der Leitkurse auch im neuen Europäischen Währungssystem nicht ausgeschlossen worden. Die Konstruktion der gemeinsamen Bezugsgröße als Währungskorb hat zur Folge, daß die Änderung des ECU-Leitkurses einer Währung auch die ECU-Leitkurse der anderen Währungen verändert. Dies kann am Beispiel einer DM-Aufwertung verdeutlicht werden. (Hierbei werden wie

²⁰ Vgl. P. de Grauwe u. T. Peeters: The EMS ..., a.a.O., S. 41.

²¹ Deutsche Bundesbank: Das Europäische Währungssystem, ... a.a.O., S. 12.

bei der erstmaligen Festlegung der ECU-Leitkurse zuerst die neuen Kurse des Leitkursgitters bestimmt und hiervon die neuen ECU-Leitkurse abgeleitet).

Wenn die DM um den gleichen Prozentsatz gegenüber allen anderen Korbwährungen aufgewertet wird, dann sinken die in DM ausgedrückten bilateralen Leitkurse dieser Währungen, d. h. die ECU wird gegenüber der DM weniger wert. Der Aufwertungssatz der DM gegenüber der ECU ist dann gleich dem Aufwertungssatz gegenüber den bilateralen Leitkursen multipliziert mit dem Gewicht aller anderen Währungen im Korb²². Andererseits steigen aufgrund der DM-Aufwertung die bilateralen Leitkurse der DM ausgedrückt in den anderen Währungen mit der Folge, daß deren ECU-Leitkurse — ausgedrückt in den jeweiligen nationalen Währungen — zunehmen. Eine Aufwertung der DM gegenüber der ECU bewirkt also gleichzeitig eine Abwertung der übrigen Korbwährungen gegenüber der Europäischen Währungseinheit. Der Abwertungssatz dieser Währungen gegenüber dem ECU ist gleich dem Aufwertungssatz der DM gegenüber den bilateralen Leitkursen multipliziert mit dem Korbgewicht der DM^{23, 24}. Daß diese durch die Paritätsänderung einer Währung bewirkte Anpassung der anderen ECU-Leitkurse eine Folge des Korbwährungssystems ist, macht ein Vergleich mit dem alten IWF-Fixkurssystem deutlich: Wenn in diesem System die DM ihre Parität gegenüber den Bezugsgrößen Gold bzw. Dollar veränderte, so blieben hiervon die Gold- bzw. Dollarparitäten der restlichen Währungen unberührt.

So ist es durchaus konsequent, daß im EWS — anders als in der Währungsschlange — die Entscheidungsbefugnis über Wechselkursänderungen nicht mehr den nationalen Instanzen allein überlassen worden ist: Anpassungen der Leitkurse können im EWS nur noch im gegenseitigen Einvernehmen zwischen den am Wechselkursmechanismus beteiligten Ländern vorgenommen werden²⁵. Auch die Kommission ist an

²² Vgl. Anhang. Dieses Ergebnis ergibt sich in analoger Anwendung von Beziehung (6).

²³ Vgl. Anhang. Dieses Ergebnis ergibt sich in analoger Anwendung von Beziehung (8).

²⁴ Da diese Währungen alle um den gleichen Satz gegenüber dem ECU abwerten, werden die bilateralen Leitkurse zwischen diesen Währungen von der Änderung der ECU-Leitkurse nicht berührt.

²⁵ „Eine entsprechend unauffällig zustande gekommene Vorschrift gab es allerdings auch schon im Europäischen Währungsverbund“ (Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Jahresgutachten 1978/79, Stuttgart u. Mainz 1978, S. 158).

dem Verfahren zur Wechselkursänderung beteiligt. Außerdem finden im Gemeinschaftsrahmen gegenseitige Konsultationen über wichtige Beschlüsse zur Wechselkurspolitik nicht nur zwischen den am System beteiligten, sondern auch mit den übrigen Ländern statt.

Die relativen Gewichte der im Korb enthaltenen Währungen verändern sich durch Leitkursanpassungen. Der Anteil einer Währung am Korb steigt (sinkt), wenn sie aufgewertet (abgewertet) wird. Es muß daher damit gerechnet werden, daß im Zeitverlauf der ECU allmählich von der stärksten Währung dominiert wird. Dies gilt um so mehr, wenn diese Währung bereits bei Inkrafttreten des Systems ein hohes Gewicht erhalten hat, wie dies für die DM der Fall ist²⁶. Es ist daher nicht verwunderlich, daß die Vereinbarungen von Brüssel einen revidierbaren Korb vorgesehen haben. Der Anteil der starken Währung kann dadurch reduziert werden, daß der Währungsbetrag, mit dem sie im Korb enthalten ist, verringert und die Beträge der übrigen Währungen erhöht werden. Die letztere Variation ist notwendig, da der ECU-Außenvwert durch eine Korbrevision ja nicht verändert werden darf.

3. Der Interventionsmechanismus

Die Zentralbanken der am Wechselkursmechanismus beteiligten EG-Staaten sind verpflichtet, Abweichungen der Tageskurse ihrer Währungen von den durch das Leitkurgitter festgelegten Wechselkursen nur innerhalb bestimmter Grenzen zu tolerieren. Die zulässigen Schwankungsbereiche der Mitgliedswährungen um die bilateralen Leitkurse sind auf $\pm 2,25\%$ festgelegt worden. Diejenigen Mitglieder des EWS, die zuletzt nicht am „Schlangesystem“ beteiligt waren, können in der Anfangsphase größere Bandbreiten bis zu $\pm 6\%$ wählen; diese sollen aber stufenweise reduziert werden, sobald es die wirtschaftlichen Gegebenheiten erlauben. Als einziges EG-Land hat Italien von der Möglichkeit, eine größere Bandbreite wählen zu können, Gebrauch gemacht und den Schwankungsbereich der Lira auf $\pm 6\%$ festgesetzt. Die Notenbanken haben durch Anwendung der Bandbreiten auf die bilateralen Kreuzleitkurse obligatorische An- und Verkaufskurse (Limitkurse, Interventionspunkte) für alle Teilnehmerwährungen festgelegt und diese dem Markt mitgeteilt. Wenn der Abstand zwischen zwei Währungen $2,25\%$ erreicht, dann stoßen beide Währungen gleichzeitig

²⁶ Vgl.: P. de Grauwe u. T. Peeters: The European Monetary System after Bremen, Technical and Conceptual Problems, International Economics Research Paper No. 17, Leuven, Sept. 1978, S. 4.

an ihre gegenseitigen Interventionspunkte (eine Währung an den oberen, die andere an den unteren Interventionspunkt)²⁷. Die betreffenden Zentralbanken sind verpflichtet, ein Überschreiten der Limitkurse durch Interventionen am Devisenmarkt zu verhindern. Interventionen erfolgen grundsätzlich in Teilnehmerwährungen. Die Zentralbanken kaufen hierbei an ihren nationalen Devisenmärkten die schwache Währung auf und geben die starke ab. Die Interventionsverpflichtungen zur Einhaltung der Limitkurse sind unbegrenzt.

Weitere automatische Interventionsverpflichtungen sind im EWS nicht vorgesehen. Interventionen in Teilnehmerwährungen vor Erreichen der Limitkurse — sog. intramarginale Interventionen — sowie Interventionen in Drittwährungen (also insbesondere Dollarinterventionen) bedürfen der vorherigen Koordination zwischen den beteiligten Zentralbanken.

III. Das System der Abweichungsschwellen

Sieht man davon ab, daß im EWS Paritätsänderungen nur in gegenseitigem Einvernehmen vorgenommen werden dürfen und daß für einige Länder die Möglichkeit geschaffen wurde, höhere Bandbreiten wählen zu können, dann unterscheidet sich das EWS insoweit nicht vom System der „Währungsschlange“. Die eigentliche Neuerung besteht in der Einführung eines Indikators für die Feststellung von Abweichungen zwischen den Gemeinschaftswährungen. Als Abweichungs- oder Divergenzindikator dient der Tageswert der Europäischen Währungseinheit. Für den Fall, daß der ECU-Tageswert einer Währung einen bestimmten Abstand vom ECU-Leitkurs — die sog. Abweichungsschwelle — überschreitet, sind bestimmte Handlungs- und Konsultationsregeln vereinbart worden. Bevor diese Regeln erläutert werden können, muß einiges zur Mechanik des Abweichungsindikators gesagt werden.

1. Die Mechanik des Abweichungsindikators

Bei der Berechnung des Tageswertes des ECU werden die sich am Devisenmarkt ergebenden Kurse zugrunde gelegt²⁸. Der Tageswert des

²⁷ Zum gleichen Zeitpunkt kann der Abstand zwischen zwei Währungen nicht größer als 2,25 % sein. Nur im Zeitablauf beträgt der Schwankungsbereich 4,5 %.

²⁸ Die ECU-Tageskurse der einzelnen nationalen Währungen werden wie folgt ermittelt: Täglich melden die Zentralbanken der EG-Kommission US-Dollarkurse ihrer Währungen auf der Basis der um 14.30 Uhr an den Devi-

ECU in einer bestimmten Währung wird daher in der Regel nicht mit dem ECU-Leitkurs der betreffenden Währung übereinstimmen. Das Ausmaß, in dem der Tageswert des ECU vom Leitkurs abweichen kann, ist aber dadurch begrenzt, daß die Devisenkurse der einzelnen Währungen ihre bilateralen Limitkurse nicht überschreiten können. Seine maximale Abweichung vom Leitkurs erreicht der Tageswert des ECU dann, wenn sich alle anderen Währungen am oberen bzw. am unteren Interventionspunkt befinden, wenn also einer starken Währung nur schwache Währungen gegenüberstehen oder umgekehrt, wenn nur eine Währung schwach und alle übrigen stark sind. Die prozentuale maximale Abweichung einer Währung von ihrem ECU-Leitkurs ist — wie im Anhang nachgewiesen — abhängig von der (bilateralen) Bandbreite und von dem Gewicht der betreffenden Währung im Korb. Sieht man von der Möglichkeit unterschiedlicher Bandbreiten ab und wird die Bandbreite als $\pm b$ und das relative Gewicht der Währung i mit g_i bezeichnet, so gilt für die maximale prozentuale Abweichung dieser Währung folgende Beziehung²⁹:

$$(1) \quad \pm b (1 - g_i)$$

Die maximale Abweichung einer Währung sinkt also mit ihrem Gewicht. Warum dies so ist, kann man sich leicht klarmachen: Bei der Bestimmung des ECU-Tageswertes in einer bestimmten Währung (z. B. des Tageswertes der ECU in DM) geht diese Währung (also die DM) grundsätzlich mit dem Kurs 1 in die Berechnung ein. Ist nun das Gewicht dieser Währung hoch, so ist der unveränderbare Teil des ECU-Tageswertes ebenfalls hoch, so daß Veränderungen der Tageskurse der restlichen Währungen nur in entsprechend geringem Umfang zum Tragen kommen können. Daher ist die maximale Abweichung für eine Währung mit hohem Gewicht niedriger als für eine Währung mit geringem Gewicht. Die Abweichungsschwelle konnte deshalb nicht für

senbörsen festgestellten Kurse. Aufgrund dieser Kurse berechnet die EG-Kommission zuerst den Tageswert des ECU in US-Dollar durch Multiplikation dieser Kurse mit den zugehörigen Währungsbeträgen und anschließende Summenbildung. Der ECU-Tageswert in US-Dollar wird dann auf der Basis der gemeldeten US-Dollarkurse der Gemeinschaftswährungen in die einzelnen nationalen Währungen umgerechnet. Diese Methode hat den Vorteil, daß unterschiedliche Notierungen der gleichen Währungen in verschiedenen Ländern sich nicht störend auf die Berechnung der ECU-Tageskurse auswirken können. (Vgl. Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften, C 69, 13. März 1979.)

²⁹ Vgl. hierzu auch P. de Grauwe u. T. Peeters: The European Monetary System ..., a.a.O., S. 11.

alle Währungen einheitlich als eine bestimmte prozentuale Abweichung vom ECU-Leitkurs festgelegt werden (wie die Bandbreite für die bilateralen Kurse), da ja dann die Wahrscheinlichkeit, daß eine Währung die Abweichungsschwelle erreicht, mit steigendem Gewicht dieser Währung abnehmen würde. Um diese Asymmetrie auszuschalten, wurde die Abweichungsschwelle jeder Währung als konstanter Bruchteil der jeweiligen maximalen Abweichung festgelegt. Geeinigt hat man sich auf einen Satz von 75 % der maximalen Abweichung. Für die Abweichungsschwelle der Währung i gilt somit die Beziehung:

$$(2) \quad \pm 0,75 \cdot b (1 - g_i)$$

Diese direkt proportionale Abhängigkeit der Abweichungsschwelle einer Währung von ihrer maximalen Abweichung gewährleistet, daß für alle Währungen die rechnerische Wahrscheinlichkeit eines Überschreitens der Abweichungsschwelle gleich groß ist.

Tabelle 2

Die maximalen Abweichungen sowie die Abweichungsschwellen der EWS-Währungen

Währung	Gewicht im ECU-Korb (vH)	maximale Abweichung (vH)	Abweichungsschwelle (vH)
DM	32,98	± 1,51	± 1,13
£	13,34	(± 1,96)	(± 1,46)
FF	19,83	± 1,80	± 1,35
Lit	9,49	± 5,45*	± 4,07*
hfl	10,61	± 2,01	± 1,51
bfr/lfr	9,63	± 2,04	± 1,53
dkr	3,06	± 2,19	± 1,64
Ir£	1,15	± 2,23	± 1,67

* Zugrunde gelegt wurde hierbei eine bilaterale Schwankungsbreite der Lira von ± 6 %.

Der Einfachheit halber wurde bei den obigen Ableitungen davon abstrahiert, daß ein Land eine größere bilaterale Bandbreite gewählt hat (Italien mit ± 6 %) und daß ein weiteres Land (Großbritannien) sich an dem Interventionsmechanismus nicht beteiligt. Die erforderlichen Modifikationen können nun leicht eingefügt werden:

Es ist wohl — ohne daß dies im einzelnen belegt wird — einsichtig, daß durch die Wahl einer größeren bilateralen Bandbreite durch eine Währung die maximalen Abweichungen aller Währungen von ihren

ECU-Leitkursen vergrößert und somit auch die jeweiligen Abweichungsschwellen hinausgeschoben werden³⁰. Am stärksten trifft dies natürlich für die Währung zu, die sich für die größere Schwankungsbreite entschieden hat. Eine Mitgliedswährung mit größerer bilateraler Bandbreite könnte also einfach dadurch berücksichtigt werden, daß die Abweichungsschwellen entsprechend hinausgeschoben werden. Man hat sich aber nicht für diesen Weg entschieden, sondern berechnet den Abweichungsindikator für die Währungen mit dem engen Band so, als ob alle Währungen eine bilaterale Schwankungsmarge von $\pm 2,25\%$ hätten. Überschreitet eine Währung ihre Abweichungsschwelle, so wird zunächst geprüft, ob das Abweichen dieser Währung ausschließlich auf das Verhalten der Währung mit der größeren Bandbreite zurückzuführen ist. Erst wenn dies ausgeschlossen werden kann, werden die vereinbarten Handlungs- und Konsultationsregeln wirksam.

Analog wird verfahren, wenn eine Währung, die nicht am Interventionsmechanismus teilnimmt (Pfund Sterling), ihre (fiktiven) bilateralen Bandgrenzen gegenüber anderen Währungen überschreitet. Für die Berechnung des Abweichungsindikators wird dann der Kurs dieser Währung auf der Bandgrenze eingefroren. Zur Ermittlung des Abweichungsindikators muß somit der Tageskurs des ECU unter Umständen zweifach korrigiert werden: zum einen, wenn die Währung mit der großen Bandbreite das enge Band überschritten hat und zum anderen, wenn die nicht am Interventionsmechanismus teilnehmende Währung einen oder mehrere ihrer fiktiven bilateralen Limitkurse überschreitet.

2. Handlungs- und Konsultationsregeln

Von einem Land mit abweichender Währung wird erwartet, daß es wirtschaftspolitisch handelt, um die Überschreitung der Abweichungsschwelle wieder rückgängig zu machen. Die Entschließung des Europäischen Rates zählt eine ganze Reihe von möglichen Maßnahmen zur Bereinigung der Situation auf³¹:

- „Diversifizierte Interventionen“, d. h. Interventionen in verschiedenen Partnerwährungen;
- „interne währungspolitische Maßnahmen“, also den Einsatz des geldpolitischen Instrumentariums;
- „Änderung der Leitkurse“;

³⁰ Vgl. P. de Grauwe u. T. Peeters: The European ..., a.a.O., S. 12.

³¹ Entschließung des Europäischen Rates ..., a.a.O., S. 1362.

— „andere wirtschaftspolitische Maßnahmen“, vor allem wohl finanzielle Maßnahmen.

Wenn auch von den Behörden des Landes mit der abweichenden Währung nur erwartet wird, daß sie Gegensteuerungsmaßnahmen ergreift, also kein zwingender Automatismus zum Handeln besteht (wie bei Erreichung der gegenseitigen Interventionspunkte), so besteht doch immerhin „... eine Vermutung, daß die betreffenden Behörden diese Situation durch angemessene Maßnahmen korrigieren werden ...“³².

Sofern ein Land mit abweichender Währung keine Maßnahmen ergreift, soll es den Behörden der anderen Länder die Gründe für sein Nicht-Handeln mitteilen. Dies soll zunächst im Rahmen der „Konzertierung zwischen den Zentralbanken“³³ erfolgen. „Erforderlichenfalls finden dann Konsultationen in den entsprechenden Gemeinschaftsgremien, einschließlich dem Ministerrat statt“³⁴. Von diesen Konsultationsverpflichtungen verspricht man sich eine bessere Koordinierung der wirtschaftspolitischen Maßnahmen in der EG³⁵.

Die von den Wechselkursen des Leitkurgitters abgeleiteten Limitkurse gewährleisten, daß immer zwei Zentralbanken zugleich an die beiderseitigen Grenzkurse stoßen — also symmetrische Interventionsverpflichtungen bestehen. Im System der Abweichungsschwellen gibt es eine derartige Symmetrie nicht. Im Anhang zu diesem Beitrag ist nachgewiesen, daß immer dann, wenn eine beliebige Währung i in Gegenposition zu allen anderen Währungen steht, die Abweichungen dieser Währungen von ihren jeweiligen ECU-Leitkursen einheitlich gleich

$$(3) \quad \pm b \cdot g_i$$

ist. Ein Vergleich von (3) mit der Bestimmungsgleichung für die maximale Abweichung (Beziehung 1) zeigt, daß die in Gegenposition befindliche Währung i immer einen weiteren Abstand vom ECU-Leitkurs

³² Ebenda.

³³ Hierunter versteht man die mehrmals täglich stattfindenden telefonischen Abstimmungen zwischen den Zentralbanken, die „... der Kursglättung und der Aufrechterhaltung geordneter Verhältnisse am Devisenmarkt ...“ dienen. (Deutsche Bundesbank: Das Europäische Währungssystem ..., a.a.O., S. 15.)

³⁴ Entschließung des Europäischen Rates ..., a.a.O., S. 1362.

³⁵ Vgl. u. a. F. X. Ortoli: The European Community Looks at Monetary Integration, Rede vor der World Business Conference of the Financial Times, Frankfurt, February, 14, 1979, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Auszüge aus Presseartikeln, Frankfurt a. M., Nr. 15, 26. Febr. 1979, S. 4.

aufweist als die anderen Währungen, sofern der Anteil der Währung *i* am Korb geringer ist als 50 %. Da die Korbgewichte aller Währungen unter 50 % liegen, kann aus den Beziehungen (1) bis (3) geschlossen werden, daß eine in Gegenposition stehende Währung *i* ihre Abweichungsschwelle erreichen kann, ohne daß gleichzeitig eine andere Währung ebenfalls an ihre Schwelle stößt und ohne daß eine andere Währung ihren bilateralen Grenzkurs gegenüber der Währung *i* überschreitet. Auch bei dieser Konstellation wird erwartet, daß das Land mit der divergierenden Währung eine oder mehrere der vorgesehenen Maßnahmen ergreift, und zwar ohne daß es hierbei durch Interventionen oder durch sonstige wirtschaftspolitische Maßnahmen von anderen Partnerstaaten unterstützt wird. Sofern das betreffende Land sich für „diversifizierte Interventionen“ in Partnerwährungen entschließt, so entstehen hierdurch unfreiwillige Schuldner- oder Gläubigerpositionen. Eine unfreiwillige Schuldnerposition (Gläubigerposition) nimmt ein Land dann ein, wenn seine Währung vor Erreichen der bilateralen Interventionspunkte von einer Zentralbank mit abweichender Währung angekauft (verkauft) wird. In den Verhandlungen zur Errichtung des EWS stand zur Debatte, ob auf diese Weise entstandene Schuldnerpositionen zu Sonderbedingungen kreditiert werden bzw. ob durch Interventionen in Drittwährungen — also insbesondere in US-Dollar — unfreiwillige Schuldnerpositionen überhaupt vermieden werden sollen³⁶. Eine solche Sonderbehandlung bzw. Vermeidung von unfreiwilligen Schuldnerpositionen ist nicht vereinbart worden, aber bei der 6 Monate nach Inkrafttreten des EWS vorgesehenen Überprüfung des Systems der Abweichungsschwellen sollen „... auch die Fragen bezüglich der Ungleichgewichte geprüft werden, die bei abweichenden Gläubiger- oder Schuldnerländern entstanden sind“³⁷.

Aus dem Tatbestand, daß eine Währung ihre Abweichungsschwelle überschreiten kann, ohne daß vorher irgendwelche bilateralen Limitkurse erreicht worden sind, hat man geschlossen, daß der Abweichungsindikator eine Art „Frühwarnsystem“³⁸ darstelle, der divergierende

³⁶ Vgl. N. Kloten: Monetäre Politik unter neuen Bedingungen: Die konjunkturelle Lage an der Jahreswende 1978/79 und die Einführung des EWS, in: Schitag, Schwäbische Treuhand-Aktiengesellschaft (Hrsg.): Der Wirtschaft verpflichtet, Festschrift, Stuttgart 1979, S. 45/46; P. de Grauwe u. T. Peeters: The EMS..., a.a.O., S. 43.

³⁷ Entschließung des Europäischen Rates..., a.a.O., S. 1362.

³⁸ Vgl. hierzu u. a.: Die doppelte Wechselkurssystematik im EMS, o. V., Neue Zürcher Zeitung, 20. Dez. 1978.

Währungen so frühzeitig anzeigen, daß durch entsprechende Gegenmaßnahmen ein Erreichen der Interventionspunkte im bilateralen Leitkursgitter überhaupt verhindert werden könnte. Die bisherige Kursentwicklung im EWS hat gezeigt, daß der Abweichungsindikator die ihm zugesetzte Rolle als Frühwarnsystem nicht immer erfüllen kann³⁹.

IV. Das Saldenausgleichs- und das Kreditsystem

1. Der Saldenausgleich und die damit verbundene sehr kurzfristige Finanzierung⁴⁰

Durch Interventionen in Gemeinschaftswährungen ergeben sich zwischen den beteiligten Zentralbanken Forderungen und Verbindlichkeiten: Die Zentralbank mit der starken Währung muß die schwache Währung gegen Hergabe der eigenen Währung aus dem Markt nehmen und erwirbt somit in Höhe des Interventionsvolumens eine Forderung gegen die betreffende Partnerzentralbank. Die Zentralbank mit der schwachen Währung nimmt ihre eigene Währung gegen Abgabe der starken Währung aus dem Markt. Da sie aber in der Regel die starke Währung nicht im benötigten Umfang im Bestand haben wird⁴¹, muß sie sich die starke Währung bei der betreffenden Zentralbank auf dem Kreditwege beschaffen.

Die auf diese Weise entstehenden Forderungen und Verbindlichkeiten zwischen EG-Zentralbanken werden dem Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit (EFWZ) mitgeteilt. Vom Fonds werden die Beträge zum jeweiligen Tageskurs in ECU umgerechnet (Dominatorfunktion der ECU) und den betreffenden Zentralbanken gutgeschrieben bzw. belastet. Der Ausgleich der Salden erfolgt 45 Tage (in der Währungsschlange waren es 30 Tage) nach Ende des Monats, in dem die jeweiligen Interventionen stattfanden; die durchschnittliche

³⁹ Der belgische Franken erreichte zunächst seinen Limitkurs gegenüber der dänischen Krone und überschritt erst danach seine Abweichungsschwelle.

⁴⁰ Vgl. zu diesem Abschnitt: Abkommen zwischen den Zentralbanken ..., a.a.O. sowie Deutsche Bundesbank: Das Europäische Währungssystem ..., a.a.O., S. 15 ff.

⁴¹ Die Zentralbanken haben vereinbart, nur sogenannte Arbeitsguthaben in Gemeinschaftswährungen zu unterhalten. Für diese Arbeitsguthaben sind Obergrenzen festgelegt worden, die nur mit Zustimmung der Emissionsnotenbank überschritten werden dürfen. (Vgl. Abkommen zwischen den Zentralbanken ..., a.a.O., Artikel 15.)

Laufzeit beläuft sich somit auf 60 Tage (vormals 45 Tage). Da die Interventionsverpflichtungen unbegrenzt sind, ist auch der sehr kurzfristige Währungsbeistand betragsmäßig nicht limitiert. Eine automatische Prolongationsmöglichkeit um 3 Monate ist für Beträge bis zur Höhe der Schuldnerquote im kurzfristigen Währungsbeistand vorgesehen. Mit Zustimmung des Gläubigers können solche bereits einmal automatisch verlängerte Verbindlichkeiten um weitere 3 Monate prolongiert werden, so daß sich somit die maximale Laufzeit im sehr kurzfristigen Beistand auf 7½ Monate beläuft. Verbindlichkeiten, die die Schuldnerquote im kurzfristigen Beistand übersteigen, können dagegen nur einmal um 3 Monate verlängert werden. Voraussetzung für diese Prolongation ist die Zustimmung des Gläubigers.

Zum Ausgleich der aus Interventionen entstandenen Salden werden die Reserven des Schuldners in folgender Reihenfolge verwendet: Verfügt der Schuldner über Guthaben in der Gläubigerwährung, die die zulässigen Arbeitsguthaben übersteigen, so hat er zunächst diese zum Saldenausgleich einzusetzen. Der Ausgleich der Restschuld kann durch Abtretung von ECU-Guthaben erfolgen. „Eine Gläubigerzentralbank ist jedoch nur gehalten, ECU in Höhe von 50 % ihrer zum Ausgleich anstehenden Forderung als Saldenausgleich entgegenzunehmen⁴².“ Es ist daher vorgesehen, daß ein evtl. verbleibender Rest durch Abtretung anderer Reserveelemente — entsprechend der Zusammensetzung der Reserven des Schuldners — zu begleichen ist.

Die erwähnten ECU-Guthaben sind Zahlungs- und Reservemittel der EG-Zentralbanken. Durch Hinterlegung von Währungsreserven beim EFWZ ist ein Anfangsbestand an ECU-Guthaben geschaffen worden. Die am EWS beteiligten EG-Zentralbanken haben hierzu dem EFWZ in Form von revolvierenden Dreimonatsswaps⁴³ 20 % ihrer Gold- und 20 % ihrer Bruttodollarreserven überlassen und hierfür eine entsprechende Gutschrift in ECU erhalten. Für die Umrechnung der beim EFWZ hinterlegten Gold- und Dollarreserven gelten folgende Regeln:

- Die Bewertung des Goldes orientiert sich an Marktpreisen: Es wird mit dem Durchschnitt der in ECU umgerechneten Kurse bewertet, „... die während der letzten sechs Kalendermonate täglich an den beiden ‚Fixing‘-Terminen in London notiert wurden, jedoch kein

⁴² Abkommen zwischen den Zentralbanken ..., a.a.O., Artikel 16.

⁴³ ECU-Kassakauf verbunden mit einem ECU-Terminverkauf.

höherer Kurs als der Durchschnitt der zwei „Fixing“-Kurse am vorletzten Geschäftstag der Periode“^{44, 45}.

- Der Dollar wird zum Marktkurs umgerechnet (Kurs vom zweiten Geschäftstag vor Wertstellung).

Auf den ersten Blick hat die Schaffung der ECU-Guthaben die internationale Liquidität nicht vergrößert. Tatsächlich war damit aber doch ein positiver Liquiditätseffekt verbunden: Durch die Schaffung von ECU-Guthaben auch gegen die Hinterlegung von Gold hat sich die für Interventionszwecke zur Verfügung stehende Manövriersumme erhöht, da „... in den vorhergehenden Jahren die Goldbestände überwiegend als unveräußerliche Werte angesehen und allerhöchstens zur Sicherung von Währungskrediten verwendet wurden“⁴⁶.

Wie bereits erwähnt, müssen die Swapgeschäfte der Zentralbanken mit dem EFWZ jedes Vierteljahr erneuert werden. Bei dieser Gelegenheit werden die in der Zwischenzeit erfolgten Veränderungen der Gold- und Dollarreserven der Zentralbanken berücksichtigt, so daß jede Zentralbank immer mindestens 20 % ihrer Gold- und Dollarreserven (auf der Basis der Bestände am letzten Geschäftstag der vorhergehenden Periode) beim EFWZ unterhält⁴⁷. Ferner wird bei der Neuberechnung des ECU-Gegenwertes der hinterlegten Reserven den seit der letzten Periode eingetretenen Goldpreis- und Dollarkursänderungen Rechnung getragen.

Es ist vereinbart worden, daß der EFWZ die Verwaltung der im Wege des Swap übertragenen Reserven den Zentralbanken überläßt. Die Zinserträge auf die hinterlegten Dollarreserven verbleiben gleichfalls bei den betreffenden Zentralbanken. Daher ist auch keine Verzinsung für die ECU-Anfangsguthaben vorgesehen. Eine Verzinsung erfolgt aber für zusätzliche ECU, die von Gläubigerländern im Rahmen des Saldenausgleichs übernommen wurden. Der anzuwendende Zinssatz ist hierbei

⁴⁴ Abkommen der Zentralbanken ..., a.a.O., Artikel 17.4.

⁴⁵ Dieser Wertansatz für das Gold hatte u. a. auch bei der Deutschen Bundesbank eine Aufdeckung von stillen Reserven zur Folge. (Vgl. Position 8 im Wochenausweis der Bundesbank: „Gegenposten im Zusammenhang mit der Bewertung des in den Europäischen Fonds für Währungspolitische Zusammenarbeit vorläufig eingebrachten Goldes.“)

⁴⁶ N. Kloten: Monetäre Politik ..., a.a.O., S. 43.

⁴⁷ Dies bedeutet natürlich nicht, daß evtl. für den Saldenausgleich verbrauchte ECU wieder ersetzt werden müssen; vielmehr findet nur eine Anpassung der an den EFWZ übertragenen Reserven an die zwischenzeitliche Veränderung der gesamten Währungsreserven einer Zentralbank statt.

gleich dem gewogenen Durchschnitt der Diskontsätze aller EG-Notenbanken. Die Gewichtung der Diskontsätze erfolgt entsprechend der Gewichtung der Währungen im ECU-Korb. Finanziert werden diese Habenzinsen durch (Soll-)Zinszahlungen derjenigen Zentralbanken, deren ECU-Guthaben geringer sind als der ECU-Gegenwert der von ihnen hinterlegten Währungsreserven.

2. Der kurzfristige Währungsbeistand und der mittelfristige finanzielle Beistand

Zur Absicherung des EWS-Festkurssystems waren außer der sehr kurzfristigen Finanzierung im Saldenausgleich noch weitere Kreditfazilitäten für notwendig gehalten worden. Zu diesem Zweck ist vom EWS das bereits vorhandene Beistandsystem der EG unter weitgehender Beibehaltung der Anwendungsregeln übernommen worden. Die Quoten im kurz- und mittelfristigen Beistand wurden aber so erhöht, daß sich der effektiv verfügbare Kreditbetrag nunmehr auf 25 Mrd. ECU beläuft (vorher 10 Mrd. ECU).

Dieser Betrag verteilt sich wie folgt:

- kurzfristiger Währungsbeistand = 14 Mrd. ECU (vorher 5,7 Mrd. ECU),
- mittelfristiger finanzieller Beistand = 11 Mrd. ECU (vorher 4,3 Mrd. ECU).

Da die Zentralbankpräsidenten sich darauf geeinigt haben, daß nur am Wechselkurssystem beteiligte Länder in den Genuß der verbesserten Ziehungsmöglichkeiten im kurzfristigen Beistand kommen⁴⁸, liegt der effektiv verfügbare Kreditbetrag bis zur Teilnahme Großbritanniens unter den vorgesehenen 25 Mrd. ECU.

Der kurzfristige Währungsbeistand⁴⁹ basiert auf einem Abkommen der Notenbanken der EG-Mitgliedsländer vom Februar 1970. Eine EG-Zentralbank kann hiernach zur Finanzierung eines „... vorübergehenden Zahlungsbilanzdefizits, welches auf zufälligen Schwierigkeiten oder unterschiedlichen Konjunkturentwicklungen beruht...“⁵⁰ einen Währungs-

⁴⁸ Vgl. Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Das Europäische Währungssystem ..., a.a.O., S. 17.

⁴⁹ Vgl. Abkommen vom 9. Febr. 1970 zur Errichtung eines Systems des kurzfristigen Währungsbeistands unter den Zentralbanken der Mitgliedstaaten der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft, in: Textsammlung zum Europäischen Währungssystem, ... a.a.O., S. 23 - 29.

⁵⁰ Ebenda S. 25.

rungsbeistand beantragen. Aufgrund eines einstimmigen Beschlusses kann der Ausschuß der Notenbankgouverneure diesem Antrag stattgeben und einen kurzfristigen Devisenkredit mit einer Laufzeit von drei Monaten gewähren. Ursprünglich war nur eine Prolongationsmöglichkeit um weitere drei Monate vorgesehen. Seit dem 13. 3. 1979 kann der kurzfristige Währungsbeistand zweimal um einen Zeitraum von je drei Monaten verlängert werden. Die Gewährung des kurzfristigen Bestands ist nicht mit währungs- und wirtschaftspolitischen Auflagen verbunden.

Für jede EG-Zentralbank ist eine Gläubigerquote und eine Schuldnerquote festgelegt worden (vgl. Tabelle 3). Die Gläubigerquote gibt den Höchstbetrag an, mit dem sich eine Zentralbank normalerweise an der Finanzierung des kurzfristigen Währungsbeistands beteiligt. Die Schuldnerquote bestimmt dagegen den Höchstbetrag, mit dem sich eine Zentralbank normalerweise im kurzfristigen Währungsbeistand verschulden kann. Nach der im Zusammenhang mit der Errichtung des EWS erfolgten Erhöhung der Quoten beläuft sich nunmehr die Summe der Schuldnerquoten auf 7,9 Mrd. ECU, die Summe der Gläubigerquoten auf 15,8 Mrd. ECU. In Sonderfällen können die Schuldner- und die Gläubigerquoten durch sogenannte Rallongen (jeweils maximal 8,8 Mrd. ECU) aufgestockt werden. Für die Finanzierung der Rallongen bestehen keine Quoten, so daß der Finanzierungsbeitrag einer Zentralbank maximal den Betrag der jeweiligen Schuldnerquote zuzüglich der Summe aller Rallongen erreichen kann. Auch für die Inanspruchnahme der Rallongen sind keine Quoten festgelegt. Es gilt jedoch, daß eine einzelne Notenbank grundsätzlich nur 50 % der Schuldnerallongen (also maximal 4,4 Mrd. ECU) in Anspruch nehmen kann.

Der effektiv verfügbare Kreditbetrag im kurzfristigen Beistand in Höhe von 14 Mrd. ECU ist dann erreicht, wenn die Kreditinanspruchnahme durch einige Zentralbanken so hoch ist, daß sie gerade noch durch die maximalen Finanzierungsverpflichtungen der anderen Zentralbanken abgedeckt werden kann. Da solche Konstellationen wohl äußerst selten realisiert werden dürften, ist der „effektiv verfügbare Kreditbetrag“ im kurzfristigen Beistand wohl eher von theoretischer als von praktischer Bedeutung⁵¹.

⁵¹ Eine solche Konstellation ergäbe sich etwa dann, wenn die Gläubigerquote der Bundesrepublik, der Niederlande sowie Dänemarks zuzüglich der Rallonge von den übrigen Ländern vollständig ausgenutzt würde.

Tabelle 3: Der kurz- und mittelfristige Währungsbeistand in der EG^{a)} (in Mrd. ECU)

Anteile ^{e)} vH	Kurzfristiger Währungsbeistand			Mittelfristiger Währungsbeistand	
	Schuldner- quote	Ziehungsmög- lichkeiten ^{b)} (Schuldner- quote + 50 % der max. Rallon- gensumme)	Gläubiger- quote	Max. Finan- zierungs- verpflich- tung (Gläu- bigerquote + Rallonge)	Bereit- stellungs- plafonds (= max. Fi- nanzierungs- verpflich- tung)
BRDeutschland, Frank- reich, Großbritannien jeweils	22,03	1,74 (0,7)	6,14 (2,5)	3,48 (1,4)	12,28 (5,0)
Italien	14,67	1,16 (0,5)	5,56 (2,3)	2,32 (1,0)	11,12 (4,6)
Belgisch-Lux. Wäh- rungsunion, Nieder- lande jeweils	7,34	0,58 (0,2)	4,98 (2,0)	1,16 (0,4)	9,96 (4,0)
Dänemark	3,29	0,26 (0,1)	4,66 (1,9)	0,52 (0,2)	9,32 (3,8)
Irland	1,27	0,1 (0,04)	4,5 (1,8)	0,2 (0,1)	9,0 (3,7)
Summe	100	7,9 (3,2)	—	15,8 (6,4)	—
+ Rallongen	—	8,8 (3,6)	—	8,8 (3,6)	—
Gesamtsumme	—	16,7 (6,8)	—	24,6 (10,0)	—
Nachrichtlich:					
Effektiv verfügbarer Kreditbetrag				14,0 ^{c)} (5,7)	11,0 ^{f)} (4,3)

- a) Die Zahlen in Klammern geben den Stand vor Einführung des EWS an. — b) Schuldnerquote des betreffenden Landes plus 50 % der maximalen Summe der Rallongen. Grundsätzlich darf kein Land mehr als die Hälfte der Rallongensumme in Anspruch nehmen. Von dieser Vorschrift kann in außerordentlichen Fällen abgesehen werden. Die Ziehungsmöglichkeiten erhöhen sich dann für jedes Land um 4,4 Mrd. ECU. — c) Der effektiv verfügbare Kreditbetrag im kurzfristigen Beistand ist dann erreicht, wenn durch einige Zentralbanken die Kreditziehungsrechte so weit beansprucht werden, daß sie den maximalen Finanzierungsvorpflichtungen der restlichen Zentralban-ken entsprechen. — d) Auf Belgen entfallen 1 Mrd. ECU, auf Luxemburg 0,35 Mrd. ECU. — e) Im mittelfristigen Beistand eines Landes i. d. R. höchstens dieser Betrag als Kredit zur Verfügung gestellt werden. In Ausnahmefällen kann diese Grenze aber überschritten werden. — f) Der effektiv verfügbare Kreditbetrag ist gleich der Summe der Bereitstellungsplafonds abzüglich dem Anteil eines großen EG-Landes (14,1 – 3,1 = 11,0 Mrd. ECU). Es wird also unterstellt, daß eines der großen EG-Länder einen Kredit in Höhe der Summe der Bereitstellungsplafonds der restlichen Länder in Anspruch nimmt. — g) Die prozentualen Anteile einiger Länder am kurzfristigen Beis-stand differieren geringfügig von den entsprechenden Anteilen im mittelfristigen Beistand. Hier sind die Anteile im kurzfristigen Bei-stand ausgewiesen.

Das System des mittelfristigen Beistands⁵² wurde im Jahre 1971 durch eine Entscheidung des EG-Ministerrates geschaffen. Im Fall von Zahlungsbilanzschwierigkeiten gewähren hiernach die EG-Staaten einander Kredite mit einer Laufzeit von zwei bis fünf Jahren. Diese Kredite sind aber — im Gegensatz zu den Fazilitäten im sehr kurzfristigen und im kurzfristigen Beistand — mit wirtschaftspolitischen Auflagen verbunden, die vom Ministerrat erlassen werden. Die Finanzierungsverpflichtungen eines Mitgliedstaates werden durch seinen Bereitstellungsplafonds begrenzt (vgl. Tabelle 3). Die Summe der Bereitstellungsplafonds beläuft sich jetzt auf 14,1 Mrd. ECU (vorher 5,45 Mrd. ECU). Für die Inanspruchnahme des mittelfristigen Beistands sind keine Quoten festgelegt worden, jedoch dürfen einem Mitgliedstaat i. d. R. nicht mehr als 50 % der Summe aller Bereitstellungsplafonds zugeteilt werden. Die Ziehungsmöglichkeit eines Landes im mittelfristigen Beistand beträgt somit normalerweise rd. 7 Mrd. ECU.

Der effektiv verfügbare Kreditbetrag im mittelfristigen Beistand in Höhe von 11,0 Mrd. ECU errechnet sich wie folgt: Es wird unterstellt, daß eines der großen EG-Länder (Bundesrepublik Deutschland, Frankreich, Großbritannien) als Gläubiger ausfällt, da es selbst den mittelfristigen Beistand in Anspruch nimmt. Der effektiv verfügbare Kreditbetrag für dieses Land im mittelfristigen Beistand ist dann gleich der Summe der verbleibenden Bereitstellungsplafonds. Theoretisch sind hier Konstellationen denkbar, die zu einer höheren Kreditinanspruchnahme führen als dem „effektiv verfügbaren Kreditbetrag“. Da diese Konstellationen aber implizieren, daß sich kleine EG-Länder sehr hoch verschulden, ist ihr Auftreten relativ unwahrscheinlich⁵³.

V. Die endgültige Ausgestaltung des Europäischen Währungssystems

Die Entschließung des Europäischen Rates über die Errichtung eines Europäischen Währungssystems sieht vor, das EWS spätestens zwei Jahre nach seiner Einführung in ein endgültiges System zu überführen. Die Ratsentschließung macht aber nur sehr vage Aussagen darüber, wie dieses endgültige System ausgesaltet sein wird:

⁵² Vgl. Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften, Nr. L 73/15 v. 27. 3. 1971 sowie Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Internationale Organisationen und Abkommen im Bereich von Währung und Wirtschaft, Frankfurt 1978, S. 204 ff.

⁵³ Wenn nur Dänemark und Irland von ihrer Ziehungsmöglichkeit im mittelfristigen Beistand Gebrauch machen, so könnten sie sich zusammen in Höhe von 13,45 Mrd. ECU verschulden. Dies ist die Summe aller Gläubigerquoten abzüglich der Quoten Dänemarks und Irlands (vgl. Tab. 3).

- An die Stelle des EFWZ soll ein Europäischer Währungsfonds (EWF) treten. Es ist aber völlig offen, welche Aufgaben der EWF übernehmen und welche Kompetenzen er erhalten wird.
- Ferner soll im endgültigen System der ECU uneingeschränkt als Reserveaktivum und als Instrument für den Saldenausgleich verwendet werden können.

Es ist offensichtlich, daß diese dürftigen Aussagen die endgültige Ausgestaltung des EWS in keiner Weise festlegen. Mit ihnen ist einerseits ein EWS vereinbar, das sich nur unwesentlich von seiner jetzigen Form unterscheidet, andererseits schließen sie aber auch nicht aus, daß im endgültigen System die Geldpolitik in der Gemeinschaft von einer supranationalen Instanz — nämlich dem neuen Europäischen Währungsfonds — bestimmt wird. Die bisherigen Erfahrungen mit dem integrationspolitischen Fortschritt in der EG — insbesondere auf dem Gebiet der Währungspolitik — legen aber die Vermutung nahe, daß das endgültige EWS wohl eher der ersten als der zweiten Variante gleichen wird.

Anhang

Die maximale Abweichung des ECU-Tageswertes vom ECU-Leitkurs

Die folgenden Ableitungen werden anhand eines hypothetischen Währungskorbes vorgenommen, der nur die folgenden vier Währungen enthält: Die Deutsche Mark (DM), den französischen Franc (FF), die italienische Lira (Lit) und das Pfund Sterling (£). Der ECU-Leitkurs der DM (\bar{E}_{DM}) — ausgedrückt als Preis des ECU in DM — ist dann gleich der Summe der Produkte aus den im Korb enthaltenen festen Währungsbeträgen (m_{DM} , m_{FF} usw.) und deren DM-Leitkursen (\bar{w}_{FF}^{DM} , \bar{w}_{Lit}^{DM} usw.):

$$(1) \quad \bar{E}_{DM} = m_{DM} \bar{w}_{DM}^{DM} + m_{FF} \bar{w}_{FF}^{DM} + m_{Lit} \bar{w}_{Lit}^{DM} + m_{£} \bar{w}_{£}^{DM}$$

\bar{w}_{DM}^{DM} , d. h. der Leitkurs der DM ausgedrückt in DM ist natürlich gleich 1.

Dividiert man Gleichung (1) durch \bar{E}_{DM} , so erhält man die relativen Gewichte (g_{DM} , g_{FF} usw.) der einzelnen Währungen im Korb, die sich zu 1 summieren:

$$(2) \quad 1 = \frac{m_{DM} \bar{w}_{DM}^{DM}}{\bar{E}_{DM}} + \frac{m_{FF} \bar{w}_{FF}^{DM}}{\bar{E}_{DM}} + \dots = g_{DM} + g_{FF} + g_{Lit} + g_{£}$$

Der DM-Tages- oder Marktwert des ECU (E_{DM}) ist wie folgt definiert:

$$(3) \quad E_{DM} = m_{DM} w_{DM}^{DM} + m_{FF} w_{FF}^{DM} + m_{Lit} w_{Lit}^{DM} + m_{£} w_{£}^{DM}$$

w ohne Querbalken steht für die — in Grenzen variablen — Marktkurse der einzelnen Währungen. Auch hier gilt natürlich, daß w_{DM}^{DM} gleich 1 ist.

Die relative Abweichung des DM-Tageswerts des ECU vom DM-Leitkurs ist gleich:

$$(4) \quad Abw_{DM} = \frac{E_{DM} - \bar{E}_{DM}}{\bar{E}_{DM}} = \frac{E_{DM}}{\bar{E}_{DM}} - 1$$

Der Tageswert E_{DM} erreicht dann seine maximale Abweichung vom Leitkurs \bar{E}_{DM} , wenn die DM zu allen anderen Währungen in Gegenposition steht und wenn alle anderen Währungen ihren oberen bzw. unteren Interventionspunkt erreicht haben. Bei einer bilateralen Bandbreite b ergibt sich dann folgender DM-Tageswert für den ECU:

$$E_{DM} = m_{DM} w_{DM}^{DM} + m_{FF} (1 \pm b) \bar{w}_{FF}^{DM} + m_{Lit} (1 \pm b) \bar{w}_{Lit}^{DM} + m_{£} (1 \pm b) \bar{w}_{£}^{DM}$$

Da w_{DM}^{DM} gleich 1 ist, folgt:

$$(5) \quad E_{DM} = m_{DM} + (1 \pm b) [m_{FF} \bar{w}_{FF}^{DM} + m_{Lit} \bar{w}_{Lit}^{DM} + m_{£} \bar{w}_{£}^{DM}]$$

(5) durch \bar{E}_{DM} dividiert, ergibt:

$$\frac{E_{DM}}{\bar{E}_{DM}} = g_{DM} + (1 \pm b) (g_{FF} + g_{Lit} + g_{£})$$

Da sich die relativen Gewichte zu 1 addieren, ist die Summe aller g außer g_{DM} gleich $(1 - g_{DM})$:

$$(5a) \quad \frac{E_{DM}}{\bar{E}_{DM}} = g_{DM} + (1 \pm b) (1 - g_{DM})$$

(5a) in (4) ergibt die Bestimmungsgleichung für die relative maximale Abweichung des DM-Tageswerts des ECU vom DM-Leitkurs:

$$Abw_{DM}^{\max} = g_{DM} + (1 \pm b) (1 - g_{DM}) - 1$$

$$(6) \quad Abw_{DM}^{\max} = \pm b (1 - g_{DM})$$

Dieses Ergebnis kann verallgemeinert werden⁵⁴: Bei festgelegter bilateraler Bandbreite b ist die relative maximale Abweichung einer Währung allein abhängig von ihrem Gewicht im Korb, und zwar ist Abw^{\max} um so größer, je geringer das Gewicht der betreffenden Währung im Korb ist.

In welchem Ausmaß weichen nun in solch einer Situation die ECU-Tageswerte der anderen Währungen von ihren jeweiligen ECU-Leitkursen ab?

Wenn die DM ihre maximale Abweichung erreicht hat, dann impliziert dies, daß alle anderen Währungen gegenüber der DM gleichmäßig auf- bzw. abgewertet haben ($\mp b$)⁵⁵. Daher verharren die bilateralen Marktkurse dieser Währungen untereinander auf den bilateralen Leitkursen. Für den ECU-Tageswert des FF gilt dann folgende Beziehung:

$$(7) \quad E_{FF} = m_{DM} (1 \mp b) \bar{w}_{DM}^{FF} + m_{FF} \bar{w}_{FF}^{FF} + m_{Lit} \bar{w}_{Lit}^{FF} + m_{£} \bar{w}_{£}^{FF}$$

Beziehung (7) dividiert durch FF-Leitkurs des ECU (\bar{E}_{FF}) ergibt:

$$\frac{E_{FF}}{\bar{E}_{FF}} = (1 \mp b) g_{DM} + g_{FF} + g_{Lit} + g_{£}$$

$$(7a) \quad = (1 \mp b) g_{DM} + (1 - g_{DM})$$

Für die relative Abweichung des französischen Franc gilt somit die Beziehung:

$$Abw_{FF} = \frac{E_{FF}}{\bar{E}_{FF}} - 1 = (1 \mp b) g_{DM} + (1 - g_{DM}) - 1$$

$$(8) \quad Abw_{FF} = \mp b g_{DM}$$

Ein Vergleich dieser Beziehung mit Gleichung (6) zeigt folgendes: Solange das Gewicht der in der extremen Gegenposition befindlichen Währung im Korb kleiner als 50 % ist, ist die relative Abweichung dieser Währung von ihrem ECU-Leitkurs größer als die entsprechenden Abweichungen der anderen Währungen.

Willi Gösele, Stuttgart

⁵⁴ Vgl. hierzu: P. de Grauwe und T. Peeters: The European Monetary . . ., a.a.O., S. 11.

⁵⁵ Genau genommen beträgt der Auf- bzw. Abwertungssatz $b/1 + b$. Bei kleinem b ist aber der Fehler gering und kann in Kauf genommen werden.

Zusammenfassung

Die Grundzüge des Europäischen Währungssystems

Das Europäische Währungssystem (EWS) hat am 13. März 1979 den als „Währungsschlange“ bezeichneten Europäischen Wechselkursverbund abgelöst. Das EWS ist ein regional begrenztes System fester, aber anpassungsfähiger Paritäten. Gemeinsamer Nenner für die Festlegung der Paritäten ist die Europäische Währungseinheit (ECU). Die ECU ist wie das Sonderziehungsrecht des IWF ein Währungskorb. Sie enthält bestimmte feste Beträge von Währungen der EG-Länder. Die ECU-Paritäten bestimmen ein System von bilateralen Kreuzleitkursen, um die die Marktkurse der beteiligten Währungen nur innerhalb enger Grenzen schwanken dürfen. Daß diese Grenzen nicht überschritten werden, gewährleisten Interventionsverpflichtungen der beteiligten Zentralbanken. Das Wechselkurssystem des EWS wird ergänzt von einem System von Abweichungsschwellen. Die Abweichungsschwellen sind bestimmte Werte eines Abweichungsindikators, der Divergenzen zwischen den am System beteiligten Währungen anzeigt. Als Abweichungsindikator dient der Tageswert der ECU. Überschreitet eine Währung ihre Abweichungsschwelle, so besteht die Vermutung, daß das betreffende Land zur Be-reinigung der Situation wirtschaftspolitische Maßnahmen ergreift. Sofern das Land mit der abweichenden Währung nichts unternimmt, finden Konsultationen auf Gemeinschaftsebene statt. Das Wechselkurssystem und das System der Abweichungsschwellen werden ergänzt durch ein Saldenausgleichs- und Kreditsystem, welches die sehr kurzfristige Finanzierung der Interventionen der beteiligten Zentralbanken an den Devisenmärkten gewährleistet sowie die Art und Weise des Ausgleichs der hierbei entstandenen Salden regelt. Der Saldenausgleich kann z. T. gegen Übertragung von ECU-Guthaben erfolgen, die gegen Hinterlegung von Währungsreserven beim Europäischen Fonds für Währungspolitische Zusammenarbeit geschaffen wurden (ECU als Zahlungs- und Reservemittel der EG-Zentralbanken). Neben der sehr kurzfristigen Finanzierung der Interventionssalden stehen zur Verteidigung des Fixkurssystems noch Fazilitäten für längerlaufende Kredite (kurz- und mittelfristiger Beistand) zur Verfügung. Der hierbei effektiv verfügbare Kreditbetrag beläuft sich auf 25 Mrd. ECU (rd. 63 Mrd. DM).

Summary

The Basic Feature of the European Monetary System

The European Monetary System (EMS) replaced the parity grid system known as the “currency snake” on March 13, 1979. The EMS is a regionally limited system of fixed but adjustable parities. The common denominator for parity fixing is the European Currency Unit (ecu). Like the special drawing rights of the IMF, the ecu is a basket of currencies. It contains certain fixed amounts of currencies of the EC countries. The ecu parities govern a system of key cross rates about which the market rates of the participating cur-

rencies may fluctuate only within narrow limits. The obligation of the participating central banks to intervene ensure that these limits are not exceeded. The EMS parity system is supplemented by a system of divergence limits. The divergence limits are certain values of a divergence indicator, which signals divergences among the currencies participating in the system. The daily value of the ecu serves as divergence indicator. If a currency moves beyond its divergence limit, it is presumed that the country concerned will initiate economic policy measures to remedy the situation. Should the country with the divergent currency take no action, consultations at Community level are held. The parity system and the system of divergence limits are supplemented by a balance settlement and credit system, which ensures very short-term financing of the interventions of the participating central banks on the exchange markets and governs the manner of settling the resulting balances. Balances can be partly settled by transfer of ecu credit balances, which were created by the deposit of currency reserves with the European Fund for Monetary Co-operation (ecu as means of payment and reserve asset of the EC central banks). Apart from the very short-term financing of intervention balances, facilities for longer credits (short and medium-term assistance) are available to defend the fixed-parity system. The effective credit amount available for this purpose is 25,000 mill. ecu (approx. DM 63,000 mill.).

Résumé

Les traits fondamentaux du Système Monétaire Européen

Le Système Monétaire Européen (SME) s'est substitué le 13 mars 1979 au régime appelé « serpent monétaire ». Le SME est un système régional de parités fixes, mais ajustable. Pour la fixation des parités, le dénominateur commun est l'unité monétaire européenne (ECU — European Currency Unit). Comme les Droits de Tirage Spéciaux du FMI, l'ECU est un panier de monnaies. Ce panier contient des proportions déterminées des monnaies des Etats de la CEE. Les parités-ECU définissent un système de taux-pivots croisés, autour desquels les cours de marché des monnaies participantes ne peuvent fluctuer que dans d'étroites marges. Le respect de ces limites est garanti par des obligations d'intervention des banques centrales adhérentes. Le système des changes du SME se complète d'une formule de seuils de divergence. Ces seuils sont des valeurs déterminées d'un indicateur dénonçant les divergences entre les monnaies participant au système. L'indicateur de divergence est la valeur journalière de l'ECU. Dès qu'une monnaie dépasse son seuil de divergence, il est présumé que le pays concerné prend des mesures de politique économique en vue d'assainir la situation. Si ce pays n'entreprend rien, des consultations ont lieu à l'échelle de la Communauté. Les systèmes de change et de seuils de divergence s'accompagnent d'un régime de crédit et de retour à l'équilibre de la balance des paiements qui assure le financement à très court terme sur les marchés des changes des interventions des banques centrales participantes et règle les modalités de la compensation des soldes. Cette com-

pensation peut s'opérer en partie par transfert d'avoirs en ECU obtenus en contrepartie du dépôt de réserves de devises au Fonds Européen de Coopération Monétaire (l'ECU comme instrument de paiement et de réserve des banques centrales de la Communauté). Outre du financement à très court terme des soldes d'intervention, l'on dispose encore pour la défense du système des taux fixes de facilités de crédit de plus longue durée (soutien à court et à moyen terme). Les crédits effectivement disponibles à cet effet se montent à 25 mrds ECU (63 mrds DM).