

Teil II

Währungsreserven im Eurosystem

Teil II Währungsreserven im Eurosystem

Integrale Bestandteile des Eurosystems sind die EZB und die NZBen: Die EZB ist das „Herzstück“ der EWU, welches sicherstellt, dass sämtliche Aufgaben im Eurosystem entweder von ihr oder durch die NZBen erfüllt werden.¹ Die EZB verfolgt hierbei den Grundsatz der Dezentralisierung.² Hinsichtlich der Währungsreserven hat dies zur Folge, dass in der EWU sowohl die gemeinsame Zentralbank als auch die NZBen eigene Währungsreserven halten und verwalten. Daher sind bei einer Analyse der Reservepolitik in der EWU in einem ersten Schritt die maßgeblichen rechtlichen und institutionellen Grundpfeiler des Eurosystems zu betrachten (Kapitel 1). In einem zweiten Schritt werden sodann die mit der Euro-Einführung einhergehenden reservepolitischen Implikationen in die Betrachtung einbezogen (Kapitel 2). Die beiden folgenden Kapitel 3 und 4 untersuchen die Reservepolitiken der EZB und der NZBen seit dem Beginn der EWU. Ziel ist es, die wichtigsten Determinanten herauszuarbeiten, welche diese bestimmen. Hierbei wird auch geprüft, ob die Veränderungen des Umfangs der Währungsreserven Rückschlüsse auf ein abgestimmtes Vorgehen der Zentralbanken im Eurosystem zulassen oder nicht. Das Kapitel 5 fasst die Ergebnisse zusammen.

1. Rahmenbedingungen für die Währungspolitik und die Verwendung der Währungsreserven

Die wesentlichen Grundlagen für die Währungspolitik im Allgemeinen sowie für die Haltung und Verwaltung der Währungsreserven im Besonderen legen der EGV und die „Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank“ (im Folgenden kurz: Satzung) fest.³ Weitere rechtlich bindende Vorschriften werden durch zahlreiche Rechtsdokumente des Ministerrats,⁴ der EZB und durch die nationalen Notenbankgesetze bestimmt. Diese haben in ihrem Zusammenwirken eine äußerst komplexe juristische Struktur.

¹ Die Währungshoheit wurde mit dem Maastricht-Vertrag dem ESZB und nicht der EZB übertragen, so z. B. die Festlegung und Ausführung der Geldpolitik. Die EZB fungiert daher nur als Ausführungs- und Kontrollorgan für die Durchführung der geldpolitischen Beschlüsse des ESZB. Die oberste Währungsbehörde ist somit keine „klassische“ Zentralbank. Die Kompetenzen einiger NZBen vor der EWU wie z. B. jene der Deutschen Bundesbank gingen somit weit über diejenigen der EZB hinaus; so z. B. Seidel, M.: Konstitutionelle Schwächen der Währungsunion, in: *Europarecht*, 35. Jg., Nr. 6, 2000, S. 865 f.

² Zur Effizienz dieser Arbeitsteilung zwischen der EZB und den NZBen siehe Remsperger, H.: *The Role of the Deutsche Bundesbank in the European System of Central Banks*, in: *Journal of Asian Economics*, 13. Jg., Nr. 2, 2002, S. 147 ff.

³ Vgl. Europäische Union: *Konsolidierte Fassungen ...*, a. a. O., S. 1 ff, und Dies.: *Protokoll über die Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank*, ABl. C 310 vom 16.12.2004, S. 225 ff. Die Satzung wurde dem EGV als Protokoll Nr. 18 beigelegt und ist nach Artikel 311 EGV Bestandteil dieses Vertrags.

⁴ Wirtschafts- und währungspolitische Fragen der Gemeinschaft werden überwiegend im Rat in der Zusammensetzung der Wirtschafts- und Finanzminister, dem so genannten ECOFIN-Rat, behandelt; vgl. EZB: *Die Beziehungen der EZB zu den Organen und Einrichtungen der Europäischen Union*, in: *Monatsbericht*, Oktober 2000, S. 57 ff. Im weiteren Verlauf der Arbeit werden die Begriffe ECOFIN bzw. Rat synonym verwendet.

So kann die EZB beispielsweise nur Rechtsakte ohne Gesetzescharakter erlassen.⁵ Dennoch kann sie zur Wahrnehmung ihrer Aufgaben auch Rechtsakte verabschieden, welche sowohl interne Abläufe regeln (Leitlinien, Weisungen, Entscheidungen) als auch an Dritte außerhalb des Eurosystems (Verordnungen, Entscheidungen, Empfehlungen, Stellungnahmen) gerichtet sind.⁶ Allerdings fehlt im Gemeinschaftsrecht eine klar strukturierte Normenhierarchie, die beispielsweise zwischen Grundsatz- und Durchführungsregelungen unterscheidet und hierbei auch klare Trennlinien zwischen den beteiligten Organen zieht. So werden die Kompetenzen der EZB und der NZBen teilweise unmittelbar primärrechtlich, teilweise aber auch erst durch einen konkretisierenden Beschluss des EZB-Rats gemäß Artikel 12 Absatz 1 der Satzung definiert.⁷

Im Unterschied zum Rechtsgefüge der EU liegt die Besonderheit des ESZB darin, „... das neben gemeinschaftlichen und staatlichen Stellen eine zusätzliche dritte Bezugsgröße, das System, ins Leben gerufen wurde, in dessen aufgabenbezogenem Verbund die Kompetenzen beider Ebenen einzigartig verfangen sind.“⁸ Zudem sind im EGV und in der Satzung die Aufgaben und Befugnisse der EZB und der NZBen nur in Teilbereichen, so z. B. in der Wechselkurspolitik, ausdrücklich festgelegt. Sie werden daher durch weitere juristische

⁵ Gesetzgebungen wie z. B. europäische Gesetze oder Rahmengesetze können nur vom Europäischen Parlament und vom Rat der Europäischen Union gemeinsam erlassen werden. Daher haben z. B. die Verordnungen der EZB, welche diese nach Artikel 34 der Satzung erlassen kann, im Gegensatz zu den Verordnungen anderer Gesetzgebungsorgane in der Gemeinschaft vorwiegend „technische“ Sachverhalte zum Inhalt; vgl. hierzu Kroppenstedt, C.; Zilioli, C.: Kommentar zu Artikel 110 EGV, in: von der Groeben, H.; Schwarze, J. (Hrsg.): Kommentar zum Vertrag über die Europäische Union und Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft, 6. Aufl., Bd. 3, Baden-Baden 2003, S. 199 (Rn. 2). Zur Rechtsstellung der EZB und ihrer normativen Befugnisse siehe EZB: Die Rechtsinstrumente der EZB, in: Monatsbericht, November 1999, S. 61 ff. Hingegen hat die EZB für eine Notenbank vergleichsweise umfangreiche Befugnisse zur Rechtssetzung: Sie kann beispielsweise im Bereich der Geldpolitik Rechtsakte ohne die Mitwirkung von Gemeinschaftsorganen erlassen; siehe hierzu Selmayr, M.: Rechtliche Grenzen der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank - Eine Fallstudie, in: Köhler, C.; Rohde, A. (Hrsg.): Geldpolitik ohne Grenzen, Veröffentlichungen des Instituts für empirische Wirtschaftsforschung, Nr. 39, Berlin 2003, S. 176.

⁶ Zur Bedeutung der oben genannten Rechtsinstrumente, welche die EZB gemäß Artikel 110 EGV und den Artikeln 12 Absatz 1, 14 Absatz 3 und 34 Absatz 1 und 2 der Satzung erlassen kann, siehe Zilioli, C.: Kommentar zu Artikel 12 der ESZB-Satzung, in: von der Groeben, H.; Schwarze, J. (Hrsg.): Kommentar ..., Bd. 3, a. a. O., S. 422 ff (Rn. 6-14).

⁷ So Gaitanides, C.: Das Recht ..., a. a. O., S. 201; siehe auch Smits, R.: Kommentar zu Artikel 105 EGV, in: von der Groeben, H.; Schwarze, J. (Hrsg.): Kommentar ..., Bd. 3, a. a. O., S. 133 (Rn. 65). Zudem ist das Gemeinschaftsrecht „übernationales“ Recht. Dies wird bereits durch die Mehrsprachigkeit der Vertragstexte dokumentiert. Daher haben im Einzelfall Vorschriften der Satzung eine andere Bedeutung als die im Wesentlichen gleichlautenden Bestimmungen, welche in den nationalen Notenbankgesetzen verankert wurden. Dies eröffnet naturgemäß Interpretationsspielräume; so Selmayr, M.: Rechtliche Grenzen ..., a. a. O., S. 179.

⁸ Seiler, C.: Das Europäische System der Zentralbanken (ESZB) als Verantwortungsverbund - Systemgebundene Aufgabenerfüllung durch eigenständige Kompetenzträger, in: Europarecht, 39. Jg., Nr. 1, 2004, S. 61. Im Gegensatz zur EG bzw. EU sind die Aufgaben und Zuständigkeiten im Eurosystem verschiedenartig geregelt. So könnte von einer zweistufigen Aufgabenzuweisung (EZB und NZBen) bei einer dreistufigen Kompetenzzuordnung (EZB, NZBen und nicht vergemeinschaftete Aufgaben der Teilnehmerländer) gesprochen werden.

Instrumente des EZB-Rats konkretisiert.⁹ Als Folge können Kompetenzkonflikte zwischen der Gemeinschaft und ihren Organen einerseits und der EZB andererseits entstehen (so genannte „horizontale Kompetenzkonflikte“).¹⁰ Diese grundsätzliche Problematik wird ferner noch durch den Umstand erschwert, dass die Anzahl der Staaten, welche den Euro nicht eingeführt haben, seit dem Jahr 2004 diejenige der Mitglieder des Eurosystems übersteigt.¹¹ Das „Europa der unterschiedlichen Geschwindigkeiten“ wird in kaum einem anderen Bereich der Gemeinschaft sichtbarer als in der EWU. Vor diesem Hintergrund ist daher auch zu prüfen, ob die rechtliche Verankerung der Mitgliedstaaten derart ausgestaltet ist, dass sie unter den derzeitigen Rahmenbedingungen irreversibel ist. Denn wie im Teil I, Kapitel 3.2.1, dargelegt wurde, haben die vertraglichen und institutionellen Rahmenbedingungen – jenseits ökonomischer und / oder politischer Aspekte – einen zentralen Einfluss auf die Reservepolitiken der NZBen.

1.1 Vertragliche Grundlagen für die Reservepolitik

Mit dem Übergang zur dritten Stufe der EWU im Jahr 1999 wurden gemäß Artikel 4 Absatz 2 EGV die geld- und währungspolitischen Kompetenzen der teilnehmenden Mitgliedstaaten einschließlich der Wechselkurspolitik auf die Gemeinschaftsebene übertragen.¹² Dieser Schritt erforderte bis zum Start des Eurosystems zunächst in allen Teilnehmerländern eine umfangreiche Anpassung und weitgehende Harmonisierung der innerstaatlichen Rechtsvorschriften an die Vorgaben des Gemeinschaftsrechts. Hiervon betroffen waren vor allem die nationalen Notenbankgesetze¹³ sowie jeweils weitere landesspezifische Währungsgesetz-

⁹ Vgl. Weber, M.: Die Kompetenzverteilung im Europäischen System der Zentralbanken bei der Festlegung und Durchführung der Geldpolitik, München 1995, S. 99.

¹⁰ Diese werden vor allem auch in den Außenbeziehungen der EWU zum IWF sichtbar. Denn derzeit sind die Gemeinschaft, die EZB und die Mitgliedstaaten in Abstimmungsprozesse mit dem IWF eingebunden.

¹¹ Infolgedessen wurden z. B. im Jahr 2003 die Abstimmungsregeln im EZB-Rat gemäß Artikel 10 Absatz 2 der Satzung angepasst. So wurde ein sehr komplexes Rotationsprinzip für dessen Beschlussverfahren eingeführt; siehe hierzu Rat: Beschluss des Rates in der Zusammensetzung der Staats- und Regierungschefs vom 21. März 2003 über eine Änderung des Artikels 10.2 der Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank, ABl. L 83 vom 1.4.2003, S. 66 ff; vgl. auch EZB: Änderung der Abstimmungsregeln im EZB-Rat, in: Monatsbericht, Mai 2003, S. 79 ff.

¹² Vgl. dazu Weiß, W.: Kompetenzverteilung in der Währungspolitik und Außenvertretung des Euro, in: Europarecht, 37. Jg., Nr. 2, 2002, S. 167.

¹³ Die Artikel 109 EGV und 14 Absatz 1 der Satzung verpflichten die Mitgliedstaaten zur so genannten „**rechtlichen Konvergenz**“. Diese umfasst drei Bereiche: Die Unabhängigkeit der NZBen, deren Integration in das ESZB sowie die Angleichung sonstiger Rechtsnormen; siehe hierzu Deutsche Bundesbank: Zur rechtlichen Konvergenz in den Mitgliedstaaten der Europäischen Gemeinschaft, in: Informationsbrief zur Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion, Nr. 10, Frankfurt a. M. 1998, S. 3 ff. Zu den unterschiedlichen Regelungsbereichen siehe ausführlich EZB: Konvergenzbericht 2002, Frankfurt a. M. 2003, S. 40 ff. Durch das „Sechste Gesetz zur Änderung des Gesetzes über die Deutsche Bundesbank“ musste auch das deutsche Notenbankrecht angepasst werden; siehe hierzu Deutsche Bundesbank: Änderung des Gesetzes über die Deutsche Bundesbank für die Stufe 3 der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion, in: Monatsbericht, 50. Jg., Nr. 1, 1998, S. 25 ff. Durch diese Gesetzesänderung wurde z. B. in den § 3 BBankG

gebungen.¹⁴ Denn jeder Mitgliedstaat hat nach den Artikeln 109 und 121 Absatz 1 EGV sowie Artikel 14 Absatz 1 der Satzung sicherzustellen, dass sein nationales Recht mit dem EGV und der Satzung kompatibel ist. Diese Vereinbarkeit von Rechtsvorschriften gewährleistet, dass die NZBen ihre Aufgaben als Mitglieder des ESZB und in Einklang mit den Entscheidungen der EZB ausführen können. Die nationalen Gesetze und Vorschriften, welche nicht mit dem Gemeinschaftsrecht kompatibel waren, mussten daher spätestens bis zum Beitritt angepasst bzw. aufgehoben werden.¹⁵ Dies galt auch für jene Aufgaben, welche die NZBen weiterhin in eigener Verantwortung erfüllen und die nicht im Zusammenhang mit ihren Eurosystem-spezifischen Tätigkeiten stehen.¹⁶

Für die in dieser Arbeit relevanten Fragestellungen waren mit dem Beginn der EWU in den Mitgliedstaaten drei formelle Anpassungen des nationalen Rechts von besonderer Bedeutung:

- Erstens mussten in jenen Ländern, in denen die offiziellen Währungsreserven nicht oder nicht vollständig durch die Zentralbank gehalten oder kontrolliert wurden, diese zunächst an die nationale Währungsbehörde übertragen werden.¹⁷ Zudem war festzulegen, dass die NZBen nicht durch rechtliche Bestimmungen daran gehindert werden dürfen, einen Teil ihrer Währungsreserven an die EZB zu übertragen. Ebenso war sicherzustellen, dass die Mitgliedstaaten hinsichtlich der Haltung und Verwaltung der offiziellen Währungsreserven keinen Einfluss auf ihre NZBen nehmen.¹⁸ So bestimmt Artikel 105 Absatz 2 dritter Spiegelstrich EGV und Artikel 3 der Satzung, dass das ESZB die offiziellen Währungsreserven hält und verwaltet. Bei der Wahrnehmung sämtlicher Aufgaben des ESZB regeln Artikel 108 EGV und der wortgleiche Artikel 7 der Satzung die so genannte „institutionelle Unabhängigkeit“ des ESZB. Die Regierungen der Mitgliedstaaten und die

das Halten und das Verwalten der Währungsreserven aufgenommen. Aus diesem Grund wurde ebenfalls im Grundgesetz der § 88 (Bundesbank) neu gefasst werden.

¹⁴ So z. B. in den Bereichen Banknoten und Münzwesen; vgl. EWI: Konvergenzbericht nach Artikel 109j des Vertrags zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft vorgeschriebener Bericht, Frankfurt a. M. 1998, S. 17.

¹⁵ Vor der EWU hatte die Deutsche Bundesregierung z. B. das Recht, die Beschlussfassung im Zentralbankrat temporär auszusetzen; vgl. dazu Selmayr, M.: Das Recht der Wirtschafts- und Währungsunion, Vorlesungsskript für den Masterstudiengang „Europäische Integration“ am Europa-Institut der Universität des Saarlands, Wintersemester 2005 / 2006, http://www.cep.uni-pasau.de/fileadmin/user_upload/3_cep/Forschungsschwerpunkte/FSP_2/WWUSkript_saarbruecken2006.pdf (Stand: 7.7.2006, S. 10).

¹⁶ Zu nennen wäre z. B. die Beteiligung an Unternehmen oder an der staatlichen Münzemission; siehe hierzu Rösl, G.: Seigniorage ..., a. a. O., S. 112 f, der diesbezüglich Eurosystem-unabhängige Aufgaben von jenen, welche in der Satzung aufgeführt sind (Eurosystem-abhängige), unterscheidet; vgl. dazu auch EZB: Der institutionelle Rahmen ..., a. a. O., S. 67.

¹⁷ Die Währungsreserven waren in einigen Mitgliedstaaten in der Verfügungsgewalt staatlicher Stellen oder Einrichtungen, so z. B. in Italien; vgl. EWI: Konvergenzbericht ..., a. a. O., S. 346. Allerdings erforderte die rechtliche Anpassung keine Übertragung von Eigentumsrechten an die NZBen; siehe hierzu Smits, R.: Kommentar zu Artikel 105 EGV, a. a. O., 127 (Rn. 39), und Selmayr, M.: Das Recht der Wirtschafts- und Währungsunion, Bd. 1, Die Vergemeinschaftung der Währung, Schriftenreihe Europäisches Recht, Bd. 276, hrsg. von J. Schwarze, Baden-Baden 2002, S. 313.

¹⁸ Vgl. EWI: Konvergenzbericht ..., a. a. O., S. 315

Organe der Gemeinschaft sind mithin verpflichtet, die EZB und die NZBen bei der Erfüllung ihrer Aufgaben im ESZB nicht zu beeinflussen.¹⁹ Denn im Eurosystem haben ausschließlich die Währungsbehörden die uneingeschränkte Verfügungsmacht über die Währungsreserven.

- Zweitens hatte in den meisten Mitgliedstaaten – so z. B. auch in Deutschland – die Regierung des Landes die gesetzliche Befugnis für den Abschluss eines Wechselkursystems. Daher war in den nationalen Gesetzen zu verankern, dass im ESZB gemäß Artikel 111 EGV der Rat in enger Abstimmung mit der EZB die Verantwortung für die Wechselkurspolitik trägt.²⁰
- Drittens mussten im nationalen Bilanzrecht der Teilnehmerstaaten die unterschiedlichen Rechnungslegungsvorschriften der NZBen entsprechend den Vorgaben und Standards des ESZB angepasst werden.²¹

Außerdem unterliegen seit dem Beginn der EWU sämtliche Geschäfte der NZBen mit den Währungsreserven allen anderen Rechtsvorschriften für das Eurosystem.²² Hierbei sind für die reservepolitischen Transaktionen drei Grundprinzipien maßgeblich:

- Erstens müssen diese Geschäfte in Einklang mit den Zielen des Eurosystems – vor allem mit dem Primat der Preisstabilität – stehen.
- Zweitens ist das Verbot der monetären Finanzierung nach Artikel 101 EGV und die zugehörige Ratsverordnung aus dem Jahr 1993 strikt zu beachten.²³ Denn die Währungsreserven müssen – wie oben dargelegt – in der Verfügungsgewalt der NZBen verbleiben und stehen den Mitgliedstaaten daher nicht mehr für eine direkte Finanzierung ihrer öffentlichen Haushalte zur Verfügung.²⁴ Insbesondere der Kauf von Schuldtiteln, die von den Mitgliedstaaten ihres eigenen Landes emittiert werden, ist den NZBen strengstens untersagt. Bei ihren reservepolitischen Transaktionen dürfen sie daher den oben dargestellten Rechtsrahmen nicht umgehen, indem sie beispielsweise bei einem Aktivtausch von Fremdwährungsreserven in Euro-Wertpapiere neu aufgelegte Schuldtitel eines landes-

¹⁹ Vgl. Deutsche Bundesbank: Zur rechtlichen ..., a. a. O., S. 6; siehe auch Smits, R.: Kommentar zu Artikel 105 EGV, a. a. O., S. 127 (Rn. 40).

²⁰ Vgl. EWI: Konvergenzbericht ..., a. a. O., S. 315.

²¹ Vgl. hierzu in diesem Teil, Kapitel 2.1.2.

²² Siehe weiterführend dazu in diesem Teil, Kapitel 4.1.

²³ Vgl. Verordnung (EG) Nr. 3603 / 93 des Rates vom 13.12.1993 zur Festlegung der Begriffsbestimmungen für die Anwendung der in Artikel 104 und Artikel 104b des Absatzes 1 des Vertrages vorgesehenen Verbote, ABl. L 332 vom 31.12.1993, S. 1 ff. Nach Kenntnis des Verfassers wurde diese Verordnung bislang weder ergänzt noch aktualisiert. Den NZBen wurden jedoch großzügige Übergangsfristen eingeräumt, um die Rechtsvorschriften auch nach der Euro-Einführung zu erfüllen. So wies beispielgebend die französische NZB im Jahr 2002 darauf hin, dass alle von ihr gewährten staatlichen Kreditfazilitäten bis zum 1.1.2004 aufzulösen sind; vgl. Banque de France: Annual Report 2001, Paris 2002, S. 204.

²⁴ Siehe dazu Gnan, E.: Kommentar zu Artikel 101 EGV, in: von der Groeben, H.; Schwarze, J. (Hrsg.): Kommentar ..., Bd. 3, a. a. O., S. 58 (Rn. 10).

eigenen öffentlichen Emittenten direkt erwerben.²⁵ Demgegenüber ist z. B. der Kauf von Erstemissionen, die von nicht an der Währungsunion teilnehmenden Mitgliedsländern begeben werden, erlaubt, wenn diese Käufe zum Zweck der Verwaltung der Währungsreserven vorgenommen werden.²⁶ Am Sekundärmarkt hingegen dürfen die NZBen Wertpapiere oder Forderungen grundsätzlich ohne Einschränkungen erwerben.²⁷ Diese Geschäfte unterliegen jedoch betragsmäßig bestimmten Überwachungsschwellenwerten.²⁸

- Drittens muss gemäß Artikel 108 EGV die Unabhängigkeit der Währungsbehörden des Eurosystems von Weisungen der Regierungen der Mitgliedstaaten und von Einrichtungen bzw. Organen der Gemeinschaft gewährleistet sein.²⁹ Somit kollidiert jede Einflussnahme staatlicher Stellen, welche darauf abzielt, die NZBen bei ihrer Reservepolitik zu beeinflussen, mit dem Gemeinschaftsrecht.³⁰ Aus diesem Grund statuieren der EGV und die Satzung zugunsten der EZB eine Anhörungspflicht zu allen Entwürfen für Rechtsvorschriften der Mitgliedstaaten, welche im Zuständigkeitsbereich der obersten Währungsbehörde liegen.³¹
- Die Praxis zeigt allerdings viertens, dass in einigen Mitgliedstaaten die alten Strukturen in Bezug auf die Unabhängigkeit der NZBen noch einen Einfluss haben.³² So sah z. B. ein Referentenentwurf zur siebten Novellierung des BBankG im Jahr 2001 unter anderem vor, das Leitungsgremium der NZB durch einen Beschluss des Bundestages zu entlasten. Da diese Regelung mit der im Gemeinschaftsrecht verankerten Unabhängigkeit der Deutschen Bundesbank nicht vereinbar war und die EZB deswegen Bedenken äußerte, wurde im Regierungsentwurf an dieser geplanten Auflage nicht mehr festgehalten.³³

²⁵ Siehe hierzu Artikel 2 Absatz 2 Spiegelstrich 1 der Verordnung (EG) Nr. 3603 / 93 ..., a. a. O., S. 3. Diese Einschränkung ist unabhängig von der Emissionswährung; vgl. dazu Seidel, M.: Währungspolitik als Sozialpolitik, in: Rodrigues Iglesias, G. C. u. a. (Hrsg.): Festschrift zum 70. Geburtstag von M. Zuleeg, Baden-Baden 2005, S. 19. Aus diesem Grund musste die Deutsche Bundesbank z. B. im Jahr 2006 eine am Primärmarkt erworbene US-Dollar-Anleihe der Europäischen Investitionsbank (EIB) auf Anweisung des EZB-Rats wieder veräußern; vgl. EZB: Jahresbericht 2006, Frankfurt a. M. 2007, S. 130.

²⁶ Die Satzung ermächtigt die NZBen im Artikel 18 Absatz 1 Spiegelstrich 1 sowie Artikel 23 Spiegelstrich 2 zur Durchführung von Käufen und Verkäufen von Forderungen und börsengängigen Wertpapieren, welche auf Gemeinschafts- oder Drittwährungen lauten.

²⁷ Siehe hierzu in diesem Teil, Kapitel 4.2.2.1.

²⁸ So die Deutsche Bundesbank in einem Schreiben vom 23.10.2006 an den Verfasser.

²⁹ Von diesem Grundsatz werden lediglich die Weisungen der EZB an die NZBen ausgenommen. Andernfalls könnte das ESZB seine Aufgaben nicht erfüllen; vgl. dazu Seidel, M.: Währungspolitik ..., a. a. O., S. 13 ff.

³⁰ Dementsprechend regeln auch die nationalen Notenbankgesetze – so z. B. § 12 BBankG – die Unabhängigkeit der NZBen von Weisungen ihrer Regierungen; vgl. beispielgebend hierzu die Stellungnahme der Deutschen Bundesbank: Verwendung von Währungsreserven, Pressenotiz, Frankfurt a. M., 29.8.2002, www.bundesbank.de/download/presse/presenotizen/2003/20030124bbk1.pdf (Stand: 16.5.2006).

³¹ So gemäß Artikel 105 Absatz 4 EGV und Artikel 4 Buchstabe a der Satzung.

³² Siehe Hafke, H. C.: Einige rechtliche Fragen zur Praxis der Autonomie im System der Europäischen Zentralbanken (ESZB), in: Ekkenga, J. u. a. (Hrsg.): Bankenrecht und Kapitalmarktrecht in der Entwicklung, Festschrift für S. Kumpel zum 70. Geburtstag, Berlin 2003, S. 190.

³³ Vgl. Deutsche Bundesbank: Siebentes Gesetz ..., a. a. O., S. 13.

Seit dem Beginn der EWU haben die Mitgliedstaaten bzw. die NZBen aber nicht nur diese Grundprinzipien verbindlich einzuhalten: So hat die EZB zum einen Leitlinien für die Reservedispositionen der NZBen erlassen, welche diese zu beachten haben,³⁴ zum anderen prüft die EZB aber auch, z. B. bei einem Verkauf von Währungsreserven und einer geplanten alternativen Verwendung der Mittel, ob die gemeinschaftsrechtlichen Anforderungen im Sinne der Ziele und Aufgaben des ESZB eingehalten werden. Im Zusammenhang mit einer Stellungnahme hat die EZB darüber hinaus ausführlich dargelegt, dass:³⁵

- die Aktiva in der Bilanz der NZB verbleiben und weiterhin von dieser verwaltet werden müssen,
- die Währungsreserven der NZB in vollem Umfang zur Verfügung stehen müssen,
- keine Mittel aus der Veranlagung oder dem Verkauf von Währungsreserven direkt oder indirekt an Körperschaften oder Einrichtungen des öffentlichen Sektors fließen dürfen.

Wenn die NZBen die oben genannten Vorgaben einhalten, haben sie bei ihrer nationalen Reservepolitik weiterhin einen vergleichsweise großen Dispositionsspielraum.³⁶ Würden diese hingegen verletzt, so kann die EZB ein Veto einlegen und somit direkten Einfluss auf die Reservepolitik der NZB nehmen. Ein besonders anschauliches Beispiel ihrer diesbezüglichen Verfügungsmacht bietet der „Fall Finnland“ aus dem Jahr 2003.³⁷

Allerdings gibt es für einige Mitgliedstaaten vertragliche Ausnahmen von dieser ausschließlichen Zuständigkeit der Gemeinschaft in der Währungspolitik sowie für diejenigen Länder, die dem Eurosystem noch nicht beigetreten sind. So haben sich z. B. Frankreich und die Niederlande, aber auch einige Nicht-Teilnehmerländer wie z. B. Dänemark oder das Vereinigte Königreich, für ihre Hoheitsgebiete bestimmte Rechte festschreiben lassen.³⁸ Für

³⁴ So legt z. B. eine Leitlinie der EZB Tageslimite für die Höhe der Transaktionen fest; siehe ausführlich hierzu in diesem Teil, Kapitel 4.1.

³⁵ Vgl. EZB: Stellungnahme der Europäischen Zentralbank vom 2. Dezember 2003 auf Ersuchen des Bundesministeriums der Finanzen der Republik Österreich zu dem Entwurf eines Bundesgesetzes über die Nationalstiftung für Forschung, Technologie und Entwicklung, www.ecb.int/ecb/legal/pdf/de_con_2003_27_f_sign.pdf (Stand: 4.2.2006, S. 2 ff). Die Pläne der österreichischen Regierung, zur Dotierung und Finanzierung einer landeseigenen Stiftung Mittel der österreichischen NZB zu verwenden, wurden von der EZB sehr kritisch bewertet und daher auch mit zahlreichen Auflagen versehen. Aus dem Text der Stellungnahme ist zudem ersichtlich, dass es sich um einen „Grenzfall“ handelt; siehe dazu Welter, P.: Der Bildungsfonds ..., a. a. O.

³⁶ Weitere Restriktionen können sich allerdings durch internationale Vereinbarungen wie z. B. durch das WGA ergeben; zu dessen reservepolitischen Implikationen siehe in diesem Teil, Kapitel 4.2.1.1.

³⁷ Die finnische Regierung plante, sowohl das Grundkapital als auch die Währungsreserven der Bank of Finland erheblich zu verringern. Die EZB wertete diesen Schritt als einen vertragswidrigen Eingriff, so dass die Regierung des Landes von ihrem Vorhaben Abstand nahm; zu den vertraglichen Grundlagen der nationalen Reservepolitiken siehe weiterführend in diesem Teil, Kapitel 4.1.

³⁸ Vgl. Endler, J.: Europäische Zentralbank und Preisstabilität - Eine juristische und ökonomische Untersuchung der institutionellen Vorkehrungen des Vertrages von Maastricht zur Gewährung der Preisstabilität, Schriften zum öffentlichen, europäischen und internationalen Recht, Bd. 6, hrsg. von E. Riedel, Stuttgart u. a. 1997, S. 463.

Nicht-Mitglieder des Eurosystems legen darüber hinaus Artikel 122 EGV und Kapitel IX der Satzung eine Reihe von Ausnahmeregelungen fest. Die reservepolitisch relevanten Vorschriften werden daher für diese Staaten erst dann wirksam, wenn sie den Euro eingeführt haben. Folglich haben diese Länder die diesbezüglichen Artikel des EGV und der Satzung zur Währungspolitik nicht anzuwenden.³⁹

Im Gegensatz zur Währungspolitik sind die Mitgliedstaaten jedoch in ihrer Wirtschaftspolitik einschließlich ihrer Finanz- und Haushaltspolitik weiterhin selbständig, haben diese aber als „Angelegenheit von gemeinsamem Interesse“ zu behandeln.⁴⁰ Dieser Grundsatz ist gemäß Artikel 124 EGV auch Leitgedanke für die Wechselkurspolitik der nicht am Eurosystem teilnehmenden Länder.⁴¹

1.2 Aufbau und Aufgabenverteilung im Europäischen System der Zentralbanken

Die EWU basiert auf einer zweistufigen Währungsverfassung. Mit diesem Aufbau „... soll die föderale Struktur der Europäischen Union nachgezeichnet und die Eigenständigkeit der nationalen Zentralbanken erhalten bleiben.“⁴² In deren Zentrum steht das ESZB. Dieses wurde am 1. Juni 1998 errichtet und nahm zum 1. Januar 1999 seine vollständige operative Tätigkeit auf. Auf der oberen Ebene hat der EZB-Rat, welcher aus dem Direktorium der EZB und den Präsidenten der NZBen besteht, die Beschlusshoheit für die Aufgaben des ESZB. Auf der unteren Ebene verantworten die NZBen – jede für sich in ihrem nationalen Hoheitsgebiet – deren Umsetzung.⁴³ Die EZB und die NZBen sind demzufolge die „Hauptträger“ des Systems.

Die Errichtung des ESZB (einschließlich der EZB) wurde im Artikel 107 Absatz 1 EGV und im Artikel 1 der Satzung niedergelegt. Es ist aber weder ein Organ der Gemeinschaft noch ist es eine rechtlich selbständige supranationale Organisation. Denn das ESZB hat im Gegensatz zur EZB und den NZBen keine eigene Rechtspersönlichkeit und demzufolge auch keine eigenen Beschlussorgane (Artikel 107 Absatz 2 EGV), d. h. es ist weder rechts- noch

³⁹ Darüber hinaus vereinbarte das Vereinigte Königreich in einem Zusatzprotokoll, dass die Bank of England nicht unabhängig werden muss; vgl. Wölker, U.: Kommentar zu Artikel 122 EGV und Protokolle Nr. 25 und 26, in: von der Groeben, H.; Schwarze, J. (Hrsg.): Kommentar ..., Bd. 3, a. a. O., S. 356 (Rn. 17 f).

⁴⁰ So bestimmte bereits Artikel 107 des ursprünglichen Vertrags zur Gründung der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft (EWGV), dass die Wechselkurspolitik als eine „Angelegenheit von gemeinsamem Interesse“ zu behandeln ist; siehe hierzu Selmayr, M.: Das Recht der Wirtschafts- und Währungsunion, Bd. 1, ..., a. a. O., S. 125.

⁴¹ Vgl. Kroppenstedt, C.: Kommentar zu Artikel 30 der ESZB-Satzung, in: von der Groeben, H.; Schwarze, J. (Hrsg.): Kommentar ..., Bd. 3, a. a. O., S. 511 (Rn. 1).

⁴² Gaitanides, C.: Das Recht ..., a. a. O., S. 89.

⁴³ Vgl. Seidel, M.: Konstitutionelle Schwächen ..., a. a. O., S. 865.

geschäftsfähig.⁴⁴ „Es ist vielmehr ein zwischenstaatliches Gebilde, das sich aus zwei konstituierenden Elementen, der EZB und den NZBen, zusammensetzt.“⁴⁵ Somit ist das System nur über seine Mitglieder handlungsfähig. Diese sind die EZB als eine Art selbständige Sonderorganisation des Gemeinschaftsrechts⁴⁶ sowie die NZBen, welche aufgrund des jeweiligen nationalen Rechts eine eigenständige Rechtspersönlichkeit haben. Das ESZB wird gemäß Artikel 107 Absatz 3 EGV in Verbindung mit Artikel 8 der Satzung von drei eigenen Beschlussorganen geleitet: Für die Mitglieder des Eurosystems ist dies erstens der EZB-Rat⁴⁷ („Governing Council“), der sich aus den Mitgliedern des Direktoriums und den Präsidenten der NZBen zusammensetzt, sowie zweitens das EZB-Direktorium. Der EZB-Rat ist für sämtliche geld- und währungspolitischen Entscheidungen zuständig.⁴⁸ Als drittes Organ besteht der erweiterte EZB-Rat für diejenigen Mitgliedstaaten, welche den Euro noch nicht eingeführt haben.⁴⁹ Dieses Gremium hat im Wesentlichen eine beratende Funktion. Die komplexe Organisationsstruktur des ESZB verdeutlicht das *Schaubild 1* auf der nächsten Seite.

Ogleich am ESZB auch die NZBen beteiligt sind, ist es keinesfalls ein föderales System. Denn die Leitung obliegt ausschließlich den oben genannten Beschlussorganen der obersten Währungsbehörde. Die NZBen haben daher nach Artikel 14 Absatz 3 der Satzung nach den Leitlinien und Weisungen der EZB zu handeln. Alle EU-Staaten sind mit dem Beitritt zur Gemeinschaft „automatisch“ Mitglieder des ESZB. Allerdings nehmen die Staaten bzw. die NZBen, die den Euro noch nicht eingeführt haben, gemäß Artikel 122 EGV einen besonderen Status ein und haben im ESZB nur eingeschränkte Rechte und Pflichten. So sind diese z. B. von der Verpflichtung zur Übertragung anteiliger Währungsreserven an die EZB ausge-

⁴⁴ Vgl. EZB: Der institutionelle Rahmen des Europäischen Systems der Zentralbanken, in: Monatsbericht, Juli 1999, S. 59 f.

⁴⁵ Deutsche Bundesbank: Die Europäische ..., a. a. O., S. 46.

⁴⁶ Die EZB ist bislang aus juristischer Sicht kein Organ im Sinne des Artikels 7 EGV, sondern eine Institution „sui generis“; so Caesar, R.; Kösters, W.: Europäische ..., a. a. O., S. 298. Hieraus konnte bereits – mit Einschränkungen – auf die besondere institutionelle Unabhängigkeit der EZB geschlossen werden. Eine andere Meinung vertritt Gaitanides, C.: Das Recht ..., a. a. O., S. 54; so auch Seidel, M.: Im Kompetenzkonflikt - Europäisches System der Zentralbanken (ESZB) versus EZB, in: Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 11. Jg., Nr. 18, 2000, S. 552. Nach dessen Auffassung ist die EZB organisationsrechtlich ein Tochterunternehmen der NZBen und nur aus gemeinschaftsrechtlicher Sicht eine eigenständige und unabhängige Einrichtung. Wenn der **Vertrag von Lissabon** im Jahr 2009 plangemäß in Kraft treten sollte, erhält die EZB jedoch den Rechtsstatus eines EU-Organs. Es bleibt abzuwarten, ob sie zukünftig dann einem stärkeren politischen Einfluss ausgesetzt wird als bisher; siehe hierzu o. V.: Keine Revolution durch den EU-Reformvertrag, in: Neue Zürcher Zeitung, Nr. 244 vom 20. / 21.10.2007, S. 10.

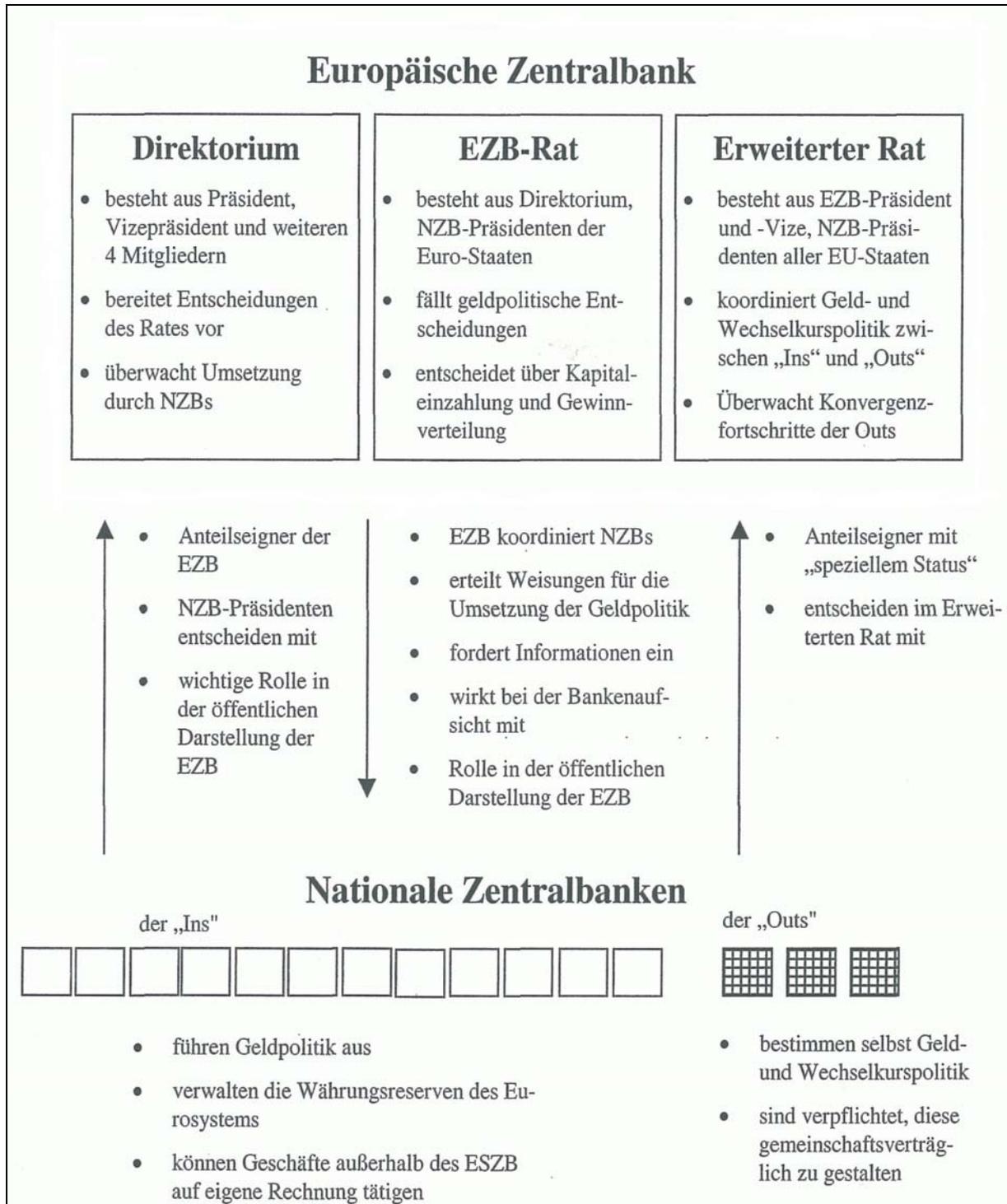
⁴⁷ Der Begriff EZB-Rat ist allerdings missverständlich. Denn dieser setzt sich aus den sechs Mitgliedern des EZB-Direktoriums und den derzeit 13 Präsidenten der NZBen (Stand: 31.12.2007) zusammen (gemäß Artikel 10 Absatz 1 der Satzung). Der Name müsste daher „Rat des Europäischen Zentralbanksystems“ lauten; so Seiter, C.: Vergleich ..., a. a. O., S. 121.

⁴⁸ Allerdings schränkt der Artikel 111 EGV (Wechselkurspolitik) diese Kompetenz ein; siehe dazu das folgende Kapitel.

⁴⁹ Vgl. hierzu Seidel, M.: Im Kompetenzkonflikt ..., a. a. O., S. 552, und Deutsche Bundesbank: Wirtschafts- und währungspolitische Zusammenarbeit ..., a. a. O., S. 15 ff.

nommen und auch davon, ihre Kapitalanteile an der obersten Währungsbehörde vollständig einzuzahlen.

Schaubild 1: Organisationsstruktur des Europäischen Systems der Zentralbanken



Quelle: Junius, K. u. a. (Hrsg.): Handbuch ..., a. a. O., S. 46.

Die Aufgaben des ESZB werden im Wesentlichen in den Artikeln 105 bis 111 EGV (Kapitel 2: Währungspolitik) in Verbindung mit den darauf Bezug nehmenden Bestimmungen der

Satzung, welche den EGV teilweise ergänzen und präzisieren, festgelegt. Der Schwerpunkt des Vertragstextes liegt allerdings auf der Geldpolitik; nur ein einziger Artikel behandelt die äußere Währungspolitik. Dies ist bereits Ausdruck der Zielpräferenz der Gemeinschaft: Artikel 4 Absatz 2 EGV schreibt der Zielsetzung des Artikels 2 EGV (Aufgaben der Gemeinschaft) konkretisierend vor, dass die **von der Gemeinschaft festzulegende einheitliche Geld- und Währungspolitik beide vorrangig das Ziel der Preisstabilität verfolgen sollen**. Nur „... unbeschadet dieses Ziels sollen die Geld- und Wechselkurspolitik die Wirtschaftspolitik unter Beachtung des Grundsatzes einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb unterstützen ...“⁵⁰ Artikel 105 Absatz 1 EGV sowie der gleichlautende Artikel 2 der Satzung legen dem ESZB als Träger der Währungspolitik in der Gemeinschaft die Gewährung der Preisstabilität als vorrangiges Ziel auf und stellen klar, dass weitere Zielsetzungen diesem Oberziel unterzuordnen sind. Dies ist ein wesentlicher Unterschied zu den vor der Einführung auf nationaler Ebene gültigen Währungsordnungen.⁵¹ Eine **strikte stabilitätspolitische Ausrichtung des ESZB** ist in Verbindung mit der **statutarisch abgesicherten Unabhängigkeit der EZB das Fundament der EWU**.⁵² Der EGV hat für dieses Ziel jedoch sowohl auf eine Konkretisierung des Begriffs Preisstabilität als auch auf eine inhaltliche Vorgabe, z. B. in Form eines Inflationsziels, verzichtet. Daher hat der EZB-Rat das Primärziel präzisiert und quantifiziert dieses als einen Anstieg der Preissteigerungsrate von mittelfristig unter, aber nahe bei 2 Prozent.⁵³

⁵⁰ Europäische Union: Konsolidierte Fassungen ..., a. a. O., S. 41.

⁵¹ Diese primärrechtliche Vorgabe unterscheidet das ESZB von anderen Notenbanksystemen, die – wie z. B. jenes in den USA – zumeist mehreren Zielen (möglichst hoher Beschäftigungsstand, stabile Preise und moderate langfristige Zinsen) unterworfen sind; vgl. hierzu Gaitanides, C.: Das Recht ..., a. a. O., S. 7. Das Primat der Preisstabilität erforderte in den Teilnehmerländern eine umfangreiche Überarbeitung der Zentralbankgesetze. So wurde z. B. im BBankG der § 3 angepasst, der als Zieldefinition die Sicherung der Währung beinhaltete und damit begrifflich sowohl die innere als auch die äußere Stabilität der D-Mark umfassen konnte; vgl. dazu Deutsche Bundesbank: Die Europäische ..., a. a. O., S. 50.

⁵² Ein Großteil der traditionellen Literatur und empirischen Forschung geht von einer inversen Beziehung zwischen dem Grad der Unabhängigkeit einer Notenbank und der Höhe der Inflationsrate in einem Land aus. Erst in jüngerer Zeit kamen in einer Reihe von Studien Zweifel auf, ob dieser Zusammenhang empirisch messbar und valide ist. Einen Überblick über diese Arbeiten gibt Hahn, F. R.; Mooslechner, P.: Zur Fundierung des Designs des Europäischen Zentralbanksystems, in: WIFO-Monatsberichte, Bd. 72, Nr. 1, 1999, S. 57; siehe auch Europäische Kommission: Economic Policy in EMU - Part A (Rules and Adjustment), Economic Papers, Nr. 124, Brüssel 1997, S. 7 f.

⁵³ Vgl. Weber, A. A.: Unabhängige Geldpolitik in Europa - Die ersten sieben Jahre, Vortrag anlässlich der Festveranstaltung zu Prof. O. Issings 70. Geburtstag an der Universität Würzburg, in: Deutsche Bundesbank, APA, Nr. 19 vom 3.5.2006, S. 3; siehe auch Hämäläinen, S.: How the European Central Bank manages the Euro, in: Economic and Financial Review, 10. Jg., Nr. 1, 2003, S. 8. Zum Messkonzept der Inflationsrate in der EWU vgl. EZB: Indizes zur Messung der Kerninflation im Euro-Währungsgebiet, in: Monatsbericht, Juli 2001, S. 55 ff. Seit dem 3. Quartal 2000 hat die Inflationsrate im Euroraum allerdings regelmäßig die oben genannte Grenze überschritten; zu den Gründen siehe Banque Nationale de Belgique: Annual Report 2005, Brüssel 2006, S. 33 f.

Die zentralen Aufgaben des Systems regelt Artikel 105 Absatz 2 EGV in Verbindung mit den Artikeln 3 und 23 der Satzung. Sie bestehen für das ESZB in Folgendem:⁵⁴

- Die Geldpolitik der Gemeinschaft ist festzulegen und auszuführen.
- Die Devisengeschäfte sind in Einklang mit Artikel 111 EGV (Wechselkurspolitik) durchzuführen. Diese Aufgabe beinhaltet vor allem die Ausführung von Interventionen, die für das vorgenannte Primärziel erforderlich sind oder zu dessen Realisierung beitragen.⁵⁵
- Die offiziellen Währungsreserven der Mitgliedstaaten sind zu halten und zu verwalten: Die Begriffe „halten“ und „verwalten“ können rechtlich so ausgelegt werden, dass den Euro-Zentralbanken uneingeschränkte Verfügungsrechte über die Währungsreserven eingeräumt werden.⁵⁶ Davon sind grundsätzlich gemäß Artikel 105 Absatz 3 EGV jene Währungsreserven ausgenommen, welche „Arbeitsguthaben“⁵⁷ der Regierungen von Mitgliedstaaten sind.
- Das reibungslose Funktionieren der Zahlungssysteme ist zu fördern.

Darüber hinaus bestimmen der EGV und die Satzung weitere Aufgaben sowie Rechte und Pflichten. Hierzu zählen z. B. die Emission von Banknoten, die Genehmigung zur Ausgabe von Münzen, die Erhebung von statistischen Daten oder aber die Beteiligung an Rechtsakten der Gemeinschaft.⁵⁸

Für die in dieser Arbeit relevanten Fragestellungen sind mithin die Bestimmungen des Artikels 105 Absatz 2 zweiter und dritter Spiegelstrich in Verbindung mit den diesbezüglichen Regelungen der Satzung – bezüglich der Reservehaltung sind dies vor allem die Artikel 30 und 31 – von zentraler Bedeutung. Der Wechselkurspolitik des Eurosystems wird in diesem Zusammenhang eine maßgebliche Funktion zugewiesen.⁵⁹

⁵⁴ Gemäß Artikel 43 Absatz 1 der Satzung werden diejenigen Mitgliedstaaten, die dem Eurosystem noch nicht angehören, von den oben genannten Artikeln der Satzung ausdrücklich ausgenommen.

⁵⁵ So Smits, R.: Kommentar zu Artikel 105 EGV, a. a. O., S. 126 (Rn. 35).

⁵⁶ Vgl. Kroppenstedt, C.: Kommentar zu Artikel 31 der ESZB-Satzung, in: von der Groeben, H.; Schwarze, J. (Hrsg.): Kommentar ..., Bd. 3, a. a. O., S. 527 (Rn. 23). Die beiden Begriffe implizieren jedoch, wie schon dargelegt wurde, keine originären Eigentumsrechte der NZBen an den Währungsreserven. So befinden sich z. B. in Italien und in den Niederlanden die IWF-Aktiva weiterhin im Eigentum des Staates, werden aber dennoch von den NZBen gehalten und verwaltet; vgl. ebenda, S. 527 (Rn. 22). Bei den Verhandlungen zum Maastricht-Vertrag waren die Bestrebungen einiger Länder, welche für eine rechtliche Übertragung sämtlicher Währungsreserven plädierten, die sich nicht im Besitz der NZBen befinden, nicht konsensfähig; siehe hierzu Smits, R.: Kommentar zu Artikel 105 EGV, a. a. O., S. 127 (Rn. 39).

⁵⁷ Diese Währungsreserven werden definitiv nicht den offiziellen Währungsreserven zugeordnet, wie im Teil I, Kapitel 1.2, dieser Arbeit bereits dargestellt wurde. Allerdings regelt die EZB in einer Leitlinie weitere Details bei Transaktionen mit diesen Reserven; vgl. EZB: Leitlinie der Europäischen Zentralbank vom 23. Oktober 2003 gemäß Artikel 31.3 der Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank für die von den teilnehmenden Mitgliedstaaten ausgeführten Transaktionen mit ihren Arbeitsguthaben in Fremdwährungen, ABl. L 283 vom 31.10.2003, S. 81 ff; siehe hierzu auch in diesem Teil, Kapitel 4.1.

⁵⁸ Vgl. Dies.: Der institutionelle Rahmen ..., a. a. O., S. 60.

⁵⁹ Vgl. Stark, J.: Die monetäre Säule in der Strategie der EZB, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 291 vom 14.12.2006, S. 12.

1.3 Wechselkurspolitik des Eurosystems

Die Rechtsgrundlage für die Wechselkurspolitik der EWU ergibt sich aus dem Artikel 111 EGV. Dieser bestimmt, dass der Rat – und nicht die EZB – gemäß:

- Absatz 1 „**förmliche Vereinbarungen**“ über ein Wechselkurssystem gegenüber Drittwährungen festlegen kann.
- Absatz 2 „**allgemeine Orientierungen**“ für die Wechselkurspolitik gegenüber Drittwährungen aufstellen kann, wenn kein Wechselkurssystem gemäß Absatz 1 besteht.
- Absatz 3 diesbezügliche Vereinbarungen nach Absatz 1 im Zusammenhang mit Währungsfragen oder Devisenregelungen aushandeln kann.⁶⁰ Der Rat kann allerdings auch die EZB oder die Kommission ermächtigen, diesen im Hinblick auf den Abschluss einer solchen Vereinbarung zu vertreten.⁶¹

Diese Bestimmungen sind für die EZB und die NZBen rechtlich bindend.⁶² Während also die Verantwortung für die Geldpolitik ausschließlich dem ESZB bzw. dem Eurosystem zufällt, liegen die wechselkurspolitischen Zuständigkeiten in der EWU überwiegend bei einem politischen Organ, auch wenn die EZB für die operative Wechselkurspolitik zuständig ist. Dieser Kompetenzzuordnung lag zum einen die Einschätzung zugrunde, dass über die Implementierung eines Systems fester Wechselkurse nur durch politische Organe im Einvernehmen mit den Regierungen von Drittstaaten, deren Währung(en) in das Festkurssystem einbezogen werden, entschieden werden kann.⁶³ Denn die Einführung eines solchen Systems „... käme faktisch einer Erweiterung der Europäischen Währungsunion gleich.“⁶⁴ Zum anderen steht eine derartige Aufgabenverteilung in der äußeren Währungspolitik durchaus in der Tradition der westlichen Industrieländer. Diese ordnet üblicherweise die Wechselkurskompetenz den nationalen Regierungen zu, auch wenn deren Währungsbehörden unabhängig sind.⁶⁵

⁶⁰ Die Begriffe „Währungsfragen“ und „Devisenregelungen“ sind in diesem Kontext inhaltlich nur bedingt voneinander zu unterscheiden; sie nehmen Bezug auf Artikel 4 Absatz 2 EGV, der zwischen internen (Geldpolitik) und externen Aspekten (Wechselkurspolitik) des ESZB unterscheidet. So die Auslegung von Smits, R.: Kommentar zu Artikel 111 EGV, in: von der Groeben, H.; Schwarze, J. (Hrsg.): Kommentar ..., Bd. 3, a. a. O., S. 235 (Rn. 122).

⁶¹ Siehe ebenda, S. 224 (Rn. 46).

⁶² Vergleichbar den rechtlichen Anpassungen nationaler Bestimmungen über die Verfügungsrechte von Währungsreserven mussten die Mitgliedstaaten auch ihre gesetzlichen Regelungen für die Wechselkurspolitik neu fassen, um mit dem EGV und der Satzung in Einklang zu stehen; siehe hierzu Selmayr, M.: Das Recht der Wirtschafts- und Währungsunion, Bd. 1, ..., a. a. O., S. 314 f.

⁶³ Vgl. Gaitanides, C.: Das Recht ..., a. a. O., S. 139; so auch der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Jahresgutachten 1990 / 1991, Stuttgart 1991, S. 225 (Textziffer 498).

⁶⁴ Endler, J.: Europäische Zentralbank ..., a. a. O., S. 456.

⁶⁵ Für eine Übersicht der wechselkurspolitischen Regelungen in den Mitgliedstaaten vor der Euro-Einführung siehe EWI: Jahresbericht 1994, Frankfurt a. M. 1995, S. 101 ff (Tabelle 13). Auch in Deutschland galt dieses traditionelle „Strickmuster“; vgl. Knappe, K.: Stabile Währungsgemeinschaft in Europa, in: Die Bank, Nr. 2, 1992, S. 41. Bis heute nimmt diesbezüglich in der Gemeinschaft nur die schwedische Notenbank eine Ausnahmestellung ein.

Aus Sicht der Deutschen Bundesbank wäre eine „Exklusivvertretung“ der EZB durchaus wünschenswert gewesen, denn diese hätte stärker deren Unabhängigkeit bzw. jene des Eurosystems betont. Die deutsche Position war aber unter den Mitgliedstaaten politisch nicht durchsetzbar.⁶⁶ Sämtliche wechselkurspolitischen Regelungen des Rats stehen allerdings unter dem Vorbehalt, dass sie nach einer Empfehlung und Anhörung der EZB in Einklang mit dem Ziel der Preisstabilität stehen, wie das *Schaubild 2* auf der nächsten Seite verdeutlicht.⁶⁷ Durch diese Konsultationspflicht wird eine Konsenslösung angestrebt. Daher kann der Rat in diesen Angelegenheiten nicht ohne die Mitwirkung der EZB, vertreten durch den EZB-Rat, tätig werden.⁶⁸ Zudem wird er diesbezüglich nur auf Initiative der EZB oder der Kommission aktiv, wie das nachstehende Schaubild 2 zeigt. „Der letztendlich in dem Regelungsungetüm ... gefundene Kompromiss von Kompetenzzuweisungen und Verfahrensbeteiligungen im Bereich der äußeren Währungspolitik drückt unzweideutig die bei der Entstehung der Vorschrift vorhandenen Geburtswehen aus.“⁶⁹ Bei Fehlen eines formellen Wechselkurssystems oder eines anderen vertraglich bindenden Wechselkursregimes bestehen somit für das ESZB gegenüber Drittwährungen keine wechselkurspolitischen Verpflichtungen – mit einer Ausnahme, die allerdings schwer wiegt: Nach Artikel 59 EGV kann der Rat mit qualifizierter Mehrheit auf Vorschlag der Kommission und nach Anhörung der EZB für maximal sechs Monate direkte Kapitalverkehrskontrollen einführen, „... falls Kapitalbewegungen nach oder aus dritten Ländern unter außergewöhnlichen Umständen das Funktionieren der Wirtschafts- und Währungsunion schwerwiegend stören oder zu stören drohen.“⁷⁰ Damit umfasst der Artikel grundsätzlich sämtliche Kapitalbewegungen nach oder aus Drittstaaten.⁷¹

⁶⁶ Der Entscheidung über die Ausgestaltung dieser Zuständigkeit ging eine intensive Debatte voraus. Die Deutsche Bundesbank forderte aufgrund ihrer Erfahrungen im EWS, dass keiner politischen Instanz die alleinige Verantwortung für die Wechselkurspolitik der Gemeinschaft übertragen werden sollte. Sie postulierte zumindest einen Zustimmungsvorbehalt der EZB; siehe hierzu Stadler, R.: Der rechtliche Handlungsspielraum des Europäischen Systems der Zentralbanken, Baden-Baden 1996, S. 170 f. Im Delors-Bericht lag deswegen die wechselkurspolitische Kompetenz bei der obersten Zentralbank; vgl. Dornedde, I.: Autonomie der Europäischen Zentralbank - Im Spannungsfeld zwischen demokratischer Legitimation der Europäischen Union und Währungsstabilität, Schriftenreihe Euro-Wirtschaft, Nr. 19, Hamburg 2002, S. 131.

⁶⁷ Nach M. Seidel: Konstitutionelle Schwächen ..., a. a. O., S. 874, dürfte diese Auflage allerdings vor dem Europäischen Gerichtshof bei einem Beschluss des Rats, der z. B. das Stabilitätsziel gefährdet, nicht einklagbar sein. Eine andere Meinung vertritt Dornedde, I.: Autonomie ..., a. a. O., S. 132.

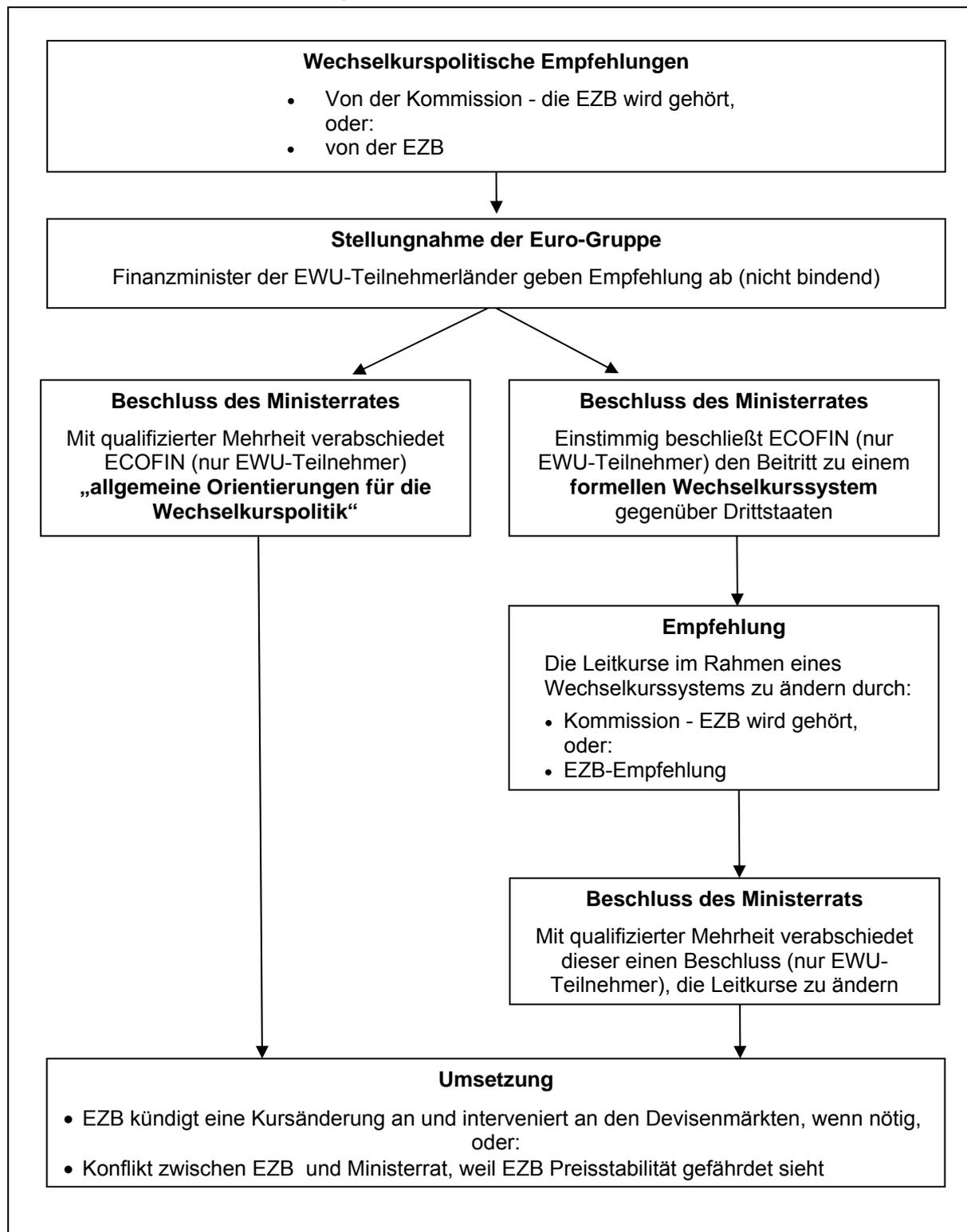
⁶⁸ Bei einer Beurteilung dieser Sachlage sind zudem zwei weitere Aspekte bedeutsam: Erstens haben auch jene Mitglieder, die den Euro noch nicht eingeführt haben, ein Stimmrecht, was durchaus kritisch zu bewerten ist. Zweitens muss sich der Rat nicht zwingend der EZB-Definition von Preisstabilität anschließen; so Gaitanides, C.: Das Recht ..., a. a. O., S. 140. „Sollten ihre Ansichten voneinander abweichen, genießt die des politischen Organs Vorrang.“ Smits, R.: Kommentar zu Artikel 111 EGV, a. a. O., S. 225 (Rn. 51). Eine andere Auffassung vertreten M. Heine und H. Herr: Die Europäische Zentralbank - Eine kritische Einführung in die Strategie und Politik der EZB, Marburg 2004, S. 48 f.

⁶⁹ Stadler, R.: Der rechtliche ..., a. a. O., S. 172.

⁷⁰ Europäische Union: Konsolidierte Fassungen ..., a. a. O., S. 57; zur rechtlichen Auslegung dieser Bestimmung siehe Schwarze, J. (Hrsg.): EU-Kommentar, a. a. O., S. 837 f (Rn. 1-8).

⁷¹ In diesem Zusammenhang werden im EGV auch weitere, weniger restriktive Schutzmaßnahmen zugelassen: Nach Artikel 57 EGV kann die Gemeinschaft im Zusammenhang mit Direktinvestitionen oder mit Finanz-

Schaubild 2: Wechselkurspolitik des Eurosystems bei alternativen Wechselkursregimen



Quelle: In Anlehnung an Müller, H.: Wechselkurspolitik des Eurolandes - Konfliktstoff für die neue währungs-
politische Ära, Schriften zur Wirtschaftstheorie und Wirtschaftspolitik, Nr. 17, hrsg. von R. H. Hasse
u. a., Frankfurt a. M. 1999, S. 47.

dienstleistungen „nur“ den Kapitalverkehr beschränken. Darüber hinaus konnten Mitgliedstaaten bis zum
Beginn der dritten Stufe nach Artikel 120 EGV im Falle eines plötzlichen Zahlungsbilanzungleichgewichts
nationale Schutzmaßnahmen ergreifen. Diese konnten auf einzelstaatlicher Ebene ebenfalls Devisenbe-
schränkungen beinhalten; vgl. dazu Schwarze, J. (Hrsg.): EU-Kommentar, a. a. O., S. 1319 (Rn. 3).

Auch wenn diese Schutzklausel nur in besonderen Ausnahmesituationen, z. B. bei einem externen Schock, eingesetzt werden kann und auf eine Geltungsdauer von maximal sechs Monaten beschränkt ist, kann sie die Unabhängigkeit der EZB im Allgemeinen und deren Wechselkurspolitik im Besonderen empfindlich einschränken.⁷² Ein der EZB eingeräumtes Anhörungsrecht gibt ihr vor dem Erlass einer solch weit reichenden Maßnahme zwar die Möglichkeit, Einwände vorzutragen. So könnte sie beispielsweise darlegen, dass eine umfangreiche Behinderung oder Einschränkung des internationalen Kapitalverkehrs das Vertrauen in den Euro dauerhaft beschädigen und bei einer Kapitalflucht durch eine Abwertung der Gemeinschaftswährung das Primärziel gefährden könnte. Die EZB kann aber in letzter Konsequenz eine solche Vorgehensweise nicht unterbinden. Der Euro wird von seinen Kritikern daher auch als „Mausefallenwährung“ bezeichnet.⁷³

1.3.1 Wechselkursalternativen

Aus den vorstehenden Darlegungen ist abzuleiten, dass der EGV grundsätzlich keine am Außenwert des Euro orientierte Wechselkurspolitik begründet. Erst für den Fall, dass die Kursentwicklung der Gemeinschaftswährung das Primärziel gefährden kann, können Devisenmarktinterventionen der EZB geboten sein. Allerdings sieht der Artikel 111 EGV zwei Ausnahmen von dieser neutralen Wechselkursorientierung vor. Im Verhältnis zu Drittwährungen – außerhalb der Bestimmungen des WKM II⁷⁴ – sind diesbezüglich folgende Handlungsoptionen des Eurosystems zu unterscheiden:

- Erstens ist der **Abschluss eines „formellen Wechselkurssystems“** gemäß Artikel 111 Absatz 1, welches den Außenwert des Euro in einem internationalen Wechselkurssystem fixiert, zulässig. In der dem Maastricht-Vertrag beigefügten Erklärung zu diesem Artikel verweist die Regierungskonferenz aber darauf, dass mit dem Begriff einer „förmlichen Vereinbarung“ keine neue Kategorie internationaler Übereinkünfte im Sinne des Gemein-

⁷² Zu den Voraussetzungen und Modalitäten für die Anwendung dieser Schutzklausel siehe Kiemel, W.: Kommentar zu Artikel 59 EGV, in: von der Groeben, H.; Schwarze, J. (Hrsg.): Kommentar ..., Bd. 1, a. a. O., S. 1788 f (Rn. 6-10); siehe hierzu auch Spethmann, D.; Steiger, O.: The four Achilles' Heels of the Eurosystem, in: International Journal of Political Economy, 34. Jg., Nr. 2, 2004, S. 55.

⁷³ So der Ökonom W. Hankel, zitiert nach Heinsohn, G.; Steiger, O.: The European Central Bank and the Eurosystem - An Analysis of the missing Central Monetary Institution in European Monetary Union, ZEI Working Paper, B 09, hrsg. vom Zentrum für Europäische Integrationsforschung, Bonn 2003, S. 28.

⁷⁴ Der WKM II wird nicht durch die Bestimmungen des Artikels 111 EGV geregelt. Denn dieser legt ausschließlich die Wechselkursbeziehungen mit Drittwährungen fest. Zudem kann die EZB nach Artikel 111 Absatz 3 EGV Vereinbarungen im Zusammenhang mit Währungsfragen oder Devisenregelungen mit einem oder mehreren Staaten oder internationalen Organisationen treffen. Bislang ist dieser Absatz als Rechtsgrundlage für die Einführung des Euro in Drittstaaten („Eurorisierung“) verwendet worden. Zu den Gründen und zum Stand der bislang abgeschlossenen Abkommen siehe EZB: Währungs- und Wechselkurs-Vereinbarungen des Euro-Währungsgebiets mit ausgewählten Drittländern und Hoheitsgebieten, in: Monatsbericht, April 2006, S. 97 ff.

schaftsrechts geschaffen wird.⁷⁵ Als förmliche Vereinbarung kommen sämtliche völkerrechtlichen Abkommen in Betracht, welche konkrete rechtliche Verbindlichkeiten in einem Wechselkurssystem definieren. Diese können – vergleichbar mit jenen von Bretton-Woods – in ein System fester oder quasi-fester Wechselkurse eingebunden sein oder aber den Euro-Außenwert vertraglich innerhalb vereinbarter Zielzonen gegenüber einer oder mehreren Drittwährung(en) fixieren.⁷⁶ Die Befugnis zum Abschluss einer solchen Vereinbarung im internationalen Währungsbereich kommt nach überwiegender Rechtsauffassung gemäß Artikel 111 Absatz 3 EGV der Gemeinschaft zu; dies gilt sowohl für die diesbezüglichen Verfahrensangelegenheiten als auch für die Vertragsschließungskompetenz.⁷⁷ Der Rat kann den Abschluss aber nur auf der Grundlage einer vorherigen Empfehlung der EZB oder der Kommission einstimmig beschließen. Jedem Teilnehmerland ist es daher möglich, eine solche Übereinkunft abzulehnen. Der EZB stehen zwar in dem Abschlussverfahren für ein solches System vertragliche Mitwirkungsrechte zu. Ihre Empfehlung ist letztendlich aber rechtlich nicht bindend.⁷⁸ Zudem hat der Rat die Befugnis, mit qualifizierter Mehrheit die Leit- bzw. Zielzonenkurse festzulegen, zu ändern oder aufzugeben.⁷⁹ Die im Rahmen solcher Wechselkursarrangements gegebenenfalls erforderliche Stabilisierung der Wechselkurse innerhalb der festgelegten Bandbreiten oder Zielzonen ist jedoch die primäre Aufgabe der EZB, welche allerdings bei einer Gefährdung der Preisstabilität die Interventionen einstellen bzw. verweigern kann.⁸⁰ Denn gemäß Artikel 105 Absatz 2 EGV hat der EZB-Rat die alleinige Verantwortung für den Beschluss und die Durchführung von Interventionen.⁸¹ Dieser informiert lediglich ex post

⁷⁵ Vgl. hierzu Smits, R.: Kommentar zu Artikel 111 EGV, a. a. O., S. 221 (Rn. 30).

⁷⁶ Zu den Ausgestaltungsmöglichkeiten eines „formellen Wechselkurssystems“ siehe Endler, J.: Europäische Zentralbank ..., a. a. O., S. 465.

⁷⁷ So Smits, R.: Kommentar zu Artikel 111 EGV, a. a. O., S. 234 f (Rn. 117).

⁷⁸ Der Rat kann daher eine solche völkerrechtliche Vereinbarung gegen den Willen der EZB abschließen. Außerdem kann auch die Kommission, wie dies aus obigen Schaubild 2 ersichtlich wird, aktiv werden. In diesem Fall hat die EZB keine Mitwirkung, denn die Kommission hat lediglich vorab deren Rat einzuholen. Wenn die EZB erwartet, dass ein solches System das Ziel der Preisniveaustabilität gefährden könnte, kann sie beim Europäischen Gerichtshof (EuGH) ein Gutachten einholen. Wenn dieses ihre Ansicht bestätigen würde, könnte das Wechselkurssystem nur in Kraft treten, wenn im EGV das Primärziel aufgegeben würde; siehe hierzu Endler, J.: Europäische Zentralbank ..., a. a. O., S. 457 ff.

⁷⁹ Der Beschluss über die Festlegung, die Änderung oder die Aufgabe des Euro-Leitkurses muss allerdings mit dem Ziel stabiler internationaler Währungsbeziehungen kompatibel sein. Diese Einschränkung ergibt sich aus der IWF-Mitgliedschaft der Euroländer (Artikel 4 Abschnitt 1 der IWF-Statuten) und aus dem Umstand, dass die Währungshoheit auf die Gemeinschaft übergegangen ist und damit auch die diesbezüglichen Verpflichtungen der Teilnehmerstaaten; vgl. dazu Smits, R.: Kommentar zu Artikel 111 EGV, a. a. O., S. 229 (Rn. 79).

⁸⁰ Siehe hierzu Junius, K. u. a. (Hrsg.): Handbuch ..., a. a. O., S. 79.

⁸¹ So gemäß EZB: Die Geldpolitik der EZB, Frankfurt a. M. 2001, S. 12.

den Vorsitzenden der Eurogruppe⁸² über die Transaktionen am Devisenmarkt.⁸³

- Zweitens können „**allgemeine Orientierungen**“ für die Wechselkurspolitik (Artikel 111 Absatz 2) aufgestellt werden, wenn kein förmliches Wechselkurssystem besteht. Der Rat kann diese aufgrund einer Empfehlung der EZB oder der Kommission erlassen.⁸⁴ Die Vertragstexte beinhalten keine Definition oder weitergehende Beschreibung aus der hervorgeht, wie der Terminus auszulegen ist. Auch welche Inhalte diese „Orientierungen“ umfassen können, wird weder durch den EGV noch durch die Satzung oder durch andere Rechtsdokumente näher bestimmt. Die Entwürfe für den Vertrag von Maastricht verwendeten zunächst den Terminus „Richtlinie“, bevor sich die Mitgliedstaaten auf diese wenig verbindliche Formulierung einigen konnten.⁸⁵ Nach herrschender Rechtsauffassung schreiben sie der EZB jedoch keine konkreten Handlungsanweisungen vor, sondern bringen der Währungsbehörde gegenüber die „... richtungsweisenden Präferenzen des Ecofin-Rats zum Ausdruck ...“⁸⁶ So könnte dieser beispielsweise informelle Absprachen nach Art des „Louvre“- bzw. des „Plaza-Abkommens“ der G7-Länder treffen.⁸⁷ Angesichts der potenziell erforderlichen hohen Interventionsvolumina ist für die EZB von zentraler Bedeutung, dass solche freiwilligen Devisenmarkteingriffe das Ziel der Preisstabilität nicht gefährden. Eine solche Zielverletzung könnte z. B. dann eintreten, wenn derartige Wechselkurspräferenzen des Rats das Risiko einer importierten Inflation erhöhen

⁸² Die Eurogruppe ist bislang ein (in-)formelles Gremium der Wirtschafts- und Finanzminister der Mitgliedstaaten der EWU, welches im Dezember 1997 gegründet wurde. Die Gruppe erörtert vor allem Fragen, die im Zusammenhang mit der Verantwortung der Teilnehmerländer für die gemeinsame Währung stehen. Besonderes Augenmerk richtet sie auf die Wechselkursentwicklung; siehe hierzu Deutsche Bundesbank: Die Europäische ..., a. a. O., S. 34 f. In jüngerer Zeit ist aber festzustellen, dass dieses Gremium – auch mit der Unterstützung von politischer Seite – zunehmend die Unabhängigkeit der EZB in Frage stellt und öffentlich Kritik an deren geldpolitischem Kurs äußert, so z. B. im Jahr 2005 anlässlich der Erwartung, dass die EZB eine Zinserhöhung plant; siehe hierzu o. V.: Finanzminister üben Druck auf die EZB aus - Notenbank soll Zinsen unverändert lassen, in: Börsen-Zeitung, Nr. 216 vom 9.11.2005, S. 1, und o. V.: Druck der Euro-Gruppe auf die EZB, in: Neue Zürcher Zeitung, Nr. 262 vom 9.11.2005, S. 15. Der damalige deutsche Finanzminister, H. Eichel, wollte die Gruppe zu einem „strategischen Nukleus der Währungsunion“ ausbauen; vgl. hierzu Eichel, H.: Gemeinsam zu mehr Wachstum in Europa, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 211 vom 10.9.2004, S. 14. Erwähnenswert ist zudem ein weiteres Gremium: So wurde mit dem Beginn der EWU der Wirtschafts- und Finanzausschuss (WFA) als Nachfolger des EG-Währungsausschusses gegründet; zu dessen Aufgaben siehe EZB: Die Geldpolitik ..., a. a. O., S. 111 f.

⁸³ Vgl. dazu Deutsche Bundesbank: Die Europäische ..., a. a. O., S. 75.

⁸⁴ Für den Fall, dass die EZB die Empfehlung ausspricht, muss die Kommission nicht gehört werden. Jedoch muss die EZB angehört werden, wenn die Kommission derartige Vorschläge unterbreitet.

⁸⁵ Der damalige deutsche Bundesfinanzminister, T. Waigel, konnte in enger Abstimmung mit der Deutschen Bundesbank durchsetzen, dass dem Rat nicht die Befugnis zum Aufstellen allgemeiner „Leit- oder Richtlinien“ gewährt wurde. Denn „Orientierungen“ sind im Gegensatz zu „Richt- oder Leitlinien“ rechtlich nicht bindend; vgl. hierzu Hahn, H. J.: „Allgemeine Orientierungen“ oder „allgemeine Leitlinien“ für die Wechselkurspolitik der Europäischen Währungsunion? - Zur juristischen Beschaffenheit der Beschlussbefugnis des Rates gemäß Artikel 111 Absatz 2 EGV (ex-Artikel 109 II), in: Bayerische Verwaltungsblätter, 124. Jg., Nr. 24, 1999, S. 741; so im Ergebnis auch Stadler, R.: Der rechtliche ..., a. a. O., S. 177. Eine andere Meinung vertritt Weiß, W.: Kompetenzverteilung ..., a. a. O., S. 184 f.

⁸⁶ Smits, R.: Kommentar zu Artikel 111 EGV, a. a. O., S. 231 (Rn. 95).

⁸⁷ Vgl. Weiß, W.: Kompetenzverteilung ..., a. a. O., S. 171.

würden. Allerdings wurde bereits dargelegt, dass die „Orientierungen“ für die EZB keine Verbindlichkeit haben und ihr somit z. B. keine konkreten Wechselkursziele oder -korridore vorgegeben werden dürfen. Ferner ist gemäß Artikel 108 EGV das ESZB bzw. das Eurosystem bei der Wahrnehmung seiner Aufgaben und somit auch in Bezug auf die Wechselkurspolitik gemäß Artikel 111 unabhängig und folglich weisungsungebunden.⁸⁸ Damit sind die allgemeinen Orientierungen des Rats für die Wechselkurspolitik der EZB aber nicht grundsätzlich bedeutungslos. Im Extremfall wäre denkbar, dass sich das ESZB bzw. das Eurosystem auf dessen Empfehlung einseitig an einer Drittwährung orientiert.⁸⁹ Aber auch in diesem eher theoretischen Fall könnte die EZB die Durchführung von Interventionen verweigern, wenn diese nach ihrer Einschätzung nicht in Einklang mit dem Stabilitätsziel der Gemeinschaft stehen würden.

1.3.2 Bedeutung der Wechselkursalternativen

Seit Beginn der EWU ist die EZB weder in ein formelles Wechselkurssystem eingebunden noch hat der Rat die oben genannten Orientierungen für eine Wechselkurssteuerung erlassen.⁹⁰ Die Deutsche Bundesbank hält es auch für sehr unwahrscheinlich, dass der Euro zukünftig in ein internationales Festkurssystem einbezogen wird.⁹¹ Denn damit wäre ein Zielkonflikt mit einer stabilitätsorientierten Geldpolitik in der EWU nahezu unausweichlich. Die deutsche NZB kann bei dieser Einschätzung auf ihre diesbezüglichen EWS-Erfahrungen – insbesondere jene aus den Jahren 1992 und 1993 – zurückgreifen.⁹² Zudem wurde im Teil I, Kapitel 3.2.2, dieser Arbeit dargelegt, dass in einer größeren Währungsunion die Wechselkurspolitik als Steuerungsinstrument grundsätzlich an Bedeutung verliert. Somit obliegt es bislang dem Ermessensspielraum der EZB, an den Devisenmärkten einzugreifen.⁹³ Die Teilnehmerländer des Eurosystems haben sich folglich darauf verständigt, den Außenwert des Euro grundsätzlich frei schwanken zu lassen und vor allem keinem Festkurssystem oder

⁸⁸ So die herrschende Rechtsauffassung; siehe dazu beispielgebend Hahn, H. J.: *European Union Exchange Rate Policy?*, in: Giovanoli, M. (Hrsg.): *International Monetary Law - Issues for the New Millennium*, New York 2000, S. 204.

⁸⁹ Vgl. Gaitanides, C.: *Das Recht ...*, a. a. O., S. 204. Eine andere Sicht vertritt Stadler, R.: *Der rechtliche ...*, a. a. O., S. 177.

⁹⁰ Siehe hierzu Scheller, H. K.: *The European Central Bank*, Frankfurt a. M. 2004, S. 91; so auch die EZB: *Währungs- und Wechselkurs-Vereinbarungen ...*, a. a. O., S. 98. Allerdings wurde im EGV nicht festgelegt, dass diese zu veröffentlichen sind.

⁹¹ Vgl. Deutsche Bundesbank: *Wirtschaftspolitische Koordinierung, Wechselkurspolitik und Außenvertretung der Europäischen Gemeinschaft in der Endstufe der Wirtschafts- und Währungsunion*, in: *Informationsbrief ...*, a. a. O., S. 16.

⁹² Während der EWS-Krisen in den Jahren 1992 und 1993 intervenierte die Deutsche Bundesbank in einem Umfang, welcher ihre Möglichkeiten für eine Sterilisierung der Bankenliquidität fast übertraf und somit die Preisstabilität im Inland gefährdete; vgl. hierzu Görgens, E. u. a.: *Europäische Geldpolitik ...*, a. a. O., S. 368.

⁹³ Zur Interventionspolitik der EZB siehe in diesem Teil, Kapitel 2.2.3 und 2.2.4.

einem wechselkurspolitisch vergleichbaren Währungsregime beizutreten.⁹⁴ Nur für den Fall außergewöhnlicher Umstände, insbesondere bei einer Wechselkursentwicklung, die beispielsweise den volkswirtschaftlichen Fundamentaldaten zuwiderlaufen würde, kann auf die zweite Alternative der „allgemeinen Orientierungen“ zurückgegriffen werden.⁹⁵ Jedoch ist diese Selbstverpflichtung rechtlich nicht bindend und wurde bislang auch nicht angewendet.⁹⁶

In der bisherigen währungspolitischen Praxis hat sich der Rat zu Beginn der EWU noch weitestgehend aus Fragen der Wechselkurspolitik herausgehalten und nur in besonderen Lagen an den Devisenmärkten öffentlich zum Euro-Wechselkurs Stellung bezogen. Die Aussagen beschränkten sich zunächst aber zumeist auf das Bewertungs- bzw. Kursniveau des Euro gegenüber Drittwährungen.⁹⁷ In den Folgejahren spitzte sich jedoch immer wieder ein zum Teil öffentlich ausgetragener Dissens zwischen der EZB-Spitze und dem Rat zu, so z. B. im Jahr 2004 über geeignete Maßnahmen zur Abfederung der „brutalen Aufwertung des Euro“ (**J. C. Trichet**).⁹⁸ Dessen Einschätzungen zum Außenwert der Gemeinschaftswährung haben aber für die EZB – trotz eines teilweise hohen politischen Drucks – bislang keine Verbindlichkeit, vor allem nicht im Hinblick auf deren Interventionspolitik.⁹⁹ Denn nur die EZB hat diesbezüglich die ausschließliche Entscheidungskompetenz.

⁹⁴ Anlässlich der Euroschwäche kamen im Jahr 2000 wiederholt derartige Spekulationen auf. Daher bekundete der damalige Präsident der EZB, W. F. Duisenberg, das Öfteren, dass die EZB kein Wechselkursziel verfolgt; vgl. beispielgebend hierzu Duisenberg, W. F.: *The Role of the ECB at the International Level*, Speech at the Annual Meeting of the Institute of International Finance, Prag, 23.9.2000, <http://www.ecb.int/key/00/sp000923.htm> (Stand: 19.1.2004, S. 4).

⁹⁵ Die „Entschließung des Europäischen Rats vom 13. Dezember 1997 über die wirtschaftspolitische Koordination in der dritten Stufe der WWU und zu den Artikeln 109 (in der alten Fassung, aktuell Artikel 111) und 109 b (in der alten Fassung, aktuell Artikel 113) des EGV“ ist abgedruckt in: Deutsche Bundesbank: *Neuere institutionelle ...*, a. a. O., S. 28 f; vgl. dazu auch die Erläuterungen von Junius, K. u. a. (Hrsg.): *Handbuch ...*, a. a. O., S. 80. Die teilweise schwammigen Formulierungen, z. B. was der Rat unter „eindeutigen Wechselkursverzerrungen“ versteht, bieten naturgemäß einen breiten Interpretationsspielraum; siehe hierzu Schwarze, J. (Hrsg.): *EU-Kommentar*, a. a. O., S. 1305 (Rn. 5), und Deutsche Bundesbank: *Die Europäische ...*, a. a. O., S. 76. Der auslegungsbedürftige Text dürfte das Ergebnis divergierender Auffassungen einzelner Teilnehmerländer sein, die in Bezug auf die äußere Währungspolitik der Gemeinschaft eine lange Tradition haben.

⁹⁶ Vgl. Junius, K. u. a. (Hrsg.): *Handbuch ...*, a. a. O., S. 80. Zu Beginn der EWU sorgten allerdings Äußerungen der damaligen Finanzminister aus Deutschland und Frankreich für Irritationen. O. Lafontaine und D. Strauss-Kahn: *Europa - sozial und stark*, in: *Die Zeit*, Nr. 3 vom 14.1.1999, S. 17, forderten die Aufstellung von vertragswidrigen „allgemeinen Leitlinien“ für die Wechselkurspolitik der EWU. Diese hätten der EZB im Gegensatz zu den „allgemeinen Orientierungen“ engere Handlungsoptionen vorgeschrieben.

⁹⁷ Die Stellungnahmen des Rats bzw. der Eurogruppe sind zumeist sehr allgemein gehalten („Wir halten den Euro für über- oder unterbewertet“); siehe beispielgebend dazu o. V.: *Europäische Zentralbank kommt wegen Euro-Stärke unter Druck*, in: *Handelsblatt*, Nr. 238 vom 7.12.2004, S. 21.

⁹⁸ Vgl. Eisenring, C.: *Weshalb Devisenmarkt-Interventionen selten gelingen*, in: *Neue Zürcher Zeitung*, Nr. 294 vom 16.12.2004, S. 19; siehe auch o. V.: *Juncker und Almunia wollen intensivieren Austausch mit EZB über Wechselkurse*, *Börsen-Zeitung online* vom 6.6.2006, <http://www.boersen-zeitung.com/online/redaktion/aktuell/bz106011.htm> (Stand: 7.6.2006). Auch im Jahr 2006 wurde vor allem von französischer Seite wiederholt massive Kritik an der EZB geäußert wurde; vgl. o. V.: *EZB schlägt zurück*, in: *Börsen-Zeitung*, Nr. 246 vom 21.12.2006, S. 7.

⁹⁹ Die Deutsche Bundesbank bewertet diesbezüglich die Funktion dieses Gremiums sehr kritisch. In einer für sie ungewöhnlichen Schärfe fordert sie in Bezug auf die Wechselkurspolitik der EZB eine zurückhaltendere Position der Gruppe. Die deutsche NZB kommt zu dem Schluss: „Die Eurogruppe sollte deshalb sehr darauf

Somit stellen bislang zum einen die vertraglichen Regelungen sicher, dass das Konfliktpotenzial zwischen der inneren und äußeren Währungsstabilität in der EWU insgesamt als gering einzuschätzen ist. „The euro’s exchange rate is, at best, a secondary problem.“¹⁰⁰ Zum anderen hat die EZB seit Aufnahme ihrer Tätigkeit des Öfteren darauf verwiesen, dass sie Devisenmarktinterventionen nur als „ultima ratio“ betrachtet. Denn „... angesichts der engen weltwirtschaftlichen Verflechtung des Euroraums [können Interventionen] nie auch nur annähernd die Devisenströme ausgleichen, die der jeweiligen Wechselkursvolatilität zu Grunde liegen. Interventionen können lediglich ein Signal sein, dass der EZB-Rat bestimmte Wechselkursentwicklungen als problematisch ansieht.“¹⁰¹ In einer Studie des Europäischen Parlaments aus dem Jahr 2000 wird zudem darauf verwiesen, dass die EZB nur dann erfolgreich intervenieren kann, wenn sie derartige Markteingriffe mit Unterstützung der amerikanischen Notenbank bzw. des amerikanischen Finanzministeriums koordiniert durchführt. Grundvoraussetzung hierfür wäre allerdings, dass die „benign-neglect-Politik“ beiderseits des Atlantiks von einer Vereinbarung über den „richtigen“ US-Dollar- / Euro-Wechselkurs oder dessen Bandbreite abgelöst würde.¹⁰² Wie im Teil I, Kapitel 2.3, ausgeführt wurde, sind diese Voraussetzungen gegenwärtig aber nicht gegeben. Auf absehbare Zeit ist daher weder der Abschluss eines neuen internationalen Festkurssystems noch eine verstärkte Wechselkursabstimmung der G7-Länder wahrscheinlich bzw. zu erwarten.

Als Zwischenergebnis kann an dieser Stelle festgehalten werden, dass die Wechselkurspolitik für die EZB durch die vertraglichen Regelungen durchaus Probleme aufwerfen kann. Solange das Eurosystem nicht in ein formelles Wechselkurssystem eingebunden ist, kann die oberste Währungsbehörde jedoch vergleichsweise unabhängig entscheiden. Der Außenwert der Gemeinschaftswährung ist im Rahmen der geldpolitischen Strategie des Eurosystems von nachrangiger Bedeutung.¹⁰³ Die EZB wird daher in erster Linie dann an den Devisenmärkten aktiv, wenn der Wechselkurs das Stabilitätsziel bei einer beschleunigten Abwertung des Euro

achten, in der Öffentlichkeit nicht den Anschein zu erwecken, als wolle sie in der Interventionspolitik mitbestimmen. Ihre Rolle kann es nur sein, eventuelle Devisenmarktinterventionen durch entsprechende wirtschafts- und finanzpolitische Maßnahmen zu unterstützen.“ Deutsche Bundesbank: Neuere institutionelle ..., a. a. O., S. 32. Auch in den Folgejahren setzte sich dieser Dauerkonflikt fort, da der amtierende EZB-Präsident, J. C. Trichet, Einmischungen der EU-Minister in Wechselkursfragen strikt ablehnt; vgl. hierzu Proissl, W.: Alumnia weist EZB in die Schranken, in: Financial Times Deutschland vom 7.9.2006, S. 9.

¹⁰⁰ Kotz, H.-H.: The Euro’s Exchange Rate - A Problem for the ECB, in: Caesar, R.; Scharrer, H.-E. (Hrsg.): European Economic Monetary Union - An initial Assessment, Baden-Baden 2002, S. 152; siehe auch EZB: Die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie des Eurosystems, in: Monatsbericht, Januar 1999, S. 43. Wie sie ausführt, ist der Wechselkurs des Euro vor allem das Ergebnis der Geldpolitik in- und außerhalb des Euroraums sowie das Resultat der Marktbeurteilung durch die Devisenmarktteilnehmer.

¹⁰¹ Deutsche Bundesbank: Neuere institutionelle ..., a. a. O., S. 32.

¹⁰² Vgl. Europäisches Parlament (Generaldirektion Wissenschaft, Berichterstatter B. Patterson): Wechselkurs und Geldpolitik, Reihe Wirtschaftsfragen, ECON 120 DE, Luxemburg 2000, S. 57.

¹⁰³ Zur Bedeutung des Wechselkurses für die Geldpolitik der EZB siehe in diesem Teil, Kapitel 2.2.1.

gefährden kann. Daraus folgt, dass die EZB im Grundsatz eine asymmetrische Interventionspolitik zugunsten des Preisstabilitätsziels verfolgt.

Darüber hinaus regeln der Artikel 111 Absatz 4 EGV und der Artikel 6 Absatz 1 und 2 der Satzung die „Außenvertretung“ der EWU. Betroffen hiervon sind die Beziehungen zu Drittstaaten, zu internationalen Organisationen und informellen internationalen Gremien, so z. B. zur G7-Gruppe. Die Vertretung der Eurozone ist jedoch nicht einheitlich festgelegt, da es seit dem Beginn des Eurosystems diesbezüglich in der Gemeinschaft keinen Konsens gibt.¹⁰⁴ So vertritt der Rat die Position der EWU gegenüber Dritten unter Berücksichtigung der in den Artikeln 99 und 105 EGV vorgesehenen Zuständigkeitsverteilungen der EU-Organe.¹⁰⁵ Im IWF hingegen nehmen die wichtigsten Industrieländer der Eurozone ihre Interessen selbst wahr; die EZB hat hier nur einen Beobachterstatus. Im Kreis der G7-Länder übernimmt die EZB bei bestimmten Themen die Repräsentanz der EWU.¹⁰⁶ Insbesondere die fehlende Positionierung des ESZB bzw. des Eurosystems und der EZB im IWF, dem nur Mitgliedstaaten angehören dürfen, wirft eine Vielzahl von Problemen auf.¹⁰⁷ Die vorgelegten Reformvorschläge zur Verbesserung der Effizienz der externen währungspolitischen Vertretung der Gemeinschaft und des Eurosystems haben aber bislang zu keiner Lösung geführt, welche die Bedeutung der EWU angemessen berücksichtigen würde.¹⁰⁸

1.4 Modifikationen der Teilnahmebedingungen der Mitgliedstaaten

Im Teil I, Kapitel 3.2.1, der Arbeit wurde dargestellt, dass den vertraglichen Rahmenbedingungen für die Teilnahme an einer Währungsunion im Hinblick auf die Reservehaltung der Mitgliedstaaten eine wesentliche Bedeutung zukommen kann. Denn bei einer vergleichsweise „weichen“ Ausgestaltung dieser besteht die Gefahr, dass den Mitgliedsländern ein

¹⁰⁴ So der amtierende EZB-Präsident, J. C. Trichet; vgl. o. V.: EZB gegen nationale Hedge-Fonds-Regeln, in: Börsen-Zeitung, Nr. 117 vom 22.6.2005, S. 7.

¹⁰⁵ Durch diese Einschränkung hat der Rat zu entscheiden, ob die EWU auf der internationalen Ebene durch Organe der Mitgliedstaaten oder aber durch solche der Gemeinschaft – z. B. durch das ESZB – vertreten wird. Im letzteren Fall entscheidet gemäß Artikel 6 Absatz 1 der Satzung der EZB-Rat dann über die Vertretung auf der internationalen Ebene; vgl. Schwarze, J. (Hrsg.): EU-Kommentar, a. a. O., S. 1305 f (Rn. 6-7).

¹⁰⁶ Die berühmt gewordene Frage des damaligen US-Außenministers, H. Kissinger: „Wie ist die Telefonnummer Europas?“, blieb bis zum Jahr 2004 unbeantwortet. Seit diesem Jahr übernimmt der Vorsitzende der Eurogruppe bei politischen Themen die Außenvertretung der Eurozone, z. B. bei den G-7-Treffen der Finanzminister; siehe hierzu Roche, C.: Telefonnummer für Euroland, in: Börsen-Zeitung, Nr. 176 vom 11.9.2004, S. 1.

¹⁰⁷ So z. B. in Fragen der Wechselkurspolitik auf supranationaler Ebene. Dieser Themenkomplex soll an dieser Stelle nicht vertieft werden; siehe weiterführend dazu Denters, E.: Representation of the EC in the IMF, in: Giovanoli, M. (Hrsg.): International ..., a. a. O., S. 211 ff.

¹⁰⁸ Vgl. Roche, C.: „Wir geben beim IWF ein tristes Bild ab“, Interview mit J.-C. Juncker, in: Börsen-Zeitung, Nr. 88 vom 6.5.2008, S. 6. Für einen Überblick über die diesbezüglichen Vorschläge siehe Europäisches Parlament (Ausschuss für Wirtschaft und Währung, Berichterstatter B. Hamon): Entwurf eines Berichts über die strategische Überprüfung des Internationalen Währungsfonds vom 10.11.2005, http://www.europarl.eu.int/meetdocs/2004_2009/documents/pr/587/587610/587610.de.pdf (Stand: 17.4.2006).

Verlassen des Systems erleichtert wird und somit auch zu „moderaten“ makroökonomischen Kosten möglich ist. Damit könnte auch der Bestand der Währungsunion als Ganzes gefährdet sein (Domino-Effekt). Es kann in diesem Fall davon ausgegangen werden, dass die Reservenachfrage bzw. der adäquate Bestand an Währungsreserven in der EWU nicht sinken wird. Denn in einem denkbaren „Exit-Szenario“ wäre mit größeren Verwerfungen an den Devisen- und Finanzmärkten zu rechnen, so dass die NZBen auch nach dem Beginn der Währungsunion aller Voraussicht nach ihre für solche Zwecke vorgehaltenen Währungsreserven nicht abbauen werden. Je stringenter demzufolge der rechtliche Rahmen im Hinblick auf eine dauerhafte Zusammenarbeit der Teilnehmerländer ausgelegt ist, umso größer dürfte für die NZBen der Anreiz zu einem Abbau jener (überschüssigen) Währungsreserven sein, welche sie aus dem Vorsichtsmotiv vorhalten.¹⁰⁹

Dass derartige Überlegungen nicht nur für eine theoretische Betrachtung der Reservehaltung in der EWU relevant sind, belegen folgende drei Ereignisse aus den Jahren 2005 und 2006: Erstens wurden im Frühsommer des Jahres 2005 Presseberichte über ein Auseinanderbrechen der EWU verbreitet. So hatte ein deutsches Nachrichtenmagazin berichtet, dass der damalige deutsche Finanzminister, **H. Eichel**, sowie der amtierende Präsident der Deutschen Bundesbank, **A. A. Weber**, in einem Expertenkreis eine Auflösung der Währungsgemeinschaft in Erwägung gezogen hätten.¹¹⁰ Trotz umgehender offizieller Dementis geriet der Außenwert des Euro erheblich unter Druck. Zweitens heizten kurze Zeit später Austrittsforderungen einer Regierungspartei in Italien erneut Spekulationen über ein Auseinanderbrechen des Eurosystems an.¹¹¹ In diesem Kontext ist bemerkenswert, dass bereits zu Beginn des Jahres 2005 zwei Rechtsgutachten im Auftrag des Deutschen Bundestages diese Thematik ausführlich abhandelten.¹¹² Drittens wurden im französischen Wahlkampf des Jahres 2006 Stimmen laut, die für die Wiedereinführung einer eigenen nationalen Währung als Parallelwährung zum

¹⁰⁹ Weitere „Gradmesser“ für eine auf Dauer ausgelegte währungspolitische Zusammenarbeit sind z. B. der Umfang der übertragenen nationalen Souveränitätsrechte auf Gemeinschaftsorgane sowie der Unabhängigkeitsgrad des Notenbanksystems in einer Währungsunion.

¹¹⁰ Vgl. Deutsche Bundesbank: Bundesbank hält Euro-Debatte für absurd - Euro ist ein großer Erfolg, http://www.bundesbank.de/download/presse/reden/2005/20050616weber_dpa.pdf (Stand: 14.5.2006). Auch von politischer Seite wurde der Bericht des deutschen Nachrichtenmagazins Stern als „grober Unfug“ abgetan; vgl. hierzu o. V.: Euro-Debatte geht an die Grenze der Seriosität, Handelsblatt online vom 1.6.2005, http://www.handelsblatt.com/pshb/fn/rehbi/sfn/cn_artikel_drucken/strucid/200007/pa... (Stand: 5.2.2006).

¹¹¹ Vgl. o. V.: Rückkehr zur Lira kostet 80 Milliarden, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 131 vom 9.6.2005, S. 14; siehe auch o. V.: Sehnsucht nach der Lira, in: Neue Zürcher Zeitung, Nr. 147 vom 27.6.2005, S. 16.

¹¹² So erschienen in kurzer zeitlicher Abfolge zwei Rechtsgutachten des Wissenschaftlichen Dienstes des Deutschen Bundestages, welche das Für und Wider verschiedener Exit-Optionen der Teilnehmerländer untersuchten; vgl. hierzu Baddenhausen-Lange, H.: Welche Regelungen gelten für Austritt, Ausschluss, Aufhebung der Union?, Wissenschaftliche Dienste des Deutschen Bundestages vom 27.1.2005, und Schlichting, J. M.: Rechtliche Rahmenbedingungen der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (WWU), Wissenschaftliche Dienste des Deutschen Bundestages vom 27.4.2005. Beide Dokumente sind öffentlich nicht zugänglich und wurden dem Verfasser vertraulich zur Verfügung gestellt.

Euro plädierten.¹¹³ Darüber hinaus belegt die Geldgeschichte mit zahlreichen Beispielen, dass Währungsunionen wieder auseinanderbrechen können.¹¹⁴ Daher ist im Folgenden zu prüfen, ob die Teilnahmebedingungen der Mitglieder des Eurosystems so gestaltet sind, dass sie einen Fortbestand der EWU absichern und somit einen Reserveabbau begünstigen. Bei einer Analyse ist es zweckmäßig, zwei Szenarien zu unterscheiden:

- Die Auflösung der Währungsunion.
- Das nachträgliche Ausscheiden eines Mitgliedstaates.

Sodann sind diese Überlegungen in den politischen und ökonomischen Gesamtkontext des europäischen Integrationsprozesses einzubeziehen und abschließend zu würdigen.

1.4.1 Auflösung der Währungsunion

Eine Auflösung der Gemeinschaft und damit auch der EWU als Bestandteil des gemeinschaftsrechtlichen Vertragswerks sind nach herrschender Lehrmeinung rechtswidrig. Denn die EG bzw. EU sind als dauerhafte und unwiderrufliche Rechtsgemeinschaft angelegt. Aus diesem Grund wurde der EGV gemäß Artikel 312 auf eine unbegrenzte Zeit abgeschlossen.¹¹⁵ Es handelt sich um einen so genannten „ewigen Vertrag“, der daher keine Vorschriften oder Klauseln über eine Auflösung der Gemeinschaft enthält.¹¹⁶ Allerdings kann die Europäische Kommission oder die Regierung eines Mitgliedstaates jederzeit eine Vertragsänderung vorschlagen.¹¹⁷

In der Literatur sind die rechtlichen Folgewirkungen der unbegrenzten Vertragsdauer jedoch strittig. Im Grundsatz geht es hierbei um die Frage, ob das allgemeine Völkerrecht in Ergänzung zu den Bestimmungen des EGV subsidiär zur Anwendung kommen kann oder nicht. Denn das Gemeinschaftsrecht und damit auch der EGV beruhen auf völkerrechtlichen

¹¹³ Vgl. Kurm-Engels, M.: Trichet verteidigt den Euro, in: Handelsblatt, Nr. 247 vom 21.12. 2006, S. 26.

¹¹⁴ Zur Historie gescheiterter Währungsunionen siehe Hawkins, J.; Masson, P.: Economic Aspects of Regional Currency Areas and the Use of Foreign Currencies, in: BIZ (Hrsg.): Regional Currency Areas and the Use of Foreign Currencies, BIS Papers, Nr. 17, Basel 2003, S. 26 f.

¹¹⁵ Vgl. dazu Fischer, K. H.: Der Vertrag von Nizza - Text und Kommentar, Baden-Baden 2001, S. 510; so auch Schwarze, J. (Hrsg.): EU-Kommentar, a. a. O., S. 2429 f (Rn 10-12). Eine andere Auffassung vertritt D. Meyer: Seiner Auffassung nach ist die Formulierung „... dahingehend zu interpretieren, dass lediglich ein Ende der Gemeinschaft durch Zeitablauf ausgeschlossen ist.“ Meyer, D.: Währungsdesintegration ..., a. a. O., S. 12.

¹¹⁶ Zu den Gründen siehe Scott, H. S.: When the Euro ..., a. a. O., S. 215; vgl. auch Brown, B.: Exiting EMU, in: The International Economy, 18. Jg., Nr. 2, 2004, S. 57; so im Ergebnis auch Dickertmann, D.; Ronnecker, S.: Ansatzpunkte ..., a. a. O., S. 225 ff.

¹¹⁷ Beschließt der Rat nach Anhörung des Europäischen Parlaments – und gegebenenfalls der Kommission – ein Änderungsverfahren einzuleiten, wird eine Konferenz von Vertretern der Regierungen der Mitgliedstaaten einberufen, um eine Einigung über die geplanten Änderungen zu erzielen. Diese bedürfen eines einstimmigen Beschlusses und treten erst in Kraft, nachdem sie von allen Mitgliedstaaten gemäß ihren verfassungsrechtlichen Vorschriften ratifiziert wurden. Nach diesem Verfahren wurden z. B. die in Nizza vereinbarten Änderungen am EU-Vertrag vorgenommen; vgl. hierzu Europäische Kommission: Quest ..., a. a. O.

Verträgen, welche die Mitgliedstaaten untereinander geschlossen haben. Daher stehen sich im Hinblick auf die Beantwortung dieser Frage zwei Lehrmeinungen diametral gegenüber: Zum einen die so genannte „völkerrechtliche Sicht“ und zum anderen die so genannte „integrationsrechtliche Sicht“.¹¹⁸

- Aus **völkerrechtlicher Perspektive** sind die Mitgliedstaaten „Herren der Verträge“. Diese juristische Sichtweise impliziert, dass sie die Verfügungsgewalt über die abgeschlossenen Verträge nicht aufgegeben haben.¹¹⁹ Dafür spricht auch, dass im EGV der ursprünglich vorgeschlagene Begriff „unauflöslich“ von den Mitgliedstaaten nicht aufgenommen wurde.¹²⁰ Eine Auflösung der Währungsunion wäre daher aus völkerrechtlicher Sicht möglich, auch wenn dies weder im Maastricht-Vertrag noch im derzeit geltenden EGV vorgesehen ist.¹²¹ Sowohl eine einvernehmliche Aufhebungsvereinbarung als auch ein außerordentliches Kündigungsrecht bei Wegfall der Vertragsgrundlage könnten denkbare Optionen sein.
- Aus **integrationspolitischer Perspektive** hingegen ist eine Aufhebung der Verträge rechtlich nicht zulässig. Denn diese Lehrmeinung wertet die Verträge als Akte der Verfassungsgebung und lässt deren Aufhebung und damit eine Auflösung der Gemeinschaft auch nicht durch einen so genannten „actus contrarius“ zu.¹²²

Eine einvernehmliche Aufhebung oder eine außerordentliche Kündigung der Verträge kann somit zumindest aus rechtlicher Sicht grundsätzlich nicht ausgeschlossen werden. Zudem ist an den oben genannten Fall zu denken, dass die Verträge in Zukunft modifiziert werden können und dann möglicherweise doch eine Rechtsgrundlage für eine Auflösung geschaffen wird, auch wenn dies derzeit sehr unwahrscheinlich ist. So sah der im Jahr 2005 gescheiterte „Vertrag für eine Verfassung für Europa“ bereits eine Austrittsoption für einzelne Mitgliedstaaten (Artikel 60 Absatz 1) vor.¹²³ Der Vertrag von Lissabon („EU-Grundlagenvertrag“),

¹¹⁸ Vgl. ausführlich hierzu Baddenhausen-Lange, H.: Welche Regelungen ..., a. a. O., S. 3 ff; siehe auch Schlichting, J. M.: Rechtliche Rahmenbedingungen ..., a. a. O., S. 6 f.

¹¹⁹ Für eine Darstellung zur Rechtsmacht der Mitgliedstaaten als „Herren der Verträge“ vgl. Bruha, T.; Nowak, C.: Recht auf Austritt aus der Europäischen Union?, in: Archiv des Völkerrechts, Bd. 42, Nr. 1, 2004, S. 3 ff.

¹²⁰ So Weber, A.: Kommentar zu Artikel 312 EGV, in: von der Groeben; H.; Schwarze, J.(Hrsg.): Kommentar ..., Bd. 4, a. a. O., S. 1790 (Rn. 2).

¹²¹ Siehe Baddenhausen-Lange, H.: Welche Regelungen ..., a. a. O., S. 5.

¹²² Dieser juristische Terminus bezeichnet eine einvernehmliche Auflösung der Gründungsverträge und somit auch des derzeit gültigen Vertrags; vgl. Weber, A.: Kommentar ..., a. a. O., S. 1791 (Rn. 5); siehe auch Schlichting, J. M.: Rechtliche Rahmenbedingungen ..., a. a. O., S. 6, und die dort aufgeführte Literatur.

¹²³ Vgl. Vertrag über eine Verfassung für Europa, ABl. C 310 vom 16.12.2004, S. 40; siehe ebenso Smits, R.: The European Constitution and Economic and Monetary Union, in: Österreichische Nationalbank: A Constitutional Treaty for an enlarged Europe - Institutional and Economic Implications for Economic and Monetary Union, Proceedings of OeNB Workshop, Nr. 4, Wien 2004, S. 18, und Hasse, R. H.: Die gute Seite des Fehlschlags mit dem EU-Verfassungsvertrag, in: Neue Zürcher Zeitung, Nr. 277 vom 26. / 27.11.2005, S. 13.

welcher im Dezember 2007 von den Staats- und Regierungschefs der EU unterzeichnet wurde und der am 1. Januar 2009 in Kraft treten soll, enthält gemäß Artikel 35 ebenfalls eine Klausel, die einem Mitgliedstaat den ordentlichen Austritt aus der Gemeinschaft ermöglicht.¹²⁴ Bislang ist aus juristischer Sicht jedoch ungeklärt, ob dieser Artikel auch für die EWU Anwendung finden könnte.¹²⁵ Die juristischen Bewertungen des Artikels in Bezug auf dessen „Integrationsfreundlichkeit“ fallen deswegen unterschiedlich aus und hängen letztendlich auch davon ab, ob und wenn ja, mit welchen Modifikationen der neue EU-Vertrag konsensfähig ist.

Eine Auflösung der Gemeinschaft bzw. der EWU ist allerdings nur unter extremen politischen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen vorstellbar. Denn die Mitgliedstaaten des Eurosystems haben sich durch die Einführung einer gemeinsamen Währung und die Gründung einer supranationalen Währungsbehörde in einem sehr hohen Maße rechtlich, politisch und ökonomisch gebunden.¹²⁶ Unter Berücksichtigung der besonderen Prozesshaftigkeit und Integrationsdichte in der Gemeinschaft und der spezifischen Abhilfemöglichkeiten, welche die Verträge bei krisenhaften Zuspitzungen enthalten, kann daher eine einvernehmliche Auflösung der EU bzw. der EWU nahezu ausgeschlossen werden.

Somit ist davon auszugehen, dass die Reservenachfrage im Eurosystem sinkt, solange die juristischen Grundlagen der währungspolitischen Zusammenarbeit nicht zu Lasten der Stabilität des gesamten Rechtsgefüges „flexibilisiert“ werden.¹²⁷ Es ist jedoch auch zu beachten, ob durch das freiwillige oder unfreiwillige Ausscheren eines Mitgliedslandes schlussendlich doch eine Auflösung der EWU möglich ist oder realistisch erscheint. Dies wird im folgenden Kapitel überprüft.

¹²⁴ Der Textentwurf des Vertrags kann im Internet abgerufen werden (http://www.consilium.europa.eu/cms3_applications/Applications/igc2007/doc_register.asp?lang=DE&cmsid=1300, Stand: 4.8.2007).

¹²⁵ So der Kommentar von M. Seidel: Die Stellung der Europäischen Zentralbank nach dem Verfassungsvertrag, ZEI Policy Paper, Nr. 19, hrsg. vom Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Bonn 2004, S. 5, bezüglich des damaligen EU-Verfassungsvertrags.

¹²⁶ Vgl. dazu Dickertmann, D.; Ronnecker, S.: Ansatzpunkte ..., a. a. O., S. 232, und Meyer, D.: Währungsdesintegration ..., a. a. O., S. 4.

¹²⁷ Ferner ist anzumerken, dass die Geschichte der europäischen Integration auf vielfältige Weise belegt, wie geltendes Recht – je nach der Interessenlage der Akteure – neu ausgelegt oder „bedarfsorientiert“ modifiziert werden kann; siehe hierzu Bordo, M. D.; Jonung, L.: The Future ..., a. a. O., S. 28 f. Die Autoren kommen anhand einer Analyse der historischen Vorläufer von Währungsunionen zu dem Ergebnis, dass der Fortbestand der EWU weniger von den rechtlichen oder ökonomischen Determinanten als vielmehr von dem gemeinsamen politischen Willen der Mitgliedstaaten, diese aufrechtzuerhalten, abhängt. Als Beispiel hierfür werden die nach den Maastricht-Kriterien zu hohen Budgetdefizite und Schuldenstände einiger Beitrittskandidaten vor der Euro-Einführung aufgeführt. Jene Länder, welche die geforderten Konvergenzkriterien nicht erfüllten, wurden dennoch aus politischen Überlegungen aufgenommen, denn „political desiderata have already overruled the rules of the Eurosystem.“ Ebenda, S. 29. Dieser Pragmatismus wird auch durch die zwischenzeitlich vollzogene Aufweichung des „Stabilitätspakts“ belegt. Allerdings können sich durch eine solche Politik langfristig negative Integrationseffekte in der EWU einstellen; siehe dazu o. V.: Berlin warnt Paris vor laxer Haushaltspolitik - Steinbrück sieht EU-Stabilitätspakt in Gefahr, in: Börsen-Zeitung, Nr. 126 vom 5.7.2007, S. 6.

1.4.2 Austritt, Ausschluss und Kündigung von Mitgliedstaaten

Der EGV geht – wie eingangs gezeigt wurde – von der „Unumkehrbarkeit“ des währungs- politischen Integrationsprozesses aus. Das Szenario eines nachträglichen **Austritts** eines Mitgliedstaates ist im Gegensatz zu den Satzungen verschiedener internationaler Organisationen in dem Vertragswerk der Gemeinschaft nicht geregelt.¹²⁸ Die Zulässigkeit eines Austritts ist demzufolge rechtlich umstritten.¹²⁹ In der Literatur werden im Hinblick auf mögliche Krisenszenarien vor allem zwei Austrittsoptionen diskutiert:¹³⁰

- Das so genannte „**Frustrationsszenario**“, in dem ein Mitglied wegen der Verfehlung des Stabilitätsziels ausscheidet.
- Das so genannte „**Überforderungsszenario**“. In einem solchen Fall kommt es infolge schwerwiegender wirtschaftlicher Probleme oder Belastungen eines Teilnehmerlandes zu einem Austritt.

Das deutsche Bundesverfassungsgericht hat zwar in dem so genannten „Maastricht-Urteil“ in besonderer Weise die Ausrichtung der EWU auf das Ziel der Preisstabilität betont („Stabilitätsgemeinschaft“). Bei einer Verfehlung dessen hielt das Gericht einen Austritt Deutschlands für möglich. Die Entscheidung war allerdings rechtlich äußerst umstritten. In einem späteren Urteil („Euro-Beschluss“) aus dem Jahr 1998 korrigierte das Gericht daher seine ursprüngliche Auffassung.¹³¹ Während das erste Szenario deswegen in den Folgejahren an Bedeutung verloren hat, fand das zweite in jüngerer Zeit aufgrund einer stärker divergierenden wirtschaftlichen Entwicklung in einigen Mitgliedstaaten vermehrt Beachtung. Hierbei standen insbesondere im Jahr 2005 einzelne Fragen zur Optimalität der EWU – vor allem hinsichtlich der Inflations- und Wachstumsdivergenzen in der Eurozone – im Vordergrund der Diskussionen über ein Auseinanderdriften der Teilnehmerländer. Ein einseitiger Austritt steht aber nach herrschender Rechtsauffassung sowohl im Widerspruch mit der unbegrenzten Geltungsdauer des EGV als auch mit den anwendbaren völkerrechtlichen Vereinbarungen.¹³²

¹²⁸ So regelt z. B. die Satzung des Europarats (Artikel 7) den Austritt eines Mitglieds; vgl. hierzu Folz, H.-P.: Austritt und Ausschluss von Mitgliedstaaten in der Geschichte der Gemeinschaft, in: Ginther, K. u. a. (Hrsg.): Völker- und Europarecht - 25. Österreichischer Völkerrechtstag, Wien 2001, S. 146.

¹²⁹ Vgl. Schlichting, J. M.: Rechtliche Rahmenbedingungen ..., a. a. O., S. 6.

¹³⁰ Siehe dazu Herdegen, M.: Europarecht, 7. Aufl., München 2005, S. 374 f.

¹³¹ Vgl. ebenda, S. 356.

¹³² So Weber, A.: Kommentar ..., a. a. O., S. 1792 (Rn. 7); eine andere Auffassung vertritt Herdegen, M.: Europarecht ..., a. a. O., S. 374 f. Nach Ansicht des Autors kommt Artikel 62 des so genannten „Wiener Übereinkommens über das Recht der Verträge“ immer dann zur Anwendung, wenn ein Verbleib in der EWU für ein Mitglied unzumutbar wird. Das in diesem Zusammenhang in der Literatur häufiger zitierte Beispiel Grönlands ist aber nach herrschender Meinung nicht anwendbar. Denn Grönland war zu dem Austrittszeitpunkt ein nicht-selbständiges Mitglied der Gemeinschaft. Allerdings kam es im Jahr 1975 auch zu einer Volksabstimmung im Vereinigten Königreich über einen Verbleib in der Gemeinschaft. Dieses Beispiel belegt, dass die damalige britische Regierung es durchaus als möglich erachtete, bereits drei Jahre nach dem Beitritt wieder auszutreten.

In der Literatur wird daher überwiegend geschlussfolgert, dass ein einseitiger freiwilliger Austritt nicht zulässig ist.¹³³ Ebenso ist nach herrschender Lehrmeinung eine einseitige **Kündigung** der Verträge durch einen Mitgliedstaat rechtlich auszuschließen. Denn ein allgemeines Kündigungsrecht würde ebenfalls der Dauerhaftigkeit der Gemeinschaft widersprechen.¹³⁴

Juristisch denkbar sind somit für das Ausscheiden eines Eurolandes **zwei Szenarien**: Erstens kann ein Teilnehmerstaat eine „**Konsenslösung**“ im Einvernehmen mit allen anderen Mitgliedstaaten anstreben.¹³⁵ Zweitens wird in der Literatur der **Ausschluss** eines Mitglieds aufgrund eines vertragswidrigen Verhaltens grundsätzlich für möglich erachtet.¹³⁶ Für eine nicht mit dem Gemeinschaftsrecht in Einklang stehende Handlungsweise lieferte in jüngerer Zeit Griechenland ein besonders anschauliches Beispiel: Im Jahr 2004 stellte sich heraus, dass die Regierung des Landes für die Aufnahme in die EWU seit Jahren „geschönte“ statistische Daten zur Haushaltslage übermittelt hatte.¹³⁷ Denn tatsächlich lag das griechische Etatdefizit seit dem Jahr 1997 systematisch über der für einen Beitritt geforderten Marke von unter 3 Prozent des BIP. Damit hat die griechische Regierung den Beschluss zur Aufnahme in die

¹³³ Hingegen erklärte im Jahr 2005 das EZB-Ratsmitglied Frankreichs, C. Noyer, gemäß einer Pressemeldung vor der französischen Nationalversammlung, dass der Austritt eines Landes möglich sei, da es sich um souveräne Staaten handle; vgl. o. V.: Beschleunigter Wertzerfall des Euro, NZZ Online vom 5.7.2005, <http://www.nzz.ch/2005/07/05/bm/articleCYC1B.html> (Stand: 8.1.2006); so argumentiert auch der deutsche Wirtschaftswissenschaftler J. Starbatty: „Niemand kann mit Polizeigewalt gehalten werden;“ zitiert nach Berball, O. u. a.: Das große Feilschen, in: Focus, 15. Jg., Nr. 40, 2003, S. 228.

¹³⁴ Siehe dazu Schwarze, J. (Hrsg.): EU-Kommentar, a. a. O., S. 2428 (Rn. 7); so argumentiert auch Weber, A.: Kommentar ..., a. a. O., S. 1792 (Rn. 7). Hiervon unberührt bleibt jedoch die Möglichkeit einer **fristlosen Kündigung**, z. B. im Falle einer kriegerischen Auseinandersetzung. Um diese zu erwirken, müssen aber „Wandlungen von revolutionärem Ausmaß“ gegeben sein; so die Auslegung von J. M. Schlichting: Rechtliche Rahmenbedingungen ..., a. a. O., S. 8.

¹³⁵ Vgl. hierzu Herdeggen, M.: Die Währungsunion als dauerhafte Rechtsgemeinschaft - Ausstiegsszenarien aus rechtlicher Perspektive, Deutsche Bank Research, EWU-Monitor, Nr. 52 vom 22.6.1998, S. 4 f. Grundsätzlich stellt sich in diesem Zusammenhang – unabhängig von politischen Überlegungen – auch die Frage, ob ein Land vor einem möglichen Ausscheiden einen ökonomischen Kosten-Nutzenvergleich durchführt. Im Regelfall ist davon auszugehen, dass ein solcher Schritt befürwortet wird, wenn der erwartete Nutzen die erwarteten Kosten übersteigt. Diese Sichtweise vernachlässigt aber, dass sowohl die Kosten als auch der Nutzen mit Unsicherheit behaftet sein können. Daher bezieht die „Theorie für irreversible Investitionen“ in eine solche Analyse den „Wert des Wartens“ – vergleichbar einer Kapitalmarktoption – mit in das Kalkül ein. Scheidet ein Land zum gegenwärtigen Zeitpunkt aus, so verzichtete es auf die Option für einen späteren Ausstieg. Diese Option hat einen Wert. Ist dieser hoch genug, so kann es zunächst optimal sein, zum gegenwärtigen Zeitpunkt nicht auszuschneiden, obwohl die Kosten-Nutzenanalyse ergeben hat, dass der erwartete ökonomische Nutzen einer solchen Entscheidung größer ist als deren Kosten. Zum theoretischen Ansatz und dessen Bedeutung für die Handlungsoptionen der Schweiz bezüglich eines Beitritts zur EU siehe Spirig, B.; Weder, R.: Der Wert des Wartens - Eine andere Sicht zur schweizerischen Europapolitik, in: Neue Zürcher Zeitung, Nr. 288 vom 11.12.2003, S. 19.

¹³⁶ So z. B. Weber, A.: Kommentar ..., a. a. O., S. 1793 (Rn. 11).

¹³⁷ Griechenland hatte vor allem größere Teile seiner Rüstungs- und Sozialausgaben verschleiert; vgl. dazu Kommission der Europäischen Gemeinschaften: Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament und den Rat - Bericht über die Frage der Rechenschaftspflicht im Zusammenhang mit der Korrektur der griechischen Haushaltsdaten, Brüssel, 1.12.2004; siehe auch o. V.: Stabilitätspakt - Griechenland frisiert seine Zahlen, FAZ.NET, 22.9.2004, <http://www.faz.net/s/RubC8BA5576CDEE4A05AF8DFEC92E288D64/Doc~E9E7F39A28C874A3BA6EC172E9F1269A1~ATpl~Ecommon~Scontent.html> (Stand: 14.1.2006).

Währungsgemeinschaft auf eine manipulierte Vertragsgrundlage gestellt. Eine „arglistige“ Täuschung böte theoretisch eine Handhabe für einen Ausschluss, der aber von den Gemeinschaftsorganen nicht einmal ansatzweise in Erwägung gezogen wurde.¹³⁸ Dieses Beispiel verdeutlicht, dass ein Ausschluss selbst im Falle einer erheblichen Verletzung von Vertragspflichten vor allem als theoretische Option anzusehen ist. Vielmehr ist zu erwarten, dass bei einem vertragswidrigen Verhalten vorrangig die innergemeinschaftlichen Sanktionsmechanismen eingesetzt werden.¹³⁹ Bei einer nachhaltigen Verletzung von Vertragsprinzipien der Gemeinschaft kann zudem als weiteres Instrument die seit dem Gipfel von Amsterdam im Jahr 1997 eingeführte Suspendierung der Mitgliedschaft gemäß Artikel 7 des EU-Vertrags in Betracht gezogen werden.¹⁴⁰

1.4.3 Schlussfolgerungen

Die EWU gründet auf einem Vertragswerk, welches grundsätzlich eine unbegrenzte Geltungsdauer hat und einen hohen Bindungswillen der Mitgliedstaaten zum Ausdruck bringt. Dennoch sind Szenarien vorstellbar, in denen die Teilnehmer des Währungsverbundes ausscheiden oder von der Gemeinschaft ausgeschlossen werden können. Unmittelbare Folge wäre, dass diesem Mitgliedstaat seine Kapitalbeteiligung an der EZB zu erstatten wäre und die auf die gemeinsame Währungsbehörde übertragenen nationalen Währungsreserven wieder zufließen würden.¹⁴¹

Der institutionelle Aufbau der Gemeinschaft in Verbindung mit einer Abwägung der politischen und ökonomischen Folgen lässt ein Scheitern der EWU jedoch als ein sehr

¹³⁸ Vgl. Herdegen, M.: Europarecht ..., a. a. O., S. 370. Diese „laxe“ Haltung der Gemeinschaft, die bereits bei der Aufnahme Belgiens und Italiens in die EWU sichtbar wurde, kann langfristig auch zu einer ernsthaften Belastung für die Stabilität des Euro werden; siehe hierzu Siebert, H.: Das Minhas-Gerais-Problem des Euro, in: Handelsblatt, Nr. 25 vom 4. / 5.2.2005, S. 7. Die griechische Regierung hat im Jahr 2006 erneut mit einer „kreativen“ Berechnung ihres BIP für Schlagzeilen gesorgt; vgl. Kaufmann, S.: Griechenlands Buchführung wird kreativer, in: Deutsche Bundesbank, APa, Nr. 42 vom 4.10.2006, S. 3 f.

¹³⁹ Die Kommission der Europäischen Gemeinschaften überwacht die korrekte Anwendung des Gemeinschaftsrechts. Wenn ein Mitgliedstaat gegen dieses verstößt, kann ein so genanntes „Vertragsverletzungsverfahren“ eingeleitet werden mit dem Ziel, den Mitgliedstaat aufzufordern, innerhalb einer gesetzten Frist Abhilfe zu schaffen. Wenn ein Mitgliedstaat die Ursachen der Vertragsverletzung nicht beseitigt, kann sie den Fall an den Europäischen Gerichtshof verweisen. Die Kommission hat am im Jahr 2004 ein Vertragsverletzungsverfahren gegen Griechenland nach Artikel 226 EGV eingeleitet; vgl. Europäische Kommission: Kommission legt Bericht zur griechischen Statistik vor und leitet Vertragsverletzungsverfahren ein, Pressemitteilung, 1.12.2004, <http://europa.eu.int/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/04/1431&format=HTML&aged=0&language=DE&guiLanguage=en> (Stand: 7.1.2006). Der EU-Rat entschied jedoch im Jahr 2005, das Verfahren nach Vorlage eines revidierten Stabilitätsprogramms des Landes einzustellen; vgl. Schreiben der Europäischen Kommission vom 18.7.2006 an den Verfasser. Theoretisch hätte auch ein einzelner Mitgliedstaat ein solches Verfahren vor dem EuGH gemäß Artikel 227 EGV eröffnen können; siehe dazu Selmayr, M.: Das Recht der Wirtschafts- und Währungsunion, Vorlesungsskript ..., a. a. O., S. 15.

¹⁴⁰ Vgl. Weber, A.: Kommentar ..., a. a. O., S. 1793 (Rn. 11). In diesem Kontext ist auch Artikel 309 in Verbindung mit Artikel 7 Absatz 2 EGV zu nennen, die im Falle von Vertragsverletzungen die Stimmrechte der Mitgliedstaaten einschränken können.

¹⁴¹ Siehe dazu Herdegen, M.: Die Währungsunion ..., a. a. O., S. 8.

theoretisches Szenario erscheinen.¹⁴² Denn vor allem die makroökonomischen Kosten wären für einige Teilnehmerländer kaum zu bewältigen. Eine im Jahr 2005 von der Rating-Agentur Standard & Poors veröffentlichte Studie kam so beispielsweise zu dem Ergebnis, dass einem Mitgliedsland bei einem Austritt bereits durch die Herabstufung der Länderbonität extrem hohe volkswirtschaftliche Kosten entstehen würden.¹⁴³ Die makroökonomischen Kosten für die gesamte Eurozone wären ungleich höher.¹⁴⁴ Wie die Vergangenheit belegt, ist der europäische Integrationsprozess daher auch im monetären Bereich durch eine sehr flexible Auslegung von Regelwerken zu verstehen. Diese Haltung erleichtert einerseits den Integrationsprozess und die Aufrechterhaltung des Status quo. Andererseits birgt dieser politische Pragmatismus aber auch die Gefahr, dass die Grundpfeiler des Systems auf Dauer nachhaltig beschädigt werden.¹⁴⁵

Bei einer Gesamtbewertung der Rahmenbedingungen und der zu erwartenden Integrationsverluste im Falle eines Scheiterns ist zum gegenwärtigen Zeitpunkt somit weder die Auflösung der EWU noch das Ausscheiden eines Mitgliedstaates ein wahrscheinliches Szenario.

¹⁴² So die Einschätzung des damaligen EZB-Direktoriumsmitglieds, O. Issing; vgl. o. V.: Issing neuer Präsident des Center for Financial Studies, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 148 vom 29.6.2006, S. 23. Eine andere Meinung vertritt der Chef-Volkswirt der US-Bank Morgan Stanley, J. Fels: Das Risiko eines Auseinanderbrechens der EWU in den nächsten fünf bis zehn Jahren veranschlagt er auf rund 30 Prozent; vgl. Fels, J.: Is the Euro forever?, Präsentation anlässlich der Jahreskonferenz von Morgan Stanley, München am 23.9.2006; siehe auch Ders.: Es gibt auch einen Weg aus der Währungsunion, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 63 vom 15.3.2004, S. 32.

¹⁴³ Vgl. Chamers, J.; Krämer, M.: Breaking up is hard to do - Rating Implications of EU States abandoning the Euro, Standard & Poors, Commentary Report vom 24.11.2005; siehe auch o. V.: S&P warnt Schuldenländer vor Austritt aus der Eurozone, in: Börsen-Zeitung, Nr. 229 vom 26.11.2005, S. 6. Die Agentur simulierte für einige Länder verschiedene Austrittsszenarien. Im Falle Italiens kommt die Studie zu dem Ergebnis, dass eine „neue“ Lira real um rund 27 Prozent abwerten würde; der Anstieg der italienischen Inflationsrate wird auf durchschnittlich 5 Prozentpunkte p. a. geschätzt und es wird erwartet, dass sich die Neuverschuldung des Landes signifikant auf rund 6 Prozent und der Schuldenstand auf ca. 140 Prozent des italienischen BIP erhöhen würden. Unmittelbare Folge wäre eine Herabstufung des Länder-Ratings Italiens von AA- auf A-. Die gesamten volkswirtschaftlichen Kosten Italiens infolge von Zweitrundeneffekten (z. B. Bankeninsolvenzen), wären ungleich höher einzuschätzen. Ob in einem solchen Szenario jene Mitgliedstaaten mit einer höheren Bonität profitieren würden, ist in der Literatur sehr umstritten; siehe hierzu Jost, T.; Rottmann, H.: Wäre ein Ausstieg Deutschlands aus der Europäischen Währungsunion sinnvoll?, in: WiSt, 35. Jg., Nr. 6, 2006, S. 335 ff.

¹⁴⁴ Eine umfassende Bewertung hierzu geben Gros, D. u. a. (Hrsg.): EMU at Risk, 7th Annual Report of the CEPS Macroeconomic Policy Group, London 2005, S. 42 ff.

¹⁴⁵ An den Kapitalmärkten haben sich derartige Bedenken bisher kaum ausgewirkt, z. B. auf die Zinsdifferenzen zwischen den Staatsanleihen der Mitgliedstaaten. Diese reflektieren gegenwärtig in einem hohen Maße Bonitätsunterschiede und implizieren daher kein Wechselkursrisiko; siehe hierzu Wyplosz, C.: European Monetary Union - The dark Side of a major Success, in: Economic Policy, 21. Jg., Nr. 46, 2006, S. 217 f. Ebenso ist festzustellen, dass die Rating-Herabstufungen einzelner Teilnehmerländer bislang keine stärkeren Auswirkungen auf die Risikoprämien der von diesen Staaten emittierten Anleihen an den Euro-Finanzmärkten hatten; vgl. beispielgebend dazu o. V.: Italiens Herabstufung lässt den Kapitalmarkt kalt, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 245 vom 21.10.2006, S. 21. Allerdings haben sich seit dem Jahr 2007 die Renditedifferenzen zwischen den Euro-Anleihen der Mitgliedstaaten wieder spürbar ausgeweitet. Eine erhebliche Bonitätsverschlechterung eines Landes könnte zudem die Integration der EWU-Finanzmärkte dauerhaft belasten und damit auch die makroökonomischen Divergenzen in der Gemeinschaft zusätzlich beschleunigen.

rio.¹⁴⁶ Nach Ansicht des damaligen Mitglieds des EZB-Direktoriums, **O. Issing**, hat sich das Eurosystem zudem auch in Krisenzeiten als sehr widerstandsfähig erwiesen.¹⁴⁷ Ebenso untermauert die Einführung der Gemeinschaftswährung die Nachhaltigkeit und Stabilität der EWU.¹⁴⁸ Hieraus kann abgeleitet werden, dass der gemeinschaftliche Rechtsrahmen einen Abbau von Währungsreserven begünstigt. Ob diese Sichtweise im Falle einer fortschreitenden Divergenz in der wirtschaftlichen Entwicklung der Mitgliedstaaten jedoch mittel- bis langfristig aufrechterhalten werden kann, ist allerdings kritisch zu hinterfragen.

2. Implikationen der Euro-Einführung für die Währungsreserven im Eurosystem

Die Einführung des Euro hat die Rahmenbedingungen für die Reservehaltung im Eurosystem nachhaltig verändert. In diesem Zusammenhang ist sowohl die definitorische Neuabgrenzung der Währungsreserven als auch die Anpassung der Rechnungslegungsvorschriften im Eurosystem von Bedeutung. Darüber hinaus hat die Einführung der Gemeinschaftswährung auch einen maßgeblichen Einfluss auf die Wechselkurspolitik der EZB.

2.1. Bedeutung des Übergangs zur dritten Stufe der Europäischen Währungsunion

Die dritte Stufe der EWU begann vertragsgemäß (Artikel 109j des Maastricht-Vertrags) am 1. Januar 1999. Mit dem Start des Eurosystems wurden die konstitutiven Elemente einer Währungsunion umgesetzt, welche aus den folgenden zwei Grundelementen besteht:

- Die Schaffung einer gemeinsamen Zentralbank und des von ihr geleiteten ESZB.
- Die Substitution der nationalen Währungen durch den Euro.

Mit der Auflösung der elf europäischen Vorgängerwährungen wurde, wie bereits im Teil I, Kapitel 1.2, aufgezeigt, eine modifizierte Abgrenzung der Währungsreserven der Teilnehmerstaaten erforderlich. Diese hatte eine erhebliche Auswirkung auf das Reservevolumen zu Beginn der EWU.

2.1.1 Neudefinition der Währungsreserven

Mit der Einführung des Euro wurden die Devisenreserven in den damaligen Mitgliedswährungen aufgelöst. Grundsätzlich sind in diesem Kontext zwei Fragen von Interesse:

¹⁴⁶ Eine andere Meinung vertritt der ehemalige Präsident der Deutschen Bundesbank, K. O. Pöhl; vgl. dazu o. V.: Pöhl schließt Euro-Krise nicht aus, in: Börsen-Zeitung, Nr. 122 vom 29.6.2006, S. 6.

¹⁴⁷ Siehe o. V.: „Die Zentralbank ist gut gerüstet“, Interview mit O. Issing, in: Generalanzeiger, Nr. 35364 vom 20. / 21.5.2006, S. 25.

¹⁴⁸ So Emerson, M. u. a.: Ein Markt ..., a. a. O., S. 39. Die durch die Euro-Einführung erreichte Zinskonvergenz ist einer der wesentlichen ökonomischen Faktoren, der ausscheidungswillige Länder wie z. B. Italien von einem Ausscheren abhalten dürfte.

Erstens ist zu analysieren, in welcher Höhe ein „passiver“ **Reserveabbau** durch den Tausch der europäischen Vorgängerwährungen in den Euro erfolgte; zweitens ist zu prüfen, ob die Teilnehmerländer bereits im Vorfeld der dritten Stufe der EWU die Höhe und / oder die Struktur ihrer Devisenreserven im Hinblick auf die bevorstehende Euro-Einführung angepasst haben („aktive **Reservepolitik**“). Denn die NZBen benötigen in einer Währungsunion mit einer Gemeinschaftswährung und einer flexiblen Wechselkurspolitik gegenüber Drittwährungen insgesamt weniger Devisenreserven, ohne dass sich dieser reservesenkende Effekt quantitativ exakt bestimmen lässt.¹⁴⁹ Daher haben sie möglicherweise bereits im Verlauf der neunziger Jahre ihre Reservepolitiken überdacht und gegebenenfalls ihre Devisenreserven reduziert oder aber, wenn sie z. B. dem Ertragsmotiv eine höhere Beachtung schenken und keinen Reserveabbau vornahmen, deren Zusammensetzung zugunsten von Drittwährungen verändert.¹⁵⁰

Die Beantwortung der oben aufgeworfenen Fragen stößt zunächst auf das Problem, dass die Jahresberichte der NZBen vor der Euro-Einführung keine detaillierten Angaben über die Höhe bzw. den Anteil der Vorgängerwährungen an den gesamten Devisenreserven enthielten. Ebenso lassen die Publikationen keine Rückschlüsse auf die möglicherweise vorgenommenen Umschichtungen in der Währungsstruktur ihrer Reserveportfolios zu. Daher können im Folgenden nur Schätzwerte ermittelt werden.

Zur Beantwortung der **ersten Frage** werden in einem ersten Schritt die Devisenreserven der NZBen per 31.12.1998 und zum Stichtag 31.1.1999 miteinander verglichen.¹⁵¹ In der *Tabelle 1* auf der nächsten Seite sind die Ergebnisse dargestellt. Eine Gegenüberstellung des Reservebestands per Ende Januar 1999 (siehe Spalte 5 dieser Tabelle) mit dem theoretischen Volumen der Devisenreserven unter Berücksichtigung der EZB-Übertragung (siehe Spalte 4 dieser Tabelle) ermöglicht eine Schätzung der mit der Euro-Einführung unmittelbar verbundenen Auflösung von Devisenreserven. Die in der rechten Spalte „Differenz“ der Tabelle 1 ausgewiesenen Salden dürften ein realistisches Bild über den durch die Euro-Einführung bedingten passiven Reserveabbau geben, auch wenn die Zeitreihen vor und nach dem Beginn

¹⁴⁹ Siehe hierzu nochmals Teil I, Kapitel 3.2, dieser Arbeit.

¹⁵⁰ Wie ein Vertreter der De Nederlandsche Bank ausführte, wurde diese Phase gezielt genutzt „... **to scrutinise the balance sheet**, taking into consideration, among others, the foreign exchange and interest rate risks on both the assets and liabilities side. It is likely that other NCBs undertook similar exercises ... by **reducing the overall size of the reserves or by selling Deutsche marks for other currencies.**“ Visser, A.: Recent Changes in Fixed Income Markets and their Impact on Reserve Management by the Netherlands Bank, in: BIZ (Hrsg.): Market Functioning and Central Bank Policy, BIS Papers, Nr. 12, Basel 2002, S. 420 (Hervorhebung durch den Verfasser).

¹⁵¹ Hingegen ist ein Vergleich auf Basis der Reservebestände der NZBen am Jahresende 1998 mit jenen in deren Eröffnungsbilanzen zum 1.1.1999 nicht zielführend. Denn die NZBen haben ihre anteiligen Währungsreserven erst im Verlauf des Januars 1999 an die EZB übertragen; vgl. beispielgebend hierzu die Ausführungen der Deutschen Bundesbank: Geschäftsbericht 1998, a. a. O., S. 198 und S. 205.

des Eurosystems aufgrund einiger definitorischer Änderungen des ESZB nicht unmittelbar miteinander verglichen werden können.¹⁵²

Tabelle 1: Höhe der Devisenreserven der nationalen Zentralbanken vor und nach der Euro-Einführung

Zentralbanken	Stand 31.12.1998	Übertrag an EZB	Theoretischer Stand nach EZB-Übertrag	Stand 31.01.1999	Differenz
(1)	(in Mio. US-Dollar) (2)	(in Mio. US-Dollar) (3)	(in Mio. US-Dollar) (4)	(in Mio. US-Dollar) (5)	(in Mio. US-Dollar) (5)-(4)
Banca d'Italia	25.447,0	7.462,9	17.984,2	19.168,0	1.183,8
Banco de España	52.490,0	4.455,9	48.034,0	47.672,7	-361,3
Banco de Portugal	15.067,0	963,6	14.103,5	6.933,0	-7.170,5
Bank of Finland	8.508,2	700,0	7.808,3	6.150,8	-1.657,5
Banque Centrale du Luxembourg	0	74,8	-74,8	17,8	92,5
Banque de France	38.752,8	8.434,2	30.318,6	27.779,3	-2.539,3
Banque National de Belgique	15.763,0	1.435,9	14.327,2	9.370,7	-4.936,5
Central Bank of Ireland	8.621,9	425,7	8.196,2	5.677,2	-2.519,1
De Nederlandsche Bank	17.536,4	2.143,4	15.393,0	7.874,0	-7.519,0
Deutsche Bundesbank	64.133,0	12.272,0	51.860,9	51.868,0	7,1
Österreichische Nationalbank	20.918,0	1.182,1	19.735,8	14.460,7	-5.275,1
Gesamtbetrag	267.237,4	39.550,5	227.686,9	196.992,1	-30.694,8

Quelle: Eigene Berechnungen; Daten: International Financial Statistics des IWF. Differenzen in den Summen durch Rundung der Zahlen.

Auf der Basis dieser Berechnungen kann ein Rückgang der gesamten Devisenreserven von rund 30,7 Mrd. US-Dollar oder von 11,6 Prozent im Vergleich zum Reservebestand am Jahresende 1998 geschätzt werden. Dieser Betrag erhöht sich um weitere 1,2 Mrd. US-Dollar, wenn nur jene Länder mit einer negativen Veränderung in die Betrachtung einbezogen werden. Damit belief sich zu Beginn des Jahres 1999 der von den NZBen insgesamt zu verzeichnende passive Rückgang ihrer Devisenreserven einschließlich desjenigen, welcher durch die EZB-Erstausrüstung mit Devisenreserven bedingt war, auf rund 70,2 Mrd. US-

¹⁵² In diesem Zusammenhang sind zwei Aspekte von Bedeutung, die durch die Neudefinition der Währungsreserven bedingt sind, welche aber in der Literatur keine Beachtung finden: Erstens erläutert die Banco de Portugal: Annual Report 1999, Lissabon 2000, S. 292, in ihrem Geschäftsbericht, dass die Änderung der Klassifizierungen des Gebietsstatus (Gebietsansässige versus Gebietsfremde) zu einer Erhöhung ihrer offiziellen Währungsreserven führte. Sie ist jedoch die einzige NZB, welche die aus dieser Modifikation resultierende Differenz quantifizierte. Der Betrag war allerdings vergleichsweise gering. Aufgrund der fehlenden Daten lassen sich daher diesbezüglich für das gesamte Eurosystem keine weiteren Rückschlüsse ziehen. Zweitens sind im ESZB nur diejenigen Währungsreserven, über welche die NZBen gemäß Artikel 105 Absatz 2 EGV verfügen, als offizielle Währungsreserven qualifiziert. Somit werden die Reservebestände der Finanzbehörden eines Landes, die vor der Euro-Einführung ebenfalls zu den Währungsreserven zählten, nicht mehr den „offiziellen Währungsreserven“ zugerechnet. Deren Höhe geht aus den Reservestatistiken jedoch nicht hervor, da sie vor der Euro-Einführung nicht separat ausgewiesen wurden.

Dollar.¹⁵³ Dieses Volumen entsprach einem Anteil von insgesamt rund 26 Prozent des Devisenbestands der NZBen am Jahresultimo 1998. Die länderspezifischen Unterschiede des Reserveabbaus im Zusammenhang mit der Euro-Einführung waren bemerkenswert. Diese reflektieren vor allem die historische Bedeutung der D-Mark als Anker- und Reservewährung im EWS. Denn die D-Mark war bis zur Euro-Einführung die bevorzugte Devisen in den Reserveportfolios der NZBen.¹⁵⁴ Wie aus der rechten Spalte der vorstehenden Tabelle 1 ebenfalls ersichtlich ist, hielt demzufolge die Deutsche Bundesbank zum Jahresende 1998 keine europäischen Währungen. Auch in den Jahren vor der Euro-Einführung hatte sie aufgrund ihrer besonderen Rolle im EWS und ihrer Interventionspolitik kaum EWS-Währungen im Bestand.¹⁵⁵ Anhand der vorliegenden Zeitreihen lässt sich allerdings der stärkere Anstieg der italienischen Währungsreserven zu Beginn der EWU nicht erklären, während die Erhöhung der luxemburgischen Reserveposition auf Sonderfaktoren zurückzuführen ist.¹⁵⁶ Die Daten belegen, dass vor allem die NZBen aus Belgien, Irland, den Niederlanden, Österreich und Portugal einen hohen Anteil ihrer Devisenreserven in den europäischen Vorgängervährungen hielten.¹⁵⁷ Demgegenüber sind die negativen Bestandsveränderungen der finnischen, französischen und spanischen NZB prozentual deutlich geringer. Aufgrund der länderspezifisch unterschiedlichen Währungsstrukturen und des gewählten Verteilungsschlüssels für die EZB-Erstdotierung¹⁵⁸ war auch der Beitrag der NZBen zur Erstausrüstung der EZB mit Devisenreserven sehr unterschiedlich: Während z. B. die Deutsche Bundesbank rund 20 Prozent ihrer gesamten Devisenreserven an die oberste Währungsbehörde übertrug, lag der Anteil der Banque Nationale de Belgique nur bei rund 9 Prozent.

Bei einer Beantwortung der **zweiten Frage** ist zu prüfen, ob die NZBen schon vor dem Beginn der dritten Stufe ihre Devisenreservpolitik aufgrund der neuen Rahmenbedingungen angepasst haben. Hinsichtlich der Reservehöhe wurde bereits im Teil I, Kapitel 4.2, dargestellt, dass bis zur Euro-Einführung kein größerer Abbau von Beständen in Drittwährungen erfolgte. Denn das Volumen der gesamten Devisenreserven war in den Jahren von 1990 bis 1998 weitestgehend konstant. Unabhängig von einer Betrachtung der Reservpolitik einzelner

¹⁵³ Der EZB wurden Devisenreserven in Höhe von rund 33,5 Mrd. Euro bzw. 39,5 Mrd. US-Dollar (bewertet mit dem EZB-Referenzkurs zum 4.1.1999) übertragen; zur Erstausrüstung der EZB mit Währungsreserven siehe weiterführend in diesem Teil, Kapitel 3.1.1.

¹⁵⁴ Nach einer Analyse von D. Groß und N. Thygesen lagen die D-Mark-Anteile in den Reserveportfolios der EWS-Zentralbanken innerhalb einer sehr großen Bandbreite von schätzungsweise 33 bis 75 Prozent; vgl. dazu Groß, D.; Thygesen, N.: *European Monetary ...*, a. a. O., S. 170.

¹⁵⁵ Wie bereits dargelegt, nutzte die Deutsche Bundesbank die nach EWS-Realignment übliche Schwäche der eigenen Währung für einen Verkauf der zuvor akkumulierten Devisen. Wenn die D-Mark hingegen schwächer notierte, intervenierte sie vor allem intramarginal mit US-Dollar; vgl. ebenda, S. 170.

¹⁵⁶ Zu den länderspezifischen Devisen-Reservepolitiken siehe in diesem Teil, Kapitel 4.2.2.1.

¹⁵⁷ So im Ergebnis auch Visser, A.: *Recent Changes ...*, a. a. O., S. 420.

¹⁵⁸ Siehe dazu in diesem Teil, Kapitel 3.1.1.

NZBen ist für die Gesamtheit der Mitglieder der EWU allerdings davon auszugehen, dass diese ihre Währungsstrukturen bis zur Euro-Einführung zugunsten von Drittwährungen adjustierten.¹⁵⁹ Eine Überprüfung dieser Hypothese wird zunächst wiederum dadurch erschwert, dass Daten zur Währungszusammensetzung der Devisenbestände nicht veröffentlicht wurden. Allerdings kann der Betrag, welcher vor der Euro-Einführung (ab dem Jahr 1995) aktiv in Drittwährungen umgeschichtet wurde, auf der Grundlage von zwei Publikationen näherungsweise ermittelt werden: So haben **P. R. Masson und B. G. Turtelboom** im Jahr 1997 entsprechende Daten zur konsolidierten Währungsstruktur der von den damaligen EWS-Notenbanken gehaltenen Bestände auf der Grundlage einer vertraulichen Erhebung des IWF aus dem Jahr 1995 veröffentlicht. Die *Tabelle 2* zeigt sowohl die Höhe als auch die Struktur der Devisenreserven der beteiligten Zentralbanken zum Jahresultimo 1995.¹⁶⁰

Tabelle 2: Höhe und Struktur der Devisenreserven der Zentralbanken des Europäischen Währungssystems im Jahr 1995*

Währungen	per 31.12.1995		nach ECU-Konversion		ohne EG-Währungen	
	(in Mrd. US-Dollar)	in %	(in Mrd. US-Dollar)	in %	(in Mrd. US-Dollar)	in %
Gesamtbetrag	340,5	100,0	295,5	100,0	204,7	100,0
US-Dollar	135,9	40,0	171,3	58,0	171,3	83,7
Yen	17,9	5,3	17,9	6,1	17,9	8,7
Schweizer Franken	0,9	0,3	0,9	0,3	0,9	0,4
ECU	80,3	23,6	–	–	–	–
EG-Währungen	90,7	26,6	90,7	30,7	–	–
- D-Mark	68,8	20,2	68,8	23,3	–	–
- Franz. Franc	11,7	3,4	11,7	4,0	–	–
- Pfund Sterling	9,2	2,7	9,2	3,1	–	–
- Niederländischer Gulden	1,0	0,3	1,0	0,3	–	–
Unspezifiziert	14,7	4,3	14,7	5,0	14,7	7,2

* ohne Finnland.

Quelle: Masson, P. R.; Turtelboom, B. G.: Characteristics ..., a. a. O., S. 16.

Demnach hielten die EWS-Zentralbanken zu diesem Stichtag rund 91 Mrd. US-Dollar bzw. rund 31 Prozent ihrer Devisenreserven in europäischen Währungen. Eine weitere Studie im

¹⁵⁹ Vgl. hierzu Visser, A.: Recent Changes ..., a. a. O., S. 426.

¹⁶⁰ Die Daten schließen allerdings auch die Reservebestände der europäischen Zentralbanken ein, welche zum Ende des Jahres 1995 nicht Teilnehmer des EWS waren (z. B. Großbritannien und Italien). Es ist jedoch nicht davon auszugehen, dass dies zu einer signifikanten Verzerrung der Währungsstrukturen führte. Denn erstens war es das erklärte Ziel Italiens, der EWU beizutreten, so dass sich der temporäre Austritt aus dem EWS bezüglich der Struktur der italienischen Devisenreserven kaum ausgewirkt haben dürfte. Zweitens waren die Devisenreserven des Vereinigten Königreichs am Jahresende 1995 mit einer Höhe von 39,2 Mrd. US-Dollar gemäß IWF-Statistik zu gering, um die oben dargestellten Strukturen maßgeblich zu beeinflussen.

Auftrag des Europäischen Parlaments kam zu einem sehr ähnlichen Ergebnis. Diese quantifizierte den Anteil der EWS-Währungen zum Jahresende 1997 ebenfalls auf rund ein Drittel.¹⁶¹ Ein Vergleich mit dem oben genannten Betrag in Höhe von rund 31 Mrd. US-Dollar zeigt somit, dass die NZBen auf dem Weg zur dritten Stufe der EWU schätzungsweise insgesamt rund 60 Mrd. US-Dollar aus den Euro-Vorgängerwährungen in Drittwährungen umgeschichtet haben dürften. Die länderspezifischen Beträge bzw. Anteile an diesen Transaktionen dürften sehr unterschiedlich gewesen sein, wie dies bereits aus der Tabelle 1 zu Beginn dieses Kapitels ersichtlich ist.¹⁶²

Demzufolge hatte die **Euro-Einführung drei wesentliche Effekte** auf die Höhe der Devisenbestände der Mitgliedstaaten: Durch den „passiven“ Umtausch (minus 30,7 Mrd. US-Dollar) und durch die Erstdotierung der EZB (minus 39,5 Mrd. US-Dollar) haben die NZBen Devisenreserven im Gegenwert von rund 70 Mrd. US-Dollar in Euro „umgeschichtet“. Zudem haben sie rund 60 Mrd. US-Dollar bis zur Euro-Einführung aus den Vorgängerwährungen in Drittwährungen eingetauscht und hierdurch einen (noch) stärkeren Rückgang ihrer Fremdwährungsbestände aufgrund der Euro-Einführung vermieden. Diese Transaktionen dürften vor allem den US-Dollar als führende Leitwährung begünstigt haben.

2.1.2 Rechnungslegungsvorschriften für die Währungsreserven

Die Euro-Einführung erforderte eine Harmonisierung der länderspezifisch unterschiedlichen Rechnungslegungsvorschriften der NZBen, um z. B. eine konsolidierte Bilanz des Eurosystems aufstellen zu können. Auch für die Übertragung der Währungsreserven an die EZB und die Ermittlung / Verteilung der monetären Einkünfte in der EWU war ein einheitlicher Bewertungsansatz erforderlich.¹⁶³ Darüber hinaus werden auch für andere Zwecke, z. B. für die Erstellung eines wöchentlichen Ausweises, regelmäßig Berichte auf der Basis einheitlicher und aggregierter Daten des Eurosystems erstellt. Schließlich enthält Artikel 26 der Satzung diesbezügliche Bestimmungen über die Aufbereitung und Veröffentlichung konsolidierter Finanzdaten des ESZB. Daher war bis zum Beginn der dritten Stufe der EWU die

¹⁶¹ Vgl. TEPSA: Der Euro ..., a. a. O., S. 58.

¹⁶² Wie aus der mittleren Spalte der obigen Tabelle 2 zudem hervorgeht, verminderten sich die europäischen Devisenreserven nach der Konversion von ECU in Gold und US-Dollar netto um insgesamt 45 Mrd. US-Dollar. Ebenso zeigt diese Tabelle, dass die europäischen Zentralbanken nach dem Umtausch von ECU und unter Ausklammerung der unspezifizierbaren Währungen lediglich Devisenreserven in Höhe von rund 200 Mrd. US-Dollar hielten. Schätzungen überschüssiger Währungsreserven, welche von einem Einsparpotenzial bei der Reservehaltung von weit über 200 Mrd. US-Dollar ausgingen, überzeichneten daher den diesbezüglichen Einfluss der Euro-Einführung. Dieser Aspekt wird im folgenden Teil, Kapitel 1.2.1, ausführlich betrachtet.

¹⁶³ Vgl. Dickertmann, D.: Neubewertung der Goldbestände der Deutschen Bundesbank im Zielkonflikt, in: Wirtschaftsdienst, 77. Jg., Nr. 7, 1997, S. 392; siehe auch Deutsch, K. D.: Zum Kompromiß bei der Bewertung von Währungsreserven, Deutsche Bank Research, Aktuelle Themen, Nr. 50 vom 31.7.1997, S. 5.

Aufstellung eines gemeinsamen Standards für eine einheitliche Erfassung und Bewertung der wechselseitigen Forderungen und Verbindlichkeiten zwischen der EZB und den NZBen erforderlich.¹⁶⁴

2.1.2.1 Vorbemerkungen

Die Grundsätze für den Jahresabschluss und für die Rechnungslegung im ESZB sind zunächst unter der Projektleitung des EWI erarbeitet worden. Sodann wurden auf den vom EWI-Rat bereits im Jahr 1996 gebilligten „allgemeinen Rechnungslegungsgrundsätzen“ spezielle bilanztechnische Ansätze für die Erfassung der Aktiva und Passiva im ESZB entwickelt, welche in einer Leitlinie der EZB konkretisiert wurden.¹⁶⁵ Diese schreibt den NZBen eine weitgehende Übernahme der Bilanzierungsvorschriften und der Rechnungslegungssystematik vor.¹⁶⁶ Die Anwendung eines Gemeinschaftsstandards erforderte eine umfangreiche Anpassung der nationalen Notenbankgesetze. Denn die neuen Rechnungslegungsvorschriften wichen in einigen Ländern insbesondere bezüglich der marktnahen Bewertung von Währungsreserven teilweise deutlich von den früheren Wertansätzen ab.¹⁶⁷ So bilanzierte z. B. die Deutsche Bundesbank ihre Währungsreserven als Teil des Umlaufvermögens nach dem Anschaffungs- oder Niederstwertprinzip. Zudem begünstigte das damalige Bundesbankgesetz die Bildung „stiller Reserven“.¹⁶⁸ Das von deutscher Seite favorisierte Vorsichts- bzw.

¹⁶⁴ Vgl. EWI: Jahresbericht 1996, Frankfurt a. M. 1997, S. 83.

¹⁶⁵ Die Leitlinie wurde erstmals im Jahr 1998 veröffentlicht und zuletzt im Jahr 2006 (Stand: Dezember 2007) überarbeitet; vgl. EZB: Leitlinie der Europäischen Zentralbank vom 10. November 2006 über die Rechnungslegungsgrundsätze und das Berichtswesen im Europäischen System der Zentralbanken, ABl. L 348 vom 11.12.2006, S. 1 ff.

¹⁶⁶ Im Artikel 2 der Leitlinie wird festgelegt, dass die NZBen ihre nationale Buchhaltung und ihr Berichtswesen „... soweit wie möglich nach den Bestimmungen dieser Leitlinie auszurichten [haben].“ Ebenda, S. 2. Den NZBen verbleiben somit in jenen Bereichen nationale Spielräume, wenn sie nicht-originäre ESZB-Aufgaben betreffen. Die NZBen nutzen diese „Freiheiten“ in einem unterschiedlichen Umfang. Die Deutsche Bundesbank macht sehr eingeschränkt von den eigenen Bilanzierungsmöglichkeiten Gebrauch, so z. B. bei der Bewertung ihres Immobilienvermögens; vgl. dazu Schreiben der Deutschen Bundesbank vom 19.1.2006 an den Verfasser. Allerdings ist festzustellen, dass einige NZBen in den vergangenen Jahren ihre Rechnungslegung auch den ESZB-Standards für jene Bilanzpositionen angepasst haben, welche bislang mittels nationaler Vorschriften bewertet werden konnten. So verwendet beispielsweise die französische Notenbank diese z. B. auch für jene Fremdwährungsaktiva, die nicht zu den Währungsreserven zählen; vgl. Banque de France: Annual Report 2004, Paris 2005, S. 97.

¹⁶⁷ Allerdings bilanzierten einige NZBen wie z. B. die französische oder die irische bereits vor der EWU ihre Gold- und Devisenreserven zu marktnahen Kursen und verbuchten zumeist die unrealisierten Gewinne aus der Neubewertung nicht erfolgswirksam; vgl. hierzu o. V.: Unterschiedliche Verfahrensweisen bei der Bewertung der Goldreserven, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 125 vom 3.6.1997, S. 16; siehe auch Dickertmann, D.: Die Währungsreserven ..., a. a. O., S. 6.

¹⁶⁸ Der § 26 des BBankG in seiner ursprünglichen Fassung schränkte das Wertaufholungsgebot nach § 280 Absatz 1 Handelsgesetzbuch (HGB) ein. Daher standen z. B. die Goldreserven der Deutschen Bundesbank in deren Bilanz zu einem historisch sehr niedrigen Kurs von rund 144 D-Mark pro Feinunze ein; vgl. Duijm, B.: Neubewertung der Währungsreserven der Bundesbank, in: Der Betriebswirt, 38. Jg., Nr. 3, 1997, S. 9. Demzufolge musste diesbezüglich auch das BBankG angepasst werden; vgl. hierzu Deutsche Bundesbank: Änderung des Gesetzes ..., a. a. O., S. 30.

Niederstwertprinzip fand bei den Beratungen der Mitgliedstaaten über die zukünftigen Bilanzierungsstandards im ESZB keine Zustimmung.¹⁶⁹ Denn die Anwendung dessen hätte bei jenen NZBen, welche ihre Währungsreserven marktnah bewerteten, zu erheblichen Abschreibungen geführt. Andere NZBen wiederum bewerteten ihre Reserven zu durchschnittlichen Anschaffungskosten – so z. B. die Banco de Portugal ihre Goldreserven¹⁷⁰ – oder machten den Bewertungskurs in der Bilanz von der Marktentwicklung des Reservemediums abhängig.¹⁷¹ Ebenso waren in diesem Kontext weitere Fragen im Zusammenhang mit dem Übergang zur dritten Stufe der EWU zu prüfen mit dem Ziel, die durch die oben genannten bilanziellen Umstellungen anfallenden Erträge und Aufwendungen der NZBen bis zum Start der EWU von den nachfolgenden Perioden abzugrenzen.¹⁷² Hierzu wurden zum 1. Januar 1999 sämtliche Bilanzpositionen der NZBen einschließlich derjenigen der EZB auf der Grundlage der angepassten Vorschriften gemäß Artikel 29 der bereits zitierten Leitlinie der EZB einer Neubewertung unterzogen. Diese Vorgehensweise führte bei jenen NZBen, die ihre Währungsreserven bis zu diesem Zeitpunkt zu einem niedrigeren Wertansatz bilanzierten, zu Bewertungsgewinnen, welche allerdings nicht unmittelbar ausschüttungsfähig waren.^{173 174} Darüber hinaus realisierten die NZBen durch die anteilige Übertragung von Währungsreserven an die EZB Kursgewinne bzw. -verluste. Diese verbuchten die NZBen jedoch erfolgswirksam in ihren Gewinn- und Verlustrechnungen, da die aus der Übertragung resul-

¹⁶⁹ Vgl. Scheller, H. K.: Kommentar zu Artikel 26 der ESZB-Satzung, in: von der Groeben, H.; Schwarze, J. (Hrsg.): Kommentar ..., Bd. 3, a. a. O., S. 490 (Rn. 9). Die erforderliche Neuregelung der Bilanzierung und Rechnungslegung führte im Jahr 1997 zu einem Konflikt zwischen der Bundesregierung und der Deutschen Bundesbank. Denn nach Ansicht des damaligen Finanzministers, T. Waigel, sollte die Währungsbehörde bereits in diesem Jahr eine Neubewertung ihrer Währungsreserven vornehmen und die hierbei entstehenden Gewinne ausschütten. Aufgrund der ablehnenden Haltung der Deutschen Bundesbank sowie massiver kritischer Reaktionen in der Öffentlichkeit wurde der Plan fallengelassen; siehe hierzu Deutsche Bundesbank: Neubewertung der Gold- und Devisenreserven, in: Monatsbericht, 49. Jg., Nr. 6, 1997, S. 5 f; vgl. auch Dickertmann, D.: Die Währungsreserven ..., a. a. O., S. 7 ff.

¹⁷⁰ Vgl. Banco de Portugal: Annual Report 1999, a. a. O., S. 290. Bei einem niedrigeren Goldpreis wurde bis zum Jahr 1998 ein passivischer Ausgleichsposten in der Bilanz gebildet.

¹⁷¹ So die niederländische NZB bei der Bewertung ihrer Goldreserven. Der Bilanzansatz wurde in einem dreijährigen Rhythmus überprüft. Der Bewertungskurs basierte jeweils auf dem niedrigsten jährlichen Durchschnittspreis (Londoner Goldfixing) während dieses Zeitraums. Zudem wurde dieser noch um einen Abschlag von 30 Prozent gekürzt; vgl. hierzu De Nederlandsche Bank: Annual Report 1999, Amsterdam 2000, S. 197.

¹⁷² Siehe EWI: Jahresbericht 1997, a. a. O., S. 65.

¹⁷³ Die EZB empfahl auf der Grundlage der Vorarbeiten des EWI, die bis zum 1. Januar 1999 aus der Neubewertung gegebenenfalls entstehenden unrealisierten Kursgewinne als nicht-ausschüttungsfähig anzusehen und deswegen in die Neubewertungsrücklage einzustellen; siehe EZB: Leitlinie vom 1. Dezember 1998 über die Rechnungslegungsgrundsätze und das Berichtswesen im Europäischen System der Zentralbanken in der geänderten Fassung vom 15. Dezember 1999 und 14. Dezember 2000, ABl. L 33 vom 2.2.2001, S. 29 (Artikel 29 Absatz 1). Somit können diese erst bei Reservedispositionen (anteilig) aufgelöst werden.

¹⁷⁴ So belief sich beispielsweise die Gesamtsumme der unrealisierten Gewinne der Deutschen Bundesbank gemäß der Eröffnungsbilanz am 1. Januar 1999 auf insgesamt 25,3 Mrd. Euro; vgl. Deutsche Bundesbank: Jahresabschluss für 1998 und Eröffnungsbilanz zum 1. Januar 1999 der Deutschen Bundesbank, Pressemitteilung, Frankfurt a. M., 15.4.1999, <http://www.bundesbank.de/download/presse/pressemotizen/1999/19990415bbk2.pdf> (Stand: 15.1.2006, S. 2).

tierenden Forderungen an die EZB in Euro ausgewiesen werden.¹⁷⁵ So erzielte beispielsweise die Deutsche Bundesbank im Geschäftsjahr 1999 einen Gewinn in Höhe von rund 2 Mrd. Euro aus dem Bestandsübertrag ihrer anteiligen Gold- und Devisenreserven an die oberste Währungsbehörde¹⁷⁶ Dieser wurde allerdings zunächst nicht ausgeschüttet, sondern für eine zeitliche befristete Rückstellungsbildung im Zusammenhang mit den übertragenen Währungsreserven verwendet.¹⁷⁷

2.1.2.2 Bilanzierungsregeln und Besonderheiten der Rechnungslegung

Der EZB-Rat hat gemäß Artikel 26 Absatz 4 der Satzung in der aufgeführten Leitlinie die für das Eurosystem geltenden Rechnungslegungsgrundsätze, Bewertungsvorschriften und Regeln für die Ergebnisermittlung aufgestellt.¹⁷⁸ Sie enthält neben diesen Regelungen auch Vorschriften über die Gliederung der Jahresbilanz sowie Buchungsregeln für verschiedene bilanzwirksame und -unwirksame Transaktionen. Diese Vorschriften zur Rechnungslegung werden von der EZB und von den NZBen einheitlich angewendet, auch wenn den NZBen diesbezüglich in Teilbereichen – wie bereits dargestellt – einige Freiheitsgrade verbleiben.¹⁷⁹ Die EZB-Vorgaben orientieren sich an internationalen Rechnungslegungsvorgaben, den so genannten „International Accounting Standards“ (IAS) bzw. an den hieraus weiterentwickelten „International Financial Reporting Standards“ (IFRS).¹⁸⁰ Dieses Regelwerk wurde im Jahr 2000 auch in den meisten europäischen Ländern für kapitalmarktorientierte Unternehmen zugelassen. Seit dem Jahr 2005 sind sie von denjenigen Unternehmen, die ihren Sitz in der EU haben, bei der Aufstellung ihrer Konzern-Jahresabschlüsse verbindlich anzuwenden.¹⁸¹ Mit Ausnahme des anglo-amerikanischen Raums¹⁸² finden die Grundlagen dieser Rechnungslegung in den vergangenen Jahren auch international eine zunehmende Akzeptanz bei den

¹⁷⁵ Vgl. EZB: Leitlinie vom 10. November 2006 ..., a. a. O., S. 21; siehe hierzu auch Merriman, N.: Financial Reporting in the Eurosystem, in: Courtis, N.; Mander, B. (Hrsg.): Accounting Standards ..., a. a. O., S. 150 (Fn. 9).

¹⁷⁶ Vgl. Deutsche Bundesbank: Geschäftsbericht 1999, Frankfurt a. M. 2000, S. 190 f.

¹⁷⁷ Diese Rückstellung für einen eventuellen Forderungsverzicht gegenüber der EZB wurde dann zum Jahresende 2001 gewinnerhöhend aufgelöst; vgl. Dies.: Geschäftsbericht 2001, a. a. O., S. 210.

¹⁷⁸ Siehe EZB: Leitlinie der Europäischen Zentralbank vom 10. November 2006 ..., a. a. O., S. 1 ff.

¹⁷⁹ Vgl. hierzu Scheller, H. K.: Kommentar zu Artikel 26 ..., a. a. O., S. 492 (Rn. 25).

¹⁸⁰ Zu den Grundlagen der IFRS-Bilanzierung siehe ausführlich Barz, K. u. a.: IAS für Banken, 2. Aufl., hrsg. von Pricewaterhouse Coopers, Frankfurt a. M. 2002, S. 46 ff; vgl. auch Kütting, K.; Reuter, M.: Werden stille Reserven in Zukunft (noch) stiller? - Machen die IFRS die Bilanzanalyse überflüssig oder weitgehend unmöglich?, in: Betriebs-Berater, 60. Jg., Nr. 13, 2005, S. 706 ff.

¹⁸¹ Die EU hat den Mitgliedstaaten Fristen zur Umsetzung der Fair Value-Richtlinie gesetzt, damit die nationalen Bilanzierungsregeln angepasst werden können. Zum Umsetzungsstand in Deutschland siehe Kütting, K.; Keßler, M.: Die Gewinn- und Verlustrechnung nach HGB und IFRS, in: Kapitalmarktorientierte Rechnungslegung, 5. Jg., Nr. 1, 2005, S. 15.

¹⁸² Die in den USA für börsennotierte Kapitalmarktgesellschaften verbindlich anzuwendenden so genannten „US-Generally Accepted Accounting Principles“ (US-GAAP) sind keine internationalen Normen, sondern sind nationales, amerikanisches Bilanzrecht.

Zentralbanken. Diese Entwicklung ist vor allem eine Folge der vom IWF gestellten Anforderungen an eine möglichst hohe Transparenz in der Bilanzierung und dem Gewinnausweis von Währungsbehörden.

Das Konzept dieser Rechnungslegung folgt dem so genannten „fair value-Wertansatz“.¹⁸³ Dieses verfolgt den Grundsatz, dass bestimmte Bilanzpositionen mit einem Marktpreis oder einem marktnahen Preis zu bewerten sind und nicht mit einem anderen Wertansatz, z. B. dem früher in Kontinentaleuropa üblichen Anschaffungs- oder Substanzwert. Vor allem die Bilanzierung von Finanzanlagen und -instrumenten einschließlich jener von Derivaten war von dieser Änderung des Wertansatzes maßgeblich betroffen.¹⁸⁴ Die Anwendung dieser Rechnungslegung hat daher auch einen signifikanten Einfluss auf die Ergebnisermittlung der NZBen, wenn diese nicht bereits vor der EWU eine marktpreisnahe Bewertung ihrer Aktiva und Passiva vornahmen. Denn während die realisierten Ergebnisse aus den reservebezogenen Transaktionen – wie bisher – in der Gewinn- und Verlustrechnung gebucht werden, sind die unrealisierten Erträge bzw. Aufwendungen aus fair value-Wertänderungen – je nach der Eingruppierung der Aktiva bzw. Passiva in das IFRS-Klassifizierungsschema – unterschiedlich zu behandeln: Werden die Aktiva / Passiva in die IFRS-Kategorie „**held for trading**“ eingruppiert, dann sind sämtliche fair value-Änderungen unmittelbar auch ergebniswirksam. Bei einer Zuordnung in die IFRS-Kategorie „**available for sale**“ hingegen müssen sämtliche Wertänderungen erfolgsneutral in der so genannten „Neubewertungsrücklage“, einem passivischen Konto, gebucht werden.¹⁸⁵

Die Währungsreserven in den Bilanzen der EZB und der NZBen können zwar aus methodischen Erwägungen in keine der heute bestehenden IFRS-Kategorien eingruppiert

¹⁸³ Die IFRS definieren den **fair value** als den Betrag, zu dem ein Vermögensgegenstand zwischen sachverständigen, vertragswilligen und voneinander unabhängigen Geschäftspartnern getauscht oder eine Verpflichtung beglichen werden kann. Eine Bewertung gilt als zuverlässig ermittelbar, wenn „... die Schwankungsbreite von plausiblen fair-value-Schätzungen unerheblich ist oder die Wahrscheinlichkeit einzelner Schätzwerte innerhalb der Schwankungsbreite bestimmt und für die Bewertung herangezogen werden können.“ Barz, K. u. a.: IAS ..., a. a. O., S. 183. Diese Schätzungen bzw. Wertansätze können dann herangezogen werden, wenn die Aktiva bzw. Passiva als Finanzinstrumente auf einem aktiven Markt öffentlich notiert sind, von einer unabhängigen Rating-Agentur bewertet werden können oder anerkannte Bewertungsmodelle für ein Finanzinstrument bestehen. Das HGB kennt in diesem Zusammenhang vergleichbare Wertmaßstäbe wie z. B. den Wiederbeschaffungswert. Allerdings müssen nicht sämtliche Finanzinstrumente zum fair value bilanziert werden, z. B. wenn sie bis zur Endfälligkeit gehalten werden; vgl. Huthmann, H.; Hofele, F.: Teilweise Umsetzung der Fair Value-Richtlinie in deutsches Recht und Folgen für die handelsrechtliche Bilanzierung, in: Kapitalmarktorientierte Rechnungslegung, 5. Jg., Nr. 5, 2005, S. 182. Zu den Problemen einer solchen Bewertung siehe Kütting, K.; Reuter, M.: Werden stille Reserven ..., a. a. O., S. 707.

¹⁸⁴ In der IFRS-Terminologie werden als Finanzinstrumente Verträge bezeichnet, die bei einem Kontrahenten zu einem finanziellen Vermögenswert und bei dem anderen zur Entstehung einer finanziellen Verbindlichkeit führen; siehe dazu Barz, K. u. a.: IAS ..., a. a. O., S. 504.

¹⁸⁵ Siehe hierzu ebenda, S. 195 ff.

werden.¹⁸⁶ Sie werden aber als Finanzinstrumente klassifiziert und im Hinblick auf die Bilanzierung und Erfolgsermittlung weitestgehend identisch wie jene Aktiva gebucht, welche der Kategorie „available for sale“ zugeordnet sind. Mit dieser Einstufung würden bei einer regelkonformen Anwendung der IFRS-Standards sowohl die kurs- als auch die währungsbedingten fair value-Änderungen der Währungsreserven ergebnisneutral in die Neubewertungsrücklage eingehen.¹⁸⁷ Erst im Falle eines Verkaufs wären deren Erträge oder Aufwendungen erfolgswirksam in der Gewinn- und Verlustrechnung zu erfassen.

Allerdings wurden die Rechnungslegungspraktiken im ESZB im Vergleich zu den IFRS-Regeln in einigen wesentlichen Punkten verändert. Die Modifikationen sind einerseits auf die zentralbankspezifischen Erfordernisse zugeschnitten und tragen so z. B. dem Umstand Rechnung, dass für die Bewertung der Goldreserven eine strikte Anwendung der IFRS-Regeln einen Verlust an Transparenz bedingen würde. Andererseits wird mit den ESZB-Standards dem Vorsichtsprinzip angesichts der hohen Währungsreserven und der mit der Reservehaltung einhergehenden Risiken in besonderem Maße Rechnung getragen.¹⁸⁸ So wurden folgende Anpassungen vorgenommen:¹⁸⁹

- Während die unrealisierten Gewinne aus einer Neubewertung der Währungsreserven IFRS-konform nicht erfolgswirksam gebucht werden können, werden hingegen die unrealisierten Verluste in der Gewinn- und Verlustrechnung berücksichtigt, wenn sie die vorangegangenen unrealisierten Gewinne aus der Neubewertungsrücklage übersteigen.¹⁹⁰

¹⁸⁶ Die Kategorisierung von Finanzinstrumenten sowie weiteren Aktiva erfolgt nach der IAS-Regel 39. Diese ist jedoch nach herrschender Lehrmeinung für Zentralbanken nicht unmittelbar anwendbar; zu den Gründen vgl. Merriman, N.: *Financial Reporting ...*, a. a. O., S. 151 (Fn. 19); siehe auch Sullivan, K.: *Learning to live with IFRS*, in: *Central Banking*, 16. Jg., Nr. 1, S. 84 f.

¹⁸⁷ Die IFRS sahen bis zum Jahr 2004 ein Wahlrecht für Finanzinstrumente der oben genannten Kategorie vor. Wertänderungen konnten entweder ergebniswirksam oder -unwirksam berücksichtigt werden. Jene, die wechselkursbedingt waren, konnten somit entweder unmittelbar in der Gewinn- und Verlustrechnung oder aber in der so genannten „Währungsrechnungsrücklage“, einem Unterkonto der Neubewertungsrücklage, erfolgsneutral gebucht werden; vgl. Barz, K. u. a.: *IAS ...*, a. a. O., S. 184 f. Seitdem müssen wechselkursbedingte Wertänderungen von Anlageinstrumenten dieser Kategorie im Handelsergebnis ausgewiesen werden. Die NZBen sowie EZB unterscheiden in ihrer Rechnungslegung diesbezüglich ebenfalls Preis- und Wechselkurseffekte, aber nur für ihre Devisenreserven. Denn nach Artikel 7 Absatz 3 der oben genannten EZB-Leitlinie zur Rechnungslegung werden bei dem **Edelmetall die Währungs- und Kursbestandteile nicht separat in der Neubewertungsrücklage gebucht**; vgl. hierzu EZB: Leitlinie vom 10. November 2006 ..., a. a. O., S. 3 (Artikel 7 Absatz 3).

¹⁸⁸ Vgl. dazu EWI: *Jahresbericht 1996*, a. a. O., S. 83.

¹⁸⁹ Für einen detaillierten Vergleich der Abweichungen der IFRS-Regeln von den Standards des ESZB siehe Thornton, L.: *Comparison of Key Standards (IFRS, US GAAP, Eurosystem) with Reference to Central Banks*, in: *Courtis, N.; Mander, B. (Hrsg.): Accounting Standards ...*, a. a. O., S. 121 ff; siehe auch Karrer, F.: *Differences between the Accounting and Reporting Principles in the European System of Central Banks (ESCB) and the International Accounting Standards*, in: *Sullivan, K. (Hrsg.): Transparency in the Central Bank Financial Statement Disclosures*, IMF Working Paper, Nr. 186, Washington, D. C., 2000, S. 54 ff.

¹⁹⁰ Die österreichische NZB merkt diesbezüglich an, dass die als Aufwand gebuchten Fremdwährungskursverluste mit einer Bewertungsrücklage, welche sie vor der EWU gebildet hat, verrechnet werden; vgl. Österreichische Nationalbank: *Geschäftsbericht 1999*, a. a. O., S. 123. Wenn die unrealisierten Verluste aus einer

Im Gegensatz zu den IFRS-Regeln können sie somit nicht auf dem Neubewertungskonto mit künftigen unrealisierten Gewinnen verrechnet werden.¹⁹¹ Sie schmälern unmittelbar den Gewinn der Währungsbehörde in einer Periode. Diese besondere Rechnungslegung kann aber die Grundlage für einen finanziellen Puffer bei möglichen Bewertungsverlusten in den Folgeperioden legen, wenn keine weiteren Wertminderungen der Währungsreserven eintreten. Zudem gilt im Eurosystem der Grundsatz, dass kein so genanntes „netting“ angewendet werden kann: Demnach kann ein unrealisierter Verlust in einer Wertpapiergattung nicht mit dem unrealisierten Gewinn einer anderen Wertpapiergattung, einer anderen Währung oder durch unrealisierte Gewinne aus den Goldreserven kompensiert werden.¹⁹² Demgegenüber können z. B. Geschäftsbanken entweder unrealisierte Gewinne und Verluste aus bestimmten IFRS-Kategorien miteinander verrechnen¹⁹³ oder aber durch ein so genanntes „fair value-hedging“ bzw. „macro-hedging“ wechselkursbedingte Risiken aus Fremdwährungspositionen ergebnisneutral absichern.¹⁹⁴

- Die Bewertung und der Ergebnisausweis von Goldreserven würden die Zentralbanken bei einer regelkonformen Anwendung der internationalen Rechnungslegungsvorschriften grundsätzlich vor größere Probleme stellen. Denn Edelmetalle werden im Regelfall in der IFRS-Kategorie „Rohstoffe“ (commodities) erfasst. Aktiva dieser Kategorie sind sodann zu den – oftmals niedrigeren – Anschaffungskosten zu aktivieren. Diese Klassifizierung hätte zur Folge, dass marktbedingte Wertänderungen dieser Aktiva unmittelbar ergebnisrelevant sind. Im internationalen Vergleich hat sich daher bislang für die Bilanzierung der Goldreserven von Zentralbanken kein einheitlicher Rechnungslegungsstandard durchgesetzt. Selbst jene Notenbanken, welche die IFRS-Regeln weitestgehend anwenden, bilanzieren ihre Edelmetallbestände – so z. B. die US-Notenbank – zu den historisch sehr niedrigen Anschaffungskosten.¹⁹⁵ Die Goldreserven der EZB und der NZBen werden IFRS-untypisch ebenfalls wie Aktiva der Kategorie available for sale bewertet. Sie werden somit zum Marktwert des jeweiligen Stichtags je Quartal in den Bilanzen ange-

Wertpapiergattung die Neubewertungsgewinne nicht übersteigen, können sie mit diesen innerhalb der jeweiligen Wertpapiergattung saldiert werden.

¹⁹¹ So gemäß Artikel 11 Absatz 1 Buchstabe d der EZB: Leitlinie vom 10. November 2006 ..., a. a. O., S. 5.

¹⁹² Dies legt Artikel 11 Absatz 1 Buchstabe e der vorstehenden EZB-Leitlinie fest; vgl. ebenda, S. 5; siehe auch Merriman, N.: Financial Reporting ..., a. a. O., S. 139.

¹⁹³ Siehe hierzu Barz, K. u. a.: IAS ..., a. a. O., S. 953.

¹⁹⁴ Vgl. Huthmann, A.; Hofele, F.: Teilweise Umsetzung ..., a. a. O., S. 183 f; siehe auch Eckes, B. u. a.: Die aktuellen Vorschriften zum Hedge-Accounting (II), in: Die Bank, Nr. 8, 2004, S. 54 ff. Die aus einer Absicherung resultierende Eigenkapitalposition kann erst dann ergebniswirksam aufgelöst werden, wenn die Sicherungsposition geschlossen wird.

¹⁹⁵ Seit dem Ende des Goldstandards im Frühjahr 1973 werden diese in der Bilanz des Fed mit dem damaligen offiziellen Goldpreis von 42,22 US-Dollar je Feinunze bewertet. Für eine ausführliche Darstellung der Gold-Bilanzierungspraxis von Zentralbanken siehe Sermon, C.: Accountancy's golden Puzzle, in: Central Banking, 16. Jg., Nr. 1, S. 74 ff.

setzt. Der marktnahen Bewertung der Goldreserven im Eurosystem lag offenkundig die Einschätzung zugrunde, dass die Bilanzierung „... should ... reflect economic reality and achieve transparency ...“¹⁹⁶ Vor dem Hintergrund der insgesamt sehr hohen Goldreserven im Eurosystem hätte eine Bewertung zu den niedrigeren Anschaffungswerten diesem Prinzip klar widersprochen. Die auch bei den Goldreserven unterschiedliche Behandlung von unrealisierten Gewinnen (ergebnisneutral) und Verlusten (ergebnismindernd) in der Gewinn- und Verlustrechnung im Rahmen der vierteljährlichen Neubewertung trägt wiederum in besonderem Maße dem Vorsichtsprinzip Rechnung. Zudem werden bei der Neubewertung der Goldreserven nur die Wertänderungen in Euro ausgewiesen. Im Gegensatz zu den Devisenreserven werden jene, welche aus Wechselkurseffekten bzw. Kursänderungen resultieren, nicht separat gebucht. Mit dieser Vereinfachung wird ebenfalls von den IFRS-Normen abgewichen. Die Auswirkungen dieser Vorgehensweise auf die Gewinn- und Verlustrechnung und die Entwicklung der Neubewertungsrücklagen der EZB und der NZBen kann jedoch – je nach der möglicherweise unterschiedlichen Kursentwicklung der beiden Bewertungskomponenten – a priori nicht bestimmt werden. Wenn sich, wie dies in der Vergangenheit sehr häufig feststellbar war, der Goldpreis und der US-Dollar gegenüber dem Euro gegenläufig entwickeln, kann diese Vorgehensweise einen neutralisierenden Effekt im Jahresergebnis zur Folge haben.

- Eine weitere Besonderheit ist, dass die marktnahe Bewertung der Währungsreserven und die hieraus resultierende Ermittlung des nicht-realisierten Ergebnisses am Ende eines jeden Quartals durchgeführt werden.¹⁹⁷ Bei den Bewertungsbuchungen werden jedoch im Gegensatz zu den IFRS-Regeln die gegebenenfalls neu entstandenen unrealisierten Verluste, z. B. einer Wertpapiergattung gegenüber dem Vorquartal, direkt ergebniswirksam in die Gewinn- und Verlustrechnung eingestellt.¹⁹⁸ Durch diese Vorgehensweise können somit in den Folgequartalen bis zum Ende des Geschäftsjahres keine Kompensationen für diese Wertpapiergattung in der Neubewertungsrücklage mehr erfolgen, z. B. wenn der Kurs eines Wertpapiers wieder gestiegen ist. Auch diese Besonderheit der Rechnungslegung verdeutlicht erneut eine Präferenz des Eurosystems für das Vorsichtsprinzip.
- Die IFRS-Standards erfordern zwingend, dass das Devisenergebnis von so genannten „monetären Posten“¹⁹⁹ in die Gewinn- und Verlustrechnung eingestellt wird. Da die

¹⁹⁶ Karrer, F.: Differences ..., a. a. O., S. 57.

¹⁹⁷ Die NZBen können allerdings auch in kürzeren Intervallen, z. B. monatlich, eine Neubewertung vornehmen.

¹⁹⁸ So gemäß Artikel 7 Absatz 4 der EZB: Leitlinie der Europäischen Zentralbank vom 10. November 2006 ..., a. a. O., S. 3.

¹⁹⁹ Als solche werden im Besitz befindliche Währungseinheiten sowie Vermögenswerte und Schulden bezeichnet, für die das Unternehmen eine feste oder bestimmbare Anzahl von Währungseinheit erhält oder bezahlen

Devisenreserven im Regelfall in Anlagen investiert sind bzw. werden, welche als „monetäre Posten“ zu qualifizieren sind, wären folglich die aus einer Neubewertung resultierenden wechsellkursbedingten negativen / positiven Wertänderungen auch erfolgswirksam in der Gewinn- und Verlustrechnung zu buchen. Die Modifikationen sehen jedoch vor, dass ausschließlich die nicht-realisierten Kursverluste aus dem Devisenergebnis der Finanzinstrumente in die Erfolgsermittlung eingehen; hingegen werden die unrealisierten Kursgewinne ausschließlich in der Neubewertungsrücklage ergebnisneutral gebucht.²⁰⁰ Eine Anwendung der IFRS-konformen Rechnungslegung hätte nach Meinung von Experten für das Euro-Zentralbankensystem gravierende Nachteile gehabt. So wird insbesondere angeführt, dass „... the distribution of these unrealized gains removes a buffer against future reversal of holding gains, and may ultimately result in the erosion of capital if there are insufficient reserves to cover operating losses at some point in the future. If this occurs, the government may have to re-capitalize the bank, which could have fiscal implications.“²⁰¹

2.1.2.3 Einfluss der Rechnungslegung auf die Reservepolitiken und die Jahresergebnisse der Währungsbehörden

Dem internationalen Trend zugunsten einer höheren Aktualität und Transparenz in der Rechnungslegung haben die Zentralbanken in den vergangenen Jahren auf sehr unterschiedliche Art und Weise Rechnung getragen.²⁰² Während z. B. die US-Notenbank den größten Teil ihrer Währungsreserven, welche z. B. am Jahresende 2005 zu mehr als 60 Prozent aus Gold bestanden, weiterhin sehr vorsichtig bewertet, finden in einer Vielzahl von Ländern inzwischen verstärkt die Grundprinzipien des fair value-Bewertungsansatzes Eingang in die Rechnungslegung von Währungsbehörden.²⁰³ Eine vollständige Übernahme der vorwiegend kapitalmarktorientierten Bilanzierungsregeln würde jedoch weder dem gesetz-

muss. Zu dieser Kategorie zählen z. B. verzinsliche Wertpapiere; siehe hierzu International Accounting Standards Board (Hrsg.): International Accounting Standards 2002 (Deutsche Ausgabe), Stuttgart 2002, S. 21-6.

²⁰⁰ Vgl. EZB: Leitlinie der Europäischen Zentralbank vom 10. November 2006 ..., a. a. O., S. 5 (Artikel 11 Absatz 1 Buchstabe b und c).

²⁰¹ Kurtzig, J. u. a.: Accounting for Reserves, in: Pringle, R.; Carver, N. (Hrsg.): How Countries manage Reserve Assets, London 2003, S. 256. Eine andere Meinung vertritt H. Ferhani. Nach Ansicht des Autors kann eine unterschiedliche Behandlung von realisierten bzw. unrealisierten Gewinnen im Ergebnisausweis dazu führen, dass eine Notenbank ihr Ergebnis „manipuliert“; siehe hierzu Ferhani, H.: Managing Reserves - Implications for Central Bank Balance Sheets, Präsentation des IWF Monetary and Financial System Department anlässlich einer Veranstaltung (Roundtable Discussion) der De Nederlandschen Bank, Amsterdam, 14.10.2005, S. 18 (unveröffentlichtes Dokument).

²⁰² Hierbei standen auch weitere Themenkomplexe im Vordergrund der Diskussionen, so z. B. Fragen nach einer adäquaten Kapitalausstattung von Zentralbanken; vgl. hierzu Stella, P.: Central Bank Financial Strength, Transparency, and Policy Credibility, IMF Working Paper, Nr. 137, Washington, D. C., 2002.

²⁰³ So z. B. in Australien, Japan und Neuseeland; siehe hierzu ebenda, S. 17.

lichen Auftrag der Zentralbanken noch ihrer besonderen Bedeutung und Aufgabenstellung als Bestandteil des öffentlichen Sektors zweckdienlich sein.²⁰⁴ Darüber hinaus würde die strikte Anwendung einer ausschließlich nach den IFRS-Regeln erstellten Notenbankbilanz letztendlich den „Marktwert“ und „Erfolg“ einer Währungsbehörde nicht adäquater widerspiegeln können als eine konservativere Rechnungslegung.²⁰⁵ Insgesamt ist aus Sicht des IWF jedoch eine erhöhte Aktualität und Transparenz der Notenbankbilanzen zu konstatieren und zu begrüßen.

Hingegen führt die kapitalmarktorientierte Rechnungslegung grundsätzlich zu einer erhöhten Schwankung der Jahresergebnisse von Zentralbanken, wenn diese ihre Währungsreserven in der Vergangenheit nicht bereits marktnah bewerteten.²⁰⁶ „This higher volatility is generally poorly understood by the general public and even by the MOF [Ministry of Finance], despite the fact that it is in most part a necessary consequence of the pursuit of central bank’s functional objectives ... As such, it can be easily interpreted by stakeholders as evidence that the central bank is speculating with public resources.“²⁰⁷ Wenn neben einem Mindestbestand weitere Währungsreserven vorgehalten werden müssen – z. B. in einem Festkurssystem zur Verteidigung der Paritäten oder zur Deckung der Geldmenge in einem currency board – sind hohe Marktrisikokosten und eine stärkere Volatilität im Jahresergebnis einer Währungsbehörde systemimmanent.²⁰⁸ In den Fällen, in denen die Zentralbanken über die Höhe ihres Reservebestands unter Beachtung von gesetzlichen oder sonstigen Restriktionen eigenständig entscheiden, können diese allerdings aus risikopolitischen Erwägungen auf ein Minimum reduziert werden. Denn im Vergleich zu den übrigen Aktiva in der Notenbankbilanz bergen die Währungsreserven die höchsten Marktrisiken und können daher die Ertragslage am stärksten

²⁰⁴ In der Literatur wird diesbezüglich insbesondere angeführt, dass Währungsbehörden im Gegensatz zu privaten Unternehmen keine Gewinnmaximierung verfolgen, als Teil des öffentlichen Sektors im Regelfall nicht insolvenzgefährdet sind, besondere makroökonomische Risiken tragen müssen und ihr Eigenkapital nicht börsennotiert ist; siehe hierzu Hawkins, J.: Balance Sheet and Fiscal Operations, in: BIZ (Hrsg.): Fiscal Issues and Central Banking in Emerging Economies, BIS Papers, Nr. 20, Basel 2003, S. 71; vgl. auch Stella, P.: Do Central Banks need Capital?, IMF Working Paper, Nr. 83, Washington, D. C., 1997, S. 8 ff.

²⁰⁵ Nach Meinung von Experten müsste dann beispielsweise der „Franchisewert“ aus dem Geldemissionsrecht einer Zentralbank bewertet werden. Nach Einschätzung von R. Pringle: Why Central Banks need Capital, in: Central Banking, 14. Jg., Nr. 1, S. 77, läge dann z. B. der Marktwert der US-Währungsbehörde mit ca. 1,5 Bio. US-Dollar über einem Vielfachen des Börsenwertes von Microsoft, einem der weltweit in Bezug auf seine Marktkapitalisierung größten Unternehmen; andere – und vor allem volkswirtschaftlich relevante – Erfolgsfaktoren von Notenbanken wie beispielsweise die Stabilität des Finanzsektors eines Landes lassen sich aber kaum oder nicht exakt quantifizieren; siehe hierzu Hawkins, J.: Central Bank ..., a. a. O., S. 71.

²⁰⁶ Zum Einfluss der IFRS-Rechnungslegung auf das Portfoliomanagement von Zentralbanken siehe Kurtzig, J. u. a.: Accounting ..., a. a. O., S. 261.

²⁰⁷ Ferhani, H.: Managing Reserves ..., a. a. O., S. 12.

²⁰⁸ Zentralbanken sichern im Regelfall diese Risiken nicht oder nicht vollständig durch gegenläufige Transaktionen wie z. B. durch Termingeschäfte ab. Einige NZBen nutzen aber seit der Euro-Einführung verstärkt derartige Instrumente zur Steuerung ihrer Marktrisiken; siehe hierzu in diesem Teil, Kapitel 4.4.

beeinträchtigen.²⁰⁹ Eine Notenbankpolitik, welche grundlegend auf eine Minimierung der finanziellen Risiken oder aber auf eine Steigerung der (risikoadjustierten) Erträge ausgerichtet ist, wird daher der Reservehöhe eine besondere Beachtung schenken.²¹⁰ Das Ausweichen im Reservemanagement auf risikoreduzierende Strategien, z. B. mittels einer Anlage in verzinsliche Fremdwährungsanlagen mit einer sehr kurzen Duration, ist einerseits wegen des nur geringen Einflusses von Zinsänderungen im Vergleich zu Wechselkursbewegungen auf die Höhe der Marktrisiken nur bedingt zielführend. Andererseits birgt eine solche Strategie durch die Wiederanlagerisiken bei sinkenden Zinsen die Gefahr hoher Opportunitätskosten im Portfoliomanagement. Diese können in Abhängigkeit von der Renditeentwicklung an den internationalen Geld- und Kapitalmärkten erheblich sein, wie dies in den vergangenen Jahrzehnten wegen eines säkularen Zinssenkungstrends der Fall war.

Diese Rahmenbedingungen können sich auf die Reservepolitik vor allem dann nachhaltig auswirken, wenn die Währungsbehörde z. B. in Relation zu ihrer Bilanzsumme einen hohen Reservebestand hält. Eine marktorientierte Bewertung von Währungsreserven kann je nach Umfang, Struktur und Management der Währungsreserven somit eine höhere Volatilität der jeweiligen Aktiva und damit auch – in Abhängigkeit von den Rechnungslegungsprinzipien – des Gewinnausweises bedingen, wie aus dem *Schaubild 3* auf der nächsten Seite hervorgeht. Dies kann zu einer Hypothek für die Ertragslage einer Notenbank werden.²¹¹ Hiervon wird

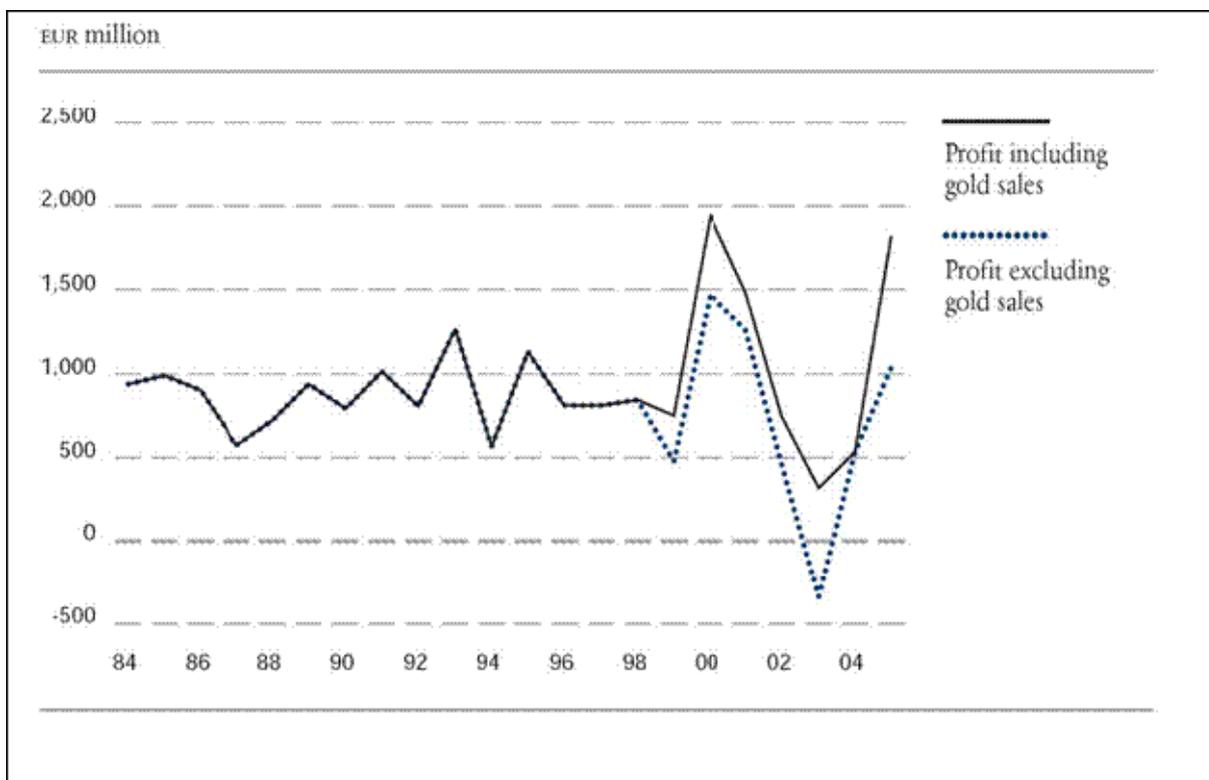
²⁰⁹ Vgl. Boertje, B.; van der Hoorn, H.: Managing Market Risks - A Balance Sheet Approach, in: Bernadell, C. u. a. (Hrsg.): Risk Management ..., a. a. O., S. 230. Dieser Aspekt wird im folgenden Teil in den Kapiteln 3.1.1 und 3.2.1 ausführlich untersucht.

²¹⁰ Ein Modell zur Optimierung von Notenbankbilanzen unter Einschluss der Währungsreserven für Ein- und Mehrjahresperioden haben B. Boertje und H. van der Hoorn von der niederländischen NZB entwickelt. Hierzu erweitern sie den VaR-Ansatz um das Konzept des potenziellen Verlusts. Dieser ist definiert als das VaR der Aktiva abzüglich des erwarteten Ertrags der Aktiva. Auf der Grundlage einer Simulation der potenziellen Verluste bzw. Erträge der Aktiva wird in einem weiteren Schritt die optimale Höhe bzw. Gewichtung der Aktivpositionen in einer Notenbankbilanz bestimmt. Diese Optimierung basiert auf der Nutzenfunktion einer Zentralbank, welche z. B. jährlich eine maximale Verlustobergrenze oder einen Mindestertrag festlegt. Zudem werden weitere Modellrestriktionen wie z. B. Unter- und Obergrenzen für einzelne Aktiva berücksichtigt; siehe hierzu ebenda, S. 227 ff. Die Ableitung des Ergebnisses basiert auf dem aus der Portfoliotheorie bekannten klassischen Optimierungsmodell, welches im Teil I, 4.4.1.2, dargestellt wurde. Die niederländische NZB setzt einen solchen portfoliotheoretischen Ansatz ein und berechnet auf dessen Grundlage das so genannte „vermeidbare und unvermeidbare Marktrisiko“ ihrer Aktiva. Das unvermeidbare Marktrisiko ist ein theoretischer Wert, der in ihrem Risikomanagement als Steuerungsgröße eingesetzt wird. Bei der Berechnung wird unterstellt, dass die Devisen- und Goldreserven auf ein Minimum reduziert werden können und der Gegenwert in jene Aktivposition mit dem vergleichsweise niedrigsten Marktrisiko angelegt wird; vgl. hierzu De Nederlandsche Bank: Annual Report 2002, Amsterdam 2003, S. 147. Die NZB hat jedoch keine weiteren Einzelheiten zur Ausgestaltung ihres Modells publiziert, z. B. zur Berechnung des vermeidbaren Marktrisikos. Eine diesbezügliche Anfrage des Verfassers wurde von ihr nicht beantwortet.

²¹¹ So führte das Mitglied des Direktoriums der schweizerischen Notenbank, P. M. Hildebrand: SNB's Performance against the Background of Financial Market Developments, BIS Review, Nr. 86, 2005, S. 1 f, aus, dass die jährliche Rendite des Reserveportfolios in den vergangenen zwanzig Jahren erheblichen Schwankungen in einer Bandbreite von plus 20 bis minus 25 Prozent unterlag; vgl. dazu auch Stella, P.: Do Central ..., a. a. O., S. 15.

möglicherweise auch deren Eigenkapitalausstattung belastet.²¹² Im Eurosystem wurden die Rechnungslegungsstandards zwar so angepasst, dass sie hinsichtlich der Bilanzierung von Währungsreserven verschiedene Puffer zur Dämpfung des Ergebniseinflusses vorsehen. Somit wurde einerseits dem internationalen Trend zu einer transparenteren Bilanzierung durchaus Rechnung getragen, z. B. durch die Offenlegung „stiller Reserven“. Andererseits wurde die Rechnungslegung aber so gestaltet, dass die Gewinnausweise volatiler werden und vor allem durch die Wechselkursentwicklung des Euro phasenweise stark belastet werden können, wie dies exemplarisch aus dem nachstehenden Schaubild 3 hervorgeht.

Schaubild 3: Gewinnentwicklung der niederländischen Zentralbank von 1984 bis 2004



Quelle: De Nederlandsche Bank: Annual Report 2005, Amsterdam 2006, S. 116.

So musste beispielsweise die EZB bereits im ersten vollen Geschäftsjahr 1999 einen Verlust in Höhe von rund 247 Mio. Euro ausweisen. Dieser war in erster Linie das Ergebnis von Abschreibungen auf die Finanzanlagen ihrer Devisenreserven in Höhe von rund 600 Mio.

²¹² Die Ertragserzielung ist – wie bereits dargestellt – für Notenbanken von einer untergeordneten Bedeutung bei der Verfolgung ihres gesetzlichen Auftrags. Wenn jedoch durch die Inkaufnahme hoher Marktrisiken das Eigenkapital vermindert wird, kann dies möglicherweise ihren Handlungsspielraum einengen und somit auch ihre Unabhängigkeit gegenüber Dritten, vor allem den politischen Instanzen des Landes, nachhaltig gefährden; siehe dazu Stella, P.: Do Central ..., a. a. O., S. 16 f. In der jüngeren Literatur besteht daher ein Konsens, dass eine **Notenbank auf Dauer zumindest ein ausgeglichenes Jahresergebnis** erzielen sollte; siehe hierzu auch Teil III, Kapitel 2.2.3, dieser Arbeit.

Euro.²¹³ Die im selben Geschäftsjahr angefallenen unrealisierten Gewinne auf Fremdwährungsanlagen in Höhe von fast 6 Mrd. Euro, welche vor allem aus der kräftigen Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar resultierten, konnten entsprechend der dargelegten asymmetrischen Rechnungslegungspraxis nicht verlustreduzierend angesetzt werden.²¹⁴ Denn diese wurden in der Neubewertungsrücklage ergebnisneutral verbucht. Im Geschäftsjahr 2005 hingegen musste die EZB ihren gesamten operativen Jahresüberschuss in Höhe von rund 1 Mrd. Euro zum Aufbau einer Rückstellung für Währungsrisiken verwenden, da die gesamten Neubewertungsreserven aufgezehrt waren.²¹⁵

Ebenso wiesen die NZBen z. B. in den Jahren 2003 und 2004 infolge einer starken Abwertung des US-Dollar gegenüber dem Euro in der Mehrheit erhebliche Rückgänge ihrer Jahresergebnisse aus: So sank z. B. das Bilanzergebnis der Deutschen Bundesbank im Jahr 2003 gegenüber dem Vorjahr von über 5 Mrd. Euro auf 248 Mio. Euro. Auch im Folgejahr blieb ihr Jahresüberschuss mit 676 Mio. Euro deutlich unter den Planungen des deutschen Finanzministers, der ein jährliches Ergebnis von 2 Mrd. Euro in den Haushaltsplan eingestellt hatte. Denn in diesem Geschäftsjahr wurde die Gewinn- und Verlustrechnung der Deutschen Bundesbank durch Abschreibungen auf die Dollarpositionen um rund 2,1 Mrd. Euro belastet, da für diese keine Bewertungsreserven mehr in der Neubewertungsrücklage bestanden.²¹⁶ Ein Jahresverlust konnte nur durch bilanzielle Ausgleichsmaßnahmen vermieden werden.²¹⁷ Aufgrund der Höhe ihrer Devisenreserven hatten auch andere „große“ NZBen erhebliche Aufwendungen zu verkraften. Für das Geschäftsjahr 2003 verzeichnete beispielsweise die Banque de France einen Verlust in Höhe von 179 Mio. Euro.²¹⁸ Diese Entwicklung veranlasste sie in Abstimmung mit dem französischen Finanzministerium zu einer Neuausrichtung ihrer Reservepolitik: So wurde beschlossen, einen Teil der Goldreserven zu veräußern und den Gegenwert der realisierten Gewinne aus der (anteiligen) Auflösung der Neubewertungsrücklage einem separaten Portfolio der NZB zuzuführen.²¹⁹ Die Banca d'Italia musste ebenfalls im Geschäftsjahr 2003 nennenswerte Abschreibungen auf ihre Währungspositionen in Höhe von rund 4,6 Mrd. Euro vornehmen und bilanzielle Maßnahmen zur Ergebnisglättung

²¹³ Vgl. EZB: Geschäftsbericht 1999, a. a. O., S. 152 und S. 160.

²¹⁴ Siehe ebenda, S. 158.

²¹⁵ Vgl. ebenda, S. 204. Die NZBen mussten daher – wie bereits im Vorjahr – auf die Zuweisung ihres Gewinnanteils aus der Rückverteilung des EZB-Seigniorage-Einkommens verzichten.

²¹⁶ Vgl. Deutsche Bundesbank: Geschäftsbericht 2004, a. a. O., S. 173.

²¹⁷ Hierzu hat sie vorrangig „sonstige Erträge“ durch die Teilausbuchung von D-Mark-Banknoten in Höhe von rund 1,2 Mrd. Euro vereinnahmt; siehe hierzu ebenda, S. 176.

²¹⁸ Vgl. Banque de France: Annual Report 2003, Paris 2004, S. 122.

²¹⁹ Siehe o. V.: Central Banks feel ..., a. a. O., S. 66

einsetzen.²²⁰ Nur wenige NZBen konnten sich diesem Trend in den vergangenen Jahren entziehen und positive Jahresergebnisse vorlegen.²²¹

Nach Darstellung der EZB hat die kapitalmarktnahe Bilanzierung bislang keinen Einfluss auf ihr Reserve- bzw. Portfoliomanagement.²²² Die Mehrheit der NZBen hingegen hat aufgrund der veränderten Aufgabenstellung im Eurosystem mit einer Reihe von Maßnahmen auf die neuen Herausforderungen im Reservemanagement reagiert. Hierbei wurden nicht nur die Reservebestände teilweise drastisch vermindert und / oder die Währungsrisiken vermehrt abgesichert oder reduziert, sondern auch weitere Schritte eingeleitet.²²³

- Bei einigen NZBen wurden die gesetzlichen Regelungen für die Ausschüttungspolitik verändert bzw. flexibilisiert, um den hohen Marktrisiken, welche aus der Reservehaltung resultieren, angemessen Rechnung tragen zu können. So wurde beispielsweise der **De Nederlandsche Bank** die Möglichkeit einer erhöhten Rücklagenbildung eingeräumt. Grundsätzlich führt sie einen festgelegten Satz von 95 Prozent ihres Jahresergebnisses an den Staat ab. Seit dem Beginn der EWU werden jedoch zur Stärkung des Eigenkapitals die ausschüttbaren Erträge aus einem Verkauf von Goldreserven einem speziell dafür eingerichteten Konto gutgeschrieben.²²⁴ Zudem kann diese NZB seit dem Jahr 2004 über einen Zeitraum von maximal sechs Jahren bei der Ermittlung des ausschüttbaren Jahresergebnisses die realisierten Fremdwährungsgewinne mit den realisierten Fremdwährungsverlusten verrechnen und somit ihr Eigenkapital „schonen“.²²⁵ Ebenso kann die **Banque Nationale de Belgique** seit dem Geschäftsjahr 2005 ihre Erträge aus dem anteiligen Verkauf von Goldbeständen in ein so genanntes „special unavailable account“ auf der Passivseite ihrer Bilanz einstellen. Lediglich die Zinserträge aus der Gegenanlage dieser Mittel werden in die jährliche Erfolgsrechnung einbezogen.²²⁶ Ihr wurde darüber hinaus auch die Möglichkeit eingeräumt, die Erträge aus einem anteiligen Verkauf von Devisenreserven entweder auszuschütten oder aber als Puffer in Form einer Rückstellung für künftige Abschreibungen zu nutzen.²²⁷ Ebenso hat die **Banco de España** im Jahr 2005 ihre gesetzlich festgelegte Gewinnabführungsquote adjustiert. Im Gegensatz zu der bisherigen Vorgehensweise – mindestens 90 Prozent des Jahresergebnisses mussten ausge-

²²⁰ Vgl. o. V.: Central Banks feel ..., a. a. O., S. 66 f.

²²¹ Dies waren insbesondere jene NZBen, die ihre Währungsreserven stärker abgebaut haben wie z. B. die österreichische, portugiesische und spanische NZB; zur Reservepolitik der NZBen siehe in diesem Teil, Kapitel 4.2.2.1.

²²² Siehe Schreiben der EZB vom 27.1.2006 an den Verfasser.

²²³ Die nationalen Reservepolitiken werden ausführlich in diesem Teil, Kapitel 4.2, analysiert.

²²⁴ Siehe De Nederlandsche Bank: Annual Report 1999, a. a. O., S. 183.

²²⁵ Vgl. Dies.: Annual Report 2005, a. a. O., S. 116; siehe auch o. V.: Central Banks feel ..., a. a. O., S. 67.

²²⁶ Vgl. Banque Nationale de Belgique: Report 2005 - Annual Accounts, a. a. O., S. 97.

²²⁷ Siehe dazu ebenda, S. 91.

schüttet werden – kann sie nunmehr bei der Ergebnisermittlung einen Teil der Erträge für die Stärkung ihrer Bilanzsubstanz verwenden.²²⁸

- Darüber hinaus nutzt ein Großteil der NZBen vermehrt die bilanziellen Spielräume der Rechnungslegung im Eurosystem. Soweit dies aus den Geschäftsberichten ersichtlich ist, haben sie die Liquidität aus dem Verkauf ihrer Währungsreserven zu einem hohen Anteil für den Aufbau eines Euro-Portfolios eingesetzt.²²⁹ Diese Vorgehensweise hat für die NZBen nicht nur risikopolitische, sondern auch erhebliche bilanzielle Vorteile. Denn Euro-Wertpapiere, welche gemäß den ESZB-Rechnungslegungsstandards dem „sonstigen Anlagevermögen“ zugerechnet werden können, müssen im Gegensatz zu den Währungsreserven nicht marktnah bilanziert werden. Vergleichbar der IFRS-Regelung für sogenannte „held to maturity“-Finanzinstrumente können diese Aktiva zu den Anschaffungskosten bewertet werden.²³⁰ Folglich sind Wertänderungen dieser Anlageinstrumente grundsätzlich nur bei einem Verkauf ergebnisrelevant und mindern ausschließlich erst dann das Jahresergebnis, wenn der erzielte Marktpreis den Anschaffungswert unterschreitet.²³¹ Die Anwendung dieser Bilanzierungsregel erforderte in einigen Ländern eine Novellierung der Notenbankgesetze.²³² Seit dem Jahr 2004 profitieren so beispielsweise die **Banque de France**, die **Central Bank of Ireland** und die **Österreichische Nationalbank** von diesem erweiterten Handlungsspielraum.²³³

²²⁸ Vgl. hierzu die Stellungnahme der EZB: Opinion of the European Central Bank of 11 August 2005 at the Request of the Spanish Secretary of State for the Economy on a Draft Royal Degree on the Arrangements for the Payment of the Banco de España's Profits to the Treasury, http://www.ecb.int/ecb/legal/pdfen_con_2005_30_f_sign.pdf (Stand: 27.2.2006).

²²⁹ In der konsolidierten Bilanz des Eurosystems hat sich folglich die Position „Wertpapiere in Euro von Ansässigen des Euro-Währungsgebiets“ seit dem Beginn der EWU stark erhöht. In der Eröffnungsbilanz belief sich deren Wert auf insgesamt 21,7 Mrd. Euro und resultierte vor allem aus jenen Euro-Anlagen, welche die NZBen aus dem Tausch ihrer Vorgängerwährungen erwarben. Zum Jahresende 2005 war dieser Aktivposten sprunghaft um 70,7 Mrd. Euro auf 92,4 Mrd. Euro angestiegen; vgl. Dies.: Jahresbericht 2005, a. a. O., S. 214. Ein Vergleich dieses Betrages mit der Höhe des (reduzierten) Volumens der Devisenbestände, welche in diesem Zeitraum um insgesamt 62,4 Mrd. Euro sanken, lässt den Schluss zu, dass die NZBen den Gegenwert offenkundig vorrangig in Euro-Wertpapiere umgeschichtet haben; siehe hierzu in diesem Teil, Kapitel 4.2.2.1.

²³⁰ Finanzanlagen können in diese Kategorie eingeordnet werden, wenn sie einen Fälligkeitstermin aufweisen und der Erwerber diese bis zur Fälligkeit hält; vgl. Barz, K. u. a.: IAS ..., a. a. O., S. 257.

²³¹ Die Vorschriften des ESZB sehen für diese Finanzanlagen ein Wahlrecht vor. Dieses ermöglicht eine Bilanzierung dieser Anlageinstrumente zu den Anschaffungskosten anstelle einer marktnahen Bewertung; vgl. dazu EZB: Leitlinie der Europäischen Zentralbank vom 10. November 2006 ..., a. a. O., S. 24 (Anhang 4). Folglich sind negative Wertänderungen dieser Finanzinstrumente während der Haltedauer nicht ergebnisbelastend zu verbuchen.

²³² So hat beispielsweise die österreichische NZB im Jahr 2004 ein fair value-Bewertungsgesetz im nationalen Handelsgesetzbuch eingeführt; vgl. hierzu Österreichische Nationalbank: Geschäftsbericht 2004, Wien 2005, S. 85.

²³³ Siehe Banque de France: Annual Report 2005, Paris 2006, S. 56, und Central Bank of Ireland: Annual Report 2004, Dublin 2005, S. 37, sowie Österreichische Nationalbank: Geschäftsbericht 2004, a. a. O., S. 97.

- Des Weiteren hat die **Banque de France** mit ihrem Anteilseigner Sonderregeln für die Übernahme von Risiken aus der Reservehaltung getroffen. Die Vereinbarung sieht vor, dass der französische Staat anfallende Verluste aus den Währungsreserven übernimmt, wenn die Neubewertungsrücklage der NZB aufgezehrt ist. Die EZB hat diese Vorgehensweise in einer Stellungnahme ausdrücklich positiv bewertet, da sie die finanzielle Unabhängigkeit der Banque de France untermauert.²³⁴
- Schließlich haben einige NZBen wie z. B. die **Central Bank of Ireland** oder die **De Nederlandsche Bank** ihre Währungsreserven in erheblichem Umfang gegen Wechselkursrisiken abgesichert.²³⁵ Einige NZBen nutzen überdies im Rahmen ihres Reserve-managements eine Vielzahl neuer Anlageklassen und -instrumente, um den Diversifikationsgrad ihrer Währungsreserven aus Risiko- und Ertragsüberlegungen zu verbessern.²³⁶

Somit kann zusammenfassend festgehalten werden, dass die veränderte Rechnungslegung im Eurosystem die Reservepolitiken der NZBen nachhaltig beeinflusst hat. Risikopolitische Aspekte haben diesbezüglich erheblich an Bedeutung gewonnen. Folglich haben einige NZBen auf die veränderten, erschwerten Rahmenbedingungen reagiert und auch ihre Bilanzierung und Gewinnermittlungspraxis angepasst, um ihre Marktrisiken effizienter als in der Vergangenheit zu steuern.

2.2 Bedeutung der Wechselkurspolitik im Eurosystem

Die Einführung des Euro hat nicht nur bezüglich der Definition der Währungsreserven sowie der Rechnungslegungspraxis Auswirkungen auf die Reservepolitiken der NZBen. Denn die Ausgestaltung der Wechselkurspolitik in der EWU beeinflusst im Wesentlichen auch die Reservehaltung der EZB. Daher wird dieser Aspekt im Folgenden untersucht.

2.2.1 Rolle der Wechselkurspolitik im Rahmen der geldpolitischen Strategie des Eurosystems

Die Gründung der EWU hat die Bedeutung der europäischen Wechselkurspolitik signifikant verändert. Wie im Teil I, Kapitel 3.2, aufgezeigt wurde, haben in diesem Kontext zum einen vor allem strukturelle Faktoren die Relevanz des Außenwertes in der EWU in Bezug auf zentrale makroökonomische Einflussgrößen wie z. B. das BIP oder die Inflationsentwicklung in den Hintergrund treten lassen. So waren die Teilnehmerländer vor der Einführung des Euro

²³⁴ Vgl. EZB: Opinion of the European Central Bank of 13 February 2004 at the Request of the French Ministry of Economic Affairs, Finance and Industry on a Draft Article of a Finance Law, http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/en_con_2004_6_f_sign.pdf (Stand: 4.2.2006).

²³⁵ Siehe hierzu in diesem Teil, Kapitel 4.2.2.1.

²³⁶ Zum Anlagemanagement der NZBen siehe weiterführend in diesem Teil, Kapitel 4.4.

sehr offene Volkswirtschaften. Dieser Offenheitsgrad hat sich mit dem Beginn der EWU deutlich vermindert.²³⁷ Der Einfluss von Wechselkursbewegungen auf den gemeinsamen Währungsraum und auf die landesspezifischen makroökonomischen Variablen der Teilnehmerländer hat somit seit Gründung der EWU signifikant abgenommen und liegt auf einem vergleichbaren Niveau wie in den Vereinigten Staaten.²³⁸

Wie zudem in diesem Teil, Kapitel 1.2, dargelegt wurde, hat zum anderen im Eurosystem das Ziel der Preisstabilität oberste währungspolitische Priorität. Daher verfolgt die EZB weder implizit noch explizit die Steuerung eines bestimmten Außenwertes des Euro gegenüber Drittwährungen.²³⁹ Die Wechselkurspolitik ist als ein Element in die geldpolitische Strategie des Eurosystems eingebettet und diesem obersten Ziel untergeordnet.²⁴⁰ In der stabilitätsorientierten geldpolitischen Strategie der EZB wird die Rolle der Wechselkurspolitik in nur zwei Sätzen abgehandelt: „Unter den gegenwärtigen Umständen – die weder eine förmliche Wechselkursvereinbarung noch eine generelle Richtungsweisung zeigen – ist der Euro-Wechselkurs das Resultat aktueller und erwarteter Geld- und anderer Politiken sowohl im Euro-Währungsgebiet und anderswo wie der Aufnahme dieser Politiken seitens der Marktteilnehmer. Da die geldpolitische Strategie des Eurosystems kein Wechselkursziel für den Euro beinhaltet, sieht sich die Aufgabe der Fokussierung auf die Wahrung der Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet vereinfacht.“²⁴¹ Auch wegen der Größe der EWU scheidet der Wechselkurs als Zwischenziel für die Währungspolitik aus.²⁴² Zudem haben führende EZB-

²³⁷ Wie im Teil I, Kapitel 3.2, dargelegt wurde, sank der Anteil der Exporte und Importe am BIP der Gemeinschaft von rund 53 auf 26 Prozent im Jahr der Euro-Einführung. Im Jahr 2005 erhöhte sich diese Quote vor allem wegen des starken weltwirtschaftlichen Wachstums wieder auf rund 30 Prozent; siehe hierzu Trichet, J.-C.: *The Process of Economic, Monetary and Financial Integration in Europe*, Text of the Jean Monnet Lecture at the European Business School, London, 29.11.2006, BIS Review, Nr. 117, 2006, S. 3. Es ist an dieser Stelle darauf hinzuweisen, dass in der Literatur zum Teil eine abweichende Berechnung des Offenheitsgrades Verwendung findet. Bei dieser werden die Importe und Exporte durch den Faktor 2 dividiert und dann in Relation zum nominalen BIP eines Landes oder einer Währungsunion gesetzt; siehe beispielsweise Hefeker, C.: *Die europäische Währungsintegration nach dem zweiten Weltkrieg - Politik, Ideologie oder Interessen?*, HWWA Discussion Paper, Nr. 347, hrsg. vom Hamburgischen Welt-Wirtschafts-Archiv, Hamburg 2006, S. 17. Daher können sich die veröffentlichten Daten zum Offenheitsgrad des Euroraums beträchtlich unterscheiden.

²³⁸ Deren Quote lag im Jahr 2000 bei 26,2 und jene Japans bei 20,1 Prozent; vgl. hierzu Squalli, J.; Wilson, K.: *A new Approach to measuring Trade Openness*, Zayed University Research Paper, Dubai 2006, S. 24 und S. 26.

²³⁹ Siehe hierzu EZB: *Die stabilitätsorientierte ...*, a. a. O., S. 45.

²⁴⁰ Die EZB hat ihre geldpolitische Strategie, das so genannte „Zwei-Säulen-Konzept“ (monetäre und wirtschaftliche Analyse) Ende des Jahres 1998 bekannt gegeben und im Jahr 2003 einer Revision unterzogen; siehe hierzu Dies.: *Ergebnis der von der EZB durchgeführten Überprüfung ihrer geldpolitischen Strategie*, in: *Monatsbericht*, Juni 2003, S. 87 ff.

²⁴¹ Dies.: *Die stabilitätsorientierte ...*, a. a. O., S. 45; so auch Wyplosz, C.: *A Review of the Monetary Situation in the Euro Zone and an Analysis of the Possibilities of International Monetary Cooperation between the Euro-Dollar- and Yen-Zones*, Briefing Paper for the Committee on Economic and Monetary Affairs, Strasburg, 14.3.2000, http://www.europarl.europa.eu/comparl/econ/emu/5th_leg_en.htm (Stand: 10.7.2004, S. 11).

²⁴² So Görgens, E. u. a.: *Europäische Geldpolitik ...*, a. a. O., S. 196.

Vertreter wiederholt darauf hingewiesen, dass.²⁴³

- ein Wechselkursziel in der EWU auf längere Sicht einen Konflikt mit dem Primärziel bedeuten könne,
- eine grundsätzliche Steuerbarkeit der Wechselkurse durch die Währungsbehörde angezweifelt wird und
- eine stabilitätsorientierte makroökonomische Politik die wesentliche Grundlage für stabile Wechselkurse ist.

Anders formuliert: Die Wechselkursstrategie des Eurosystems gründet auf der Annahme, dass der Außenwert der Gemeinschaftswährung grundsätzlich weder gesteuert werden soll noch steuerbar ist. Allerdings betont die EZB auch, dass sie sowohl fundamental ungleichgewichtige Wechselkurse als auch eine hohe Volatilität des Außenwertes der Gemeinschaftswährung für problematisch erachtet. Denn diese können ihrer Ansicht nach sowohl die Inflationsprognosen als eine wesentliche Grundlage ihrer Geldpolitik erschweren als auch die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum behindern.²⁴⁴ Der Euro-Wechselkurs ist somit ein Bestandteil der Variablen bzw. Indikatoren, welche sie bei ihren geldpolitischen Entscheidungen berücksichtigt; er ist aber weder „... an intermediate target nor a policy objective.“²⁴⁵ Im Rahmen der EZB-Strategie findet die Wechselkursentwicklung sowohl Beachtung bei der Einschätzung der künftigen monetären und wirtschaftlichen Entwicklung in der Eurozone als auch im Rahmen der Inflationseinschätzung der EZB. Welches Gewicht sie dem Wechselkurs in diesem Kontext beimisst, kann jedoch nicht eindeutig bestimmt werden.²⁴⁶ Denn die oberste Währungsbehörde hat bislang keine Details darüber veröffentlicht, welche Prognosemodelle ihren Analysen zugrunde liegen und welche Bedeutung hierbei die einzelnen Variablen haben bzw. mit welcher Gewichtung diese bei den Simulationen und bei den Projektionen berücksichtigt werden.²⁴⁷ Aufgrund der bisherigen Erfahrungen und Publikationen der EZB sowie verschiedener Stellungnahmen des EZB-Direktoriums kann aber zumindest ansatzweise davon ausgegangen werden, dass der Außenwert im Vergleich zu

²⁴³ Zu den diesbezüglichen Stellungnahmen des EZB-Rats siehe die Zusammenfassung bei Bofinger, P.: Optionen für die Wechselkurspolitik der EZB, Arbeitsdokument des Europäischen Parlaments (Generaldirektion Wissenschaft), Reihe Wirtschaftsfragen, Nr. 115, Luxemburg 1999, S. 3.

²⁴⁴ Bei ihren Inflationsprognosen unterstellt die EZB, dass der Wechselkurs des Euro – ebenso wie ihre Geldpolitik – konstant bleibt.

²⁴⁵ Europäische Kommission (Generaldirektoriat Economic and Financial Affairs): EMU after five Years, Special Report, Nr. 1, Brüssel 2005, S. 79.

²⁴⁶ Die EZB erwähnt die Wechselkursentwicklung ausschließlich im Zusammenhang mit jenen Variablen, die sie für ihre kurz- und mittelfristige Inflationseinschätzung im Rahmen der wirtschaftlichen Analyse heranzieht; vgl. dazu EZB: Ergebnis ..., a. a. O., S. 97.

²⁴⁷ Siehe hierzu Patterson, B. u. a.: Exchange Rates and Monetary Policy, Working Paper Economic Affairs Series, Nr. 120, hrsg. vom Europäischen Parlament (Directorate-General for Research), Luxemburg 2000, S. 44; vgl. auch Selmayr, M.: Darf die EZB den Wechselkurs des Euros stützen?, in: Europa-Blätter, 9. Jg., Nr. 6, 2000, S. 209.

anderen makroökonomischen Größen wie z. B. der Geldmengenentwicklung im Rahmen der EZB-Strategie eine untergeordnete geldpolitische Relevanz hat.²⁴⁸

Die EZB verfolgt somit grundsätzlich eine Wechselkurspolitik, die vergleichbar mit derjenigen der US-Währungsbehörde (benign neglect) ist.²⁴⁹ „Nevertheless, through its effect on economic activity on prices, the exchange rate affects the outlook for price stability and thus still undoubtedly plays an important role in the monetary policy of the Eurosystem.“²⁵⁰ Hierbei sind bezüglich des oben definierten Stabilitätsziels hauptsächlich drei verschiedene Wechselkurs-Transmissionsmechanismen bedeutsam:

- **Direkte Preiseffekte**, die insbesondere bei überschießenden Abwertungen des Euro das Stabilitätsziel gefährden können. Wird der Wechselkurs z. B. aus politischen Erwägungen „künstlich“ niedrig gehalten, können steigende Einfuhrpreise zu einer Erhöhung des inländischen Preisniveaus führen.²⁵¹ Ein Anstieg der importierten Inflation kann sich in erster Linie bei Rohstoffen wie z. B. dem Rohöl einstellen. In der Folge können diese Effekte auch die Inflationserwartungen im Währungsraum verstärken, wenn die Geldpolitik diesen nicht entgegenwirken kann.²⁵² Ebenso kann eine sehr starke Aufwertung des Euro deflatorische Folgen für die Wirtschaft der Währungsunion haben und somit ebenso die angestrebte untere Zielmarke des Preisniveaus im Euroraum gefährden.²⁵³
- **Indirekte Preiseffekte** einer Ab- oder Aufwertung, die sich z. B. infolge einer gestiegenen (gesunkenen) Wettbewerbsfähigkeit handelbarer Güter aus dem Euroraum oder aber beispielsweise auch aufgrund von Lohnanpassungen durch einen Anstieg (Rückgang) der Verbraucherpreise ergeben können (Zweitrundeneffekte).

²⁴⁸ Siehe z. B. EZB: Monetäre Analyse in Echtzeit, in: Monatsbericht, Oktober 2004, S. 59. Dessen Bedeutung dürfte diesbezüglich vergleichbar sein mit jener des Ölpreises. So die Darstellung des damaligen Präsidenten der EZB, W. F. Duisenberg; vgl. dazu Europäischen Parlaments (Ausschuss für Wirtschaft und Währung): Hearing before the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament with the President of the European Central Bank, in Accordance with Article 113 (3) of the Treaty on European Union, Brüssel, 23.11.2000, http://www.ecb.int/press/key/date/2000/html/sp001123_1.en.html (Stand: 17.9.2005, S. 4). Allerdings hat sich diese Einschätzung der EZB phasenweise auch verändert. Zu Beginn der EWU hat sie im Hinblick auf die geschlossene Volkswirtschaft des Euroraums oftmals betont, dass sie dem Wechselkurs nur eine geringe Bedeutung für die Entwicklung der Inflationsrate in der Eurozone einräumt. Demgegenüber verdeutlichte die ausgeprägte Abwertung des Euro in den Jahren von 1999 bis 2000 und der hiermit einhergehende Anstieg des Preisniveaus in der EWU, dass sie diese Einschätzung teilweise revidieren musste.

²⁴⁹ Vgl. dazu Friedrich, K.: The Euro Exchange Rate - A Problem for European Monetary Policy?, in: Caesar, R.; Scharrer, H.-E. (Hrsg.): European Economic ..., a. a. O., S. 160 f.

²⁵⁰ Duisenberg, W. F.: Speech ..., a. a. O., S. 1.

²⁵¹ Vgl. Deutsche Bundesbank: Neuere institutionelle ..., a. a. O., S. 32.

²⁵² Vgl. Junius, K. u. a. (Hrsg.): Handbuch ..., a. a. O., S. 325.

²⁵³ Siehe EZB: Ergebnis ..., a. a. O., S. 92 f.

- **Indirekte Preiseffekte**, die sich aus einer intensiveren Verwendung des Euro als internationale Währung ergeben können.²⁵⁴ So können beispielsweise zum einen Portfolio-transaktionen zu einem stärker (schwächer) als gewünschten Geldmengenwachstum in der EWU führen und somit die Inflationspotenziale im Euroraum erhöhen (senken), wenn die Veränderung der Geldmenge nachfragewirksam wird. Zum anderen können mit diesen Transaktionen auch Veränderungen des Außenwertes der Gemeinschaftswährung einhergehen, die ebenfalls das Stabilitätsziel oder aber die Konjunktur in der Eurozone belasten können.

Ökonometrische Untersuchungen kommen überwiegend zu dem Resultat, dass der potenzielle Einfluss des Euro-Außenwertes auf das inländische Preisniveau in der EWU als geschlossene und große Volkswirtschaft gering ist. Die hierzu vorliegenden Studien belegen, dass der Wechselkurs sowohl bezüglich der Inflationsrate in der EWU als auch im Hinblick auf die länderspezifischen Inflationsdivergenzen im Vergleich zu anderen Faktoren eine sehr eingeschränkte Bedeutung hat.²⁵⁵ ²⁵⁶ Die EZB betrachtet die Entwicklung des Euro-Wechselkurses grundsätzlich als das Ergebnis ihrer gegenwärtigen und zukünftigen Geldpolitik, der Fiskal- und Strukturpolitik der Mitgliedstaaten sowie als Reflex bzw. das Ergebnis zyklischer und sonstiger Einflussgrößen in der EWU und weniger als Steuerungsinstrument oder Ziel ihrer Geldpolitik. Daher beurteilt sie grundsätzlich Wechselkursverzerrungen und / oder eine sehr hohe – in den Worten ihres amtierenden Präsidenten „brutale“ bzw. „exzessive“ – Kursvolatilität als Reflex von makroökonomischen Ungleichgewichten und / oder als Folge einer Verunsicherung der Devisenmarktteilnehmer.

Mit anderen Worten: Da die Geldpolitik nach Auffassung der EZB die Ursachen der oben genannten Ungleichgewichte nicht beseitigen kann, welche beispielsweise durch fiskalische

²⁵⁴ In der Literatur werden im Regelfall nicht die potenziellen Effekte, welche aus Portfoliotransaktionen resultieren können, in ihrer Wirkung auf das inländische Preisniveau untersucht; siehe hierzu beispielsweise Hüfner, F. P.; Schröder, M.: Exchange Rate Pass-Through to Consumer Prices - A European Perspective, ZEW Discussion Paper, Nr. 20, hrsg. vom Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Mannheim 2002, S. 2 ff. Der Verfasser hat daher diesen Aspekt zusätzlich in die Wirkungsanalyse aufgenommen, da die Geldmengenentwicklung im Euroraum in den vergangenen Jahren in einem stärkeren Umfang auch durch Portfolioumschichtungen bestimmt wurde. Zum Einfluss von Portfoliotransaktionen auf die Geldmenge und auf die Geldpolitik in der EWU siehe EZB: Ergebnis ..., a. a. O., S. 100.

²⁵⁵ So schätzte H. Faruquee: Exchange Rate Pass-Through in the Euro Area, in: IMF Staff Papers, 53. Jg., Nr. 1, 2006, S. 69 f, die Wechselkurselastizität des Verbraucherpreisindex in der Eurozone im Zeitraum der Jahre von 1990 bis 2002 nach jeweils 12 bis 18 Monaten auf nur 2 Prozent. Die Kommission kommt zu einem vergleichbaren Ergebnis; vgl. Europäische Kommission (Generaldirektoriat Economic and Financial Affairs): EMU after ..., a. a. O., S. 80. Eine andere Auffassung vertreten O. Issing u. a.: Monetary Policy in the Euro Area, Cambridge 2001, S. 63. Zu den Determinanten, welche die Unterschiede in den Länder-Inflationsraten in der EWU beeinflussen können, siehe Busetti, F. u. a.: Inflation Convergence and Divergence within the European Monetary Union, ECB Working Paper Series, Nr. 574, Frankfurt a. M. 2006.

²⁵⁶ In einer aktuellen Studie konnte zudem nachgewiesen werden, dass seit den neunziger Jahren der Einfluss (nominaler) Wechselkursänderungen auf die Import- und Konsumentenpreise in den G7-Staaten erheblich abgenommen hat; vgl. hierzu Krajnyák, K.; Ouliaris, S.: Exchange Rate Pass-Through to Import Prices, in: IWF: World Economic Outlook, April 2006, S. 114 f.

oder strukturelle Fehlallokationen bedingt sind, „... misalignments and excessive volatility should be contained by addressing their underlying causes. The Eurosystem’s stability-oriented monetary policy strategy ensures that that the single monetary policy makes the best possible contribution in this regard.“²⁵⁷ Einschränkend ist an dieser Stelle anzumerken, dass die Wissenschaft Antworten auf die Frage schuldig bleibt, anhand welcher Parameter ein empirisch überprüfbarer Gleichgewichtswechselkurs bzw. ein fundamental über- oder unterbewerteter Außenwert einer Währung ermittelt werden kann.²⁵⁸

Hinsichtlich der Wechselkursvolatilität des Euro ist zudem festzustellen, dass diese im Vergleich zu den Schwankungen der D-Mark – mit Ausnahme der Phase der EWS-Krise in den neunziger Jahren – insgesamt niedriger ausfällt und außerhalb des Zeitraumes von Juni 2000 bis Juni 2001 einen abwärts gerichteten Trend hat, wie dies aus dem *Schaubild 4* auf der nächsten Seite ersichtlich wird.²⁵⁹ Dieses Ergebnis ist umso erstaunlicher, da die EZB grundsätzlich eine neutrale Wechselkurspolitik verfolgt und die überwiegende Mehrheit der Währungsexperten vor der Euro-Einführung eine höhere Schwankungsbreite der Gemeinschaftswährung im Vergleich zu jener der D-Mark erwartet hatte.²⁶⁰

Ebenso bezweifelt die EZB vor dem Hintergrund der Größe und Liquidität der internationalen Finanzmärkte eine nachhaltige Steuerbarkeit der Devisenkurse, wenn diese nicht den Fundamentaldaten entsprechen.²⁶¹ Des Weiteren betont sie, dass eine Wechselkurskoordi-

²⁵⁷ Duisenberg, W. F.: Speech ..., a. a. O., S. 2.

²⁵⁸ P. De Grauwe kommt zu dem Ergebnis: „It is now a well-established scientific truth that the exchange rate is disconnected from fundamentals. If there is a relation between the exchange rate and the fundamentals it is a fuzzy and unstable one that cannot be used to explain exchange rate movements, let alone to predict these.“ De Grauwe, P.: Exchange Rates in Search for Fundamentals - The Case of the Euro-Dollar-Rate, <http://www.econ.ku.leuven.ac.be/ew/admin/Publications/LES95.pdf> (Stand: 19.9.2005, S. 16); siehe hierzu auch De Nederlandsche Bank: What do we understand about Exchange Rates?, in: Quarterly Bulletin, March 2002, S. 43 ff, und Deutsche Bundesbank: Wechselkurs- und Zinsdifferenz - Jüngere Entwicklungen seit Einführung des Euro, in: Monatsbericht, 57. Jg., Nr. 7, 2005, S. 29 ff.

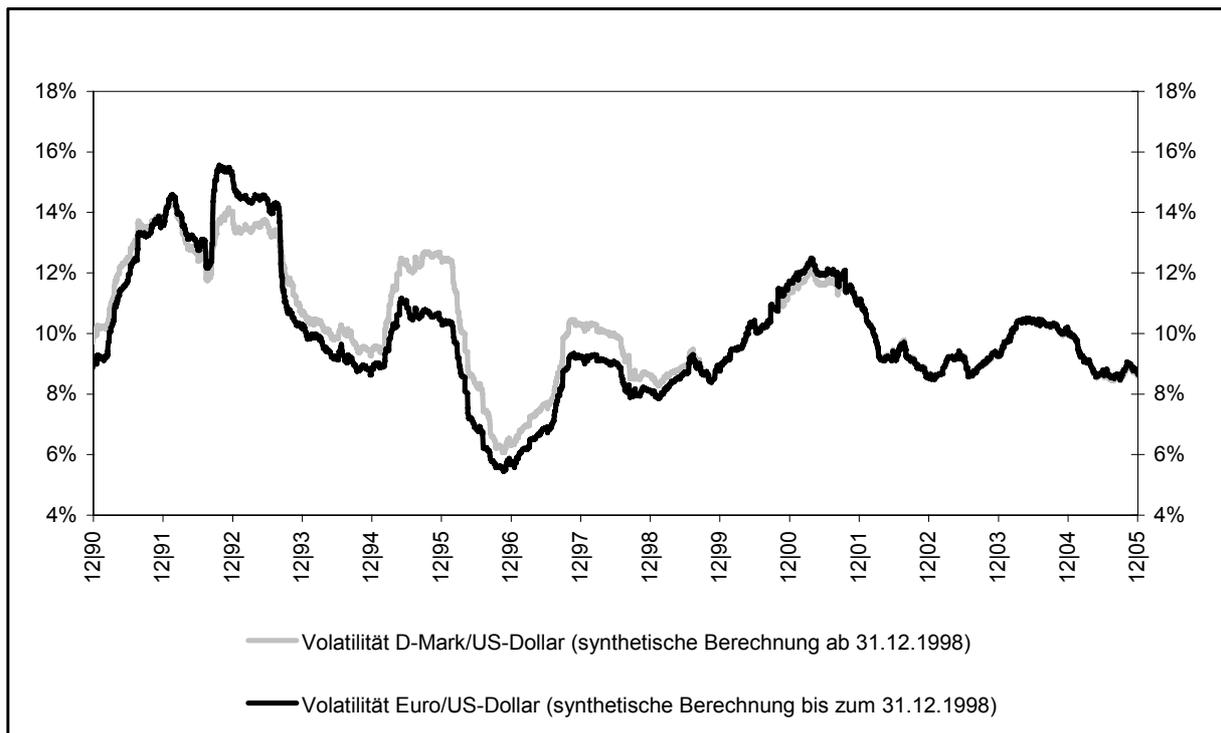
²⁵⁹ Die amerikanische Investmentbank Merrill Lynch berechnet für den Zeitraum vor Einführung des Euro einen synthetischen Außenwert der Gemeinschaftswährung und seit dem Beginn der EWU einen synthetischen D-Mark-Kurs gegenüber Drittwährungen wie z. B. dem US-Dollar. Im Zeitraum vom 31.12.1989 bis zum 31.12.1998 hatte die D-Mark eine Volatilität von 10,9 Prozent p. a. und der (synthetisch berechnete) Euro eine solche von 10,4 Prozent p. a. Seit der Euro-Einführung sank die Volatilität des Euro (bis zum 31.12.2005) nach Berechnungen des Verfassers auf 9,8 Prozent p. a. So im Ergebnis auch Mussa, M.: Reflections on the International Role of the Euro, in: The Euro 50 Group Roundtable - The Euro in the International Arena, Washington, D. C., 2000, S. 35; siehe auch Detken, C.; Hartmann, P.: The Euro and International Capital Markets, ECB Working Paper Series, Nr. 19, Frankfurt a. M. 2000, S. 21 und S. 52.

²⁶⁰ Diese Erwartungen gründeten zumeist darauf, dass dessen Einführung eine massive Kapitalumschichtung aus dem US-Dollarraum in die EWU implizieren würde. Zur theoretischen Begründung dieser These siehe Bénassy, A. u. a.: The Euro and the Exchange Rate Stability, in: Masson, P. R. u. a. (Hrsg.): EMU ..., a. a. O., S. 158 f; vgl. hierzu auch Europäische Kommission: Economic Policies in EMU (Part B) - Specific Topics, Economic Papers, Nr. 125, Brüssel 1997, S. 40. Demgegenüber verwiesen andere Studien darauf, dass in einem vergleichsweise geschlossenen Währungsraum der Anreiz für den Einsatz des Wechselkurses als Instrument zur Konjunkturstabilisierung tendenziell abnimmt und die breiteren und liquideren Finanzmärkte in der EWU die Wechselkursvolatilität des Euro dämpfen; siehe hierzu Detken, C.; Hartmann, P.: The Euro ..., a. a. O., S. 20; so argumentiert auch H. Müller: Wechselkurspolitik ..., a. a. O., S. 102 f.

²⁶¹ Vgl. Deutsche Bundesbank: Neuere institutionelle ..., a. a. O., S. 32.

nierung der Notenbanken sowohl angesichts der Erfahrungen in der Gruppe der G7-Länder in den vergangenen Jahrzehnten als auch innerhalb des EWS schwierig ist bzw. war, da die beteiligten Staaten oftmals unterschiedliche Ziele verfolgten.²⁶² Aus diesen Überlegungen wurden auch im WKM II die Interventionsbänder sehr weit ausgelegt und die Möglichkeit vorgesehen, dass die EZB ihre Interventionen einstellen kann.

Schaubild 4: Vergleich der Volatilität des Wechselkurses der D-Mark und des Euro gegenüber dem US-Dollar von Dezember 1990 bis Dezember 2005



Quelle: Eigene Erstellung. Daten: Die synthetischen Wechselkurse werden von der amerikanischen Investmentbank Merrill Lynch berechnet und im institutionellen Nachrichtendienst Bloomberg veröffentlicht. Die Volatilität wurde als Standardabweichung der täglichen Wechselkursänderungen für einen Zeitraum von jeweils 250 Tagen berechnet.

Bei einer Analyse und Bewertung ihrer Interventionspolitik seit der Euro-Einführung ist diese Grundauffassung für das Verständnis ihrer Wechselkursstrategie von zentraler Bedeutung. Diese kann daher als eine „benign neglect-Politik“ mit einem impliziten Risikomanagement zur Vermeidung größerer Fehlbewertungen des Euro-Außenwertes umschrieben werden.²⁶³ Sie hat daher, wie bereits in diesem Teil, Kapitel 1.3, dargelegt, weder Anstrengungen unternommen, den Euro in ein internationales Festkurssystem einzubinden noch wurden bislang vom Rat „allgemeine Orientierungen“ erlassen. Aufgrund des fehlenden Erfolgsausweises der EZB zu Beginn der EWU, d. h. einer anfänglich fehlenden Bilanz ihrer makro-

²⁶² Vgl. dazu Duisenberg, W. F.: Speech ..., a. a. O., S. 2.

²⁶³ Siehe dazu Padoan, P. C.: The Role of the Euro in the International System - A European View, in: Henning, C. R.; Padoan, P. C.: Transatlantic Perspectives on the Euro, Washington, D. C., 2000, S. 71.

ökonomischen Leistungen z. B. in Bezug auf die Erreichung des Inflationsziels, wurde der Stabilität der neuen Währung zunächst eine höhere Priorität eingeräumt. Somit hat die EZB in den Anfangsjahren dem Außenwert wahrscheinlich mehr Beachtung geschenkt als dies von ihr wohl geplant war. Denn bereits kurz nach dem Start fiel der Wechselkurs des Euro massiv und belastete unmittelbar die Bewertung der Leistungen der EZB durch die Marktteilnehmer. Die im Vorfeld der Euro-Einführung teilweise gehegten Erwartungen eines raschen und massiven Umschichtens aus dem US-Dollar in die Gemeinschaftswährung wurden somit zunächst erheblich enttäuscht.²⁶⁴

2.2.2 Arten und Effektivität von Devisenmarktinterventionen

Die eingeschränkte Rolle des Außenwerts der Gemeinschaftswährung im Rahmen der geldpolitischen Strategie des Eurosystems sowie der vergleichsweise hohe Freiheitsgrad in der Wechselkurspolitik schließen Devisenmarkt Eingriffe der EZB zur Wahrung der Preisstabilität in der Währungsunion oder bei besonderen Lagen an den Devisenmärkten nicht aus. Daher ist es für die Beurteilung ihrer Interventionspolitik und der Effektivität ihrer Interventionen von zentraler Bedeutung, dieses Instrument der äußeren Währungspolitik ausführlich zu analysieren.

2.2.2.1 Interventionsarten

Auch nach dem Zusammenbruch des Bretton Woods-Systems und dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen zwischen den wichtigsten Währungen greifen Zentralbanken an den Devisenmärkten ein, obgleich sich die Währungsbehörden der G7-Staaten seit Mitte der neunziger Jahre nur noch sporadisch betätigen. Als Devisenmarktinterventionen werden im Folgenden Käufe oder Verkäufe von Drittwährungen gegen eine Landeswährung durch die währungspolitischen Entscheidungsträger eines Landes verstanden.²⁶⁵ Dies geschieht mit dem Ziel, auf

²⁶⁴ Insbesondere amerikanische Ökonomen wie beispielsweise F. Bergsten erwarteten eine rasche und nachhaltige Aufwärtsentwicklung des Euro gegenüber dem US-Dollar. Seine Prognose gründete auf der Überlegung, dass vor allem wegen zu erwartender Portfolioumschichtungen rund 500 bis 1.000 Mrd. US-Dollar in die Eurozone transferiert würden. Diese Entwicklung hätte c. p. zu einer nachhaltigen Aufwertung des Euro geführt; vgl. hierzu auch Europäische Kommission: *Economic Policy ...*, a. a. O., S. 24.

²⁶⁵ Siehe hierzu Junius, K. u. a. (Hrsg.): *Handbuch ...*, a. a. O., S. 372. Teilweise werden in der Literatur auch wirtschaftspolitische Maßnahmen zur Beeinflussung des Außenwertes einer Währung in die Definition miteinbezogen. Zu nennen sind beispielsweise Kapitalverkehrskontrollen oder sonstige Steuerungen des internationalen Kapitalverkehrs. Darüber hinaus enthalten weitere Definitionen auch so genannte „passive Interventionen“. Hierbei handelt es sich um Transaktionen, die – wie z. B. die Geschäfte der Notenbanken mit dem IWF – nicht direkt über die Devisenmärkte abgewickelt werden; siehe dazu Wollmershäuser, T.: *ESZB-Devisenbestand - quo vadis?*, Würzburg Economic Papers, Nr. 16, Würzburg 2000, S. 17. Im Rahmen dieser Arbeit wird ausschliesslich der direkte Eingriff einer Zentralbank am Devisenmarkt als Intervention bezeichnet.

den Wechselkurs adäquat Einfluss zu nehmen:²⁶⁶ Dieser Eingriff kann nach der vorherrschenden Argumentation in der Literatur sowohl darauf ausgerichtet sein, dass Wechselkursniveau der Landeswährung zu steuern als auch die Volatilität des Wechselkurses der Landeswährung gegenüber Drittwährungen zu erhöhen oder zu senken.²⁶⁷ Hinsichtlich der Ausgestaltung und der denkbaren Wirkungsmechanismen von Eingriffen am Devisenmarkt werden in der Literatur folgende Unterscheidungen getroffen:

- **Sterilisierte versus nicht-sterilisierte Interventionen.** In diesem Kontext werden Interventionen bezüglich ihrer Auswirkung auf die inländische Geldbasis unterschieden. Verkauft z. B. eine Währungsbehörde zur Wechselkursstabilisierung der Inlandswährung Drittwährungen, so hat dies zur Folge, dass sich die inländische monetäre Basis verringert und c. p. der inländische Geldmarktzins steigt.²⁶⁸ Wenn die Währungsbehörde dem entgegenwirken möchte, kann sie diesen Effekt neutralisieren, indem sie durch verschiedene geldpolitische Maßnahmen die Geldbasis wieder ausweitet, z. B. durch eine verstärkte Kreditgewährung an inländische Geschäftsbanken.²⁶⁹ Insbesondere bei hohen Interventionsvolumina sind einer solchen Politik jedoch enge Grenzen gesetzt, so dass eine Neutralisierung nicht immer gelingt.²⁷⁰ In der währungspolitischen Praxis überwiegt daher das Instrument der sterilisierten Intervention.²⁷¹ Denn nicht-neutralisierte Eingriffe bedeuten „... eine veränderte Geldpolitik, die über die Devisenmärkte implementiert wird,

²⁶⁶ Als weiteres Interventionsmotiv wird in der Literatur der Aufbau von Devisenreserven angeführt; siehe hierzu Brandner, P.; Grech, H.: Why did Central Banks intervene in the EMS? - The Post 1993 Experience, OeNB Working Paper, Nr. 77, Wien 2002, S. 2 f.

²⁶⁷ In der Literatur überwiegt die Auffassung, dass Interventionen dann erfolgen, wenn eine Währungsbehörde die Devisenmärkte „beruhigen“ will. Mit anderen Worten: Sie interveniert in Phasen einer hohen Volatilität der Wechselkurse mit dem Ziel, diese zu vermindern. Allerdings zeigt die währungspolitische Praxis, dass in der Vergangenheit Interventionen auch deswegen durchgeführt wurden, um die Wechselkursvolatilität von Währungen zu erhöhen und somit einen Wechselkursrend zu brechen; siehe hierzu Frenkel, M. u. a.: Die Interventionen der Europäischen Zentralbank am Devisenmarkt - Effekte, Effektivität und wirtschaftspolitische Bedeutung, in: Aussenwirtschaft, 56. Jg., Nr. 11, 2001, S. 236 ff. Zudem belegen empirische Analysen zu den Devisenmarkt eingriffen der US-Notenbank und des -Finanzministeriums, dass diese tendenziell die Volatilität des US-Dollar während des Interventionstages signifikant erhöhten; vgl. dazu Dominguez, K. M.: The Market Microstructure of Central Bank Intervention, in: Journal of International Economics, 59. Jg., Nr. 1, 2003, S. 40.

²⁶⁸ In der Bilanz der Währungsbehörde kommt es zu einer Bilanzverkürzung: Auf der Aktivseite sinkt die Höhe der Währungsreserven und auf der Passivseite vermindern sich die Einlagen der inländischen Kreditinstitute; siehe weiterführend hierzu Teil III, Kapitel 2.2.1, dieser Arbeit.

²⁶⁹ Als wesentliches Motiv für eine Sterilisierung wird angeführt, dass Währungsbehörden durch den Einsatz dieses Instruments einen Zielkonflikt mit ihrer Geldpolitik vermeiden können. Als weiterer Grund wird eine länderspezifisch unterschiedliche Aufgabenteilung der für die Geld- bzw. die Interventionspolitik verantwortlichen Instanzen angeführt. In Japan und in den Vereinigten Staaten z. B. erfolgen Interventionen der Zentralbanken auf Anweisung der Finanzbehörden dieser Länder. Eine Sterilisierung hat in diesen Fällen den Vorteil, dass die Unabhängigkeit und Reputation einer Notenbank gestärkt werden kann; so Humpage, O. F.: Government Intervention in the Foreign Exchange Market, Federal Reserve Bank of Cleveland Working Paper, Nr. 15, 2003, S. 6.

²⁷⁰ In diesem Zusammenhang wurden im Teil I, Kapitel 3.2.4.1, die Opportunitätskosten einer Sterilisierungspolitik dargestellt.

²⁷¹ Der Begriff wurde bereits im vorhergehenden Teil, Kapitel 3.2.4.1, definiert.

so dass sich der Handlungsspielraum der betreffenden Zentralbank auf diese Weise gar nicht vergrößert.²⁷²

- **Unilaterale (einseitige) versus multilaterale (koordinierte / konzertierte) Interventionen.** Im Gegensatz zu einer unilateralen beteiligen sich bei einer multilateralen Intervention mehrere Zentralbanken gleichzeitig an einem Devisenmarkt eingriff. Der Vorteil eines koordinierten Vorgehens besteht darin, dass der Mitteleinsatz der teilnehmenden Zentralbanken vergleichsweise geringer sein kann als bei einer einseitigen Intervention; zudem kann die Wirkung auf den Wechselkurs verstärkt werden.²⁷³
- **Kassa- versus Options- und Terminmarktinterventionen.** Üblicherweise werden die Währungsbehörden an den Kassamärkten aktiv. Dies erfolgt nicht zuletzt aus dem Grund, um den Signaleffekt der Maßnahme zu unterstreichen. Als weiteres Instrument stehen den Notenbanken seit den achtziger Jahren auch die Options- und Terminmärkte für Währungen zur Verfügung. So können sie Indexkontrakte per Termin auf die zugrunde liegende Devisen kaufen oder verkaufen bzw. Optionen erwerben oder veräußern, um den Wechselkurs zu beeinflussen.²⁷⁴ Der wesentliche Vorteil von Options- oder Terminmarktgeschäften ist darin zu sehen, dass diese Eingriffe zumeist geräuschlos durchgeführt werden können und somit die wechselkurspolitischen Ziele der Währungsbehörde nicht direkt den Finanzmärkten kommuniziert werden. Darüber hinaus ist der Umfang der Interventionen zunächst nicht durch Bilanzerwägungen der Zentralbanken begrenzt.²⁷⁵
- **Offene versus verdeckte („geheime“) Interventionen.** In der währungspolitischen Praxis wird danach unterschieden, ob die Währungsbehörde die Intervention öffentlich kommuniziert oder ob sie diese geheim halten möchte. Der letztere Fall wird in der Literatur auch als „diskrete“ Intervention bezeichnet. In der Vergangenheit wurde dieses Instrument insbesondere von der US-Notenbank eingesetzt. In diesem Zusammenhang kommt dem Interventionsmotiv eine entscheidende Bedeutung zu: Soll der Signaleffekt

²⁷² BIZ: 72. Jahresbericht (1. April 2001 - 31. März 2002), Basel 2002, S. 109.

²⁷³ Die stärkere Wirkung von koordinierten Interventionen auf den Wechselkurs wird durch zahlreiche empirische Arbeiten belegt; vgl. beispielgebend Fatum, R.: On the Effectiveness of sterilized Foreign Exchange Interventions, ECB Working Paper Series, Nr. 10, Frankfurt a. M. 2000, S. 13 ff; zu den Gründen siehe Junius, K. u. a. (Hrsg.): Handbuch ..., a. a. O., S. 373. Üblicherweise wird die höhere Effektivität dieser Eingriffe am Devisenmarkt mit einem stärkeren **Signaleffekt** erklärt, der im folgenden Kapitel beschrieben wird. Jedoch ist kritisch anzumerken, dass diese Beobachtung möglicherweise auf die insgesamt höheren Interventionsbeträge zurückzuführen ist und daher nicht ausschließlich mit einem abgestimmten Vorgehen erklärt werden kann.

²⁷⁴ Zur Interventionstechnik an den Options- bzw. Terminmärkten siehe Neely, C. J.: The Practise of Central Bank Intervention - Looking under the Hood, Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper, Nr. 28, St. Louis 2000, S. 3 ff.

²⁷⁵ Vgl. BIZ: 72. Jahresbericht ..., a. a. O., S. 110. Zudem hatten diese Interventionen bis zur Einführung der im Teil I, Kapitel 1.1, beschriebenen SDDS-Reporting-Standards den Vorteil, dass sie zunächst keine Auswirkungen auf den Reserveausweis der Währungsbehörden hatten.

von Interventionen zur Wechselkurssteuerung genutzt werden, wird die Währungsbehörde offen intervenieren, um die Wirkung des Eingriffs zu erhöhen. Verdeckte Interventionen hingegen erfolgen häufiger dann, wenn die Zentralbank den Devisenmarktteilnehmern keine Informationen bezüglich ihrer wechselkurspolitischen Absichten geben möchte.²⁷⁶

- **„Leaning against the wind“- versus „leaning with the wind“-Interventionen.** Solche Eingriffe am Devisenmarkt mit dem Ziel, den Trend des Außenwertes der Inlandswährung umzukehren, werden als leaning against the wind-Interventionen bezeichnet. Jene hingegen, die einen bestehenden Auf- oder Abwärtstrend unterstützen sollen, werden als leaning with the wind-Interventionen definiert.
- **Verbale versus non-verbale-Interventionen.** Verbale Interventionen werden auch als „Verlautbarungspolitik“²⁷⁷ bezeichnet. Sie sind – entsprechend der oben genannten Definition – keine Devisenmarktintervention im engeren Sinn. Denn im Gegensatz zu den non-verbale Interventionen setzen die Währungsbehörden keine Devisenreserven ein. Des Öfteren erfolgen diese Interventionen jedoch im Vorgriff auf Markteingriffe der Zentralbanken. Diese Strategie wird daher auch als „putting their money where their mouth is“²⁷⁸ umschrieben.

Eine Befragung von insgesamt 22 Währungsbehörden, welche **C. J. Neeley** im Jahr 1999 ohne die Mitwirkung der EZB, aber unter Beteiligung der deutschen und der amerikanischen Zentralbank durchführte, kam zu folgenden Ergebnissen: Diese Währungsbehörden sterilisieren im Regelfall ihre Interventionen und werden insbesondere am Kassamarkt aktiv; sie intervenieren zumeist offen und greifen vor allem dann in das Marktgeschehen ein, wenn sie den Wechselkurstrend ihrer Landeswährung im Falle einer fundamentalen Fehlbewertung umzukehren versuchen.²⁷⁹ Eine Einschätzung der EZB-Interventionspraxis ist aufgrund des vergleichsweise kurzen Zeitraums und der wenigen Interventionstage seit dem Beginn ihrer operativen Tätigkeit im Jahr 1999 nur mit Einschränkungen möglich. Generell setzt sie dieses währungspolitische Instrument wegen der bereits oben dargestellten geldpolitischen Strategie und ihres wechselkurspolitischen Konzeptes sehr zurückhaltend ein.²⁸⁰ Sie hat aber – soweit

²⁷⁶ Vgl. Bénassy-Quéré, A.: The ECB ..., a. a. O., S. 2; siehe auch Junius, K. u. a. (Hrsg.): Handbuch ..., a. a. O., S. 372.

²⁷⁷ So die Europäische Kommission: Externe Aspekte der Wirtschafts- und Währungsunion, Arbeitsunterlage der Kommissionsdienststellen, Brüssel 1997, S. 14.

²⁷⁸ M. Mussa, zitiert nach Reitz, S.; Taylor, M. P.: The Coordination Channel of Foreign Exchange Intervention - A nonlinear microstructural Analysis, Deutsche Bundesbank Discussion Paper Series 1, Economics Studies, Nr. 8, Frankfurt a. M. 2006, S. 4.

²⁷⁹ Siehe hierzu Neeley, C. J.: The Practice ..., a. a. O., S. 8 ff.

²⁸⁰ Vgl. Burckhardt, C.: EZB neigt bei Interventionen zur Abstinenz, in: Börsen-Zeitung, Nr. 229 vom 25.11.2004, S. 7. Die Deutsche Bundesbank begründet diese Zurückhaltung damit, dass den Interventionen nur ein Signalcharakter im Hinblick auf die Wechselkursbeurteilung der EZB beizumessen ist; vgl. hierzu Deutsche Bundesbank: Neuere institutionelle ..., a. a. O., S. 32.

dies öffentlich bekannt gemacht wurde – die Geldmengeneffekte ihrer Devisenmarkteingriffe sterilisiert, offen und sowohl koordiniert als auch unilateral an den Kassamärkten interveniert, um den Abwertungstrend des Euro mittels einer leaning against the wind-Strategie zu brechen.²⁸¹ Seit ihren Eingriffen im Jahr 2000 hat sie bis zum gegenwärtigen Zeitpunkt nicht mehr interveniert und in den vergangenen Jahren ausschließlich durch Verlautbarungen des EZB-Direktoriums versucht, den Euro-Wechselkurs zu steuern. Ziel dieser Kommunikationsstrategie war es, angesichts der in den vergangenen Jahren moderaten Wirtschaftsdynamik im Euroraum eine weitere Aufwertung der Gemeinschaftswährung zumindest abzufedern und vor allem die hohe Volatilität des Euro-Wechselkurses insbesondere gegenüber der US-Währung zu verringern.²⁸²

2.2.2.2 Effektivität und Transmissionskanäle von Devisenmarktinterventionen

Hinsichtlich der Effektivität von Interventionen²⁸³ hat die vorgenannte Umfrage von C. J. Neeley zu einem eindeutigen Resultat geführt: Sämtliche Institutionen beurteilten ihre Interventionen im Hinblick auf die gewünschte Veränderung der Wechselkurse als erfolgreich. Sehr unterschiedliche Einschätzungen ergaben sich jedoch in Bezug auf die Dauer des Effekts solcher Wechselkurseingriffe.²⁸⁴ Denn die Mehrheit der Zentralbanken gab an, dass ihre Interventionen auf den Außenwert nur wenige Minuten (38,9 Prozent der Befragten) bzw. Stunden (22,2 Prozent der Befragten) einwirkten. Eine substantielle Minorität der Zentralbanken hingegen antwortete, dass ihre Devisenmarkttransaktionen einige Tage (27,8 Prozent der Befragten) bzw. länger (11,1 Prozent der Befragten) den Wechselkurs beeinflussen konnten.

²⁸¹ Siehe dazu Frenkel, M. u. a.: Devisenmarktoperationen ..., a. a. O., S. 63. Zur Sterilisierungspolitik der EZB vgl. Deutsche Bundesbank: Neuere institutionelle ..., a. a. O., S. 31 f.

²⁸² Vgl. Junius, K.; Wächter, J.-U.: Rahmen für Devisenmarktinterventionen von EZB und Bank of Japan noch nicht gegeben, *Deka Bank, Volkswirtschaft Spezial* vom 6.12.2004, S. 2.

²⁸³ In den Publikationen wird allerdings zumeist der Begriff „Effektivität“ nicht eindeutig operationalisiert. In der älteren Literatur wurde als Maßstab oftmals auf das so genannte „Gewinnkriterium“ abgestellt. Ob die „Rentabilität“ von Interventionen jedoch ein sinnvolles Maß ist, um die Wirksamkeit einer Intervention zu beurteilen, ist in der Literatur sehr umstritten; vgl. hierzu Hepperle, B.: *Portfoliomanagement ...*, a. a. O., S. 371 f. In jüngeren Publikationen werden deswegen vorwiegend Hochfrequenz-Datenreihen analysiert, um den möglichen quantitativen Wechselkurseffekt einer Intervention zu untersuchen. Dies setzt aber voraus, dass der genaue Zeitpunkt des Eingriffs bekannt ist. Da Notenbanken üblicherweise nicht über den tatsächlichen Zeitpunkt ihrer Intervention berichten, werden zumeist Meldungen von Nachrichtenagenturen über die erfolgten Devisenmarkteingriffe als Näherungsgröße für die Messung eines Wechselkurseffektes verwendet. Eine Studie aus dem Jahr 2005 belegt aber, dass – anders als dies in den empirischen Studien im Regelfall unterstellt wird – nicht nur Minuten, sondern Stunden zwischen dem Zeitpunkt einer Intervention und der zugehörigen Pressemeldung vergehen können. Deswegen ist ein empirisch gesicherter Nachweis der Effektivität ohne den Rückgriff auf Daten, die von den Notenbanken zur Verfügung gestellt werden, kaum zu erbringen; siehe ausführlich hierzu auch Fischer, A. M.: *On the Inadequacy of Newswire Reports for Empirical Research on Foreign Exchange Interventions*, Schweizerische Nationalbank Working Paper, Nr. 2, Zürich 2005, S. 11 ff.

²⁸⁴ Vgl. Neeley, C. J.: *The Practice ...*, a. a. O., S. 13 f.

Diese sehr unterschiedlichen Einschätzungen der Notenbanken zur Effektivität ihrer Interventionen belegen, dass „the dispersion in the survey is substantial, indicating almost as much discard among central bankers as among academics.“²⁸⁵ In der umfangreichen Literatur zu diesem Themenkomplex kommen eine Vielzahl von empirischen Studien daher zu sehr divergierenden Ergebnissen,²⁸⁶ selbst wenn diese Untersuchungen identische Zeitperioden und Währungen betrachteten.²⁸⁷ Es hat sich aber zumindest ansatzweise ein Konsens herausgebildet, dass vor allem sterilisierte Interventionen, welche in der währungspolitischen Praxis der Industrienationen überwiegend zum Einsatz kommen, aus einer Vielzahl an Gründen keinen dauerhaft nachweisbaren Einfluss auf die Wechselkursbildung haben.²⁸⁸ In diesem Zusammenhang werden auch die Interventionen im früheren EWS als weitgehend ineffektiv beurteilt, obwohl die Zentralbanken zum damaligen Zeitpunkt im historischen Vergleich extrem hohe Beträge zur Wechselkurssteuerung einsetzten.²⁸⁹ Daher haben die Währungsbehörden der Industrieländer in den vergangenen Jahren – mit Ausnahme der Bank of Japan und der EZB im Herbst 2000 – nicht mehr interveniert.²⁹⁰ Als „Paradebeispiel“ für die

²⁸⁵ Neeley, C. J.: The Practice ..., a. a. O., S. 14.

²⁸⁶ Siehe zum Beispiel die umfangreiche Studie von Galati, G.; Melick, W.: Central Bank Intervention and Market Expectations, BIS Papers, Nr. 10, Basel 2002. Die Autoren konnten auf vertrauliche Daten zu Interventionen der G10-Zentralbanken im Zeitraum der Jahre von 1985 bis 1996 zurückgreifen. Sie kamen zu dem Ergebnis, dass über die betrachteten Zeitperioden kein empirisch gesicherter Nachweis eines systematischen Einflusses von Interventionen auf die Wechselkursbildung festzustellen war; vgl. ebenda, S. 15; so auch Brandner, P. u. a.: The Effectiveness ..., a. a. O., S. 20. Für einen Überblick über die Studien, die zu anderen Resultaten kommen und eine Wirksamkeit dieses Instruments belegen konnten, siehe Frenkel, M. u. a.: The Intervention of the European Central Bank: Effects, Effectiveness, and Policy Implications, Deutsche Bank, Research Notes in Economics and Statistics vom 13.6.2001, S. 5 ff; siehe auch Bofinger, P.: Optionen ..., a. a. O., S. 23 ff. Grundsätzlich ist anzumerken, dass in den empirischen Arbeiten zumeist so genannte „Reaktionsfunktionsmodelle mit einer binären Entscheidungsvariable“ (Intervention bzw. Nicht-Intervention) eingesetzt werden. Diese Modelle haben aber den entscheidenden Nachteil, dass sie nicht die Intensität einer Intervention abbilden und messen können. Daher haben M. Frenkel u. a.: Wie entschlossen intervenieren Zentralbanken am Devisenmarkt?, in: Kredit und Kapital, 36. Jg., Nr. 4, 2003, S. 484 ff, erstmals ein theoretisches Modell entwickelt, welches diese anhand der Länge von so genannten „Interventions-Clustern“ (Anzahl der aufeinander folgenden Tage, an denen diese durchgeführt werden) misst. Allerdings konnte auch mit diesem Modell kein verbesserter Leistungsnachweis der Effektivität von Devisenmarktgriffen erbracht werden.

²⁸⁷ Die Fragmentierung der Forschungsergebnisse ist vor allem auf deren heterogene Datenbasis zurückzuführen, da die meisten Währungsbehörden ihre Interventionsbeträge nicht veröffentlichen. Wie C. J. Neeley jedoch belegen konnte, korrelieren Hilfsgrößen zur Schätzung der Beträge – so z. B. die Schwankungen der Reservebestände – zumeist nicht oder nur sehr schwach mit den tatsächlich eingesetzten Interventionsvolumina; vgl. hierzu Neeley, C. J.: Are Changes in Foreign Exchange Reserves well correlated with official Intervention?, in: Federal Reserve Bank of St. Louis: Review, 82. Jg., Nr. 5, 2000, S. 17 ff.

²⁸⁸ Das wohl bekannteste Beispiel effektiver Interventionen in der Geschichte floatender Wechselkurse ist das bereits im Teil I, Kapitel 4.1, bezeichnete Plaza-Abkommen aus dem Jahr 1985. Gemeinsame Dollarverkäufe der G5-Zentralbanken aus Deutschland, Frankreich, Japan, den USA und dem Vereinigten Königreich führten in der Folge zu einer nachhaltigen und kräftigen Dollarabwertung.

²⁸⁹ Siehe hierzu Reitz, S.: Central Bank Intervention and Exchange Rate Expectations - Evidence from the daily DM / US-Dollar Exchange Rate, Discussion Paper, Nr. 17, hrsg. vom Economic Research Centre of the Deutsche Bundesbank, Frankfurt a. M. 2002, S. 16 f; vgl. auch Brandner, P.; Grech, H.: Why did ..., a. a. O., S. 15.

²⁹⁰ Siehe dazu Schwartz, A. J.: The Rise and Fall of Foreign Exchange Intervention, NBER Working Paper, Nr. 7751, Cambridge 2000, S. 22.

eingeschränkte Steuerbarkeit von Devisenkursen wird in der Literatur die Interventionspolitik der japanischen Notenbank bzw. des japanischen Finanzministeriums angeführt. Diese stemmten sich trotz des Einsatzes dreistelliger Milliardensummen jahrelang vergeblich gegen eine Yen-Aufwertung.²⁹¹ Die allgemeine Feststellung einer Ineffektivität von Interventionen auf den Wechselkurs kann allerdings nach herrschender Meinung nicht auf jene Währungen von „kleinen“, offenen Volkswirtschaften aus den Industriestaaten (z. B. der Schweiz) und aus Entwicklungs- und Schwellenländern übertragen werden.²⁹²

Bei einer Einschätzung der Effektivität von (sterilisierten) Interventionen sind zudem die theoretischen Transmissionskanäle zu betrachten. In der Literatur werden dabei vor allem drei Wirkungsmechanismen unterschieden:²⁹³

- **Der Signal- / Erwartungskanal.**²⁹⁴ Dieser zielt auf die Erwartungsbildung von privaten Marktakteuren ab. Auf der grundlegenden Prämisse informationseffizienter Märkte finden am Devisenmarkt alle öffentlich verfügbaren Informationen einen Eingang in die Preisbildung von Währungen. Darüber hinaus wird unterstellt, dass der Wechselkurs die Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der zukünftigen Fundamentaldaten einer Währung widerspiegelt.²⁹⁵ Eine Zentralbank kann den Wechselkurs steuern, wenn es ihr mit der Intervention gelingt, die Erwartungen der Marktteilnehmer in Bezug auf die zukünftigen makroökonomischen Fundamentaldaten zu ändern, sofern der Wechselkurs von seinem fundamentalen Pfad abweicht. Insbesondere können den Akteuren an den Devisenmärkten durch einen solchen Eingriff zusätzliche Informationen zur künftigen

²⁹¹ Vgl. zur japanischen Wechselkurspolitik Frenkel, M. u. a.: The Effects of Japanese Foreign Exchange Interventions on the Yen / US-Dollar Exchange Rate Volatility, in: International Review of Economics and Finance, 15. Jg., Nr. 14, 2005, S. 27 ff. Ergänzend ist anzumerken, dass die japanischen Interventionen auch der Steuerung der inländischen Liquidität dienten. Die Bank of Japan stand nämlich vor dem Dilemma, dass die traditionellen geldpolitischen Instrumente zur Beeinflussung der Bankenliquidität wegen der langjährigen Deflation des Landes kaum noch wirksam waren. Daher erhöhte sie über einige Jahre mittels unsterilisierten Interventionen die inländische Geldmenge.

²⁹² Zur Effektivität der Interventionspolitik der Schweizerischen Nationalbank siehe Bieri, D. S.: Central Bank Intervention and Risk Premia in Foreign Exchange Markets - Evidence of daily Effects, Switzerland 1986 - 1995, Diss. Durnham 1998. Zur Wirksamkeit von Interventionen in den Währungen der aufstrebenden Volkswirtschaften siehe BIZ: 72. Jahresbericht ..., a. a. O., S. 109, und Canales-Kriljenko, J. I.: Foreign Exchange Intervention in Developing and Transition Economies - Results of a Survey, IMF Working Paper, Nr. 95, Washington, D. C., 2003.

²⁹³ Vgl. dazu Schwartz, A. J.: The Rise ..., a. a. O., S. 13 ff; siehe auch Eijffinger, S. C. W.: Briefing Paper on 'The Conduct of Monetary Policy and an Evaluation of the economic Situation in Europe - 4th Quarter 2000' (November 2000) for the European Parliament, http://www.europarl.eu.int/comparl/econ/pdf/emu/speeches/20001123/eijffinger/default/_en.pdf (Stand: 2.3.2006, S. 1). Ein neuerer Ansatz, welcher als „Koordinationsskanal“ bezeichnet wird, basiert auf einem Modell heterogener Erwartungen. Wenn ein Wechselkurs aufgrund der Anreizstrukturen am Devisenmarkt für längere Zeit massiv fehlbewertet ist, kann nach diesem theoretischen Konzept eine Intervention die Marktteilnehmer zu einer fundamentalorientierten Spekulation ermutigen und damit auch zur Stabilisierung der Wechselkurse beitragen; siehe hierzu Reitz, S.; Taylor, M. P.: The Coordination Channel ..., a. a. O., S. 6 ff.

²⁹⁴ Siehe dazu Frenkel, M. u. a.: Wie entschlossen ..., a. a. O., S. 484.

²⁹⁵ Die gängigen makroökonomischen Theorien zur Wechselkursbestimmung können – wie bereits an anderer Stelle dargelegt – nur sehr eingeschränkt den Verlauf des Außenwertes von Währungen erklären.

Ausgestaltung der Geldpolitik vermittelt werden. So kann ein Kauf der inländischen Währung beispielsweise eine kontraktivere Geldpolitik signalisieren, auch wenn die hieraus resultierenden Geldmengeneffekte neutralisiert werden.²⁹⁶ Damit eine Intervention erfolgreich ist, muss die Währungsbehörde in diesem Modellansatz allerdings über Informationen verfügen, die den anderen Marktteilnehmern noch nicht zur Verfügung stehen (Informationsasymmetrie).²⁹⁷ Die Notenbank signalisiert dann mittels ihrer Intervention ihre zukünftigen geldpolitischen Absichten und verleiht ihrer Währungspolitik durch den Einsatz von Devisenreserven zusätzlich Glaubwürdigkeit.²⁹⁸ Der Ansatz kann allerdings nur dann zur Erklärung der Effektivität von Interventionen herangezogen werden, wenn dieser Instrumenteneinsatz öffentlich bekannt gemacht wurde.

- **Der Portfoliokanal.**²⁹⁹ Ein zweiter theoretischer Erklärungsansatz gründet auf dem Portfoliogleichgewichtsmodell zur Bestimmung von Wechselkursen.³⁰⁰ Das Konzept unterstellt als zentrale Prämisse, dass aus Sicht der Investoren in- und ausländische verzinsliche Wertpapieranlagen unvollständige Substitute sind. Denn es wird davon ausgegangen, dass sich die Anleger in Bezug auf die Wechselkursentwicklung nicht risikoneutral verhalten, sondern eine Risikoprämie beim Erwerb ausländischer Wertpapiere einfordern.³⁰¹ Eine

²⁹⁶ Siehe hierzu Frenkel, M. u. a.: Die Interventionen ..., a. a. O., S. 227 ff.

²⁹⁷ Vgl. Junius, K. u. a. (Hrsg.): Handbuch ..., a. a. O., S. 379.

²⁹⁸ Im theoretischen Konzept dieses Erklärungsansatzes zur Interventionseffektivität bleibt jedoch unklar, warum eine Währungsbehörde die Marktteilnehmer nicht unmittelbar über ihre geldpolitischen Absichten informiert; siehe hierzu ebenda, S. 379.

²⁹⁹ Vgl. dazu Frenkel, M. u. a.: Devisenmarktoperationen und Informationspolitik der Europäischen Zentralbank, in: Perspektiven der Wirtschaftspolitik, 3. Jg., Nr. 1, 2002, S. 51 f, und Dominguez, K. M.; Frankel, J. A.: Does Foreign Exchange Intervention matter? - The Portfolio Effect, in: The American Economic Review, 83. Jg., Nr. 5, 1993, S. 1356 ff.

³⁰⁰ Im Portfolioansatz kommt den Leistungsbilanzsalden eine zentrale Bedeutung für die Wechselkursbildung zu. Aus Sicht eines Gläubigers sind Forderungen gegen ein defizitäres Land Finanzinvestitionen in ein Portfolio. Ein wesentlicher Beurteilungsmaßstab für das Verhältnis des Risikos und der Rendite einer Finanzanlage im In- oder Ausland ist der (erwartete) Wechselkurs; siehe weiterführend hierzu Willms, M.: Internationale Währungspolitik ..., a. a. O., S. 173 f.

³⁰¹ Im Gegensatz zu einer „einfachen“ Zinsparitätenbetrachtung wird in diesem Konzept unterstellt, dass der Anleger eine Risikoprämie für das Eingehen von Wechselkursrisiken fordert; Zur Definition der Risikoprämie im Modell des Portfoliokanals siehe Dominguez, K. M.; Frankel, J. A.: Does Foreign ..., a. a. O., S. 1359. Eine mathematische Ableitung des Modells findet sich bei Eijffinger, S. C. W.: Briefing Paper ..., a. a. O., S. 1 f. Die Berechnung der Höhe der Risikoprämie sowie die Schätzung von Parametern, welche für die Portfoliooptimierung zur Festlegung der Gewichte einzelner Assets benötigt werden, basieren üblicherweise auf Ex-post-Daten. So werden die Risikoprämien zumeist mittels historischer Wertänderungen von Wechselkursen geschätzt. Die aus historischen Daten resultierenden Prognosefehler zur Schätzung der Risikoprämien erschweren jedoch eine empirische Überprüfung des Portfoliomodells. Auf diesen besonderen Aspekt wird auch im Teil III, Kapitel 3.1.2.2, dieser Arbeit Bezug genommen. Ebenso kann die Höhe der absoluten Zinsdifferenz zwischen dem In- und Ausland einen wesentlichen Einfluss auf die Kapitalströme und damit auch auf die Wechselkursbildung haben mit der Folge, dass die Risikoprämien stark schwanken und die Wechselkurservartungen zumindest phasenweise in den Hintergrund treten. In den vergangenen Jahren wurden die Kursbildung der Reservewährungen vor allem von den bereits dargestellten Zinsdifferenzgeschäften bestimmt. Diese Handelsstrategien haben die theoretischen Grundannahmen des Portfoliomodells zur Erklärung von Wechselkursbewegungen teilweise widerlegt; vgl. hierzu Kotz, H.-H.: The Euro's ..., a. a. O., S. 149. Zudem hat sich der potenzielle Einfluss von Interventionen auf die Wechselkursbildung durch das hohe Handelsvolumen an den Devisenmärkten wie bereits im Teil I, Kapitel 2.3,

weitere Modellprämisse ist, dass die Intervention das Angebot an in- und ausländischen Wertpapieren maßgeblich verändert und somit auch die Risikoprämien der Wertpapieranlagen beeinflusst werden. Kauft die Zentralbank z. B. inländische Wertpapiere und verkauft sie im Gegenzug ausländische Anlagen, dann sinkt modellgemäß die Risikoprämie der inländischen im Vergleich zu den ausländischen Anlageinstrumenten. Dies führt entsprechend der Modellparameter zu Anpassungsreaktionen der Finanzmarktakteure, da diese ihr Portfolio nach der Intervention aufgrund der gesunkenen Risikoprämien zugunsten der inländischen Wertpapiere umschichten bzw. bei einer Anlage in ausländische Wertpapiere eine höhere Risikoprämie fordern. Infolgedessen kann es trotz einer Neutralisierung der Geldmengeneffekte von Interventionen zu einer Aufwertung der inländischen Währung kommen.³⁰² Die Wirksamkeit der (sterilisierten) Intervention einer Notenbank hängt somit in erster Linie davon ab, ob es ihr gelingt, die Risikoprämien von in- und ausländischen Wertpapieren so zu verändern, dass sich in der Folge auch die beabsichtigte Wechselkursanpassung einstellt.³⁰³

- **Der noise trader-Kanal.**³⁰⁴ Dieser vergleichsweise junge Ansatz in der Literatur zur Erklärung des Wirkungsmechanismus von (sterilisierten) Interventionen stellt auf das Verhalten einer Gruppe von Marktteilnehmern ab. Diese besteht vorwiegend aus Spekulanten und trendextrapolierenden Devisenhändlern. Ausgangspunkt der Überlegungen ist, dass die Annahme rationaler Erwartungen für die Wechselkursbildung an den Devisenmärkten als problematisch anzusehen ist. Daher wurden verschiedene neuere theoretische Modelle entwickelt, die explizit von einem eingeschränkten rationalen Verhalten der Akteure ausgehen.³⁰⁵ Charakteristisch für die Gruppe der so genannten „noise trader“ ist, dass sie ihre Währungsdispositionen vorrangig durch eine heterogene Erwartungsbildung treffen, d. h. sowohl durch fundamentale als auch durch nicht-fundamentale Faktoren bzw.

dieser Arbeit dargelegt, merklich reduziert. Diese Entwicklung begrenzt auch die Effektivität des Portfoliokanals; siehe hierzu Eijffinger, S. C. W.: Briefing Paper ..., a. a. O., S. 2.

³⁰² Vgl. Frenkel, M. u. a.: Die Interventionen ..., a. a. O., S. 229. Durch die Veränderung des relativen Angebots der Finanzaktiva verändern sich deren Risikoprämien. Dies hat modellgemäß einen (proportionalen) Effekt auf die Wechselkurse. Es wird ferner unterstellt, dass die Veränderung der Risikoprämien nicht durch die Zinsdifferenzen zwischen den in- und ausländischen Wertpapieren kompensiert wird. In einem solchen Fall wäre der Erfolg einer sterilisierten Intervention ungewiss; siehe dazu Dominguez, K. M.; Frankel, J. A.: Does Foreign ..., a. a. O., S. 1357.

³⁰³ Die Effektivität einer Intervention ist somit unter anderem davon abhängig, ob die Anleger auch zukünftig von einer im Vergleich zu den ausländischen Anlagen höheren Rendite inländischer Wertpapiere ausgehen. Folglich hängt dieser Wirkungsmechanismus auch davon ab, wie eng die Substitutionsbeziehungen zwischen den beiden konkurrierenden Anlagen sind und ob es der Zentralbank mit ihrem Eingriff gelingt, die Renditeerwartungen der Marktteilnehmer nachhaltig zu beeinflussen; siehe hierzu Frenkel, M. u. a.: Devisenmarktoperationen ..., a. a. O., S. 51 f.

³⁰⁴ Vgl. zum theoretischen Ansatz und den Hypothesen dieser Modelle Hung, J. H.: Intervention Strategies and Exchange Rate Volatility - A Noise Trading Perspective, Federal Reserve Bank of New York Research Paper, Nr. 9515, 1995, S. 6 ff.

³⁰⁵ Vgl. ebenda, S. 4 f.

Informationen beeinflusst werden. Dieses Verhalten führt zu Störungen („noise“) am Devisenmarkt.³⁰⁶ Diese nicht-fundamentalen Parameter, welche deren Erwartungsbildung und Dispositionen beeinflussen, basieren insbesondere auf einer technischen Analyse von Wechselkursrends (z. B. mittels der Charttechnik).³⁰⁷ Eine Zentralbank kann bei einer solchen Marktstruktur dann erfolgreich intervenieren und einen Wechselkursrend initiieren oder brechen, wenn dieser im Anschluss an den Eingriff von den noise tradern aufgegriffen und verstärkt wird. Denn es wird modellgemäß angenommen, dass jene Akteure, welche ihre Anlageentscheidungen aufgrund von makroökonomischen Fundamentaldaten treffen, wegen ihrer Risikoaversion keine gegenläufigen Positionen einnehmen und somit nicht z. B. von einer Fehlbewertung des Wechselkurses zu profitieren versuchen. Zudem ist eine weitere Modellprämisse, dass die Notenbank die Intervention geheim halten kann. Denn nur so ist es nach diesem Ansatz möglich, den noise tradern zu suggerieren, dass sich die Wechselkursentwicklung durch marktendogene Faktoren verändert hat.³⁰⁸ „Für Zentralbanken als risikoneutrale Akteure mit geringer Liquiditätsbeschränkung und einem langfristigen Anlagehorizont eröffnet sich in einer solchen Situation die Möglichkeit, Interventionen zu nutzen, um dadurch eine stabilisierende Spekulationen in Gang zu setzen und auf diesem Weg das Vakuum zu nutzen, welches dadurch entsteht, dass nicht genügend private stabilisierende Spekulanten mit entsprechendem Anlagehorizont am Markt aktiv sind.“³⁰⁹ Damit dieser Ansatz wirksam werden kann, muss die Währungsbehörde allerdings die Reaktionsfunktion der noise trader in Bezug auf ihre Devisenmarktintervention kennen.³¹⁰ Die empirische Relevanz des Ansatzes wird durch zahlreiche Arbeiten belegt.³¹¹

Bei einer Beurteilung der oben dargestellten Transmissionskanäle in Bezug auf die Funktionsweise und die Effektivität von Interventionen – und zwar sowohl hinsichtlich der Nachhaltigkeit als auch des unmittelbaren quantitativen Einflusses auf den Außenwert – ist zu beachten, dass sich die aufgezeigten Wirkungskanäle durchaus überlappen können. Dies kann zur Folge haben, dass sich die Effektivität einer Intervention im Sinne eines dauerhaften und stärkeren

³⁰⁶ So die Definition von H. Zwick: Agentenbasierte Modellierung der Wechselkursbestimmung - Zur Mikrostruktur der Devisenmärkte, Köln 2003, S. 14.

³⁰⁷ Zu den Grundlagen dieser Analysemethoden siehe beispielgebend Pring, M. J.: Handbuch technische Kursanalyse, 2. Aufl., Darmstadt 1993.

³⁰⁸ Vgl. Frenkel, M. u. a.: Devisenmarktoperationen ..., a. a. O., S. 64.

³⁰⁹ Ebenda, S. 54.

³¹⁰ Die Währungsbehörde hat üblicherweise durch Marktinformationen Kenntnis darüber, bei welchem Wechselkurs so genannte „Stop-Marken“ ausgelöst werden; diese bezeichnen Kurstrendlinien von Währungen, deren Erreichen bzw. Über- oder Unterschreiten trendbeschleunigend wirken kann, da kurzfristig orientierte Händler bei Erreichen dieser Marken spekulative Handelspositionen aufbauen.

³¹¹ Siehe z. B. Oberlechner, T.: Importance of Technical and Fundamental Analysis in the European Foreign Exchange Market, in: International Journal of Finance and Economics, 6. Jg., Nr. 1, 2001, S. 81 ff.

Wechselkurseffekts verstärkt oder abschwächt.³¹² So ist beispielsweise an den Fall zu denken, dass die Devisenhändler das Interventionssignal zum Aufbau von gegenläufigen Positionen nutzen und gegen die Währungsbehörde spekulieren. Empirische Studien zur Profitabilität einer derartigen Strategie bei Eingriffen der US-Währungsbehörden konnten belegen, dass solche Handelsstrategien hohe Renditen erzielten.³¹³

Aufgrund der empirisch sehr unterschiedlichen Ergebnisse zu den Wechselkurswirkungen von Interventionen werden in neueren Studien weiterführende Modelle konzipiert, welche auf der so genannten „Mikrostruktur“ von Devisenmärkten aufbauen. Die Mikrostrukturtheorie berücksichtigt den Einfluss von Institutionen, die Rolle der privaten Informationen und das Verhalten der Agenten an den Devisenmärkten auf die Wechselkursbildung.³¹⁴ Die Ansätze haben das Ziel, zusätzliche Erkenntnisse über die Wirkungsmechanismen von (sterilisierten) Interventionen zu gewinnen und die empirisch größtenteils widersprüchlichen Resultate zur Effektivität von Interventionen und die teilweise problematischen Prämissen der oben genannten theoretischen Modelle zu überwinden.³¹⁵ Die Ergebnisse dieser Studien lassen Rückschlüsse darauf zu, unter welchen Voraussetzungen gezielte Interventionen an den Devisenmärkten effektiv sein können und eine hohe Wirkung entfalten. So konnte beispielsweise **K. M. Dominguez** nachweisen, dass insbesondere solche Markteingriffe des Fed effektiv waren, welche mit einem hohen Tageshandelsvolumen an den Devisenmärkten einhergingen, die mit anderen Zentralbanken koordiniert erfolgten und in einem unmittelbaren zeitlichen Kontext zu der Veröffentlichung von zentralen makroökonomischen Daten (z. B. der Bekanntgabe der US-BIP-Quartalsdaten) standen.³¹⁶

Bei einer Gesamtbewertung der theoretischen Modelle und der empirischen Studien ist festzuhalten, dass hinsichtlich der Effektivität von Interventionen ein sehr widersprüchliches Bild entsteht. Die Meinungen darüber, in welchem Maße dieses Instrument zur Steuerung der

³¹² So auch Chiu, P.: Transparency versus constructive Ambiguity in Foreign Exchange Intervention, BIS Working Paper, Nr. 144, Basel 2003, S. 2 f.

³¹³ Vgl. hierzu Neeley, C. J.: Technical Analysis and the Profitability of U.S. Foreign Exchange Intervention, in: Federal Reserve Bank of St. Louis: Review, 80. Jg., Nr. 3, 1998, S. 3 ff.

³¹⁴ So z. B. die Heterogenität von Erwartungen der Akteure oder aber der Einfluss von Marktinformationen auf die Wechselkursbildung; vgl. dazu Coeuré, B.; Pisani-Ferry, J.: The Euro ..., a. a. O., S. 32 f.

³¹⁵ Einen Überblick über die wesentlichen Arbeiten und deren Ergebnisse geben Frenkel, M. u. a.: Die Interventionen ..., a. a. O., S. 230 ff. Zu den theoretischen Modellen zur Erklärung der Funktionsweise der Mikrostruktur von Finanzmärkten und zur Preisbildung an den Devisenmärkten siehe Deutsche Bundesbank: Der Mikrostrukturansatz in der Wechselkursstheorie, in: Monatsbericht, 60. Jg., Nr. 1, 2008, S. 17 ff.

³¹⁶ Die Autorin hat die Interventionen der amerikanischen Notenbank in den Währungspaaren US-Dollar / D-Mark und US-Dollar / Yen unter Verwendung von Intra-Tages-Hochfrequenzdaten in einem längerfristigen Zeitraum (von 1987 bis 1995) analysiert. Zudem wurden die deutschen und japanischen Interventionen in die Auswertungen einbezogen. Die höhere Effektivität von Interventionen während der Perioden mit einem hohen Transaktionsvolumen an den Devisenmärkten begründet sie damit, dass „... that it is during high volume periods that information flow tends to be highest. Given that the majority of Fed interventions ... occurred during high volume trading hours, the Fed seems to have already (perhaps inadvertently) exploited this phenomenon.“ Dominguez, K. M.: The Market ..., a. a. O., S. 38.

Wechselkurse geeignet ist, sind daher sehr geteilt. Es gibt aber einen wachsenden Konsens, dass dessen Effektivität eher gering ist. „In principle, one could conjecture that the ‚best‘ foreign exchange intervention is no intervention.“³¹⁷

2.2.3 Interventionspolitik der Europäischen Zentralbank

Die EZB hat bislang den Wechselkurs der Gemeinschaftswährung aufgrund der aufgezeigten Rahmenbedingungen in der EWU und im internationalen Währungssystem sowie ihrer geldpolitischen Strategie sehr zurückhaltend gesteuert. Soweit die europäische Währungsbehörde ihre Interventionen öffentlich bekannt gemacht hat, wurde seit dem Beginn der EWU nur an insgesamt fünf Tagen im Jahr 2000 zugunsten des Euro an den Devisenmärkten eingegriffen.³¹⁸ So hat sie im Herbst 2000 auf den seit dem Jahr 1999 anhaltenden Kursverfall der Gemeinschaftswährung reagiert.³¹⁹ Zunächst erklärte die EZB ihre Devisenverkäufe am 14.9.2000 noch damit, dass sie den Devisenbestand, welcher aus den seit dem Beginn der EWU angefallenen Zinserträgen in Höhe von rund 2,5 Mrd. Euro resultierte, veräußert hat,

³¹⁷ Eijffinger, S. C. W.: Briefing Paper ..., a. a. O., S. 3. Zu diesem Ergebnis kommt auch O. F. Humpage: Recent U.S. Intervention - Is less more?, in: Federal Reserve Bank of St. Cleveland: Economic Review, 33. Jg., Nr. 3, 1997, S. 5 ff. Diese Studie belegt, dass die Wechselkursbildung des US-Dollar trotz der Interventionen im Analysezeitraum (von 1990 bis 1997) im Wesentlichen der „random walk-Hypothese“ folgte. Diese besagt, dass die Wechselkursentwicklung empirisch vorrangig nicht durch fundamentale Daten (z. B. Inflationsraten, Zinsen, Geldmenge) erklärt werden kann, sondern dadurch, dass der aktuelle Wechselkurs eine vergleichsweise höhere Prognosegüte für den zukünftigen Wechselkurs hat als z. B. jener, der durch theoretische Modelle geschätzt wird. Diese Hypothese wird durch zahlreiche empirische Studien gestützt; vgl. beispielgebend Engel, C.; West, K. D.: Exchange Rates and Fundamentals, ECB Working Paper Series, Nr. 248, Frankfurt a. M. 2003, S. 16 ff; siehe auch Schmidt, R.: Zur Qualität professioneller Wechselkursprognosen, Würzburg Economic Paper, Nr. 36, Würzburg 2003, S. 4 ff.

³¹⁸ Hingegen intervenierte die EZB nach einer Analyse von T. Wollmershäuser: ESZB-Devisenbestand ..., a. a. O., S. 8 ff, bereits im Jahr 1999 zugunsten der Gemeinschaftswährung. Der Autor griff allerdings zur Ableitung seiner Hypothese auf Daten zurück, welche auch die Währungsreserven der NZBen einschlossen. Auf Anfrage des Verfassers erklärte T. Wollmershäuser, dass seiner Auffassung nach die Reservedispositionen der NZBen dieselbe Wirkung auf den Wechselkurs des Euro hätten wie Käufe oder Verkäufe von Drittwährungen durch die EZB. Im Rahmen dieser Arbeit werden aber ausschließlich die Devisentransaktionen der EZB mit dem Ziel, den Außenwert der Gemeinschaftswährung zu steuern, als Interventionen klassifiziert. Die EZB hat zudem der Darlegung bzw. Interpretation des Autors widersprochen; siehe hierzu o. V.: Geheime Transaktionen, in: DM, August 2000, S. 126.

³¹⁹ Zu den Gründen der Euroschwäche zu Beginn der EWU siehe beispielgebend Favero, C. A. u. a.: One Money, many Countries - Monitoring the European Central Bank, Nr. 2, London 2000, S. 2 ff; siehe ebenso Fenz, G.: The Euro as an International Currency and its Depreciation against the US-Dollar, in: Breuss, F.; Grillier, S. (Hrsg.): Institutional, Legal and Economic Aspects of the EMU, Schriftenreihe des Forschungsinstituts für Europafragen der Wirtschaftsuniversität Wien, Bd. 23, Wien und New York 2002, S. 232 f. Wie der Autor darlegt, wurde die Gemeinschaftswährung vor allem durch ein hohes Emissionsvolumen von Euro-Anleihen zu Beginn der Währungsunion belastet, welche insbesondere von amerikanischen Adressen begeben wurden. Der IWF hingegen kam zu dem Ergebnis, dass der Euro in erster Linie durch hohe Portfolioumschichtungen zugunsten von amerikanischen Wertpapieren unter Abwertungsdruck geriet; vgl. dazu IWF: What is driving the Weakness of the Euro and the Strength of the Dollar?, in: World Economic Outlook, May 2001, S. 66 ff.

um die Struktur und das Risikoprofil ihrer Bilanz zu adjustieren.³²⁰ Erstmals intervenierte die EZB dann „offiziell“ am 22.9.2000 multilateral mit Unterstützung der amerikanischen, britischen, japanischen und kanadischen Notenbank.³²¹ Die Intervention im Vorfeld eines G7-Treffens wurde über die „großen“ NZBen aus Deutschland, Frankreich und Italien in offener Stellvertretung für die EZB durchgeführt. Begründet wurde der Einsatz des wechselkurspolitischen Instruments mit dem Primat der Preisstabilität. Denn die anhaltende Abwertung des Euro hatte im Währungsraum zu einem spürbaren Inflationsanstieg beigetragen, den die EZB mit „Anlass zur Sorge“³²² beobachtete. Zudem bewerteten Ökonomen die Devisenmarkteingriffe als Versuch, die Märkte von der Glaubwürdigkeit ihrer Währungspolitik zu überzeugen.³²³ Die oberste Währungsbehörde hielt die Höhe ihres Interventionsvolumens im Gegensatz zu den beteiligten G7-Partnern geheim. So antwortete der damalige EZB-Präsident, **W. F. Duisenberg**, in einer Pressekonferenz auf die Frage nach deren Umfang vieldeutig: „All the estimates that i have seen reported in the media, ranging from EUR 1.5 billion to EUR 20 billion, are more or less correct.“³²⁴

Die monetäre Statistik des Eurosystems weist für den Zeitraum vom 22.9.2000 bis zum 29.9.2000 einen Rückgang der „Forderungen in Fremdwährungen an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets“ in Höhe von rund 18,7 Mrd. Euro aus.³²⁵ Diese Daten sind jedoch durch die quartalsweise durchgeführte Neubewertung der Währungsreserven erheblich verzerrt. Einen besseren Einblick gibt der konsolidierte Wochenausweis des Eurosystems, der allerdings auch die Reservedispositionen der NZBen einschließt. So sanken die Fremdwährungsforderungen an Ansässige außerhalb des Euroraums zum Stichtag 28.9.2000 gegenüber der Vorwoche um insgesamt 3,9 Mrd. Euro.³²⁶ Dieser Betrag markiert somit eine Obergrenze, wenn in diesem Zeitraum einzelne NZBen von einem Verkauf eigener Währungsreserven abgesehen haben.³²⁷ Hingegen haben die beteiligten ausländischen Zentralbanken

³²⁰ Vgl. hierzu Deutsche Bundesbank: Verkauf von Zinseinkünften aus Devisenreserven durch die Europäische Zentralbank (EZB), Pressemitteilung, Frankfurt a. M., 14.9.2000, <http://www.bundesbank.de/download/ezb/presstenotizen/2000/20000914ezb1.pdf> (Stand: 4.3.2006).

³²¹ Siehe EZB: Introductory Statement by W. F. Duisenberg, Press Conference, Frankfurt a. M., 5.10.2000, <http://www.ecb.int/press/pressconf/2000/html/is001005.en.html> (Stand: 4.3.2006, S. 1).

³²² Vgl. Dies.: Editorial, in: Monatsbericht, September 2000, S. 6.

³²³ Vgl. Reitz, S.; Taylor, M. P.: The Coordination Channel ..., a. a. O., S. 5

³²⁴ EZB: Introductory Statement by W. F. Duisenberg, Press Conference, Frankfurt a. M., 5.10.2000, a. a. O., S. 3.

³²⁵ Vgl. Dies.: Monetäre Statistik I, in: Monatsbericht, Oktober 2000, S. 6 (Tabelle 1.1).

³²⁶ Vgl. Dies.: Konsolidierter Ausweis des Eurosystems zum 29. September 2000, Pressemitteilung, Frankfurt a. M., 29.9.2000, <http://www.ecb.int/press/pdf/mfs/2000/fs000929.de.pdf> (Stand: 4.3.2006). N. Thygesen: Pro - The ECB should intervene to support the Dollar, in: CESifo Forum, Nr. 2, 2000, S. 25, schätzte den Betrag auf gut 3 Mrd. Euro; so im Ergebnis auch Boone, L. u. a.: Tracking the Euro, OECD Economic Department Working Paper, Nr. 298, Paris 2001, S. 14.

³²⁷ Aus der Reservestatistik des Eurosystems wird ersichtlich, dass insbesondere die italienische NZB im September ihren Bestand an Devisenreserven erhöhte; siehe hierzu auch in diesem Teil, Kapitel 4.3.

ihre Interventionsbeträge veröffentlicht und im September 2000 einen Gegenwert von rund 3,3 Mrd. Euro eingesetzt.³²⁸ Die EZB intervenierte erneut Anfang November 2000 infolge eines weiter abwärtsgerichteten Trends des Euro in drei Schritten; das Volumen lag nach Schätzungen von Marktteilnehmern bei ca. 4,5 Mrd. Euro.³²⁹ Diese Eingriffe am Devisenmarkt erfolgten jedoch unilateral aufgrund einer möglicherweise divergierenden Haltung der zuvor gemeinsam intervenierenden Zentralbanken bezüglich einer Fortsetzung von konzentrierten Aktionen zugunsten des Euro.³³⁰ Wiederum begründete die EZB ihre wechselkurspolitische Maßnahme mit der Bedeutung des Außenwertes der Gemeinschaftswährung für die Preisstabilität in der EWU.³³¹

Der Gesamtbetrag der im Jahr 2000 insgesamt getätigten EZB-Interventionen wird von **P. Bofinger** auf rund 8,5 Mrd. US-Dollar bzw. rund 10,0 Mrd. Euro geschätzt.³³² Eine Auswertung der von der EZB veröffentlichten Daten zu ihren Reservebeständen zeigt ein vergleichbares Volumen: So verminderten sich die in US-Dollar umgerechneten Devisen-

³²⁸ Die Bank of Japan kaufte rund 1,6 Mrd. Euro; vgl. Japanese Ministry of Finance: Foreign Exchange Intervention Operations (July - September 2000), Tokyo, 8.11.2000, http://www.mof.go.jp/english/feio/e_127_9.htm (Stand: 11.4.2006, S. 2). Das Fed und der ESF erwarben rund 1,5 Mrd. Euro; vgl. United States Department of the Treasury: Exchange Stabilisation Fund - U.S. Intervention 1993 - 2000, <http://www.ustreas.gov/offices/international-affaires/esf/history/Intervention93-00.shtml> (Stand: 11.4.2006). Die Bank of Canada bzw. das kanadische Treasury erwarben ca. 100 Mio. Euro; siehe Canada's Department of Finance: Exchange Fund Account Annual Report 2000, http://www.fin.gc.ca/efa/efa2000_1e.html#1.%20Foreign (Stand: 11.4.2006). Die Bank of England beteiligte sich ebenfalls mit einem Betrag von ca. 100 Mio. Euro; siehe hierzu Her Majesty Treasury: UK Official Holdings of International Reserves, Press Release, London, 4.10.2000, http://www.hm-treasury.gov.uk/newsroom_and_speeches/press/2000/press_107_00.cfm (Stand: 11.4.2006, S. 2).

³²⁹ Siehe hierzu Henning, C. R.: The external Policy of the Euro Area - Organizing for Foreign Exchange Intervention, Institute for International Economics Working Paper, Nr. 4, 2006, S. 27. Die Interventionen erfolgten am 3., 6. und 9.11.2000.

³³⁰ Im Monatsbericht Oktober 2000 legte die EZB noch dar, dass sie bei weiteren Interventionen mit ihren Partnern wieder gemeinsam an den Devisenmärkten aktiv werden wird, wenn die Marktlage dies erfordere; vgl. EZB: Editorial, in: Monatsbericht, Oktober 2000, S. 5. Aus den öffentlichen Protokollen des Fed wird jedoch deutlich, dass eine Fortsetzung der Interventionen der damaligen amerikanischen Politik zugunsten eines starken US-Dollar widersprochen hätte; so Boone, L. u. a.: Tracking ..., a. a. O., S. 16. Zudem wurde die Zusammenarbeit der EZB mit der US-Notenbank charakterisiert als „... a fiasco in terms of transatlantic coordination.“ Henning, C. R.: EMU between the Introduction of Euro Cash and EU Enlargement, IIPS Conference Paper, Tokyo, November 2002, http://www.iips.org/02eu/_Henning.pdf (Stand: 17.4.2006, S. 10).

³³¹ Vgl. hierzu Deutsche Bundesbank: EZB bestätigt Devisenmarktinterventionen, Pressemitteilung, Frankfurt a. M., 3.11.2000, <http://www.bundesbank.de/download/ezb/pressenotizen/2000/20001103ezb.pdf> (Stand: 17.4.2006).

³³² Siehe Bofinger, P.: Strategien und Instrumente zur Stabilisierung der Wechselkursentwicklung, Impulsreferat für die Sitzung der Kommission „Internationale Finanzmärkte“, Berlin, 2.3.2001, <http://www.wifak.uni-wuerzburg.de/wilan> (Stand: 18.4.2006, S. 4). Im Geschäftsbericht des Jahres 2000 verweist die EZB darauf, dass die starke Veränderung ihrer Netto-Position der „Intra-Eurosystem-Forderungen“, welche über das TARGET-System abgerechnet wurden, gegenüber dem Vorjahr in Höhe von rund 13,1 Mrd. Euro „... in erster Linie auf Käufe von Euro gegen Fremdwährung im Jahr 2000 zurückzuführen [ist].“ EZB: Geschäftsbericht 2000, a. a. O., S. 197. Das TARGET-System (Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System) verbindet die nationalen, grenzüberschreitenden Zahlungssysteme der NZBen in der EU mit dem Zahlungsverkehrsmechanismus der EZB; siehe dazu Dies.: Die Geldpolitik ..., a. a. O., S. 27. Zur Technik der Verbuchung von Interventionssalden im Eurosystem über dieses System siehe Rösl, G.: Seigniorage ..., a. a. O., S. 75 f.

bestände Ende September um etwa 4,0 Mrd. US-Dollar gegenüber dem Vormonat und erneut Ende November um ca. 4,4 Mrd. US-Dollar gegenüber dem Vormonat.³³³ Infolge der Interventionen erzielte die EZB im Geschäftsjahr 2000 einen wesentlichen Anteil ihres Jahresergebnisses durch die Realisierung von Kursgewinnen auf ihre veräußerten Fremdwährungsanlagen.³³⁴

In den Folgejahren hingegen hat die EZB an ihrer Wechselkurspolitischen Grundposition festgehalten und von weiteren Interventionen abgesehen.^{335 336} Hierbei ist zu berücksichtigen, dass der Euro nach dem historischen Tiefststand gegenüber dem US-Dollar im Jahr 2000 tendenziell nicht mehr stärker abwertete und deswegen die Preisniveaustabilität in der EWU nicht mehr gefährden konnte. Die EZB hat in den Folgejahren ihre Interventionspolitik vielmehr aufgrund einer phasenweise stärkeren und schnellen Aufwertung der Gemeinschaftswährung modifiziert und ausschließlich von dem Instrument der verbalen Intervention zweckdienlichen Gebrauch gemacht.³³⁷ Insbesondere seit dem Jahr 2004 haben wiederholte Äußerungen von Mitgliedern des EZB-Rats und vorrangig ihres Präsidenten, **J. C. Trichet**, verdeutlicht, dass sie den Wechselkurs der Gemeinschaftswährung für fundamental fehlbewertet hält.³³⁸ Dennoch hat sie trotz einer seit dem Jahr 2001 andauernden Aufwertungs-

³³³ Vgl. EZB: Konsolidierter Ausweis des Eurosystems zum 10. November 2000, Pressemitteilung, Frankfurt a. M., 10.11.2000, <http://www.ecb.int/press/pdf/wfs/2000/fs001110de.pdf> (Stand: 19.4.2006); siehe auch Dies.: Konsolidierter Ausweis des Eurosystems zum 17. November 2000, Pressemitteilung, Frankfurt a. M., 17.11.2000, <http://www.ecb.int/press/pdf/wfs/2000/fs0001117.de.pdf> (Stand: 19.4.2006).

³³⁴ Die EZB hat für die Finanzierung der Interventionen einen Teil ihrer Fremdwährungs-Wertpapierbestände veräußert. Im Geschäftsbericht des Jahres 2000 weist sie in der Position „realisierte Kursgewinne aus Finanzgeschäften“ einen Betrag in Höhe von rund 3,4 Mrd. Euro aus; vgl. Dies.: Jahresbericht 2000, Frankfurt a. M. 2001, S. 192 und S. 202. Der überwiegende Teil der realisierten Gewinne wurde jedoch nicht ausgeschüttet, sondern für die Bildung einer „Sonderrückstellung zur Abdeckung von Wechselkurs- und Preisrisiken“ in Höhe von 2,6 Mrd. Euro einbehalten; vgl. ebenda, S. 192 und S. 199. Begründet wurde diese Vorsichtsmaßnahme mit dem Argument, künftige Bewertungsverluste, welche nicht durch die Neubewertungsrücklage kompensiert werden können, ausgleichen zu können. Allerdings ist dies nur bedingt nachvollziehbar. Denn die Neubewertungsrücklage stieg in diesem Geschäftsjahr gegenüber dem Vorjahr von 5,8 auf 6,2 Mrd. Euro erheblich an; vgl. ebenda, S. 200.

³³⁵ Im Gegensatz zu zahlreichen negativen politischen Stellungnahmen wurde die zurückhaltende Interventionspolitik in der Wissenschaft überwiegend positiv beurteilt. Eine andere Meinung vertritt Goodhart, C.: Time for the ECB to intervene, in: Central Banking, 16. Jg., Nr. 1, S. 38.

³³⁶ Anzumerken ist, dass die EZB in den Jahren 1999 und 2001 im Auftrag der japanischen Zentralbank zugunsten des Yen intervenierte. Diese Devisenmarkt eingriffe standen aber in keinem Zusammenhang mit der Steuerung des Euro-Wechselkurses und erforderten daher auch keinen Einsatz der eigenen Währungsreserven. Zu den Yen-Interventionen vgl. EZB: Wirtschaftliche Entwicklung im Euro-Währungsgebiet - Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung, in: Monatsbericht, Juli 1999, S. 29, und Dies.: Jahresbericht 2001, a. a. O., S. 21.

³³⁷ Eine Intervention zugunsten des Dollar hätte möglicherweise die in den vergangenen Jahren ohnehin schon zu stark expandierende Geldmenge in der EWU weiter erhöht, wenn die EZB die Liquiditätseffekte nicht vollständig neutralisiert hätte; siehe dazu Belke, A. u. a.: 10 Argumente gegen eine Euro-US-Dollar-Wechselkursmanipulation, ECB-ObsERVER, Nr. 6 vom 25.11.2003, <http://www.ecb-observer.com> (Stand: 20.5.2006, S. 5).

³³⁸ Sozusagen hat somit das Wissen der Devisenmarktakteure darüber, dass die EZB notfalls interveniert, dieser ermöglicht, nicht zu handeln; vgl. o. V.: EZB-Chef besorgt über rasanten Euro-Anstieg, in: Handelsblatt, Nr. 8 vom 13.1.2004, S. 1; siehe auch o. V.: Noyer bringt Interventionen am Devisenmarkt ins Spiel, in: Handelsblatt, Nr. 10 vom 15.1.2004, S. 17.

phase des Euro in Verbindung mit einer zeitweise hohen Volatilität an den Devisenmärkten nicht mehr zur Untermauerung ihrer Einschätzung interveniert. Diese Haltung unterstreicht ihre **asymmetrische Interventionsstrategie**: In Phasen einer Euro-Abwertung, welche insbesondere den währungspolitischen Zielen zuwiderläuft, hat die EZB an den Devisenmärkten mittels ihrer Währungsreserven eingegriffen. In jenen Phasen einer Euro-Aufwertung hat sie mittels verbaler Interventionen den Wechselkurstrend zu beeinflussen versucht, zumal dann, wenn sich die Wirtschaft der Eurozone in einem konjunkturell schwierigen Umfeld befand.

2.2.4 Effektivität der Interventionen der Europäischen Zentralbank

Die Wirkung der EZB-Interventionen auf den Euro-Wechselkurs kann aufgrund der eingeschränkten Datenbasis und eines sehr geringen wissenschaftlichen Interesses an diesem Forschungsfeld nur sehr eingeschränkt beurteilt werden. **M. Frenkel u. a.** haben umfassend die Effektivität der EZB-Interventionen untersucht. Die Autoren haben anhand von Hochfrequenz-Daten (sämtliche Kursnotierungen über elektronische Handelssysteme während eines Tages) die Devisenmarkteingriffe im September und November 2000 einer Analyse unterzogen. Insgesamt bewerten sie diese als ineffektiv, da nachgewiesen werden konnte, dass „... die an den Interventionstagen erzielten Effekte zumeist quantitativ eher gering und zudem nicht von Dauer waren.“³³⁹ Zudem konnte die EZB weder bei den gemeinsamen September-Interventionen noch bei ihren unilateralen Eingriffen in den ersten Novembertagen einen neuen Wechselkurstrend des Euro generieren, so dass sich dessen Abwärtsbewegung bis zum Ende des Monats November 2000 fortsetzte. Die Dollarverkäufe konnten nur während der Interventionstage eine kurzfristige, temporäre Erholung der Gemeinschaftswährung auslösen. Der Euro fiel nach den Interventionen jedoch wieder auf sein ursprüngliches Kursniveau zurück oder unterschritt dieses sogar. Die Ende November beginnende Trendumkehr kann daher nach Auffassung der Autoren kaum in einem kausalen Ursache-Wirkungs-Zusammenhang stehen.³⁴⁰ Ebenso bestätigen ihre statistischen Tests, dass die Veränderung des Euro-Wechselkurses an den Interventionstagen nicht signifikant von jener an den Nicht-Inter-

³³⁹ Frenkel, M. u. a.: Devisenmarktoperationen ..., a. a. O., S. 56. Kritisch ist anzumerken, dass die Autoren nicht definieren, welche quantitative Veränderungen über welchen Zeitraum gegeben sein müssen, um das Effektivitätskriterium zu erfüllen. Auf Anfrage des Verfassers führt M. Frenkel in einem Schreiben vom 12.7.2006 aus, dass die bewirkte Veränderung „mehrere“ Prozentpunkte betragen müsse und „nachhaltig“ sein sollte. Derartige Bewertungen bezüglich der Effektivität von Interventionen sind jedoch als subjektiv einzuschätzen. Auch in anderen Arbeiten wird diesem Aspekt kaum Beachtung geschenkt.

³⁴⁰ Vgl. Dies.: Die Interventionen ..., a. a. O., S. 254. Eine andere Meinung vertritt der erste Präsident der EZB, W. F. Duisenberg, anlässlich einer Anhörung vor dem Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments. Nach seiner Ansicht benötigen Interventionen einen längeren Zeitraum, um eine Trendverstärkung oder -umkehr auszulösen; siehe dazu Duisenberg, W. F.: Hearing ..., a. a. O., S. 14. Nach Ansicht des Verfassers ist eine Messung des Interventionseffekts wegen der hohen Reagibilität von Wechselkursen auf die tägliche Datenflut an den Finanzmärkten dann aber nicht mehr möglich.

ventionstagen abwich.³⁴¹ Eine weitere empirische Arbeit von **C. Pierdzioch** aus dem Jahr 2002 bestätigt diese Forschungsergebnisse.³⁴²

Als eine wesentliche Ursache für die vorherrschend skeptische Beurteilung der Wechselkurseffektivität der Interventionen wird von einer Reihe von Autoren insbesondere die suboptimale Kommunikationspolitik der EZB angeführt. Diese habe verhindert, dass die Interventionen die Voraussetzungen für ein Wirksamwerden der im vorhergehenden Kapitel beschriebenen Wirkungskanäle wie z. B. den Signal- und / oder den noise trader-Kanal erfüllen konnten.³⁴³ In diesem Zusammenhang werden vorzugsweise die Stellungnahmen des damaligen EZB-Präsidenten kritisch bewertet. So betonte **W. F. Duisenberg** z. B. in einer Pressekonferenz nach den Devisenmarkteingriffen im November des Jahres 2000 bei der Beantwortung der Frage nach der Angemessenheit des Euro-Wechselkurses, dass dieser zwar erheblich unterbewertet sei, aber die Devisenmärkte die gehandelten Währungen generell richtig bewerten würden.³⁴⁴ Die in sich widersprüchliche Aussage konnte den Devisenmarktteilnehmern aber weder eine Signalrichtung vorgeben noch einen Anlass dafür liefern, von einer durch die Interventionen beabsichtigten Trendänderung auszugehen.³⁴⁵ Zudem wird neben dem empirisch schwachen Fundament für die Effektivität auch die zu geringe Höhe des Interventionsvolumens hervorgehoben. Nach Ansicht von **R. Lyons und R. Portes** wäre ein Betrag von schätzungsweise 75 Mrd. Euro erforderlich gewesen, damit der Außenwert des Euro infolge der Interventionen wieder über die Parität gegenüber dem US-Dollar gestiegen wäre.³⁴⁶ Infolgedessen waren die Devisenmarkteingriffe der EZB verhältnismäßig wirkungs-

³⁴¹ Vgl. Frenkel, M. u. a.: Devisenmarktoperationen ..., a. a. O., S. 56 ff.

³⁴² Siehe hierzu Pierdzioch, C.: Die Devisenmarktinterventionen der Europäischen Zentralbank - ein Instrument zur Steuerung des Wechselkurses?, in: Die Weltwirtschaft, Nr. 1, 2002, S. 115.

³⁴³ So konnte z. B. der Noise-Trader-Kanal nicht wirksam werden, da die Interventionen sehr schnell der Öffentlichkeit mitgeteilt wurden; vgl. dazu Jansen, D.-J.; de Haan, J.: The Interventions- ..., a. a. O., S. 18.

³⁴⁴ „Seriously undervalued means relatively seriously undervalued. And I believe, that they [die Devisenmarktteilnehmer] are right, **as markets are always right.**“ EZB: Introductory Statement by W. F. Duisenberg, Press Conference, Frankfurt a. M., 2.11.2000, <http://www.ecb.int/press/pressconf/2000/html/is001102.en.html> (Stand: 21.4.2006, S. 4). Bereits vor den Interventionen hatten die öffentlichen Stellungnahmen von W. F. Duisenberg zu den Gründen der Euroschwäche und seine Einschätzung zur Unterbewertung der Währung kontroverse Diskussionen vor dem Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments ausgelöst; siehe dazu Europäisches Parlament (Ausschuss für Wirtschaft und Währung): Hearing before the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament - Introductory Statement delivered by W. F. Duisenberg, Brüssel, 12.9.2000, http://www.europarl.eu.int/comparl/econ/pdf/emu/speeches/20000912/duisenberg/introduc/default_en.pdf (Stand: 21.4.2006, S. 11).

³⁴⁵ Siehe dazu Frenkel, M. u. a.: The Interventions ..., a. a. O., S. 18. In der Kommentierung zu den November-Interventionen machte der damalige Präsident allerdings deutlich, dass diese „...are mainly used to break a prevailing pattern, or philosophy, prevalent in markets whose market participants only have a one-way risk or a one-way street, which they can safely walk on. Now, they have and should have, a two-way risk and that is what we want to achieve.“ W. F. Duisenberg, zitiert nach Alesina, A. u. a.: Defining a macroeconomic Framework for the Euro Area - Monitoring the European Central Bank, Nr. 3, London 2001, S. 41.

³⁴⁶ Vgl. Lyons, R.; Portes, R.: A good Investment for Excess Reserves, in: Financial Times vom 22.9.2000, S. 3.

los und verstärkten phasenweise sogar während der Interventionstage den Abwärtstrend der Währung. Erst zu einem späteren Zeitpunkt nach dem Auslaufen der Aktivitäten konnte sich der Euro wieder nachhaltig stabilisieren.

In der Literatur wird auch die Effektivität der EZB-Verbalinterventionen sehr unterschiedlich bewertet. Allerdings liegen bislang zu diesem komplexen Themenkomplex ebenfalls nur wenige empirische Untersuchungen vor. Auf der Basis von Hochfrequenzdaten haben **J. de Haan und D.-J. Jansen** im Zeitraum von Januar 1999 bis Mai 2002 insgesamt 146 öffentliche Stellungnahmen des EZB-Rats zum Euro-Wechselkurs ausgewertet. Die Autoren kommen zu dem Ergebnis, dass der Einfluss der Verbalinterventionen auf den Wechselkurs minimal und nur von kurzer Dauer war. Sie bewerten daher deren Effektivität als sehr gering.³⁴⁷ In einer breiter angelegten empirischen Studie wurden von **M. Fratscher** die verbalen Interventionen von vier Währungsbehörden (Bank of Japan, Deutsche Bundesbank bis zum Jahr 1998, EZB und Fed) untersucht.³⁴⁸ Auf der Grundlage von zwei Modellen – einem optionsbasierten Ansatz für die Schätzung von implizierten Devisen-Optionsvolatilitäten sowie einer so genannten „Event-Studie“³⁴⁹ – wurden im Zeitraum der Jahre von 1999 bis 2003 insgesamt 79 öffentliche Kommentare der EZB zum Außenwert der Gemeinschaftswährung analysiert.³⁵⁰ Der Autor kommt zu dem Ergebnis, dass die kommunikativen Eingriffe der oben genannten vier Zentralbanken insgesamt einen statistisch nachweisbaren Effekt auf die Wechselkursbildung ihrer Währungen hatten, jedoch sehr unterschiedlich ausfielen.³⁵¹ Für die Verbalinterventionen zugunsten des Euro konnte M. Fratscher aufzeigen, dass diese in gut 75 Prozent der beobachteten Ereignisse den Außenwert in die gewünschte Richtung beeinflussen konnten. Die gemessene prozentuale Veränderung des Euro-Wechselkurses schwankte allerdings sehr stark und war zumeist nur von sehr kurzer Dauer.³⁵²

³⁴⁷ Vgl. Jansen, D.-J.; de Haan, J.: Were verbal Efforts to support the Euro effective? - A high-frequency Analysis of ECB Statements, DNB Working Paper, Nr. 33, Amsterdam 2005.

³⁴⁸ Vgl. Fratscher, M.: How successful are Exchange Rate Communication and Interventions?, ECB Working Paper Series, Nr. 528, Frankfurt a. M. 2005.

³⁴⁹ Dies ist eine Methode zur Messung des Effekts einzelner Ereignisse auf eine Variable. Ziel ist es, eine um generelle Marktbewegungen bereinigte Kursabweichung der beobachteten Variablen auf Basis von Zeitreihenschätzungen zu ermitteln. Die Differenz aus dem tatsächlich beobachteten Kurs abzüglich des „normalen“ Kurses, der sich durch den Schätzwert berechnen lässt, stellt den so genannten „Ereigniseffekt“ dar.

³⁵⁰ Hierzu wurden sämtliche Stellungnahmen des (erweiterten) EZB-Rats, welche über die Nachrichtenagentur Reuters verbreitet wurden, untersucht. Davon bezogen sich 61 Kommentare auf einen steigenden und 18 Äußerungen auf einen fallenden Außenwert.

³⁵¹ So bewegten die Verbalinterventionen im Zeitraum von 1990 bis 2003 die Wechselkurse der oben genannten Währungen um durchschnittlich 0,14 Prozent; vgl. ebenda, S. 14.

³⁵² Allerdings konnte der Autor eine durchschnittliche Veränderung des Euro-Wechselkurses als Reaktion auf die Verlautbarungen von rund 0,5 Prozent nachweisen. Dieser Wert lag deutlich über jener (durchschnittlichen) Kursänderung, den die oben aufgeführten Zentralbanken mit ihrer Kommunikationspolitik an den Devisenmärkten erzielen konnten; vgl. ebenda, S. 45 (Tabelle 13).

Zusammenfassend vermitteln die vorliegenden Studien und die praktischen Erfahrungen mit der Wechselkurssteuerung kein einheitliches Bild über den Erfolg oder Misserfolg der EZB-Interventionen. In der Wissenschaft überwiegen jedoch die kritischen Stimmen. Die EZB unterstreicht mit ihrer „Abstinenz“ am Devisenmarkt seit dem Jahr 2000, dass sie nur in Ausnahmefällen in die Wechselkursbildung des Euro eingreift. Wie die vergangenen Jahre deutlich machen, präferiert sie mittlerweile das Instrument der Verbalinterventionen. Dies schließt zwar nicht aus, dass die europäische Währungsbehörde zukünftig wieder mit größeren Beträgen interveniert, um die Märkte von der „Ernsthaftigkeit“ ihrer währungs-politischen Strategie zu überzeugen. Zum heutigen Zeitpunkt und aufgrund der Erfahrungen seit dem Beginn der EWU dürfte dies allerdings erst dann wieder der Fall sein, wenn die Wechselkursentwicklung des Euro das Primärziel der Preisstabilität nachhaltig gefährden könnte.³⁵³

3. Währungsreserven der Europäischen Zentralbank

Die Wechselkurspolitik als ein zentrales Element der Währungspolitik wurde mit dem Beginn der EWU – wie im Kapitel 1.1 dieses Teils dargestellt – vergemeinschaftet. Im zweistufigen Aufbau des Eurosystems werden der EZB zentrale Kompetenzen zugeordnet, damit sie ihre Aufgaben gemäß Artikel 105 und 111 EGV sowie Artikel 3 und Artikel 23 der Satzung wahrnehmen kann. Die Währungsbehörde erhielt satzungsgemäß einen Anfangsbestand an Währungsreserven. Die teilnehmenden Mitgliedstaaten bzw. deren NZBen übertrugen der EZB einen Teil ihrer nationalen Gold- und Devisenreserven, der sich gemäß Artikel 30 Absatz 2 der Satzung nach dem jeweiligen Anteil einer NZB am gezeichneten Kapital der EZB bemisst.

3.1 Ausstattung der Europäischen Zentralbank mit Währungsreserven

Im Folgenden wird zunächst untersucht, aufgrund welcher Überlegungen die Höhe des anfänglichen EZB-Reservebestands festgelegt wurde. Sodann wird geprüft, ob und wenn ja, in welchem Umfang die NZBen zukünftig für eine Erhöhung der Reserveausstattung der EZB in Anspruch genommen werden können. Denn eine weitere Dotierung der EZB mit Währungsreserven könnte auch die Reservehaltung der NZBen maßgeblich beeinflussen.

³⁵³ Einschränkung ist anzumerken, dass vor allem im Kontext mit den Verhandlungen über eine europäische Verfassung im Jahr 2005 Stimmen laut wurden, die eine stärkere Wechselkurssteuerung der EZB forderten; vgl. o. V.: Der frühere EZB-Präsident ohne Illusionen, in: Neue Zürcher Zeitung, Nr. 141 vom 20.6.2005, S. 10. Wie in den vergangenen Jahren hat die EZB jedoch solche Pläne stets strikt zurückgewiesen.

3.1.1 Höhe zu Beginn der Europäischen Währungsunion

Der EGV enthält keine Bestimmungen zum Volumen und zur Struktur der Währungsreserven, welche an die EZB zu übertragen waren. Die Festlegung des Betrages wurde jedoch in Artikel 30 Absatz 1 der Satzung niedergelegt. Die EZB hätte zu Beginn der EWU eine „Erstaussstattung“ in Höhe von bis zu maximal 50 Mrd. ECU bzw. Euro³⁵⁴ einfordern können, wenn sämtliche Mitgliedstaaten dem Eurosystem beigetreten wären. Mit Aufnahme der zehn neuen EU-Staaten erhöhte sich diese Obergrenze seit Mai 2004 rechnerisch zunächst auf maximal 55,6 Mrd. Euro³⁵⁵ und mit dem Beitritt Sloweniens seit Januar 2007 auf 57,6 Mrd. Euro.³⁵⁶ Da die Satzung diesbezüglich aber noch nicht angepasst wurde, gilt unverändert der zu Beginn der EWU festgelegte Maximalbetrag.³⁵⁷ Mit der Reserveübertragung gingen auch die nationalen Eigentumsrechte an den Währungsreserven auf die EZB über.³⁵⁸

Nach einem Beschluss des EZB-Rats wurden der EZB in der ersten Januarwoche des Jahres 1999 die anteiligen Währungsreserven der teilnehmenden NZBen zu Marktpreisen in Höhe von rund 39,5 Mrd. Euro übertragen.³⁵⁹ Mit dem Beitritt Griechenlands am 1.1.2001 erhielt sie weitere Reserven in Höhe von rund 1,3 Mrd. Euro, so dass die Gesamtsumme auf 40,7 Mrd. Euro stieg, wie das die *Tabelle 3* auf der nächsten Seite zeigt.³⁶⁰

³⁵⁴ In den amtlichen Dokumenten der Gemeinschaft wird interessanterweise auch nach der Euro-Einführung noch der Begriff ECU verwendet; so z. B. im Artikel 111 Absatz 1 EGV in der Fassung von Nizza.

³⁵⁵ Vgl. EZB: Beschluss der Europäischen Zentralbank vom 22. April 2004 zur Festlegung der Maßnahmen, die für den Beitrag zum kumulierten Wert der Eigenmittel der Europäischen Zentralbank und für die Anpassung der den übertragenen Währungsreserven entsprechenden Forderungen der nationalen Zentralbanken sowie die hiermit zusammenhängende finanzielle Angelegenheit erforderlich sind, ABl. L 205 vom 9.6.2004, S. 13.

³⁵⁶ Vgl. Dies.: Beschluss der Europäischen Zentralbank vom 15. Dezember 2006 zur Festlegung der Maßnahmen, die für den Beitrag zum kumulierten Wert der Eigenmittel der Europäischen Zentralbank und für die Anpassung der den übertragenen Währungsreserven entsprechenden Forderungen der nationalen Zentralbanken erforderlich sind, ABl. L 24 vom 31.1.2007, S. 9.

³⁵⁷ Auf Anfrage des Verfassers bestätigt die EZB diese Interpretation in einem Schreiben vom 14.8.2006.

³⁵⁸ Siehe hierzu Kroppenstedt, C.: Kommentar zu Artikel 30 ..., a. a. O., S. 513 (Rn. 8). Der eigentumsrechtliche Übertrag an die EZB war für jene NZBen, welche ihre Währungsreserven nicht bereits zu Marktpreisen bilanzierten (z. B. für die Deutsche Bundesbank) mit der Hebung stiller Reserven verbunden; vgl. dazu Siegmund, H.-J.: Die mikroökonomischen Probleme der Währungsunion aus Sicht einer Zentralbank, in: Hasse, R. H. u. a. (Hrsg.): Herausforderungen ..., a. a. O., S. 159.

³⁵⁹ Vgl. Deutsche Bundesbank: Der Beginn ..., a. a. O., S. 26. Somit forderte die EZB den anteiligen Gesamtbetrag bereits zu Beginn der EWU in voller Höhe ein. Sie hätte auch Teilbeträge abrufen können. Vor allem aus Gründen der Glaubwürdigkeit entschied sich der EZB-Rat aber für diese Vorgehensweise; siehe hierzu Kroppenstedt, C.: Kommentar zu Artikel 30 ..., a. a. O., S. 515 (Rn. 16).

³⁶⁰ Die slowenische Notenbank übertrug der EZB zu Jahresbeginn 2007 insgesamt 191,6 Mio. Euro (davon Goldreserven: 28,7 Mio. Euro; davon Devisenreserven: 162,9 Mio. Euro); vgl. hierzu EZB: Beschluss der Europäischen Zentralbank vom 30. Dezember 2006 über die Einzahlung von Kapital, die Übertragung von Währungsreserven und den Beitrag zu den Reserven und Rückstellungen der Europäischen Zentralbank durch die Banka Slovenije, ABl. L 24 vom 31.1.2007, S.18.

Tabelle 3: Ausstattung der Europäischen Zentralbank mit Währungsreserven

Zentralbanken	Währungsreserven (in Euro)	Anteil an den Währungsreserven (in %)	Devisenreserven (in Euro)	Goldreserven (in Euro)
<i>Deutsche Bundesbank</i>	12.246.750.000	30,1	10.409.737.500	1.837.012.500
Banque de France	8.416.850.000	20,7	7.154.322.500	1.262.527.500
Banca d'Italia	7.447.500.000	18,3	6.330.375.000	1.117.125.000
Banco de España	4.446.750.000	10,9	3.779.737.500	667.012.500
De Nederlandsche Bank	2.139.000.000	5,2	1.818.150.000	320.850.000
Banque Nationale de Belgique	1.432.900.000	3,5	1.217.965.000	214.935.000
Bank of Greece	1.278.260.161	3,1	1.086.521.137	191.739.024
Österreichische Nationalbank	1.179.700.000	2,9	1.002.745.000	176.955.000
Banco de Portugal	961.600.000	2,4	817.360.000	144.240.000
Bank of Finland	698.500.000	1,7	593.725.000	104.775.000
Central Bank of Ireland	424.800.000	1,0	361.080.000	63.720.000
Banque Centrale du Luxembourg	74.600.000	0,2	63.410.000	11.190.000
Insgesamt	40.747.210.161	100	34.635.128.637	6.112.081.524

Quelle: Eigene Erstellung auf Basis der Daten der Geschäftsberichte der EZB für das Jahr 1999 und 2001.

In der Literatur sind keine geeigneten Anhaltspunkte für die Bemessung der Reservehöhe zu finden. Nach Ansicht der Deutschen Bundesbank war sie das Ergebnis eines Kompromisses, welcher den unterschiedlichen Interessen der EZB und jenen der NZBen entsprach.³⁶¹ Die Festlegung des Betrages war somit nicht das Resultat eines (makroökonomischen) Optimierungsansatzes, der vor allem den reservepolitischen Anforderungen in einer Währungsunion angemessen Rechnung getragen hätte. Es ist zu vermuten, dass die EZB aus verschiedenen Überlegungen mit höheren Währungsreserven ausgestattet wurde, als dies aufgrund währungspolitischer Erwägungen erforderlich gewesen wäre. Denn möglichst hohe Reservebestände sollten das Vertrauen in die neue Währung und die Handlungsfähigkeit des Eurosystems unterstützen.³⁶² Zu berücksichtigen ist allerdings auch, dass die Mitgliedstaaten bei den Verhandlungen zum Maastricht-Vertrag zu Beginn der neunziger Jahre kaum abschätzen konnten, welcher Reserveumfang für eine Zentralbank des Eurogebiets bei den

³⁶¹ Die Deutsche Bundesbank führt diesbezüglich auf Anfrage des Verfassers aus: „Der im Artikel 30 ESZB-Satzung festgelegte Betrag von 50 Mrd. Euro ist weitgehend das Ergebnis von Überlegungen, die EZB zur Erfüllung ihrer währungspolitischen Aufgaben – hier insbesondere zur Durchführung von Interventionen – mit einem **möglichst hohen Betrag an Währungsreserven auszustatten, dabei aber auch den abgebenden nationalen Zentralbanken noch ausreichende Reserven für eigene Zwecke zu belassen.**“ Schreiben der Deutschen Bundesbank vom 2.9.2003 (Hervorhebung durch den Verfasser).

³⁶² Siehe hierzu Ochel, W.: Der Euro ..., a. a. O., S. 11.

damaligen Rahmenbedingungen der internationalen Währungsordnung und den dynamischen Veränderungen an den globalen Finanzmärkten adäquat oder optimal wäre.³⁶³ Zudem war bei den Verhandlungen zum Maastricht-Vertrag schwerlich zu beurteilen, ob und wenn ja, welche Effekte die EWU und die Einführung des Euro auf die internationalen Finanzmärkte sowie auf die Reservepolitiken der Notenbanken außerhalb der EWU haben könnten.³⁶⁴

Möglicherweise hat ein weiterer Aspekt bei der Festlegung der Reservehöhe eine Rolle gespielt: Nach herrschender Lehrmeinung wurde die EZB nach dem Vorbild der Deutschen Bundesbank errichtet.³⁶⁵ Das Volumen an Währungsreserven in Höhe von maximal 50 Mrd. Euro war nahezu identisch mit jenem Reservebestand, welchen die Deutschen Bundesbank zu Beginn der neunziger Jahre hielt.³⁶⁶ Die EZB hat daher nach ihrer Gründung wiederholt darauf hingewiesen, dass der Betrag der an sie im Januar 1999 übertragenen Währungsreserven eine Untergrenze darstelle und sie zeitnah die Bestände verdoppeln möchte, obwohl sie sich die möglicherweise vor allem für Interventionen benötigten Drittwährungen zum Beispiel auch über Devisen-Swaps mit anderen Zentralbanken beschaffen kann.³⁶⁷ Eine Übertragung der gesamten nationalen Währungsreserven an die EZB wurde aber zu keinem Zeitpunkt des Integrationsfahrplans erwogen. Ein wesentlicher Grund, der gegen ein vollständiges Reserve-Pooling sprach, waren die sehr unterschiedlichen Reservevolumina der NZBen vor der Euro-Einführung.³⁶⁸

Die NZBen sind alleinige Zeichner und Inhaber des EZB-Kapitals. Durch diese ausschließliche Zuordnung der Eigentumsverhältnisse der EZB wird der integrale Charakter des ESZB

³⁶³ Die Regierungskonferenz in Maastricht legte sowohl die Höhe der Währungsreserven als auch des Kapitals der EZB fest; bezüglich des Kapitals wurde aber betont, dass es sich nur um einen Anfangsbetrag handeln könne. In den damaligen Beratungen stand deswegen auch ein höherer Betrag von 10 Mrd. Euro zur Diskussion. Dieser hätte jedoch zum damaligen Zeitpunkt von einzelnen NZBen nicht aufgebracht werden können; so Kroppenstedt, C.: Kommentar zu Artikel 28 der ESZB-Satzung, in: von der Groeben, H.; Schwarze, J. (Hrsg.): Kommentar ..., Bd. 3, a. a. O., S. 499 (Rn. 4). Der Rat hat allerdings im Jahr 2000 eine Verordnung für eine EZB-Kapitalerhöhung erlassen. Diese ermächtigt die EZB gemäß Artikel 1, einen zusätzlichen Betrag von bis zu 5 Mrd. Euro abzurufen; vgl. Verordnung (EG) Nr. 1009 / 2000 des Rates vom 8. Mai 2000 über Kapitalerhöhungen der Europäischen Zentralbank, ABl. L 115 vom 16.5.2000, S. 1 ff. Die EZB hat aber bislang von diesem erweiterten Kapitalrahmen keinen Gebrauch gemacht.

³⁶⁴ Vgl. hierzu Kroppenstedt, C.: Kommentar zu Artikel 30 ..., a. a. O., S. 511 (Rn. 2).

³⁶⁵ In der Literatur werden diesbezüglich unterschiedliche Ansichten vertreten, ob die EZB stärker dem Bundesbankmodell oder demjenigen des Vorgängerinstituts, der Bank Deutscher Länder, folgt; siehe hierzu Mosslechner, P.: Zur Fundierung des Designs des Europäischen Zentralbankensystems, in: WIFO-Monatsberichte, Bd. 72, Nr. 1, 1999, S. 49 ff.

³⁶⁶ Die Währungsreserven der Deutschen Bundesbank beliefen sich zum Jahresende 1990 auf rund 104 Mrd. D-Mark und im darauf folgenden Jahr auf ca. 95 Mrd. D-Mark; vgl. Schreiben der Deutschen Bundesbank vom 6.11.2006 an den Verfasser. Werden diese Beträge in Euro umgerechnet – die amerikanische Investmentbank Merrill Lynch berechnet, wie bereits dargestellt, historische Eurokurse –, so ergibt sich der oben bezifferte Wert von rund 50 Mrd. Euro.

³⁶⁷ Vgl. EZB: Währungsreserven ..., a. a. O., S. 55. Darüber hinaus zeigt auch ein Vergleich mit den Währungsreserven der US-Notenbank, dass die Reservehöhe der EZB zumindest in Bezug auf deren Devisenreserven ausreichend hoch ist; siehe weiterführend hierzu Teil III, Kapitel 3.1.1, dieser Arbeit.

³⁶⁸ Siehe dazu Badinger, H.: The Demand ..., a. a. O., S. 23.

zum Ausdruck gebracht.³⁶⁹ Wirtschaftlich betrachtet könnte die EZB somit als ein Tochterunternehmen der NZBen eingestuft werden, die ihr wiederum funktional-sachlich untergeordnet sind.³⁷⁰ Ferner sind diese als Kapitalinhaber gemäß Artikel 33 der Satzung an dem wirtschaftlichen Ergebnis der EZB beteiligt. Der von den NZBen aufzubringende Anteil bemisst sich gemäß Artikel 30 Absatz 2 der Satzung an ihren Quoten am gezeichneten Kapital der EZB. Der Kapitalschlüssel der NZBen berechnet sich nach Artikel 28 Absatz 2 in Verbindung mit Artikel 29 Absatz 1 der Satzung je zur Hälfte aus:³⁷¹

- dem Anteil eines Mitgliedstaates an der Gesamtbevölkerung der Gemeinschaft,
- dem Anteil eines Mitgliedstaates am BIP der Gemeinschaft.

Dieser Schlüssel, der regelmäßig überprüft und angepasst wird,³⁷² hat somit keinen unmittelbaren Bezug zur Höhe der Währungsreserven der NZBen, welche diese vor dem Beginn der EWU hielten.³⁷³ Da die am Eurosystem nicht-teilnehmenden Zentralbanken zwar bei der Berechnung der Kapitalanteile der EZB mit einem Anteil von zunächst 5 und später 7 Prozent des Betrages, den die Mitglieder des Eurosystems einzahlten, berücksichtigt werden,³⁷⁴ nicht

³⁶⁹ Vgl. Kroppenstedt, C.: Kommentar zu Artikel 28 ..., a. a. O., S. 499 (Rn. 5). Der Vorschlag Frankreichs auf der Regierungskonferenz in Maastricht, der vorsah, dass EZB-Kapital von den Mitgliedstaaten und von der Gemeinschaft zeichnen zu lassen, wurde von den Konferenzteilnehmern im Interesse einer weit reichenden Unabhängigkeit der EZB mehrheitlich abgelehnt; vgl. dazu Selmayr, M.: Rechtliche Grenzen ..., a. a. O., S. 177. Wirtschaftliche Eigentümer der EZB sind somit die NZBen. Eine Übertragung oder Verpfändung ihrer Kapitalanteile ist mithin ausgeschlossen; siehe dazu Hahn, F. R.; Mooslechner, P.: Zur Fundierung a. a. O., S. 50.

³⁷⁰ Siehe hierzu Seiler, C.: Das Europäische System ..., a. a. O., S. 55.

³⁷¹ Der Kapitalschlüssel ist ein wesentlicher Eckpfeiler des ESZB und bestimmt z. B. auch die Verteilung der monetären Einkünfte im Eurosystem. Weitere Details zu den statistischen Daten und Verfahren, welche der Berechnung zugrunde liegen, regelt ein „Beschluss des Rates vom 15. Juli 2003 über die statistischen Daten, die bei der Anpassung des Schlüssels für die Zeichnung des Kapitals der Europäischen Zentralbank anzuwenden sind“, ABl. L 181 vom 19.7.2003, S. 43 f.

³⁷² Der Kapitalschlüssel war erstmals mit Wirkung zum 1.1.2004 anzupassen; vgl. EZB: Beschluss der Europäischen Zentralbank vom 18. Dezember 2003 zur Festlegung der Maßnahmen, die für den Beitrag zu den Reserven und Rückstellungen der Europäischen Zentralbank sowie zur Anpassung der den übertragenen Währungsreserven entsprechenden Forderungen der nationalen Zentralbanken erforderlich sind, ABl. L 9 vom 15.1.2004, S. 38. Die zweite Änderung stand im Zusammenhang mit dem Beitritt der zehn neuen EU-Mitglieder; vgl. Dies.: Beschluss der Europäischen Zentralbank vom 22. April 2004 zur Festlegung der Maßnahmen, die für den Beitrag zum kumulierten Wert der Eigenmittel der Europäischen Zentralbank, für die Anpassung der den übertragenen Währungsreserven entsprechenden Forderungen der nationalen Zentralbanken sowie für hiermit zusammenhängende finanzielle Angelegenheiten erforderlich sind, ABl. L 205 vom 9.6.2004, S. 13. Mit dem Beitritt Sloweniens wurde eine erneute Adjustierung erforderlich; siehe hierzu Dies.: Beschluss der Europäischen Zentralbank vom 15. Dezember 2006 ..., a. a. O., S. 8.

³⁷³ Ein Vergleich der tatsächlichen mit den hypothetischen Quoten (Anteile der Reservebestände der NZBen an den gesamten Währungsreserven des Eurosystems) zeigt jedoch, dass die Unterschiede verhältnismäßig gering waren: Nach Berechnungen des Verfassers hätte z. B. die Deutsche Bundesbank einen um 5,1 Prozentpunkte niedrigeren Anteil ihrer Währungsreserven im Vergleich zu ihrem Kapitalschlüssel einbringen müssen; demgegenüber hätte die Banco de España von den größeren Reserveländern einen um 5,6 Prozentpunkte höheren Anteil im Vergleich zu ihrem Kapitalschlüssel übertragen müssen.

³⁷⁴ Der Anteil lag zum Start des Eurosystems zunächst bei 5 Prozent, wurde dann aber im Zuge der Aufnahme der zehn neuen EU-Staaten im Jahr 2004 auf 7 Prozent erhöht; vgl. EZB: Beschluss der Europäischen Zentralbank vom 23. April 2004 zur Bestimmung der Maßnahmen, die zur Einzahlung des Kapitals der Europäischen Zentralbank durch die nicht teilnehmenden nationalen Zentralbanken erforderlich sind (Artikel 2), ABl. L 205 vom 9.6.2004, S. 20.

aber bei der Übertragung von anteiligen Währungsreserven,³⁷⁵ wurden bei der EZB zu Beginn der dritten Stufe der EWU nur rund 79 Prozent des maximalen Betrages von 50 Mrd. Euro an Währungsreserven gepoolt.³⁷⁶ Hingegen hatten die Adjustierungen der Kapitalschlüssel im Jahr 2004 und 2007 keinen Einfluss auf die Höhe der EZB-Währungsreserven. Denn die aus den Neuberechnungen resultierenden Abweichungen wurden durch TARGET-Transaktionen ausgeglichen.³⁷⁷ Gemessen am Anteil der rechnerisch maximal zu übertragenden Währungsreserven in Höhe von 57,6 Mrd. Euro hat sich somit nach dem Beitritt der zehn neuen Mitgliedstaaten im Jahr 2004 und von Slowenien im Jahr 2007 die Relation der von den NZBen eingezahlten zu den maximalen Währungsreserven von ursprünglich 79 Prozent auf rund 69,5 Prozent merklich reduziert.³⁷⁸

Die Anteile der NZBen an den gesamten Währungsreserven der EZB zeigt die vorstehende Tabelle 3. Demnach war die Deutsche Bundesbank mit einer Quote von 30,1 Prozent größter „Beitragszahler“, gefolgt von der Banque de France (20,7 Prozent) sowie der Banca d’Italia (18,3 Prozent). Diese drei NZBen haben somit 69,1 Prozent der gesamten EZB-Währungsreserven aufgebracht, während auf die übrigen acht NZBen 30,9 Prozent entfielen. An diesen „Kräfteverhältnissen“ wird sich auch mit dem schrittweisen Beitritt neuer EU-Mitglieder aufgrund der vergleichsweise geringen Anteile dieser Länder am EZB-Kapital nichts Wesentliches verändern. Lediglich eine für die Zukunft nicht gänzlich auszuschließende Aufnahme des Vereinigten Königreichs bzw. der Bank of England in die EWU könnte die Relationen spürbar beeinflussen.³⁷⁹

³⁷⁵ Diese Ausnahmeregelung ergibt sich aus Artikel 43 Absatz 6 in Verbindung mit Artikel 30 Absatz 2 der Satzung; siehe dazu auch Gaitanides, C.: Das Recht ..., a. a. O., S. 58.

³⁷⁶ Vgl. EZB: Währungsreserven ..., a. a. O., S. 57.

³⁷⁷ Siehe dazu Österreichische Nationalbank: Geschäftsbericht 2003, Wien 2004, S. 96 f; so auch die Deutsche Bundesbank in einem Schreiben vom 30.8.2006 an den Verfasser.

³⁷⁸ Die Quote entspricht der Relation der von den NZBen eingezahlten EZB-Kapitalanteile (einschließlich der Teileinzahlungen der NZBen, die nicht dem Eurosystem angehören) am gezeichneten Kapital der EZB. So beläuft sich das eingezahlte EZB-Kapital der NZBen seit dem 1.1.2007 auf 4.004,2 Mio. Euro und das gezeichnete Kapital der EZB auf insgesamt 5.760,7 Mio. Euro. Die Relation von eingezahltem zu gezeichnetem Kapital beträgt somit 69,5 Prozent. Der deutsche Anteil sank zum Jahresbeginn 2007 von ursprünglich 23,4 auf 20,5 Prozent, während sich der absolute Betrag der Deutschen Bundesbank durch die Kapitalmaßnahmen von 1.170 Mio. Euro auf 1.182,1 Mio. Euro geringfügig erhöhte; siehe hierzu EZB: Beschluss der Europäischen Zentralbank vom 15. Dezember 2006 ..., a. a. O., S. 8.

³⁷⁹ So wurde der Kapitalschlüssel der Bank of England nach der Anpassung im Jahr 2007 auf 13,9 Prozent festgelegt; vgl. ebenda, S. 8. Eine Berechnung der von der Zentralbank des Vereinigten Königreichs zu übertragenden Währungsreserven würde jedoch voraussetzen, dass nicht nur die Höhe der von den teilnehmenden NZBen ursprünglich eingebrachten Währungsreserven bekannt ist, sondern auch die seit dem Beginn der EWU aufgelaufenen Erträge aus der Veranlagung der EZB-Währungsreserven, welche bei der Kalkulation berücksichtigt werden müssen. Auf Anfrage erklärt Dies. in einem Schreiben vom 5.3.2007 an den Verfasser, dass der **hypothetische Beitrag der Bank of England an den EZB-Währungsreserven am Jahresende 2006 bei ca. 7,5 Mrd. Euro** gelegen hätte. Dieses Volumen hätte zu diesem Stichtag einer ursprünglichen Quote des Vereinigten Königreichs an den Währungsreserven der EZB von 15,6 Prozent (in Bezug auf die Dotierung der NZBen zu Beginn der EWU und unter Anrechnung der einzubringenden Währungsreserven der Bank of England) entsprochen.

3.1.2 Einforderung von zusätzlichen Währungsreserven

Bereits bei den Vertragsverhandlungen von Maastricht wurde über eine umfangreichere Ausstattung der EZB mit Reserveaktiva diskutiert. Das EWI überprüfte deswegen schon im Jahr 1995, ob die neue Zentralbank nach einer Erstdotierung zusätzliche Währungsreserven erhalten soll.³⁸⁰ Das EWI befürwortete eine Aufstockung und führte zwei Gründe an, ohne auf seine diesbezüglichen Überlegungen ausführlicher einzugehen:

- der Größe des Euro-Währungsraums,
- dem voraussichtlichen Interventionsbedarf der EZB.

Um einem solchen Anspruch zu genügen, wurden im EGV (Artikel 123 Absatz 1 erster Spiegelstrich in Verbindung mit Artikel 107 Absatz 6) und in der Satzung (Artikel 30 Absatz 4) die Voraussetzungen für eine weitere Übertragung geschaffen. Auf dieser Rechtsgrundlage legte die EZB wegen ihres Initiativrechts dem Rat im Jahr 1999 eine Empfehlung vor.³⁸¹ Diese kam zu dem Resultat, dass die EZB über den in der Satzung festgelegten Betrag „... die Einzahlung **weiterer Währungsreserven bis zu einem Gegenwert von weiteren 50 Mrd. EUR** fordern [kann].“³⁸² Unmittelbare Folge einer solchen Regelung wäre gewesen, dass die EZB über einen Reservebestand im Gegenwert von rund 100 Mrd. Euro hätte verfügen können. Zudem verfolgte sie mit ihrem Vorschlag ein weiteres Ziel, nämlich dass „... die **Höhe der weiteren Währungsreserven** ... vom Rat nach dem Verfahren des Artikels 42 der Satzung **heraufgesetzt** werden [kann].“³⁸³ Sie untermauerte ihre Empfehlung im Wesentlichen mit zwei Argumenten:

- der Stärkung ihrer finanziellen Unabhängigkeit,
- einer flexibleren Reaktion auf unterschiedliche potenzielle Anforderungen.

Dem **ersten Argument** liegt – abweichend von den eingangs aufgezeigten Überlegungen des EWI – die Vorstellung zugrunde, dass die finanzielle Unabhängigkeit der obersten Währungsbehörde durch die Erzielung zusätzlicher Erträge aus der Veranlagung weiterer Währungsreserven gestärkt wird. Dieser Begründung kann vordergründig beigeplantet werden, da die EZB zu Beginn der EWU zunächst keine Einkünfte aus der Geldemission des Eurosystems

³⁸⁰ Siehe EWI: Jahresbericht 1995, Frankfurt a. M. 1996, S. 59 f.

³⁸¹ Vgl. EZB: Empfehlung der Europäischen Zentralbank für eine Verordnung (EG) des Rates über die Einforderung weiterer Währungsreserven durch die Europäische Zentralbank, ABl. C 269 vom 23.9.1999, S. 9 ff. Gemäß Artikel 42 der Satzung erlässt der Rat die nach Artikel 107 Absatz 6 EGV ergänzenden Rechtsvorschriften entweder auf Vorschlag der Kommission oder auf Empfehlung der EZB nach Anhörung der Kommission und des Europäischen Parlaments.

³⁸² Ebenda, S. 9 (Hervorhebung durch den Verfasser).

³⁸³ Ebenda, S. 11 (Hervorhebung durch den Verfasser).

erzielte.³⁸⁴ Ihre Zinserträge resultierten daher bis zum Jahr 2002 aus der Anlage ihres Eigenkapitals und aus der Veranlagung der Devisenreserven. Bei der Begründung hat möglicherweise auch eine Rolle gespielt, dass die EZB bereits in ihrem ersten vollen Geschäftsjahr 1999 einen Bilanzverlust ausweisen musste.³⁸⁵ Überdies waren die neunziger Jahre, dies wurde im Teil I der Arbeit aufgezeigt, durch zahlreiche krisenhafte Anspannungen an den internationalen Finanzmärkten geprägt, welche die Zentralbanken vor besondere Herausforderungen stellten.

Das **zweite Argument** stand daher offenkundig im Zusammenhang mit der Vorstellung, dass die „neue“ Wechselkurspolitik der EWU im Bedarfsfall – trotz eines Übergangs von einem gesteuerten zu einem ungesteuerten Floaten – die Haltung möglichst hoher Währungsreserven erfordert. Denn diese sollten das Vertrauen in die neue Währung fördern. Auf die Größe des Währungsraums nahm die EZB allerdings im Gegensatz zum EWU in ihren Ausführungen keinen Bezug.³⁸⁶

Während das Europäische Parlament der EZB-Empfehlung zustimmte,³⁸⁷ nahm der Europäische Rat bei seiner Entscheidung eine abweichende Position ein: „Diese Verordnung legt eine Grenze für die Einforderung weiterer Währungsreserven fest, so dass der EZB-Rat zu einem künftigen Zeitpunkt über konkrete Einforderungen entscheiden kann, **um die bereits erschöpften Währungsreserven aufzufüllen und die Bestände nicht über den Höchstbestand von 50 Milliarden EUR zu erhöhen.**“³⁸⁸

³⁸⁴ So wurde in einem Berichtsentwurf des Ausschusses für Wirtschaft und Währung die Verdoppelung der Währungsreserven vor allem mit einem Mangel an ausreichenden Einkünften der EZB begründet; vgl. dazu Europäisches Parlament (Ausschuss für Wirtschaft und Währung, Berichterstatter R. Goebbels): Entwurf eines Berichts über die Empfehlung der Europäischen Zentralbank für eine Verordnung (EG) des Rates über die Einforderung weiterer Währungsreserven durch die Europäische Zentralbank vom 11.1.2000, http://www.europarl.eu.int/meetdocs/committees/econ/20000/25/401301_de.doc (Stand: 24.4.2006, S. 8).

³⁸⁵ Dieser belief sich auf 247,3 Mio. Euro; vgl. EZB: Geschäftsbericht 1999, a. a. O., S. 150. Maßgeblich hierfür waren hohe Abschreibungen auf Finanzanlagen und -positionen aufgrund von Kursverlusten bei Wertpapieren; vgl. ebenda, S. 160. Zur Kompensation des Verlustes musste die EZB auf die monetären Einkünfte der NZBen zurückgreifen; siehe ebenda, S. 163. Da diese jedoch nicht ausreichten, um den Fehlbetrag abzudecken, stellten die NZBen zusätzliche Mittel bereit; vgl. beispielgebend Deutsche Bundesbank: Geschäftsbericht 1999, a. a. O., S. 194.

³⁸⁶ Wie im Teil I, Kapitel 3.2.2, dieser Arbeit aufgezeigt wurde, hätte dieses Argument auch als **Begründung für einen niedrigeren Reservebestand** herangezogen werden können.

³⁸⁷ Vgl. Europäisches Parlament (Ausschuss für Wirtschaft und Währung, Berichterstatter R. Goebbels): Bericht über die Empfehlung der Europäischen Zentralbank für eine Verordnung (EG) des Rates über die Einforderung weiterer Währungsreserven durch die Europäische Zentralbank, Sitzungsdokument A5-0042 vom 23.2.2000; siehe dazu auch Dass. (Ausschuss für Wirtschaft und Währung, Berichterstatter R. Goebbels): Einforderung weiterer Währungsreserven durch die Europäische Zentralbank (legislative Entschließung), ABl. C 377 vom 29.12.2000, S. 394.

³⁸⁸ Verordnung (EG) Nr. 1010 / 2000 des Rates vom 8. Mai 2000 über die Einforderung weiterer Währungsreserven durch die Europäische Zentralbank, ABl. L 115 vom 16.5.2000, S. 2 (Hervorhebung durch den Verfasser). Die Zusammensetzung der gegebenenfalls im Rahmen der Nachschusspflicht zu übertragenden Währungsreserven wurde a priori nicht festgelegt.

Daher kann die EZB den erweiterten Rahmen nur zu einer Auffüllung des gesunkenen Reservevolumens nutzen.³⁸⁹ Die EZB gab anlässlich der Verabschiedung dieser Entscheidung eine Protokollerklärung ab und schloss sich letztendlich der Auffassung des Europäischen Rats an.³⁹⁰ Dementsprechend können die NZBen ihre für ein solches Szenario vorzuhaltenden Währungsreserven (Vorsichtsmotiv) anteilig abbauen, wenn die EZB nicht ihren gesamten Bestand verbraucht bzw. dieser durch Kursrückgänge der Reserveaktiva erheblich sinkt.³⁹¹ Unter Zugrundelegung des in der Satzung festgelegten Umfangs von 50 Mrd. Euro und bei Anwendung des Kapitalschlüssels der (teilnehmenden) NZBen in Höhe von 69,5 Prozent hätte sich beispielsweise zum Jahresende 2006 eine theoretische Obergrenze von 34,8 Mrd. Euro ergeben. Da die EZB an diesem Jahresultimo jedoch einen Reservebestand (ohne IWF-Aktiva) von 39,2 Mrd. Euro auswies, hätten die NZBen zu diesem Stichtag keine Vorsichtskasse für eine weitere Dotierung der EZB vorhalten müssen.³⁹² Auch eine Betrachtung der Entwicklung der Währungsreserven der NZBen seit dem Beginn der EWU zeigt, dass derzeit die potenzielle Nachschusspflicht für deren Reservehaltung keine oder nur eine sehr untergeordnete Bedeutung hat.³⁹³

Grundsätzlich kann nicht ausgeschlossen werden, dass der Europäische Rat, z. B. im Falle einer krisenhaften Entwicklung an den Devisenmärkten, zu einem späteren Zeitpunkt doch eine Übertragung über die bislang festgelegte Höchstgrenze hinaus genehmigt.³⁹⁴ Nach dem derzeitigen Stand ist dies jedoch aus drei grundsätzlichen Erwägungen sehr unwahrscheinlich:

- Erstens erzielt die EZB seit dem Jahr 2002 Einkünfte aus der Geldemission des Eurosystems einschließlich der Seigniorage-Gewinne aus der im Teil I, Kapitel 4.4.2.2, dargelegten stärkeren Verwendung des Euro als internationale Währung außerhalb der EWU.³⁹⁵

³⁸⁹ Diese Sichtweise wurde von einem Mitglied des EZB-Direktoriums, G. Tumpel-Gugerell, bestätigt; siehe hierzu o. V.: EZB hat Bedingungen ..., a. a. O.; vgl. auch EZB: Geschäftsbericht 2004, a. a. O., S. 93. Die EZB verwendet in ihrem Geschäftsbericht in diesem Kontext den Begriff „Wiederauffüllung“. Die Textpassage der oben genannten Verordnung (EG) 1010 / 2000 ist im Erwägungsgrund 4, welcher auf die Höhe der zusätzlich einforderbaren Reserven Bezug nimmt, missverständlich. Dies hat in einigen Publikationen zu Fehlinterpretationen geführt. So wurde teilweise davon ausgegangen, dass die EZB die Währungsreserven auf ein Volumen von 100 Mrd. Euro erhöhen könnte; siehe beispielgebend für diese Auffassung Rösl, G.: Seigniorage ..., a. a. O., S. 67 f. Eindeutiger wäre daher die Formulierung gewesen, die Bestände der EZB im Bedarfsfall nicht über einen Höchstbetrag von 50 Mrd. Euro aufzustocken.

³⁹⁰ Vgl. dazu Kroppenstedt, C.: Kommentar zu Artikel 30 ..., a. a. O., S. 520 (Rn. 37).

³⁹¹ So auch Görgens, E. u. a.: Europäische Geldpolitik ..., a. a. O., S. 93.

³⁹² An dieser Feststellung würde sich auch bei Anwendung des durch den Beitritt Sloweniens (theoretisch) aufgestockten Betrages der maximal einforderbaren Währungsreserven in Höhe von 57,6 Mrd. Euro nichts Wesentliches ändern. Denn bei einem kumulierten Kapitalschlüssel von 69,5 Prozent errechnet sich ein theoretischer Wert von 40,0 Mrd. Euro.

³⁹³ Siehe hierzu weiterführend Teil, Kapitel 4.2.2, dieser Arbeit. So erläutert beispielsweise die griechische NZB in einem Schreiben vom 24.8.2006 an den Verfasser, dass sie im Bedarfsfall eine Reihe von Optionen nutzen kann, um ihren diesbezüglichen Verpflichtung nachzukommen.

³⁹⁴ Vgl. hierzu Scheller, H. K.: The European ..., a. a. O., S. 95.

³⁹⁵ So erhält die EZB zum einen seit dem 1. Januar 2002 8 Prozent der Seigniorage-Einkünfte des Eurosystems, obwohl sie nur „indirekt“ Euro emittiert. Denn die Ausgabe von Banknoten ist eine originäre Aufgabe der

- Zweitens hat die EZB, wie in diesem Teil, Kapitel 2.2.3, aufgezeigt wurde, bislang auch bei sehr ausgeprägten Wechselkursschwankungen des Euro gegenüber Drittwährungen äußerst selten und nur mit einem geringen Anteil ihrer Währungsreserven interveniert. Damit sollten die vorrangig aus dem Interventionsmotiv gehaltenen Reservebestände ausreichend hoch sein, zumal der obersten Währungsbehörde bei einem interventionsbedingten Bedarf weitere Finanzierungsinstrumente zur Verfügung stehen.
- Drittens hält die EZB – gemessen an ihrer Bilanzsumme – einen vergleichsweise sehr hohen Anteil in Fremdwährungsaktiva (einschließlich Goldreserven), wie das *Schaubild 5* auf der nächsten Seite belegt. Zum Jahresende 2005 waren diese mit 40 Prozent der zweitgrößte Aktivposten in ihrer Bilanz.³⁹⁶ Ein Vergleich mit den „großen“ NZBen verdeutlicht, in welchem besonderen Maße die oberste Währungsbehörde Marktrisiken durch die Haltung von Währungsreserven unterliegt.³⁹⁷ Diese Struktur der EZB-Bilanz in Verbindung mit einer gering diversifizierten und passiv verwalteten Währungsstruktur birgt daher erhebliche finanzielle Risiken in sich. Zwei Beispiele verdeutlichen die Problematik: Erstens verringert bereits eine Abwertung des US-Dollar von nur 1 Prozent gegenüber dem Euro das Netto-Jahresergebnis der EZB um rund 365 Mio. Euro.³⁹⁸ Dieser Betrag überstieg z. B. den gesamten Verwaltungsaufwand (Personal- und Sachaufwand zuzüglich der Abschreibungen) des Geschäftsjahres 2005 in Höhe von ca. 343 Mio. Euro;³⁹⁹ zweitens musste die EZB z. B. in den Geschäftsjahren 2003 und 2004 hohe

NZBen; siehe hierzu EZB: Beschluss der Europäischen Zentralbank vom 21. November 2002 über die Verteilung der Einkünfte der Europäischen Zentralbank aus dem Euro-Banknotenumlauf an die nationalen Zentralbanken der teilnehmenden Mitgliedstaaten, ABl. L 323 vom 28.11.2002, S. 49 ff; siehe kritisch dazu Heinsohn, G.; Steiger, O.: *The Eurosystem and the Art of Central Banking*, ZEI Working Paper, B 11, hrsg. vom Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Bonn 2002, S. 16. Zudem kann sie einen höheren Anteil dieser Einkünfte beanspruchen, wenn sie einen Verlust im jeweiligen Geschäftsjahr nicht aus Rückstellungen abdecken kann (Artikel 3 Absatz 4 der Satzung); siehe weiterführend hierzu Scheller, H. K.: *The European ...*, a. a. O., S. 103. Zu den Erträgen aus der so genannten „internationalen Seigniorage“ vgl. EZB: *Währungs- und Wechselkurs-Vereinbarungen ...*, a. a. O., S. 99. Diese Einkünfte aus der internationalen Verwendung einer Währung können beträchtlich sein: So schätzen Experten, dass die Vereinigten Staaten jährlich einen ökonomischen Vorteil in Höhe von rund 0,4 Prozent ihres BIP durch die Verwendung des US-Dollar als internationale Währung erzielen; vgl. dazu Portes, R.: *The Role ...*, a. a. O., S. 3. Zur Bedeutung der Seigniorage-Einkünfte der EZB im Vergleich zu ihren Zinserträgen aus Währungsreserven siehe Teil III, Kapitel 2.2.3, dieser Arbeit.

³⁹⁶ Am Ende des Jahres 2006 verminderte sich dieser Anteil geringfügig auf 37,1 Prozent; vgl. EZB: *Jahresbericht 2006*, Frankfurt a. M. 2007, S. 212.

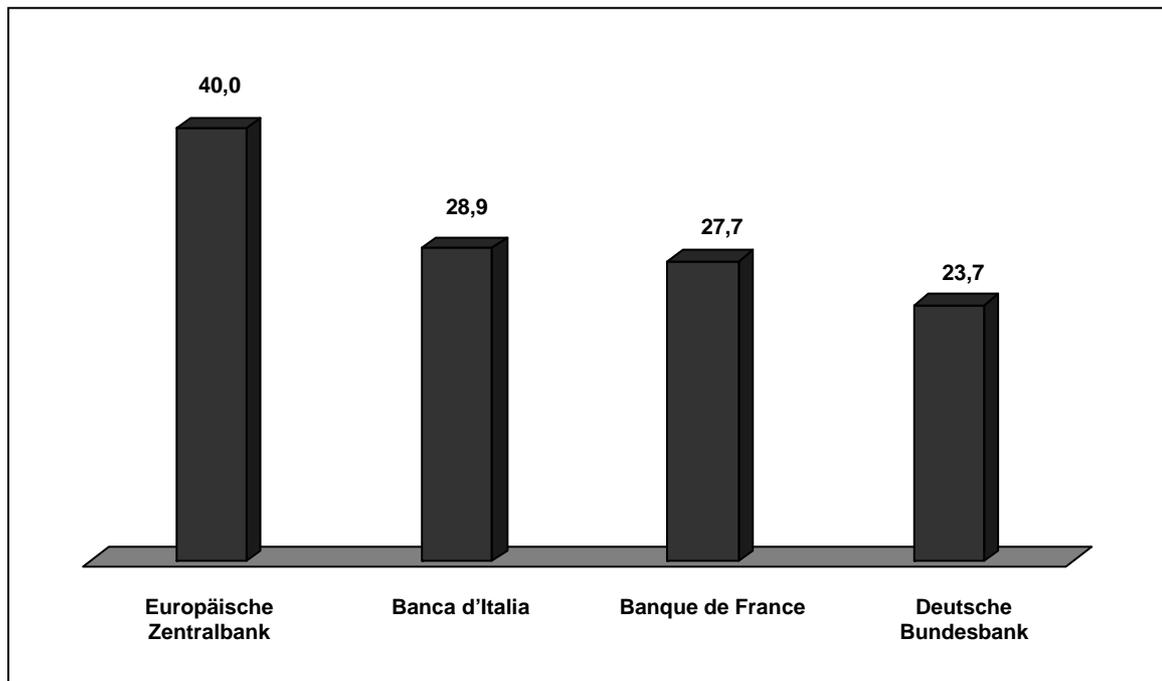
³⁹⁷ Dieser Aspekt wird im Teil III, Kapitel 3.1.1.2, dieser Arbeit ausführlich analysiert.

³⁹⁸ Bei dieser Berechnung auf Basis der Daten des Geschäftsberichts 2005 wurden die Goldreserven in Höhe von 10,1 Mrd. Euro sowie der US-Dollaranteil der Devisenreserven in Höhe von 26,4 Mrd. Euro einbezogen; vgl. Dies.: *Jahresbericht 2005*, a. a. O., S. 192. Zur Währungsstruktur der Devisenreserven siehe Dies.: *Portfoliomanagement der EZB*, in: *Monatsbericht*, April 2006, S. 84.

³⁹⁹ Vgl. Dies.: *Geschäftsbericht 2005*, a. a. O., S. 194; siehe dazu auch Scheller, H. K.: *The European ...*, a. a. O., S. 118.

buchmäßige Abschreibungen von insgesamt 6,1 Mrd. Euro verkraften, welche vor allem durch die Kursentwicklung des US-Dollar bedingt waren.⁴⁰⁰

Schaubild 5: Vergleich des prozentualen Anteils der Währungsreserven an der Bilanzsumme der Europäischen Zentralbank, der Banca d'Italia, der Banque de France und der Deutschen Bundesbank im Jahr 2005*



* ohne IWF-Aktiva.

Quelle: Eigene Erstellung; Daten: EZB: Geschäftsbericht 2005, a. a. O., S. 192; Banca d'Italia: Ordinary General Meeting of Shareholders held in Rome on the 31 May 2006, Abridged Report for the Year 2005, Rom 2006, S. 302; Banque de France: Annual Report 2005, a. a. O., S. 60, und Deutsche Bundesbank: Geschäftsbericht 2005, Frankfurt a. M. 2006, S. 124.

Ohne den Einsatz bilanzieller Ausgleichsmaßnahmen nach Artikel 33 Absatz 2 der Satzung,⁴⁰¹ welche allerdings die Einkünfte der NZBen belasteten, hätte die EZB somit innerhalb von nur zwei Jahren ihr gesamtes Eigenkapital aufgezehrt. In den Geschäftsjahren 2005 und 2006 bildete sie deswegen aufgrund der hohen Marktrisiken ihrer Währungsreserven in einem erheblichen Umfang Rückstellungen, so dass sie erneut keine Gewinne ausweisen konnte. Die EZB begründet diese Vorsichtsmaßnahme mit den

⁴⁰⁰ Siehe EZB: Jahresbericht 2003, a. a. O., S. 213, und Dies.: Geschäftsbericht 2004, a. a. O., S. 211.

⁴⁰¹ Zur Vermeidung eines Verlustausweises der EZB wurden verschiedene Kompensationsmechanismen entwickelt. In den Jahren von 1999 bis 2001, als die EZB noch keine monetären Einkünfte erzielte, konnte sie – wenn die für diese Risiken gebildeten Rückstellungen nicht ausreichten – einen Teil ihrer Euro-Verbindlichkeiten aus der Übertragung von Währungsreserven abschreiben. Hätte dieser Betrag nicht ausgereicht, konnte sie zudem die Einkünfte der NZBen aus der Seigniorage belasten. vgl. hierzu Scheller, H. K.: Kommentar zu Artikel 33 der ESZB-Satzung, in: von der Groeben, H.; Schwarze, J. (Hrsg.): Kommentar ..., Bd. 3, a. a. O., S. 545 (Rn. 23). Seit dem Jahr 2002 können Verluste aus den Währungsreserven, welche nicht aus zuvor für diese Zwecke gebildeten Rücklagen oder (Sonder-)Rückstellungen der EZB abgedeckt werden können, außerdem durch den Rückgriff auf die monetären Einkünfte des Eurosystems gemäß Artikel 33 Absatz 2 der Satzung ausgeglichen werden.

„... großen Wechselkurs-, Zinsänderungs- und Goldpreisrisiken ... und im Hinblick auf den derzeitigen Stand der Ausgleichsposten für Neubewertung ...⁴⁰² Nachdem die Neubewertungsrücklage für die Devisenreserven im Jahr 2004 auf Null gesunken war, sollen diese Rückstellungen der Finanzierung zukünftiger realisierter und unrealisierter Verluste dienen, welche nicht durch diese Passiva ausgeglichen werden können.

Eine weitere Erhöhung der Währungsreserven könnte infolgedessen in Abhängigkeit von der künftigen Wechselkursentwicklung des Euro nicht zu einer Stärkung, sondern vielmehr zu einer signifikanten Beeinträchtigung der finanziellen Unabhängigkeit der EZB, der NZBen und somit des gesamten Eurosystems führen. Denn wie die vergangenen Jahre gezeigt haben, wird das wirtschaftliche Ergebnis der EZB vorrangig durch die Kursentwicklung des US-Dollar geprägt. Der portfoliodiversifizierende Effekt der Goldreserven kann wegen der getrennten Erfassung von buchmäßigen Gewinnen und Verlusten der zwei Reserveelemente in der Neubewertungsrücklage nicht kompensierend wirken. Aus der aktuellen Perspektive dürfte daher das Interesse der EZB an einer Erhöhung ihrer Währungsreserven über den in der Satzung festgelegten Betrag sehr gering sein. Eine Aufstockung dürfte von ihr nur für den Fall in Betracht gezogen werden, wenn sich der Devisenbestand interventions- und / oder bewertungsbedingt einem unteren Schwellenwert nähert.⁴⁰³

Daher wird im folgenden Kapitel 3.2 zunächst die Entwicklung des Reservevolumens einer weitergehenden Betrachtung unterzogen. Diesen Aspekt gilt es aber auch im Hinblick auf die Währungsstruktur der EZB-Reserveaktiva zu beachten, die sodann im darauf folgenden Kapitel 3.3 gesondert analysiert wird.

3.2 Volumen der Währungsreserven

Seit dem Beginn der EWU hat sich die Höhe der Währungsreserven der EZB nur geringfügig verändert, wie das *Schaubild 6* auf der nächsten Seite zeigt. Zum Ende des Geschäftsjahres 2005 lagen diese zwar mit 48,9 Mrd. US-Dollar um rund 4,0 Mrd. US-Dollar über dem Stand zu Beginn der EWU, aber nahezu auf derselben Höhe wie zum Ende des ersten Geschäftsjahres (49,5 Mrd. US-Dollar).^{404 405}

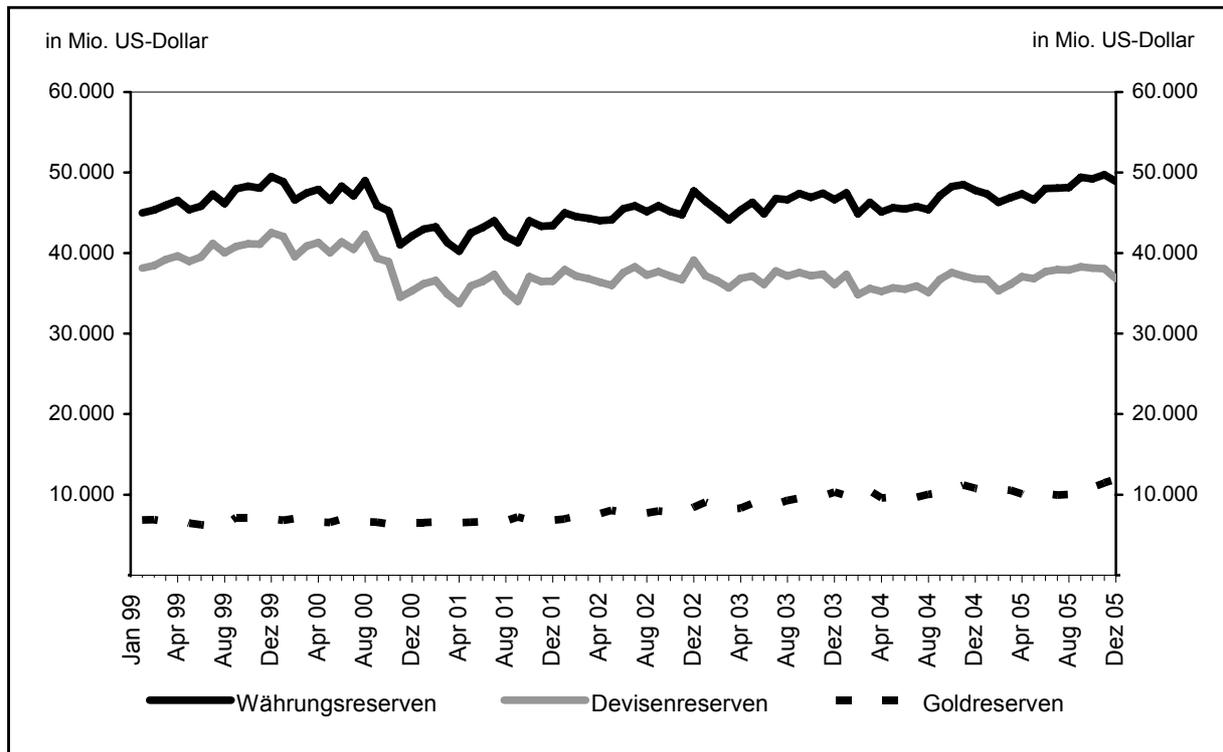
⁴⁰² EZB: Geschäftsbericht 2005, a. a. O., S. 204; siehe auch Dies.: Geschäftsbericht 2006, a. a. O., S. 225.

⁴⁰³ Es ist davon auszugehen, dass die EZB eine Untergrenze definiert hat, ab der sie ihren reduzierten Reservebestand möglicherweise aufstocken möchte; siehe dazu Teil III, Kapitel 3.1.1.2, dieser Arbeit.

⁴⁰⁴ Die Daten, welche für sämtliche Schaubilder und Tabellen in dieser Arbeit mit Bezug auf die ESZB-Statistik verwendet werden, sind über die Internetseite der EZB abrufbar (Quelle: http://www.ecb.int/stats/external/reserves/html/assets_index.en.html); ebenso sind die Euro-Referenzkurse der EZB für zahlreiche Währungen verfügbar (Quelle: <http://www.ecb.int/stats/exchange/eurofxref/html/index.en.html>).

⁴⁰⁵ Zur Höhe und Struktur des EZB-Reservebestands unter Einschluss des Jahres 2006 siehe im folgenden Teil, Kapitel 3.1.1.

Schaubild 6: Entwicklung der Währungsreserven der Europäischen Zentralbank von Januar 1999 bis Dezember 2005



Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten der ESZB-Reservestatistik. Die Umrechnung der Euro-Beträge in US-Dollar erfolgte zum jeweiligen EZB-Referenzkurs am Monatsende.

In den Jahren von 1999 bis 2005 oszillierten die gesamten Währungsreserven in einer vergleichsweise engen Bandbreite um ihren Mittelwert. Die Standardabweichung der Reserve-schwankungen lag zum Jahresende 2005 bei ca. 2,1 Mrd. US-Dollar.⁴⁰⁶ Die Entwicklung der beiden Reservekomponenten verlief allerdings sehr unterschiedlich: Während die Devisenbestände seit dem Beginn der EWU leicht sanken, stiegen die Goldbestände nahezu kontinuierlich an. Demzufolge haben sich die Anteile der Reserveelemente seit der Euro-Einführung markant verschoben: Die prozentuale Gewichtung der Devisenreserven fiel von rund 85 auf 75 Prozent, diejenige der Goldreserven hingegen stieg von ca. 15 auf 24 Prozent zum Jahresende 2005.

Das Volumen der **Devisenreserven** wurde – abgesehen von der Dotierung der griechischen NZB zu Beginn des Jahres 2001 – im Wesentlichen von den Interventionen der EZB, von den aufgelaufenen Zinserträgen sowie von der Wechselkursbewegung des Yen im Verhältnis zum US-Dollar determiniert.⁴⁰⁷ Hingegen fielen die renditebedingten Wertschwankungen des Reserveportfolios vergleichsweise gering aus. Soweit dies aus den Bilanzen ersichtlich wird,

⁴⁰⁶ Die Standardabweichung wurde auf Grundlage der Daten der vergangenen 250 Tage berechnet.

⁴⁰⁷ Vgl. dazu EZB: Portfoliomanagement ..., a. a. O., S. 83. Zur Höhe der Netto-Zinserträge der EZB aus der Veranlagung ihrer Devisenreserven siehe Teil III, Kapitel 2.2.2, dieser Arbeit.

sind diese daher für eine Erklärung der Entwicklung des Umfangs der EZB-Währungsreserven nachrangig.⁴⁰⁸

Während die Interventionen in Höhe der geschätzten 8 bis 10 Mrd. US-Dollar zu einem kräftigen Abbau des Devisenbestands im Jahr 2000 führten, haben die von der EZB in den Geschäftsjahren von 1999 bis 2005 vereinnahmten Zinserträge des Reserveportfolios in Höhe von schätzungsweise rund 8,9 Mrd. US-Dollar den interventionsbedingten Rückgang weitestgehend kompensiert.⁴⁰⁹ In diesem Zusammenhang ist anzumerken, dass die Zinseinkünfte in den Jahren von 2002 bis 2005 vor allem durch das im historischen Vergleich sehr niedrige Renditeniveau an den internationalen Geld- und Kapitalmärkten gering ausfielen, zumal die EZB eine konservative Anlagepolitik verfolgt.⁴¹⁰

Die Devisenreserven erreichten in den Monaten Dezember 1999 und August 2000 mit rund 42 Mrd. US-Dollar einen Höchststand und fielen dann wegen der US-Dollarverkäufe zum Ende des Geschäftsjahres 2000 auf rund 35 Mrd. US-Dollar. Seit diesem Zeitpunkt bewegen sie sich einer engen Bandbreite zwischen 34 und 39 Mrd. US-Dollar; zum Jahresende 2005 belief sich deren Wert auf 36,8 Mrd. US-Dollar. Da die EZB seit dem Geschäftsjahr 2000 nicht mehr interveniert hat, sind die Reserveschwankungen (in US-Dollar bewertet) nach dem Beitritt Griechenlands im Jahr 2001 vor allem ein Spiegelbild der oben genannten Einflussgrößen.

Die **Goldreserven** stiegen, wie vorstehendes Schaubild 6 zeigt, wegen des starken Preisanstiegs des Edelmetalls seit dem Beginn des Jahres 2001 nahezu kontinuierlich an. Ihr Wert belief sich zu Beginn der EWU auf rund 7 Mrd. US-Dollar und erreichte zum Jahresende 2005 einen historischen Höchststand von ca. 11,9 Mrd. US-Dollar. Die erstmaligen Goldabgaben der EZB von insgesamt 47 Tonnen im Geschäftsjahr 2005 hatten aufgrund des geringen Anteils an den gesamten Goldreserven kaum einen wesentlichen Einfluss auf das Volumen der Edelmetallreserven.⁴¹¹ Denn der Gegenwert der Goldtransaktion dürfte sich in einer Größenordnung von rund 650 Mio. US-Dollar bewegt haben.⁴¹²

⁴⁰⁸ Die Höhe der Wertschwankungen der verzinslichen Wertpapiere, welche nicht wechselkursbedingt sind, kann näherungsweise aus der jährlichen Veränderungen dieser Teilposition in der Neubewertungsrücklage abgeleitet werden. Diese schwankte in den Jahren von 1999 bis 2005 in einer maximalen Bandbreite von 2,3 Mio. Euro (Geschäftsjahr 1999) bis 738 Mio. Euro (Geschäftsjahr 2002). Allerdings wird deren Höhe auch durch Transaktionen der EZB beeinflusst, z. B. bei einem Verkauf von Wertpapieren. In diesem Fall fließt der anteilige Bewertungsgewinn oder -verlust in die Gewinn- und Verlustrechnung ein und wird daher in der Neubewertungsrücklage aufgelöst. Dies hat zur Folge, dass die in der Neubewertungsrücklage ausgewiesenen Werte bzw. deren Veränderung diesbezüglich nur eingeschränkt aussagekräftig sind.

⁴⁰⁹ Die Umrechnung der in den Geschäftsberichten der EZB ausgewiesenen Zinserträge in US-Dollar erfolgte zum jeweiligen Euro-Referenzkurs der EZB am Resultatjahr.

⁴¹⁰ Siehe hierzu auch in diesem Teil, Kapitel 3.4, und im Teil III, Kapitel 3.1.3.2.

⁴¹¹ Siehe dazu EZB: The ECB's Gold Sales, Press Release, Frankfurt a. M., 31.3.2005, a. a. O.

⁴¹² Die Verkäufe erfolgten gemäß ESZB-Reservestatistik im April 2005. Allerdings geht aus dem Datum der vorstehenden Pressemitteilung hervor, dass die Verkäufe bereits Ende März 2005 abgeschlossen waren.

3.3 Struktur der Währungsreserven

Die ursprünglich übertragenen Währungsreserven erhielt die EZB zu 15 Prozent in Gold und zu 85 Prozent in Devisen, welche in zwei Währungen eingebracht wurden: Zum einen in US-Dollar mit einem Anteil von 76,5 Prozent und zum anderen in Yen mit einem Anteil von 8,5 Prozent. Zur Übertragung der Goldreserven haben die teilnehmenden NZBen Feinunzengold in Form von Goldbarren auf von der EZB benannte Konten und Lagerstellen transferiert, da die oberste Währungsbehörde selbst kein Edelmetall lagert.⁴¹³ Für die Devisenreserven wurden ihr US-Dollar- bzw. Yen-Wertpapiere und / oder -Finanzinstrumente sowie Sichtguthaben in diesen Währungen übertragen.⁴¹⁴ Die NZBen mussten hierbei sowohl strategische als auch taktische Benchmark-Vorgaben der EZB bezüglich der Struktur der Devisenreserve-Portfolios beachten. Diese betrafen in erster Linie die Laufzeit und die Bonität der Aktiva.⁴¹⁵ Die Übertragung anderer Reserveelemente war bzw. ist nicht vorgesehen. Dennoch regelt Artikel 30 Absatz 5 der Satzung, dass die EZB auch IWF-Aktiva halten und verwalten darf. Da sie aufgrund der rechtlichen Bestimmungen des IWF dort kein Mitglied werden kann, hat sie im Jahr 2000 den Status eines „Sonstigen Inhabers“ von SZRen beantragt.⁴¹⁶ Zum Jahresende 2000 hat der IWF einer diesbezüglichen Regelung zugestimmt.⁴¹⁷

Nach Darstellung der EZB wurde die Zusammensetzung der Währungsreserven „... auf der Grundlage von **Analysen zur optimalen Währungssteuerung** und im Hinblick auf die **operativen Anforderungen** festgelegt und kann geändert werden, wenn dies zweckmäßig erscheint.“⁴¹⁸ Sie hat aber bislang weder weiterführende Angaben über ihren Optimierungsansatz noch zu den dahinter stehenden Überlegungen veröffentlicht. Allerdings ist davon auszugehen, dass sie sich vorrangig nicht von Ertragsüberlegungen leiten ließ, sondern dass aufgrund der gewählten Aufgabenverteilung im Eurosystem vor allem das Interventionsmotiv

Dies könnte darauf hindeuten, dass die EZB die Goldreserven bereits zu einem früheren Zeitpunkt per Termin verkauft hat und die Bestände de facto erst im April 2005 abflossen. Der oben genannte Betrag kann daher nur geschätzt werden. Bei dieser Berechnung wurde der durchschnittliche Gold-Tageskurs je Feinunze im Monat April 2005 zugrunde gelegt (Quelle LBMA: <http://www.lbma.org.uk/2005monthlygold.htm>). Seit dem Jahr 2006 hat die EZB ihre Edelmetallbestände stärker reduziert; siehe hierzu im folgenden Teil, Kapitel 3.1.1.1.

⁴¹³ Vgl. dazu EZB: Leitlinie der Europäischen Zentralbank vom 3. November 1998, geändert durch die Leitlinie vom 16. November 2000, über die Zusammensetzung und Bewertung von Währungsreserven und die Modalitäten ihrer ersten Übertragung sowie die Denominierung und Verzinsung entsprechender Forderungen, ABl. L 336 vom 30.12.2000, S. 114 ff.

⁴¹⁴ Vgl. ebenda, S. 115.

⁴¹⁵ Anlässlich des Beitritts Griechenlands zur EWU hat die EZB erstmals diese Kriterien veröffentlicht; siehe Dies.: Beschluss der Europäischen Zentralbank vom 16. November 2000 über die Einzahlung von Kapital und den Betrag zu den Reserven und Rückstellungen der EZB durch die Bank von Griechenland und die erste Übertragung von Währungsreserven an die EZB durch die Bank von Griechenland sowie damit zusammenhängende Fragen, ABl. L 336 vom 30.12.2000, S. 112 (Artikel 12 Absatz 3).

⁴¹⁶ Vgl. hierzu Kroppenstedt, C.: Kommentar zu Artikel 30 ..., a. a. O., S. 521.

⁴¹⁷ Vgl. EZB: Geschäftsbericht 2000, a. a. O., S. 108.

⁴¹⁸ Dies.: Jahresbericht 2001, a. a. O., S. 80 (Hervorhebung durch den Verfasser).

ihre diesbezüglichen Überlegungen bestimmt. In der Währungsstruktur dominiert damit der US-Dollar das Reserveportfolio: Unter Einschluss der Goldreserven hatte die amerikanische Währung phasenweise einen Anteil von über 95 Prozent, auch wenn dieser zum Ende des Geschäftsjahres 2005 auf ca. 89 Prozent gesunken ist.⁴¹⁹ Dies ist im internationalen Vergleich auch unter Ausschluss der Goldreserven eine deutliche Übergewichtung dieser Valuta.⁴²⁰ Die seit dem Beginn der EWU sehr einseitige Währungsallokation hat bei der tendenziell ausgeprägten Volatilität dieser Reservewährung in Verbindung mit einer über längere Zeiträume anhaltenden Abwertungstendenz der US-Valuta entsprechend hohe Ertragsrisiken für die EZB zur Folge. Die starke Gewichtung einer einzelnen Reservewährung hat in diesem Kontext eine besondere Bedeutung, da die oberste Währungsbehörde ihre Devisenreserven nicht gegen Fremdwährungsrisiken absichert und die oben dargelegten Grundsätze der Rechnungslegung des Eurosystems in besonderem Maße dem Vorsichtsprinzip Rechnung tragen. Darüber hinaus hat ein Portfolio, welches nur aus zwei Währungen besteht, eine geringe Diversifikation, zumal die Wechselkursentwicklung beider Reservewährungen gegenüber dem Euro über einen längeren Zeitraum eine hohe Korrelation aufweist.⁴²¹ Somit können sich negative Wechselkursbewegungen dieser beiden Devisen unmittelbar im Ergebnis der obersten Währungsbehörde auswirken. Die EZB sieht den Vorteil ihres passiven Währungsmanagements darin, dass hierdurch „... die Geldpolitik nicht beeinträchtigt wird ...“⁴²² Diese Struktur ist jedoch nicht nur aus oben genannten Gründen risikoreich, sondern zudem auch schwerlich mit der vom EZB-Rat postulierten „optimalen Währungsstreuung“ in Einklang zu bringen.⁴²³ Denn die Wechselkursentwicklung einer Valuta bestimmt somit in einem erheblichen Umfang das Jahresergebnis der EZB.

Seit Beginn der EWU hält die EZB eine deutlich niedrigere Quote ihrer Währungsreserven als das EWI in Gold. In der Literatur ist keine Begründung dafür zu finden, warum der Anteil der übertragenen Goldreserven abgesenkt wurde. Denn das Vorgängerinstitut hielt zum Jahresende 1997 rund 40 Prozent der „EWS-bezogenen Aktiva“ in dem Edelmetall.⁴²⁴ Die ab-

⁴¹⁹ Angaben der EZB zufolge hatte der US-Dollar zum Jahresende 2005 einen Anteil von 85 Prozent an den Devisenreserven; vgl. EZB: Portfoliomanagement ..., a. a. O., S. 84. Allerdings schließt die EZB in dieser Berechnung auch die Deviseneinlagen Gebietsansässiger mit ein, die definitionsgemäß nicht zu den offiziellen Währungsreserven zählen. Deren Anrechnung hat aber – auch wenn sich die Währungsstrukturen beträchtlich unterscheiden würden – keinen wesentlichen Einfluss auf die Zusammensetzung der EZB-Devisenreserven. Denn zum Jahresende 2005 erreichten diese Bestände gemäß der EZB-Reservestatistik nur eine Quote von ca. 7 Prozent an den EZB-Devisenreserven (in der Abgrenzung des Eurosystems).

⁴²⁰ Auf den US-Dollar entfiel zum Jahresende 2005 – wie im Teil I, Kapitel 4.4.2.2 (Tabelle 7) dargestellt – ein Anteil von 66,5 Prozent der weltweiten Devisenreserven.

⁴²¹ Siehe hierzu Teil III, Kapitel 3.1.2.1, dieser Arbeit.

⁴²² Dies.: Jahresbericht 2001, a. a. O., S. 80.

⁴²³ Im Teil III, Kapitel 3.1.2.2, erfolgt eine ausführliche und vergleichende Analyse der Risiko- und Ertragsstruktur der EZB-Währungsreserven unter Einbezug portfoliotheoretisch optimierter Portfolios.

⁴²⁴ Vgl. EWI: Jahresbericht 1997, a. a. O., S. 100.

weichende Reservestruktur kann jedoch vor allem mit den unterschiedlichen Aufgaben der beiden Währungsbehörden erklärt werden. Denn die EZB benötigt im Gegensatz zum EWI vor allem Drittwährungen für Devisenmarkttransaktionen, während das EWI keine interventionsbezogene Befugnisse hatte. Ein weiterer Grund für den niedrigeren EZB-Goldanteil könnte auch die bereits seit Jahren international rückläufige Bedeutung des Edelmetalls als Reserveelement von Notenbanken gewesen sein, wie dies im Teil I, Kapitel 4.4.2.1, bereits ausführlich dargelegt wurde; gegebenenfalls war es aber auch der Wunsch einiger großer NZBen, nach dem mehrjährigen Kursrückgang des Goldpreises den Anteil des eigenen Währungsgoldes nicht stärker zu reduzieren. Allerdings wurde vor dem Beginn der EWU auch in Erwägung gezogen, dass die EZB keine Goldreserven benötigt.⁴²⁵ Möglicherweise waren die (politischen) Interessen der drei großen Teilnehmerländer (Deutschland, Frankreich, Italien), welche traditionell einen hohen Anteil ihrer Währungsreserven in diesem Aktivum halten, bei der Festlegung der relativen Gewichtung des Edelmetalls im EZB-Reserveportfolio mit ausschlaggebend. Denn eine Entscheidung gegen eine Übertragung hätte die damalige Kursschwäche des Rohstoffes noch erheblich verstärken können.

Seit dem Start der EWU haben sich durch die signifikanten Preis- und Wechselkursbewegungen der beiden Reservekomponenten erhebliche Veränderungen in der Vermögensaufteilung des EZB-Portfolios ergeben: So erhöhte sich der Anteil der Goldreserven zum Jahresende 2005 aufgrund der stark gestiegenen Goldnotierungen seit der Euro-Einführung auf 24,4 Prozent.⁴²⁶ Im Vergleich zur prozentualen Gewichtung dieses Reserveelements in der Gruppe der IWF-Industrieländer (Jahresultimo 2005: durchschnittlich 21,7 Prozent) ist der EZB-Goldanteil jedoch nur geringfügig höher. Der Anteil der Devisenreserven hingegen ist vor allem durch die Schwäche des US-Dollar auf 75,2 Prozent gesunken; er liegt damit nahezu auf dem gleichen Niveau wie jener in den Reserveportfolios der IWF-Industrieländer (Jahresultimo 2005: 76,0 Prozent).⁴²⁷

Im direkten Vergleich mit den Reservestrukturen der NZBen sind allerdings erhebliche Abweichungen zu erkennen, wie aus dem *Schaubild 7* auf der nächsten Seite hervorgeht. Eine solche Gegenüberstellung ist jedoch nur bedingt aussagekräftig. Denn die NZBen der ursprünglichen Teilnehmerländer hielten in den neunziger Jahren bis zum Beginn der dritten Stufe der EWU ihre Währungsreserven zu rund 60 bis 70 Prozent in Devisen. Mit dem

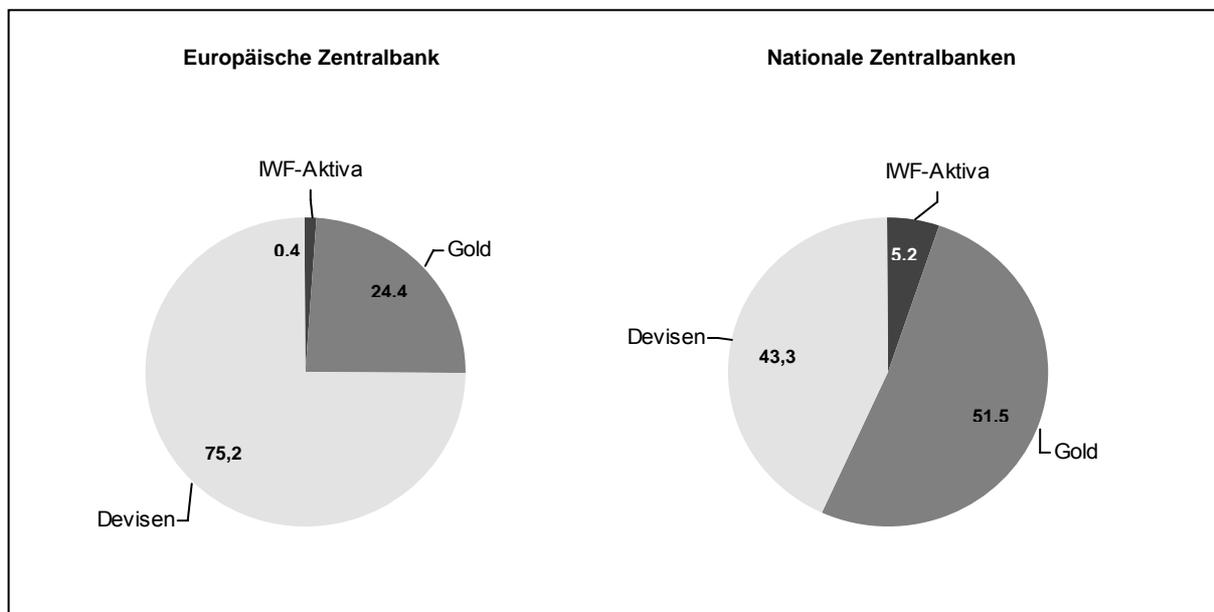
⁴²⁵ Siehe dazu York, S.: Gold and the ECB - they do go together, http://www.gold.org.sp_archive/html/Sbc.html (Stand: 1.4.2005, S. 1).

⁴²⁶ Vgl. EZB: Jahresbericht 2005, a. a. O., S. 192. Zum Jahresultimo erhöhte sich die Goldgewichtung geringfügig auf 24,9 Prozent; siehe hierzu auch Teil III, Kapitel 3.1.1.1, dieser Arbeit.

⁴²⁷ Am Ende des Jahres 2006 verminderte sich der Anteil der Devisenreserven auf 74,1 Prozent; vgl. hierzu Teil III, Kapitel 3.1.1.2, dieser Arbeit.

Beginn des Eurosystems haben zwei Einflussgrößen diesen Anteil im internationalen Vergleich überdurchschnittlich reduziert: Erstens ist dies in einem begrenztem Umfang auf den in diesem Teil, Kapitel 2.1.1, dargelegten „passiven“ Tausch von Devisenreserven aus den damaligen Teilnehmerwährungen in Euro zurückzuführen. Zweitens haben einige NZBen seit dem Jahr 1999 einen erheblichen Teil ihrer (überschüssigen) Devisenreserven veräußert.⁴²⁸ Obwohl die EZB bei einem Vergleich der Reservestrukturen mit den NZBen und mit der US-Notenbank über einen geringeren Goldanteil verfügt, hat sie erstmals im Jahr 2005 rund 7 Prozent ihres physischen Bestands verkauft.⁴²⁹

Schaubild 7: Vergleich der prozentualen Anteile der Reservekomponenten an den Währungsreserven der Europäischen Zentralbank und der nationalen Zentralbanken im Dezember 2005



Quelle: Eigene Erstellung auf Basis der Daten der ESZB-Reservestatistik.

Seit dem Jahr 2001 hält die EZB auch eine geringe Quote ihrer Währungsreserven in SZRen. Dieser Bestand resultiert aus der oben genannten Vereinbarung mit dem IWF und autorisiert den Währungsfonds „... innerhalb einer vereinbarten Bandbreite im Namen der EZB Sonderziehungsrechte gegen Euro zu kaufen bzw. zu verkaufen.“⁴³⁰ Mit einem Anteil von 0,4 Prozent zum Jahresende 2005 hat dieses Aktivum für die Reservestruktur der EZB gegenwärtig jedoch keine Bedeutung.⁴³¹

⁴²⁸ Siehe hierzu in diesem Teil, Kapitel 4.2.2.1.

⁴²⁹ Zu den Gründen siehe im folgenden Teil, Kapitel 3.1.1.1.

⁴³⁰ EZB: Jahresbericht 2001, a. a. O., S. 207.

⁴³¹ Am Jahresende 2006 erhöhte sich dieser auf 1,0 Prozent; vgl. Dies.: Geschäftsbericht 2006, a. a. O., S. 212.

3.4 Management der Währungsreserven

In der strategischen Ausrichtung der Verwaltung ihrer Währungsreserven folgt die EZB der international üblichen Präferenz von Zentralbanken. In erster Linie betont sie die Ziele **Liquidität und Sicherheit**. Unter Beachtung dieser Oberziele werden die Erträge aus der Veranlagung optimiert.⁴³² Allerdings ist der Investmentansatz der EZB – wie im vorausgehenden Kapitel aufgezeigt wurde – grundsätzlich als passiv zu bezeichnen. Denn sowohl die Währungsstruktur ihrer Devisenreserven als auch der Goldbestand werden nicht aktiv betreut. Somit werden von ihr ausschließlich die Geldmarktinstrumente und Wertpapiere des Devisenportfolios gesteuert.⁴³³

Ein wesentliches Merkmal des Eurosystems ist dessen dezentrale Aufgabenverteilung. So kann die EZB gemäß Artikel 9 Absatz 2 und Artikel 12 Absatz 1 der Satzung die NZBen mit der Wahrnehmung bestimmter Tätigkeiten beauftragen. Damit stehen der Währungsbehörde für die Durchführung ihrer Geld- und Währungspolitik zwei Optionen offen: Nach den allgemeinen Regelungen des Artikels 9 Absatz 2 der Satzung kann sie sämtliche dem ESZB übertragenen Aufgaben entweder selbst erledigen (**direkte Ausführung**) oder aber diese an die NZBen (**indirekte Ausführung**) delegieren. Die Entscheidung für eine der beiden Ausführungswege liegt in ihrem Ermessen.⁴³⁴ Diese föderale und arbeitsteilige Struktur spiegelt sich auch im Management ihrer Währungsreserven wider. Denn dieses übernehmen die NZBen, die dabei im Auftrag und Namen der EZB handeln.⁴³⁵ Oberster Grundsatz bei der Reserveverwaltung ist die Beachtung des **Anlagegrundsatzes der „Marktneutralität“**, d. h. die Dispositionen dürfen „... keine unangemessene Verwerfung der Marktkurse ... [verursachen].“⁴³⁶ Deswegen legt die EZB ihre Devisenreserven nahezu ausschließlich in breiten und liquiden Anlagemärkte an, so dass ihre Transaktionen keine marktbestimmende Preiswirkung haben.

Für das Portfoliomanagement hat die EZB einen detaillierten und verbindlichen Handlungsrahmen festgelegt. Im Rahmen der Sekundärgesetzgebung hat der EZB-Rat eine Leitlinie erlassen.⁴³⁷ Diese stellt sicher, dass die Dispositionen der NZBen gemäß Artikel 31 Absatz 2

⁴³² Vgl. EZB: Währungsreserven ..., a. a. O., S. 55.

⁴³³ Die EZB tätigt weder Goldleihegeschäfte noch Transaktionen in Goldfutures bzw. in Goldoptionen; siehe hierzu Teil III, Kapitel 3.1.3.1, dieser Arbeit.

⁴³⁴ Unabhängig vom gewählten Weg bleibt es aber bei einer zentralen Leitung bzw. Steuerung durch die EZB; vgl. weiterführend hierzu Selmayr, M.: Rechtliche Grenzen ..., a. a. O., S. 172.

⁴³⁵ Sie handeln dabei in „offener Stellvertretung“. Hierdurch ist für die Kontrahenten der NZBen stets ersichtlich, dass die EZB Vertragspartner ist; vgl. dazu EZB: Währungsreserven ..., a. a. O., S. 57.

⁴³⁶ Dies.: Portfoliomanagement ..., a. a. O., S. 84.

⁴³⁷ Die aktuellste Fassung wurde im Juli 2007 veröffentlicht; vgl. Dies.: Leitlinie der Europäischen Zentralbank vom 20. Juli 2007 zur Änderung der Leitlinie EZB / 2006 / 28 über die Verwaltung von Währungsreserven der Europäischen Zentralbank durch die nationalen Zentralbanken sowie über die Rechtsdokumentationen

der Satzung in Einklang mit der Geld- und Währungspolitik des Eurosystems stehen. Oberster Grundsatz dieser Leitlinie ist, dass die Interessen der EZB stets Vorrang haben. Daher sind sämtliche reservebezogenen Transaktionen der NZBen – sowohl jene mit den EZB- als auch solche mit den eigenen Währungsreserven – gemäß Artikel 2 Absatz 2 dieser Leitlinie den Zielen der EZB bzw. des Eurosystems zu unterstellen.

Die Vorgaben für das Reservemanagement wurden in den vergangenen Jahren mehrfach angepasst. Die Erweiterungen bzw. Modifikationen erfolgten einerseits, um dem gestiegenen Komplexitätsgrad in der Reserveverwaltung zweckdienlich Rechnung zu tragen. So wurden sukzessive neue Anlageinstrumente – zu nennen wären beispielsweise Devisen-Pensionsgeschäfte – eingeführt und bedurften einer Regelung. Andererseits wurden verbesserte Verhaltenskodizes zur Durchführung von kapitalmarktbezogenen Transaktionen eingeführt (z. B. Verbot von Insidergeschäften, Mindeststandards für die Vermeidung von Interessenskonflikten). Darüber hinaus regelt die Leitlinie weitere, zumeist vertragsrechtliche, Details bei der Durchführung von Reservetransaktionen der NZBen.⁴³⁸

Der EZB kommt in der gewählten Rollenverteilung in erster Linie die Funktion des Risikomanagers zu. Sie betrachtet diese Aufgabe als ihre Kernkompetenz bei der Verwaltung der Währungsreserven.⁴³⁹ Daher gibt sie den NZBen zentrale Größen für die Steuerung ihrer Devisenreserven vor. Diese beziehen sich in erster Linie auf die im Teil I, Kapitel 3.2.4.2, dieser Arbeit dargelegten finanziellen Risiken (Markt-, Kredit- und Liquiditätsrisiken). So haben die NZBen folgende Vorgaben im Rahmen von Anlagerichtlinien zu beachten:⁴⁴⁰

- Eine zweistufige Benchmark für die strategische und die taktische Allokation.
- Definierte Abweichungsgrößen um diese Benchmarks, die vor allem die Verlustrisiken der Zinsanlagen durch die Vorgabe von Risikolimiten unter Verwendung des VaR-Konzepts⁴⁴¹ eingrenzen. Zudem kommen weitere Verfahren zur Steuerung der Marktrisiken wie z. B. Stresstests zum Einsatz.
- Eine Liste der zulässigen Anlageinstrumente.

bei Geschäften mit den Währungsreserven der Europäischen Zentralbank, ABl. L 196 vom 28.7.2007, S. 46 f.

⁴³⁸ Es handelt sich vor allem um Musterverträge in verschiedenen Amtssprachen, z. B. für die Abwicklung von Finanztermingeschäften.

⁴³⁹ Grundsätzlich wäre denkbar gewesen, dass die NZBen auch das Risikomanagement übernehmen. Aber „... risk management was judged not to be compatible with decentralisation.“ Rogers, C.: Risk Management ..., a. a. O., S. 267.

⁴⁴⁰ Vgl. EZB: Portfoliomanagement ..., a. a. O., S. 88 ff.

⁴⁴¹ Die Risikokennziffer VaR wurde bereits im Teil I, Kapitel 3.1.2, dieser Arbeit erläutert. Die EZB verwendet allerdings erst seit dem Jahr 2006 diese Methode zur Steuerung ihrer Zinsrisiken. In den Jahren zuvor hat sie hierfür den NZBen Durationsbandbreiten vorgegeben; vgl. dazu Dies.: Portfoliomanagement ..., a. a. O., S. 89 f. Zum Einsatz dieser Instrumente im Reservemanagement von Zentralbanken siehe auch Pringle, R.; Carver, N. (Hrsg.): New Horizons in Central Bank Risk Management, London, 2004.

- Festgelegte Risikobudgets für die Kredit- bzw. Bonitätsrisiken.
- Eine Auswahlliste mit Kontrahenten.

Die EZB veröffentlicht zu diesen Steuerungsgrößen keine Details, z. B. über die gewählten Benchmarks.⁴⁴² In den Geschäftsberichten der EZB und der NZBen sind diesbezüglich nur sehr allgemein gehaltene Angaben zu finden. Aus diesen wird ersichtlich, dass die NZBen in der Vergangenheit eine sehr risikoarme Anlagepolitik verfolgten und den Spielraum für ein aktives Management nicht ausgeschöpft haben.⁴⁴³ Die EZB hat jedoch das Anlageuniversum für ihre US-Dollar- und Yen-Reserven sukzessive erweitert: So werden zur Steuerung der Zinsrisiken auch Derivative wie z. B. Anleihe- und Geldmarkt-Terminkontrakte eingesetzt. Für die Renditeoptimierung nutzt sie in jüngerer Zeit zudem auch synthetische Anlageinstrumente.⁴⁴⁴ Ebenso investiert sie – einem internationalen Trend im Portfoliomanagement von Währungsbehörden folgend – einen Teil ihrer verzinslichen Anlagen in Wertpapiere halb- und nicht-staatlicher Emittenten mit einer hohen Bonität.⁴⁴⁵ Im Gegensatz zu einer Vielzahl von Währungsbehörden veröffentlicht die EZB jedoch keine Daten zur Performance ihres Reserveportfolios. Ihren Angaben zufolge war die Wertentwicklung mit Ausnahme des Jahres 2002 positiv und im Vergleich zu den Benchmarks „beachtlich“.⁴⁴⁶ Bei den Anlageergebnissen ist zu berücksichtigen, dass die absolute Wertentwicklung des Gesamtportfolios sowohl durch die anhaltende Kursschwäche der Reservewährungen als auch die im internationalen Vergleich extrem niedrigen japanischen Geld- und Kapitalmarktrenditen erheblich belastet wurde.

⁴⁴² Nach Ansicht der EZB könnte die Veröffentlichung von ausführlichen Informationen über ihr Portfoliomanagement unerwünschte Auswirkungen auf die Finanzmärkte haben; vgl. dazu EZB: Währungsreserven ..., a. a. O., S. 58. Dem ist entgegenzuhalten, dass dieser Effekt bei einer strikten Beachtung des Grundsatzes der Marktneutralität nicht eintreten dürfte. Zudem würde ein besseres Verständnis der grundlegenden Parameter und Steuerungsgrößen im EZB-Portfoliomanagement durchaus einen wertvollen Beitrag zur Verbesserung der Transparenz im Eurosystem leisten.

⁴⁴³ Siehe hierzu Dies.: Portfoliomanagement ..., a. a. O., S. 92. Die Reserveverwaltung der EZB wird ausführlich im folgenden Teil, Kapitel 3.1.3, analysiert.

⁴⁴⁴ Im Geschäftsbericht des Jahres 2004 erläutert die EZB etwas missverständlich, dass sie auch gegen Währungsrisiken abgesicherte Instrumente erworben hat; vgl. Dies.: Geschäftsbericht 2004, a. a. O., S. 94. Auf Anfrage erläutert sie in einem Schreiben vom 17.8.2006 an den Verfasser, dass es sich um synthetische Anlageinstrumente handelt. So wurden aus japanischen Geldmarktpapieren durch einen Währungs-Swap synthetische US-Dollar-Geldmarktinstrumente generiert, die aussagegemäß eine vergleichsweise höhere Rendite als originäre US-Dollaranlagen erzielen.

⁴⁴⁵ Vgl. dazu Dies.: Geschäftsbericht 2005, a. a. O., S. 102. Sie folgt damit einem Trend in der Anlagepolitik von Zentralbanken, der sich seit dem Jahr 2005 verstärkt hat. Der wesentliche Grund für den Erwerb dieser Papiere ist eine höhere Rendite dieser Emissionen im Vergleich zu Staatsanleihen; vgl. o. V.: Zentralbanken orientieren sich um, in: Börsen-Zeitung, Nr. 170 vom 5.9.2006, S. 4. Allerdings dürfte die Finanzmarktkrise, die seit dem Sommer 2007 weltweit die Finanzmärkte erschüttert, die Zentralbanken möglicherweise zu einem Umdenken bewegen. Daher ist vorstellbar, dass die Währungsbehörden zukünftig wieder eine risikoärmere Investmentstrategie präferieren; siehe weiterführend hierzu Teil III, Kapitel 3.2.3.2, dieser Arbeit.

⁴⁴⁶ Vgl. EZB: Portfoliomanagement ..., a. a. O., S. 93. Im Eurosystem veröffentlicht z. B. die irische und die niederländische NZB detailliert die Wertentwicklung ihrer Reserveportfolios. Demgegenüber hat bislang auch die Deutsche Bundesbank auf einen Ausweis dieser Angaben verzichtet.

Durch die gewählte, dezentrale Struktur betreuten bis zum Januar 2005 sämtliche zwölf NZBen das EZB-Dollar- und Yen-Portfolio. Das Devisenportfolio wurde außerdem – auch dies ist in der internationalen Praxis von Zentralbanken üblich – in zwei Tranchen untergliedert: Es besteht aus einem **Liquiditäts- und einem Anlageportfolio**. Über deren prozentuale Aufteilung und die Unterschiede hinsichtlich der Risiko- und Ertragsparameter wurden von der EZB bislang ebenfalls keine weiterführenden Angaben veröffentlicht, die eine Einsicht in die Praxis des Reservemanagements gewähren. Die oberste Währungsbehörde hielt somit bis zum Jahr 2005 insgesamt 24 Devisenportfolios.⁴⁴⁷ Diese dürften sich vermutlich aufgrund „enger“ Vorgaben hinsichtlich der Portfolio- und Risikostruktur nur geringfügig unterscheiden. Diese Vorgehensweise kann schwerlich mit einer „Effizienz durch Dezentralisierung“ in Einklang gebracht werden. Denn sie stellt an die Akteure hohe Anforderungen an die gesamten Management-, Steuerungs- und Überwachungsprozesse. Darüber hinaus ist davon auszugehen, dass die Umsetzung einer komplexen und diversifizierten Portfoliostruktur insbesondere bei „kleineren“ Reservebeständen operative Probleme aufwerfen kann.⁴⁴⁸ Aus diesem Grund kündigte die EZB bereits im Jahr 2004 an, dass sie ab dem Jahr 2006 den Managementprozess modifizieren wird. In ihrem Geschäftsbericht 2004 legte sie dar, dass sie eine weitergehende Spezialisierung „... bestimmter Eurosystem-Mitglieder auf bestimmte Währungen ...“⁴⁴⁹ plant. Tatsächlich hat sie schon im Jahr 2005 ihre Überlegungen in die Tat umgesetzt. Nunmehr verwalten die NZBen – mit Ausnahme der deutschen und der französischen – entweder ein US-Dollar- oder Yen-Portfolio, so dass sich die Anzahl der Mandate auf 14 verringert hat.⁴⁵⁰

3.5 Denominierung und Verzinsung der Währungsreserven

Die NZBen erhielten gemäß Artikel 30 Absatz 3 der Satzung als Ausgleich für die Eigentumsübertragung der anteiligen Währungsreserven eine ihrem Betrag entsprechende Forderung gutgeschrieben. Diese werden in der Bilanz der EZB als „Intra-Eurosystem-Verbindlichkeiten“ und in den Bilanzen der NZBen als „Intra-Eurosystem-Forderungen“

⁴⁴⁷ Vgl. Rogers, C.: Risk Management ..., a. a. O., S. 270.

⁴⁴⁸ Die luxemburgische NZB verwaltete z. B. per 31.12.2005 ein EZB-Portfolio mit einem Vermögen in Höhe von 92,4 Mio. Euro; vgl. Banque Centrale du Luxembourg: Annual Report 2005, Luxemburg 2006, S. 64. Wird dieser Bestand in jeweils zwei Sub-Portfolios für zwei Währungen aufgeteilt, so kann die operative Umsetzung einer diversifizierten Portfoliostruktur aufgrund des geringen Anlagevolumens Probleme aufwerfen und die Kosten des Managements erhöhen. Auf diesen Aspekt wird im Teil III, Kapitel 3.1.3.2, dieser Arbeit ausführlich eingegangen und ein zweckdienlicher Vorschlag zur Steigerung der Effizienz der EZB-Reserveverwaltung unterbreitet.

⁴⁴⁹ EZB: Geschäftsbericht 2004, a. a. O., S. 94.

⁴⁵⁰ Da die Devisenreserven sowohl für Interventionen als auch für Anlagezwecke gehalten werden, ist davon auszugehen, dass die EZB insgesamt 28 Teilportfolios hält.

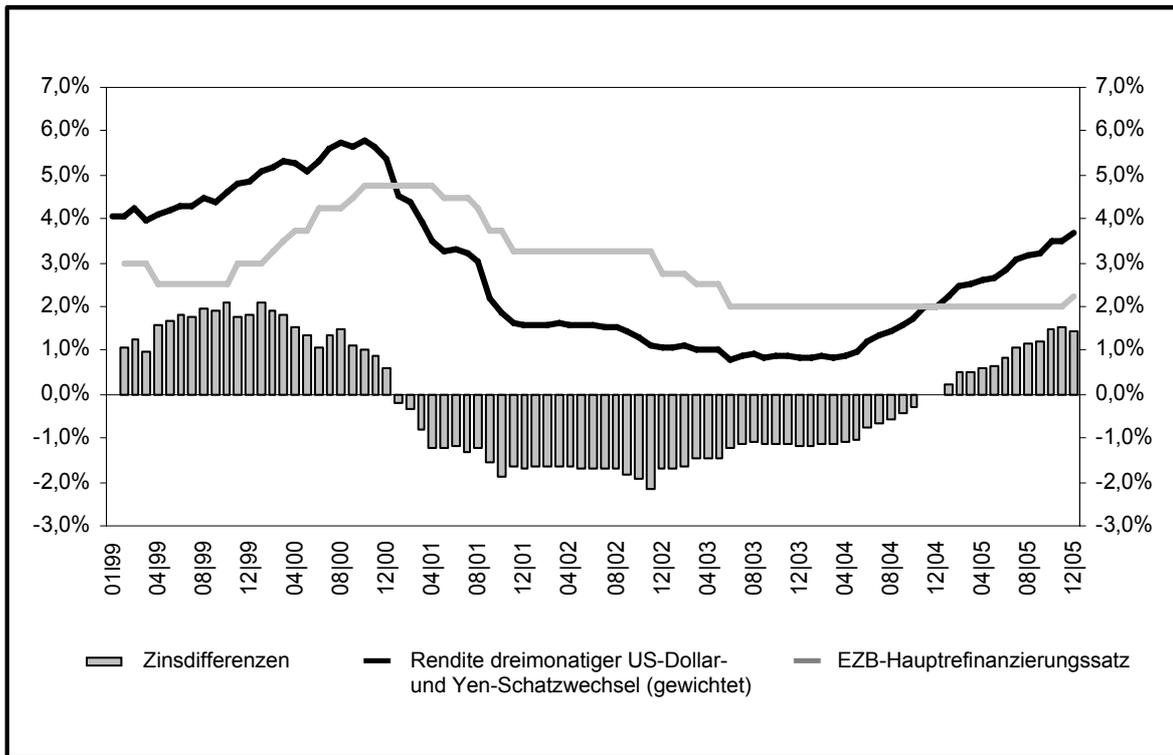
ausgewiesen. Ebenso legt der oben genannte Artikel der Satzung fest, dass der EZB-Rat über die Verzinsung und Denominierung dieser Bilanzpositionen entscheidet. Das Gremium bestimmte, dass die Forderungen der NZBen in Euro denominated sind und zu einem Satz verzinst werden, welcher einem Anteil von 85 Prozent des marginalen EZB-Hauptrefinanzierungssatzes für Repo-Geschäfte der EZB mit zweiwöchiger Laufzeit entspricht. Dieser Verzinsungsmodus soll den prozentualen Anteil der ursprünglich an die EZB übertragenen unverzinslichen Goldreserven angemessen berücksichtigen.⁴⁵¹ In diesem Zusammenhang sind allerdings zwei Punkte kritisch hervorzuheben:

- Erstens werden die Währungsreserven auf der Grundlage einer festzinsähnlichen Marge vergütet. Die Höhe des Satzes ergibt sich aufgrund der bereits dargestellten Ausgangsstruktur der übertragenen nationalen Währungsreserven und aus dem Umstand, dass die EZB keine Zusatzerträge aus der Veranlagung ihrer Goldreserven erzielt. Daher werden ausschließlich die übertragenen Devisenreserven verzinst. Die oberste Währungsbehörde trägt somit nicht nur die Marktrisiken aus ihrem dollarlastigen Devisenportfolio, sondern zudem noch ein **spezifisches Zinsänderungsrisiko**. Denn wenn die Leitzinsen bzw. die Zinsstrukturkurven der kurzfristigen Geldmarktsätze in den zwei Reservewährungsländern (Japan, Vereinigte Staaten) unter den Euro-Hauptrefinanzierungssatz sinken, erzielt die EZB, wenn sie keine Fristentransformation betreibt, einen negativen Netto-Zinsertrag aus der Veranlagung ihrer Devisenreserven, wie dies aus dem *Schaubild 8* auf der nächsten Seite hervorgeht. Es wird vereinfachend unterstellt, dass die EZB ihre Fremdwährungsbestände „konservativ“ in US- und Yen-Schatzwechsel mit einer dreimonatigen Laufzeit („hypothetische Rendite“) anlegt. Durch den stärkeren Zinsrückgang an den Finanzmärkten der beiden Reservewährungsländer lag z. B. die hypothetische, geschätzte Anlagerendite des EZB-Devisenportfolios (auf der Grundlage der ursprünglichen Währungsanteile) in den Jahren von 2001 bis 2004 unter dem Zinssatz, welchen die EZB den NZBen für die anteilige Übertragung der Währungsreserven vergütete. Demzufolge erzielte sie in diesem Zeitraum – mit Ausnahme des Jahres 2001 – ein negatives Netto-Zinsergebnis.⁴⁵²

⁴⁵¹ Vgl. EZB: Leitlinie der Europäischen Zentralbank vom 3. November 1998 ..., a. a. O., S. 115 (Artikel 3 Absatz 5).

⁴⁵² Zur Entwicklung und Bedeutung der Netto-Zinserträge aus den Währungsreserven für das Jahresergebnis der EZB siehe ausführlich Teil III, Kapitel 2.2.3, dieser Arbeit.

Schaubild 8: Vergleich der Zinsentwicklung des Hauptrefinanzierungssatzes und der hypothetischen Rendite des Reserveportfolios der Europäischen Zentralbank von Januar 1999 bis Dezember 2005



Quelle: Eigene Erstellung auf Basis der Daten des institutionellen Nachrichtendienstes Bloomberg.

Dieser ergebnisbelastende (-erhöhende) Effekt fiel umso stärker aus, je negativer (positiver) die Zinsdifferenzen zwischen den Reservewährungsländern und dem Euroraum waren. Die oberste Währungsbehörde kann in einer derartigen Zinskonstellation die „Benchmark“, den Hauptrefinanzierungssatz, im Wesentlichen nur durch zwei anlagestrategische Entscheidungen erreichen bzw. übertreffen, um ein negatives Zinsergebnis zu vermeiden: Erstens kann dies durch eine **Erhöhung der durchschnittlichen Restlaufzeit (Duration)** des Anleiheportfolios gelingen, um bei niedrigeren Zinsen im Ausland die negativen Renditedifferenzen zum Inland durch den Erwerb von höher verzinslichen Wertpapieren mit einer längeren Restlaufzeit auszugleichen.⁴⁵³ Eine Laufzeitenverlängerung erhöht aber das potenzielle Marktrisiko bei künftigen Zinssteigerungen. Zweitens kann die EZB bei einem Renditevorteil auf **Zinsanlagen mit einer niedrigerer Bonität** ausweichen, z. B. durch den Erwerb von Anleihen halbstaatlicher Emittenten, von staatsnahen Körperschaften oder von solchen, die von Unternehmen begeben werden. Eine solche Anlagepolitik ist jedoch mit einem erhöhten Kreditrisiko verbunden. Ebenso ist eine Strategie denkbar, welche beide Optionen verbindet. Diese würde aber die aufge-

⁴⁵³ Diese Erträge aus einer Fristentransformation können jedoch nur dann erzielt werden, wenn die Zinsstrukturkurve in der Anlagewährung nicht invers verläuft, d. h. beispielsweise Obligationen mit einer kürzeren Restlaufzeit eine höhere Rendite als solche mit einer längeren Zinsbindungsdauer aufweisen.

zeigten Risiken tendenziell noch erhöhen.⁴⁵⁴ Offenkundig hat die EZB aber in den vergangenen Jahren eine vorsichtige Anlagepolitik verfolgt, so dass sich z. B. das negative Netto-Zinsergebnis in den Jahren von 2002 bis 2004 auf insgesamt 687,5 Mio. Euro aufsummierte. Im Geschäftsjahr 2005 hat sich diese Ausgangslage wieder zu ihren Gunsten gewendet; sie konnte aufgrund des restriktiveren geldpolitischen Kurses der US-Notenbank – und damit einhergehend einem stärkeren Anstieg der amerikanischen Renditen – erstmals seit dem Jahr 2002 wieder ein leicht positives Netto-Zinsergebnis aus ihren Devisenreserven ausweisen.⁴⁵⁵

- Zweitens ist die Höhe des Satzes festgeschrieben und damit unabhängig von der **relativen Gewichtung der Reservekomponenten** definiert worden. Wie bereits im vorhergehenden Kapitel dargestellt wurde, entfiel aber zum Jahresende 2005 nur noch ein Anteil von rund 75 Prozent auf die Devisenreserven. Dennoch werden den NZBen weiterhin 85 Prozent ihrer „Ersteinlagen“ vergütet, obwohl der Zinsträger seit dem Beginn der EWU um rund 10 Prozentpunkte abgeschmolzen ist. Dieser Verzinsmodus kann auch zukünftig die Ertragslage der EZB belasten, wenn sich die divergierende Entwicklung der Anteile der Reservekomponenten nicht wieder ins Gegenteil verkehrt.⁴⁵⁶ Möglicherweise haben die „Konstrukteure“ dieser Regelung die Implikationen für die Ertragslage der EZB nicht bedacht.

Schließlich ist zu berücksichtigen, dass die EZB die Marktrisiken ihrer Devisen- und Goldaktiva, welche vor allem aus dem Wechselkursrisiko gegenüber dem US-Dollar und einer hohen Volatilität des Goldpreises resultieren, vollständig trägt, während die NZBen davon – abgesehen von den bilanziellen Ausgleichsmechanismen im Falle eines negativen Jahresergebnisses der EZB – entlastet wurden.⁴⁵⁷ „This currency and interest mismatch creates a

⁴⁵⁴ Wie stark sich dieser „Mix“ auf die Risiko-Steuerungsgrößen eines Portfolios auswirkt, hängt allerdings auch von den Korrelationen der Anlageklassen im Portfolio ab. In einem günstigen Kapitalmarktumfeld können Anleihen mit einer geringeren Bonität die Marktrisiken des Gesamtportfolios, z. B. gemessen am VaR, reduzieren. Denn diese Anlageklasse hatte in der Vergangenheit über längere Zeitperioden eine niedrige oder sehr niedrige Korrelation z. B. mit dem Segment öffentlicher Anleihen. Hierdurch können Diversifikationseffekte zur Risikominimierung genutzt werden. In Zinssteigerungsphasen kommt es jedoch häufiger zu einer Kumulierung der Markt- und Bonitätsrisiken: So zeigte sich beispielsweise in früheren Zinszyklen, dass Anleihen mit einem niedrigeren Rating üblicherweise eine schlechtere Wertentwicklung aufwiesen als solche mit einer höheren Bonität. Ausführliche Kommentierungen und Analysen zu diesem Themenkomplex enthalten beispielsweise die Jahresberichte der BIZ.

⁴⁵⁵ Siehe hierzu die Tabelle 6 im Teil III, Kapitel 2.2.2, dieser Arbeit.

⁴⁵⁶ Zur Höhe dieser „Opportunitätskosten“ siehe im folgenden Teil, Kapitel 3.1.3.1. An dieser Stelle der Arbeit wird auch ein Vorschlag für eine „gerechtere“ Verzinsung der Währungsreserven unterbreitet.

⁴⁵⁷ Wie bereits dargelegt, können die monetären Einkünfte des Eurosystems zur Verlustabdeckung der EZB-Bilanz eingesetzt werden. Diese Vorgehensweise belastet aber die Ertragslage der NZBen und kann insbesondere in Jahren mit einem geringen eigenen Jahresüberschuss zu einer Hypothek für die NZBen werden. Es wäre an anderer Stelle zu prüfen, wie Verluste der EZB kompensiert werden könnten, falls die NZBen diese nicht auszugleichen vermögen. Dies ist allerdings ein sehr theoretisches Szenario.

significant source of possible risk for the ECB.”⁴⁵⁸ Insbesondere in Phasen eines länger andauernden niedrigeren Zinsniveaus in den USA im Vergleich zum Euro-Währungsgebiet kann die Ertragslage der EZB durch die hohen Marktrisiken und die geringeren Zinserträge der Devisenreserven unter Druck geraten. Ein Fortbestand derart ungünstiger Rahmenbedingungen für die Reservepolitik könnte ohne gegensteuernde Maßnahmen längerfristig auch die finanzielle Unabhängigkeit der obersten Währungsbehörde belasten.

4. Währungsreserven der nationalen Zentralbanken

Im vorhergehenden Kapitel 3 dieses Teils wurden die grundlegenden Aspekte für die Reservehaltung der EZB dargestellt und gewürdigt. Die Gründung der EWU hat jedoch vor allem auch die Reservepolitiken der NZBen substantiell beeinflusst. Denn die nationalen Währungsreserven haben aufgrund der gewählten Aufgabenverteilung im Eurosystem vor allem für die Durchführung von Interventionen keine Bedeutung mehr. Diese zentrale währungspolitische Funktion bestimmte vor der Euro-Einführung im Wesentlichen die Reservepolitiken der NZBen.⁴⁵⁹ Die **nationalen Währungsreserven** dienen daher – abgesehen von der potenziellen betragsmäßig begrenzten Einschusspflicht zugunsten der EZB oder möglichen Transaktionen mit dem IWF – in erster Linie der Vermögenshaltung der Euroländer (**Ertragsmotiv**) und werden als nationale Krisenreserve (**Vorsichtsmotiv**) vorgehalten, wenn von der Annahme ausgegangen wird, dass der Bestand der EWU als dauerhaft anzusehen ist.

Der Handlungsspielraum für eine nationale Reservepolitik im Eurosystem wird vorrangig durch den EGV und die Satzung determiniert.⁴⁶⁰ Darüber hinaus haben einige NZBen weitere landesspezifische Rechtsvorschriften zu beachten, die ihren „Aktionsradius“ einengen können.⁴⁶¹ Zu Beginn dieses Teils wurde bereits dargelegt, dass in diesem Zusammenhang jegliche Einflussnahme der nationalen Regierungen auf ihre NZBen – sei es hinsichtlich des Volumens und / oder der Struktur – unzulässig ist, auch wenn diesbezüglich in einer Reihe

⁴⁵⁸ Rogers, S.: Risk Management ..., a. a. O., S. 266.

⁴⁵⁹ Vgl. Visser, A.: Recent Changes ..., a. a. O. S. 419 f.

⁴⁶⁰ Aufgrund der zu Beginn dieses Teils dargestellten Konvergenzanforderungen mussten diese rechtlich bindenden Vorschriften auch in die nationalen Notenbankgesetze übernommen werden. So verbietet beispielsweise Artikel 41 des österreichischen Nationalbankgesetzes die Finanzierung des Bundes aus Mitteln der Notenbank; vgl. o. V.: Zugriff auf Notenbank-Reserven strittig, in: Die Presse vom 29.8.2002, S. 7. Das BBankG wurde dahingehend modifiziert (§ 20 mit Verweis auf § 19 Absatz 2-7), dass seit der Euro-Einführung die Gewährung von Kassenkrediten an öffentliche Stellen ausgeklammert wird. Damit ist eine Darlehensaufnahme öffentlicher Haushalte bei der Notenbank nicht mehr zulässig.

⁴⁶¹ Im Notenbankgesetz der portugiesischen NZB wurde beispielsweise nach der Euro-Einführung die Höhe der jährlichen Rückstellungsbildung zur Abdeckung von Gold- Wechselkurs- und Zinsrisiken begrenzt; vgl. hierzu Banco de Portugal: Annual Report 2003, Lissabon 2004, S. 317. Dies hatte zur Folge, dass die NZB ihren Reservebestand erheblich verringerte, um die Marktrisiken ihrer Währungsreserven, welche die Ertragslage belasten können, zu senken; siehe hierzu auch in diesem Teil, Kapitel 4.2.2.1.

von Mitgliedstaaten immer wieder zumeist politisch motivierte Vorschläge für eine alternative Verwendung von Währungsreserven präsentiert werden.⁴⁶²

Die Weisungsungebundenheit der NZBen gründet im Wesentlichen auf drei vertraglichen Eckpfeilern des EGV:

- Aufgrund des **Verbots der monetären Finanzierung** können die Währungsreserven gemäß Artikel 101 Absatz 1 EGV nicht mehr auf eine staatliche Stelle – z. B. mittels der Einstellung einer entsprechenden Forderung in der Notenbankbilanz – übertragen werden. Ebenso untersagt der Artikel eine über die jährliche Gewinnausschüttung hinausgehende Zuführung von Notenbankmitteln an den Staat. Daher sorgte das Vorhaben der finnischen Regierung im Jahr 2003 für Aufsehen: Diese plante eine Herabsetzung des Grundkapitals der Bank of Finland, um sodann eine außerordentliche Ausschüttung an den finnischen Staat durchführen zu können. Hierzu hätte die NZB einen hohen Anteil ihrer Währungsreserven veräußern müssen. In einer ausführlichen Stellungnahme legte die EZB dar, dass „... the indirectly enforced sale of official foreign reserves ... would circumvent Bank of Finland’s right and obligation, as part of the ESCB, to hold and manage official Member State foreign reserves.“⁴⁶³ Die EZB betonte in diesem Zusammenhang ebenso, dass ein Reserveabbau nicht zu einer Schwächung der finanziellen Unabhängigkeit der NZBen und zu einer Beeinträchtigung der Wahrnehmung ihrer Aufgaben einschließlich der potenziellen Finanzierungsverpflichtungen bei einer Erhöhung der EZB-Währungsreserven oder gegenüber dem IWF führen darf.⁴⁶⁴
- Zweitens ist festzustellen, dass ausschließlich die EZB und die NZBen die **Verfügungsgewalt über die „offiziellen“ Währungsreserven** haben. „Da das Halten und Verwalten der Währungsreserven eine genuine Aufgabe des ESZB ist, besteht kein Entscheidungsspielraum etwa für ein zweckgewidmetes ‚outsourcing‘ von Teilen der Währungs-

⁴⁶² Vgl. EZB: Stellungnahme der Europäischen Zentralbank vom 2. August 2001 auf Ersuchen des Bundesministeriums der Finanzen zu dem Entwurf eines Siebten Gesetzes zur Änderung des Gesetzes über die Deutsche Bundesbank, http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/DE_CON_2001_17_f_sign.pdf (Stand: 21.5.2006, S. 2). Darauf verweist auch die Deutsche Bundesbank in einer Stellungnahme im Jahr 2002 anlässlich der von politischer Seite vorgetragenen Vorschläge, zur öffentlichen Finanzierung der Schäden aus dem „Jahrhunderthochwasser“ in Ostdeutschland auf einen Teil der deutschen Währungsreserven zurückzugreifen; vgl. Deutsche Bundesbank: Verwendung von Währungsreserven, a. a. O.

⁴⁶³ EZB: Opinion of the European Central Bank of 15 October 2003 ..., a. a. O., S. 3 f.

⁴⁶⁴ In diesem Zusammenhang ist allerdings kritisch anzumerken, dass insbesondere die griechische NZB in den vergangenen Jahren ihre Devisenreserven in einem erheblichen Umfang reduzierte. Sie kann deswegen den oben genannten Anforderungen der EZB nur noch sehr eingeschränkt Rechnung tragen; siehe hierzu auch in diesem Teil, Kapitel 4.2.2.1.

reserven.“⁴⁶⁵ Denn sowohl die EZB als auch die NZBen dürfen ihre Währungsreserven nur für die in der Satzung bestimmten Zwecke verwenden.⁴⁶⁶

- Drittens haben sich die Regierungen der Mitgliedstaaten gemäß Artikel 108 EGV verpflichtet, die **Unabhängigkeit** ihrer NZBen zu gewährleisten. Bei der Wahrnehmung der ihnen durch den EGV und die Satzung übertragenen Aufgaben und Befugnisse sind sie somit durch umfangreiche Bestimmungen bezüglich ihrer Zentralbankautonomie geschützt. Damit steht jede Einflussnahme eines Staates auf die Reservehaltung seiner NZB im Widerspruch zu diesem Grundsatz.⁴⁶⁷

Darüber hinaus begrenzen vor allem weitere Rechtsinstrumente der EZB sowie die freiwillige Limitierung der Verkaufsmengen im Rahmen des WGA den reservepolitischen „Aktionsradius“ der NZBen.⁴⁶⁸ Diese werden im Folgenden weiterführend dargestellt.

4.1 Vertragliche Grundlagen des Eurosystems für die nationalen Reservepolitiken

Diejenigen Währungsreserven, welche zu Beginn der EWU nicht auf die EZB übertragen wurden, werden von den NZBen gemäß EGV (Artikel 105 Absatz 2 dritter Spiegelstrich) und der Satzung (Artikel 23 zweiter und dritter Spiegelstrich) gehalten und verwaltet. Hiervon ausgenommen werden nach EGV (Artikel 105 Absatz 3) die so genannten „Arbeitsguthaben“ von Regierungen der Mitgliedstaaten in Fremdwährungen. Dieser Begriff wurde zu Beginn der EWU zunächst nicht näher bestimmt; er deutete jedoch zunächst darauf hin, dass es sich um vergleichsweise niedrige Beträge handelt.⁴⁶⁹ In einer Leitlinie hat die EZB zu einem späteren Zeitpunkt eine Abgrenzung zu den „offiziellen“ Währungsreserven vorgenommen.⁴⁷⁰

⁴⁶⁵ Österreichische Nationalbank: Geschäftsbericht 2002, a. a. O., S. 70.

⁴⁶⁶ Das Prinzip, die Währungsreserven ohne einschränkende Rechte zu halten und zu verwalten und nur für die in der Satzung festgelegten Zwecke einzusetzen, gilt sowohl für die EZB als auch die NZBen. Mit dieser rechtlichen Vereinheitlichung ist gewährleistet, dass sämtliche Teilnehmer des Eurosystems dieselben Befugnisse und Verpflichtungen haben; vgl. dazu Smits, R.: Kommentar zu Artikel 105 EGV, a. a. O., S. 129 (Rn. 46). Daher waren in den Mitgliedstaaten umfangreiche Anpassungen des nationalen Notenbankrechts erforderlich. Im BBankG musste daher z. B. der § 3 (Aufgaben) erweitert werden.

⁴⁶⁷ Vgl. hierzu Kroppenstedt, C.: Kommentar zu Artikel 31 ..., a. a. O., S. 527 (Rn. 23).

⁴⁶⁸ Zu beachten sind ferner internationale Vereinbarungen der Mitgliedstaaten, z. B. durch die potenziellen Finanzierungserfordernisse bei einer IWF-Quotenerhöhung. Diese werden jedoch im weiteren Verlauf dieser Arbeit nicht betrachtet, da sie derzeit für die Vorhaltung von Währungsreserven im Eurosystem nachrangig sind. Denn zum gegenwärtigen Zeitpunkt plant der IWF keine generelle Quotenerhöhung. Die im September 2006 beschlossene Ad-hoc-Quotenanpassung ausgewählter Länder hat darüber hinaus den IWF-Anteil der Mitgliedstaaten aus der Eurozone reduziert; siehe hierzu Schaaf, J.: Quotengeschacher geht in die nächste Runde, in: Börsen-Zeitung, Nr. 180 vom 19.9.2006, S. 5.

⁴⁶⁹ Vgl. Smits, R.: Kommentar zu Artikel 105 EGV, a. a. O., S. 128 (Rn. 44). Die Höhe dieser Guthaben wird in den ESZB-Statistiken nicht separat ausgewiesen, sondern in der Sammelposition „Verbindlichkeiten in Fremdwährungen gegenüber Ansässigen im Euro-Währungsgebiet“ erfasst. Zum Geschäftsjahresende 2005 belief sich der Gegenwert dieser Guthaben jedoch nur auf 366 Mio. Euro; vgl. EZB: Jahresbericht 2005, a. a. O., S. 215.

⁴⁷⁰ Die Leitlinien der EZB definiert diese wie folgt: „Bestände an Vermögenswerten, die auf beliebige Rechnungseinheiten oder Währungen mit Ausnahme des Euro lauten und entweder unmittelbar von den

Die wesentlichen rechtlichen Bestimmungen für die nationalen Reservepolitiken regelt vor allem der Artikel 31 der Satzung in Verbindung mit Leitlinien, welche die EZB nach dem Beginn der EWU im Rahmen des Sekundärrechts erlassen hat.⁴⁷¹ Diese Leitlinien sollen die Geschäfte der Zentralbanken erleichtern, indem sie einerseits begriffliche Klärungen herbeiführen; andererseits legen sie weitere inhaltliche und technische Details fest. Zudem wird in der Satzung bestimmt, dass die NZBen gemäß Artikel 23 erster Spiegelstrich und Artikel 31 Absatz 1 befugt sind, mit internationalen Organisationen außerhalb der EWU Transaktionen mit ihren Währungsreserven durchzuführen. Bei diesen Geschäften zielt die Satzung in erster Linie auf solche mit der BIZ und dem IWF ab.⁴⁷²

Die Satzung bestimmt im Artikel 31 Absatz 2 ferner, dass die Transaktionen der NZBen – mit Ausnahme der oben genannten Dispositionen mit internationalen Organisationen – oberhalb festgelegter Beträge einer Zustimmung durch die EZB bedürfen.⁴⁷³ Der Regelungsbedarf ist darin begründet, dass die Transaktionen mit den nationalen Währungsreserven nicht die Geld- und Wechselkurspolitik im Euro-Währungsraum beeinträchtigen sollen. Das EWI führte hierzu bereits in seinem Jahresbericht 1995 aus: „Die Ausgestaltung dieser Leitlinien muss die möglichen Wirkungen von Devisengeschäften der nationalen Zentralbanken und der Mitgliedsländer auf die Politik der EZB berücksichtigen. Devisengeschäfte in Euro, die von den nationalen Notenbanken als ‚Hausbank‘ des jeweiligen Staates (d. h. Auslandsschuldendienst, Transaktionen mit dem IWF) oder im Auftrag anderer Kunden (d. h. Devisenkäufe oder -verkäufe gegen Euro, um die aus leistungsbilanzwirksamen Transaktionen resultierenden Zahlungsströme abzudecken) ausgeführt werden, werden wahrscheinlich sowohl die monetären Bedingungen als auch die Wechselkursentwicklungen im Euro-Währungsraum beeinflussen. Transaktionen, die nicht in Euro durchgeführt werden (d. h. Währungstransaktionen, die in Verbindung mit der Verwaltung der Währungsreserven stehen oder Zins-einkommen aus den Reservebeständen der nationalen Notenbanken) können ebenfalls Auswirkungen haben. Sie beeinträchtigen zwar nicht direkt die Geld- und Wechselkurspolitik der

öffentlich-rechtlichen Körperschaften der teilnehmenden Mitgliedstaaten oder deren Vertreter gehalten werden.“ EZB: Leitlinie der Europäischen Zentralbank vom 23. Oktober 2003 ..., a. a. O., S. 81.

⁴⁷¹ Die Satzung verwendet im Gegensatz zu Artikel 14 Absatz 3 im Artikel 31 Absatz 3 den Begriff „Richtlinie“ statt „Leitlinie“. Allerdings ist diese sprachliche Unterscheidung rechtlich ohne Bedeutung; vgl. hierzu Kroppenstedt, C.: Kommentar zu Artikel 31 ..., a. a. O., S. 527 f (Rn. 24-28).

⁴⁷² So erhöhte beispielsweise die Banque de France im Geschäftsjahr 2004 ihre Beteiligung an der BIZ durch eine Übertragung von Goldreserven an die „Zentralbank der Zentralbanken“. Derartige Transaktionen unterliegen keinem Genehmigungsvorbehalt der EZB; vgl. dazu Banque de France: Annual Report 2004, a. a. O., S. 88 f. Die französischen Golddispositionen wurden zudem nicht von den Regulierungen des WGA erfasst und daher auch nicht auf das französische Verkaufskontingent angerechnet.

⁴⁷³ Die wesentlichen Gründe für die Ausnahmeregelung bezüglich der Geschäfte der NZBen mit der BIZ oder dem IWF sind zum einen der vergleichsweise geringe Umfang solcher Transaktionen; zum anderen bestanden diese Verpflichtungen der Teilnehmerländer bereits vor dem Beginn der EWU; siehe hierzu Kroppenstedt, C.: Kommentar zu Artikel 31 ..., a. a. O., S. 523 f (Rn. 3-7).

EZB durch Änderungen der Geldbasis oder von Geldmengenaggregaten im Euro-Währungsraum, jedoch können sie einen Einfluss auf die Devisenmärkte haben. Ebenso können die Devisengeschäfte der Mitgliedsländer (d. h. die Aufnahme von Fremdwährungskrediten oder die Umwandlung von Auslandsguthaben in Euro) unter bestimmten Umständen Auswirkungen auf die monetären Aggregate oder die Wechselkurspolitik im Euro-Währungsraum haben.“⁴⁷⁴

Der EZB-Rat hat aus diesem Grund bezüglich der Devisenbestände **zwei Leitlinien** erlassen, welche zum einen die Geschäfte der NZBen mit ihren Devisenreserven und zum anderen diejenigen mit den oben beschriebenen Arbeitsguthaben der Mitgliedstaaten betreffen. Die Einhaltung dieser Vorgaben wird von der EZB durch ein spezielles Monitoring- und Reporting-System überwacht.⁴⁷⁵ Von diesen Einschränkungen werden – abweichend von den ursprünglichen Intentionen des EWI – jedoch zwei Geschäftsarten ausgenommen: Erstens solche mit internationalen Organisationen wie z. B. mit der BIZ oder mit dem IWF;⁴⁷⁶ zweitens die Anlagegeschäfte der NZBen mit ihren eigenen Reservebeständen, wenn diese in Drittwährungen erfolgen.⁴⁷⁷ Die EZB begründet ihre diesbezüglich abweichenden Vorschriften damit, dass diese Geschäfte „... keine Auswirkungen auf die einheitliche Geldpolitik des Eurosystems haben ...“⁴⁷⁸ Die NZBen haben daher bei ihren Dispositionen Folgendes zu beachten:

- Die erste Leitlinie gilt für die **Transaktionen der Zentralregierungen** und der sonstigen öffentlich-rechtlichen Körperschaften sowie für jene, welche die NZBen für Rechnung der jeweiligen Mitgliedstaaten ausführen und die nicht in deren Bilanzen ausgewiesen werden.⁴⁷⁹ Für die Dispositionen mit den „Arbeitsguthaben“ der Mitgliedstaaten in Fremdwährungen müssen die NZBen ab einer betragsmäßigen Obergrenze die Zustimmung der EZB einholen.⁴⁸⁰ Die Leitlinie hat zwei unterschiedlich hohe Schwellenwerte festgelegt: Bei den Devisengeschäften von Zentralregierungen beträgt der Brutto-Gegenwert handelstäglich 500 Mio. Euro; bei solchen von öffentlich-rechtlichen Körperschaften wurde diese Betragsgrenze mit handelstäglich 100 Mio. Euro deutlich niedriger

⁴⁷⁴ EWI: Jahresbericht 1995, a. a. O., S. 61.

⁴⁷⁵ Vgl. EZB: Geschäftsbericht 1998, a. a. O., S. 78; siehe auch Rösl, G.: Seigniorage ..., a. a. O., S. 162. Dieses System schließt zudem auch die Dispositionen der NZBen mit ihren Euro-Aktiva bzw. -Passiva ein, da die EZB ebenfalls für diese Geschäftsarten Regeln aufgestellt hat, die bislang jedoch ebenfalls nicht veröffentlicht wurden; siehe hierzu ebenda, S. 175.

⁴⁷⁶ Die Satzung nimmt diesbezügliche Transaktionen aber nur dann aus, wenn sie zur Erfüllung internationaler Verpflichtungen dienen. Die gewählte Formulierung ist allerdings recht unpräzise; siehe hierzu Smits, R.: Kommentar zu Artikel 105 EGV, a. a. O., S. 128 (Rn. 45).

⁴⁷⁷ Vgl. dazu Scheller, H. K.: The European ..., a. a. O., S. 97; siehe auch EZB: Währungsreserven ..., a. a. O., S. 60.

⁴⁷⁸ Ebenda, S. 60; siehe auch Deutsche Bundesbank: Währungsreserven ..., a. a. O., S. 27.

⁴⁷⁹ Vgl. Kroppenstedt, C.: Kommentar zu Artikel 31 ..., a. a. O., S. 524 (Rn. 10). In Deutschland haben somit der Bund, die Länder und die Gemeinden die Bestimmungen dieser Leitlinie zu beachten.

⁴⁸⁰ Vgl. EZB: Leitlinie der Europäischen Zentralbank vom 23. Oktober 2003 ..., a. a. O. S. 81 ff.

angesetzt.⁴⁸¹ Werden die Schwellenwerte überschritten, so hat die EZB zu entscheiden, ob die Geschäfte bezüglich der Art der Transaktion, deren Höhe sowie unter Beachtung weiterer Modalitäten durchgeführt werden können. Hierbei hat die EZB verschiedene Handlungsoptionen: So kann sie die NZB z. B. anweisen, die Geschäfte außerhalb des Devisenmarktes durchzuführen oder aber in Teilbeträge aufzuteilen. Ebenso kann die EZB bei „außergewöhnlichen Umständen“, welche durch die Leitlinie nicht näher spezifiziert werden, ihren Vorbehalt gegen eine Durchführung der Transaktion vorbringen. Dieser hat aber nur eine zeitlich befristete, aufschiebende Wirkung.⁴⁸² Sämtliche Dispositionen unterhalb dieser Betragsgrenzen, solche in Form von Devisen-Swap-Geschäften, Transaktionen, die ausschließlich auf Fremdwährungen lauten sowie jene, welche unmittelbar zwischen den NZBen durchgeführt werden, sind grundsätzlich nicht zustimmungspflichtig.⁴⁸³

- Für die **Eigendispositionen der NZBen** mit ihren offiziellen Währungsreserven hat die EZB eine zweite Leitlinie erlassen, die allerdings nicht veröffentlicht wurde.⁴⁸⁴ Da diese Transaktionen in ihren makroökonomischen Auswirkungen und im Hinblick auf die Zielsetzungen der EZB in einem vergleichbaren Kontext stehen wie jene mit den Arbeitsguthaben, ist aber davon auszugehen, dass diese Leitlinie ähnliche Sachverhalte vergleichbar regelt.⁴⁸⁵ So dürften bestimmte Geschäfte ebenfalls ab bestimmten Schwellenbeträgen einem Genehmigungsvorbehalt der EZB unterliegen, während andere Transaktionen hiervon ausgenommen sein dürften.⁴⁸⁶ Ebenso ist denkbar, dass ein möglicher Vorbehalt gegen eine geplante Reservetransaktion nur eine zeitlich aufschiebende Wirkung entfaltet. Denn bei den offiziellen Währungsreserven hat die EZB in besonderem Maße darauf zu achten, dass die den NZBen verbliebenen Währungsreserven jederzeit verfügbar sind und

⁴⁸¹ Aus welchem Grund die Beträge unterschiedlich festgelegt wurden, geht aus dem Text der Leitlinie aber nicht hervor.

⁴⁸² Die EZB behält sich bei „außergewöhnlichen Umständen“ vor, die Genehmigung der Transaktion unter Auflagen zu erteilen; vgl. hierzu Kroppenstedt, C.: Kommentar zu Artikel 31 ..., a. a. O., S. 525 (Rn. 13).

⁴⁸³ So gemäß Artikel 3 der Leitlinie; vgl. EZB: Leitlinie der Europäischen Zentralbank vom 23. Oktober 2003 ..., a. a. O., S. 82.

⁴⁸⁴ Die EZB ist grundsätzlich nicht verpflichtet, ihre Leitlinien zu publizieren oder auf Anfrage zur Verfügung zu stellen. In einem Schreiben vom 6.12.2005 an den Verfasser begründet sie diese Vorgehensweise damit, dass diese Leitlinie Informationen enthält, welche bei einer Veröffentlichung „... undermine the public interest ... and might be diametral to the effective performance of the tasks of the European System of Central Banks (ESCB) and the ECB ...“ Es wäre an anderer Stelle kritisch zu prüfen, ob eine Verbesserung der Transparenz tatsächlich die Aufgabenerfüllung bzw. die Leistungsfähigkeit des ESZB bzw. der EZB beeinträchtigen würde.

⁴⁸⁵ Vgl. Kroppenstedt, C.: Kommentar zu Artikel 31 ..., a. a. O., S. 526 (Rn. 21).

⁴⁸⁶ So vermerkt die Deutsche Bundesbank: Währungsreserven ..., a. a. O., S. 27 (Fn. 21), bezüglich der zwei Leitlinien, dass die vom EZB-Rat festgelegten Beträge, die einer Zustimmung bedürfen, **auch** für die von den Mitgliedstaaten ausgeführten Transaktionen mit ihren Arbeitsguthaben in Fremdwährungen gelten. Aus dieser Formulierung kann abgeleitet werden, dass die EZB für die oben beschriebenen Transaktionen, welche nicht die Arbeitsguthaben betreffen, ebenfalls Betragsobergrenzen vorgegeben hat.

unter deren effektiver Kontrolle stehen. Weitergehende einschränkende Befugnisse oder Rechte der EZB wären daher nicht „systemkonform“ und könnten im Widerspruch zu den ESZB- bzw. IWF-Anforderungen an ein Reservemedium stehen.⁴⁸⁷ Aufgrund der Nicht-Veröffentlichung der Leitlinie kann jedoch nicht abschließend beurteilt werden, ob sämtliche Fremdwährungsdispositionen, welche von einem Zustimmungsvorbehalt der EZB ausgenommen werden, auch dann keiner Genehmigung bedürfen, wenn sie im Falle größerer Umschichtungen zwischen Drittwährungen durchaus auch mittelbar die Währungspolitik des Eurosystems beeinflussen könnten. Denn reservepolitische Dispositionen von Zentralbanken können aufgrund ihrer Größe und Signalwirkung möglicherweise direkte Preiseffekte an den Finanzmärkten bewirken. So könnten sich z. B. durch Wechselkursbewegungen letztendlich auch unerwünschte Auswirkungen auf die Geld- und Währungspolitik des Eurosystems einstellen. Diese Effekte einschließlich weiterer Zweitrundeneffekte, z. B. an den Zinsmärkten der betroffenen Währungen, stünden möglicherweise nicht mit den Zielen des Eurosystems in Einklang.⁴⁸⁸ Ebenfalls könnten sich potenzielle Zielkonflikte ergeben, wenn die NZBen mit ihren Reservegeschäften vor allem eine zugunsten des Staates ergebnisorientierte Gewinnausschüttungspolitik verfolgen würden. Vorstellbar sind beispielsweise „riskante“ Anlagestrategien der NZBen in Zeiten niedriger Kapitalmarktrenditen oder aber bei einem stärkeren politischen Druck der Verkauf von Währungsreserven, um ebenfalls die Ertragsausschüttungen an die Anteilseigner zu erhöhen. Es ist daher denkbar, dass die EZB in dieser Leitlinie weitere Grundtatbestände einer Einschränkung oder Kontrolle unterworfen hat, um vertraglich nicht geregelte Grauzonen zu vermeiden.

- Eine weitere Leitlinie der EZB, welche bisher ebenfalls nicht publiziert wurde, regelt darüber hinaus die **Euro-Anlagedispositionen** der NZBen.⁴⁸⁹ Diese Aktiva wurden zum einen durch den Umtausch aus den EWS-Vorgängerwährungen aufgebaut bzw. nach dem Start der EWU von den NZBen aus einem Abbau ihrer Währungsreserven alimentiert. Die Bestimmungen der Leitlinie sind für die nationalen Reservedispositionen insofern von Bedeutung, da sie insbesondere festlegen, welche Gegenanlagen bei einer Umschichtung von Währungsreserven in Euro-Anlagen getätigt werden dürfen.⁴⁹⁰ So können die NZBen

⁴⁸⁷ Die EZB führt aus: „... in fact the guideline is not directly aimed at limiting or controlling the management of the ncb's reserves.“ EZB: Statistical Treatment ..., a. a. O., S. 6.

⁴⁸⁸ Siehe ausführlich hierzu die Ausführungen im Kapitel 2.1 des folgenden Teils dieser Arbeit.

⁴⁸⁹ Dies geht aus einem Geschäftsbericht der niederländischen NZB hervor: „The management of these portfolios [das Euro-Portfolio aus früheren D-Mark-Beständen sowie das Eigenkapital- und Reserve-Portfolio] is subject to ECB guidelines, intended to prevent them from giving off liquidity and signalling effects with regard to the ECB's monetary policy.“ De Nederlandsche Bank: Annual Report 2002, a. a. O., S. 147.

⁴⁹⁰ Diese Leitlinie gründet auf der Verordnung (EG) Nr. 3603 / 93 ..., a. a. O., S. 1 ff.

zwar aufgrund des dargelegten Verbots der monetären Finanzierung keine Euro-Anleihen öffentlicher Emittenten aus dem eigenen Mitgliedstaat direkt erwerben. Werden diese Anlageinstrumente jedoch nach der Emission auf dem Sekundärmarkt gehandelt, dann gilt dieses Verbot nicht;⁴⁹¹ allerdings sind auch in diesem Fall Überwachungsschwellenwerte zu beachten.⁴⁹² Ebenso ist der Kauf von Euro-Anleihen öffentlicher Emittenten aus den EU-Beitrittsländern möglich, solange diese die Gemeinschaftswährung nicht eingeführt haben. Zudem können die NZBen in Euro denominierte Wertpapiere supranationaler und nicht-öffentlicher Emittenten, die auf dem Sekundärmarkt gehandelt werden, investieren.

Es steht den NZBen somit ein breites Spektrum von Anlageinstrumenten zur Verfügung.

Darüber hinaus haben sich die EZB und die NZBen freiwillig verpflichtet, Transaktionen mit ihren Goldreserven nur im Rahmen des WGA durchzuführen.⁴⁹³ Ob die aus diesen Geschäften möglicherweise resultierenden Devisentransaktionen ab einer Mindestgröße ebenfalls durch die EZB reguliert werden, kann aus den vorhandenen Quellen nicht abgeleitet werden. Eine solche Vorgehensweise würde aber durchaus den Intentionen und dem „Geist“ der Satzung und der oben genannten Leitlinien entsprechen.

Folglich haben die NZBen bei ihren Transaktionen mit den nationalen Währungsreserven einige Auflagen zu beachten. Des Weiteren sind sie als IWF-Mitglieder verpflichtet, bei ihren Reservegeschäften den Grundsatz „geordneter Marktverhältnisse“ zu beachten. Diese Vorgabe kann insbesondere bei umfangreichen Währungsumschichtungen reservepolitisch bedeutsam sein. Ausschließlich die Verkaufskontingente des WGA stellen aber eine „harte“ Grenze für ihre Anlageentscheidungen dar. Die oben genannten Einschränkungen haben somit kaum einen Einfluss auf die Reservedispositionen der NZBen im Hinblick auf einen Abbau ihrer Devisenreserven sowie auf Umschichtungen, die beispielsweise die Währungsstrukturen betreffen.

Schließlich hat die EZB mit der EU-Kommission eine Vereinbarung getroffen, welche sicherstellt, dass sie über die Devisengeschäfte des Gemeinschaftsorgans unterrichtet wird.⁴⁹⁴ Die Kommission tätigt solche Transaktionen beispielsweise im Rahmen des EU-Haushalts. Damit wurden jedoch die gemeinschaftsinternen Fremdwährungstransaktionen der Gemeinschaftsorgane ausdrücklich von den Einschränkungen des Artikels 31 der Satzung ausgenommen. Es ist aber davon auszugehen, dass der EZB – vergleichbar den Rahmenbedingungen für die

⁴⁹¹ Siehe dazu Banco de España: Annual Report 2004 - Annual Accounts of the Banco de España, Madrid 2005, S. 15.

⁴⁹² So die Deutsche Bundesbank in einem Schreiben vom 1.11.2006 an den Verfasser.

⁴⁹³ Zu den Bestimmungen des WGA siehe in diesem Teil, Kapitel 4.2.1.1.

⁴⁹⁴ Vgl. EWI: Jahresbericht 1997, a. a. O., S. 52.

Arbeitsguthaben – auch für solche Transaktionen Kontrollmöglichkeiten eingeräumt wurden.⁴⁹⁵

4.2 Entwicklung der Währungsreserven und Reservestrategien

Der größte Teil der Währungsreserven des Eurosystems liegt nach alledem in der Dispositionsgewalt und dem Verantwortungsbereich der NZBen. Zum Jahresende 2005 beliefen sich deren Reservebestände unter Einschluss der IWF-Aktiva auf insgesamt 328,9 Mrd. US-Dollar. Sie sind somit seit dem Beginn der EWU kaum gesunken, wie aus der *Tabelle 4* hervorgeht.⁴⁹⁶

Tabelle 4: Vergleich der Reservebestände und -komponenten der nationalen Zentralbanken im Januar 1999 und im Dezember 2005 (ohne IWF-Aktiva)

Zentralbanken	Währungsreserven (Mrd. US-Dollar)			Devisenreserven (Mrd. US-Dollar)			Goldreserven (Mrd. US-Dollar)		
	31.01.1999	31.12.2005	Veränderung in %	31.01.1999	31.12.2005	Veränderung in %	31.01.1999	31.12.2005	Veränderung in %
Banca d'Italia	46,0	66,0	43,5	19,2	23,5	22,4	22,5	40,4	79,6
Banco de España	55,4	17,2	-69,0	47,7	8,6	-82,0	4,8	7,6	58,3
Banco de Portugal	13,2	10,4	-21,2	6,9	3,2	-53,6	5,6	6,9	23,2
Bank of Finland	8,7	11,4	31,0	6,2	10,1	62,9	0,4	0,8	100,0
Bank of Greece (ab 31.1.2001)	7,8	2,3	-70,5	6,4	0,3	-95,3	1,0	1,8	80,0
Banque Centrale du Luxembourg	0,0	0,3	–	0,0	0,2	–	0,0	0,1	–
Banque de France	60,5	74,4	23,0	27,8	24,0	-13,7	27,8	46,6	67,6
Banque National de Belgique	14,3	12,0	-16,1	9,4	6,9	-26,6	2,5	3,8	52,0
Central Bank of Ireland	6,5	0,9	-86,2	5,7	0,5	-91,2	0,1	0,1	0,0
De Nederlandsche Bank	20,6	20,5	-0,5	7,9	7,2	-8,9	9,3	11,5	23,7
<i>Deutsche Bundesbank</i>	<i>92,8</i>	<i>101,7</i>	<i>9,6</i>	<i>51,9</i>	<i>39,8</i>	<i>-23,3</i>	<i>31,8</i>	<i>56,5</i>	<i>77,7</i>
Österreichische Nationalbank	19,7	11,9	-39,6	14,5	6,3	-56,6	3,7	5,0	35,1
Insgesamt	337,7	328,9	-2,6	197,0	130,5	-33,8	108,4	181,0	67,0

Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis der Daten der ESZB-Reservestatistik. Die Umrechnung der Euro-Beträge in US-Dollar erfolgte zum jeweiligen EZB-Referenzkurs am Monatsende. Differenzen in den Summen durch Rundung der Zahlen.

Die Entwicklung der Reservevolumina sowie die Bedeutung der einzelnen Reservekomponenten haben sich jedoch im Betrachtungszeitraum länderspezifisch sehr unterschiedlich entwickelt. Dabei ist zu beachten, dass die NZBen seit dem Beginn der dritten Stufe der EWU keine eigenen Devisenreserven mehr für eine Stabilisierung des Euro-Wechselkurses benötigen. Folglich hat sich eine bemerkenswerte Gewichtsverlagerung der Reserveaktiva ergeben: Von den gesamten Währungsreserven entfielen zum Jahresende 2005 nur noch 130,5 Mrd.

⁴⁹⁵ Vgl. dazu Kroppenstedt, C.: Kommentar zu Artikel 31 ..., a. a. O., S. 525 f (Rn. 17).

⁴⁹⁶ Vielmehr ist das Gegenteil der Fall. Denn seit dem Jahr 2006 haben sich die Reservebestände wieder erhöht; siehe hierzu im folgenden Teil, Kapitel 1.3.

US-Dollar oder 39,7 Prozent auf die Bestände in Drittwährungen, während diese zu Beginn des Eurosystems noch einen Anteil von 58,3 Prozent hatten. Demgegenüber haben die Goldreserven mit einem Wert von 181,0 Mrd. US-Dollar oder einer Gewichtung von 55,0 Prozent (per 31.12.2005) die Devisenreserven als wichtigstes Reservemedium verdrängt.⁴⁹⁷ Diese Verschiebung ist vor allem deswegen so bemerkenswert, weil sie im Gegensatz zur Entwicklung in den Industrieländern steht. Die Zentralbanken aus dieser Ländergruppe halten seit vielen Jahren einen tendenziell rückläufigen Anteil ihrer Währungsreserven in Goldreserven.

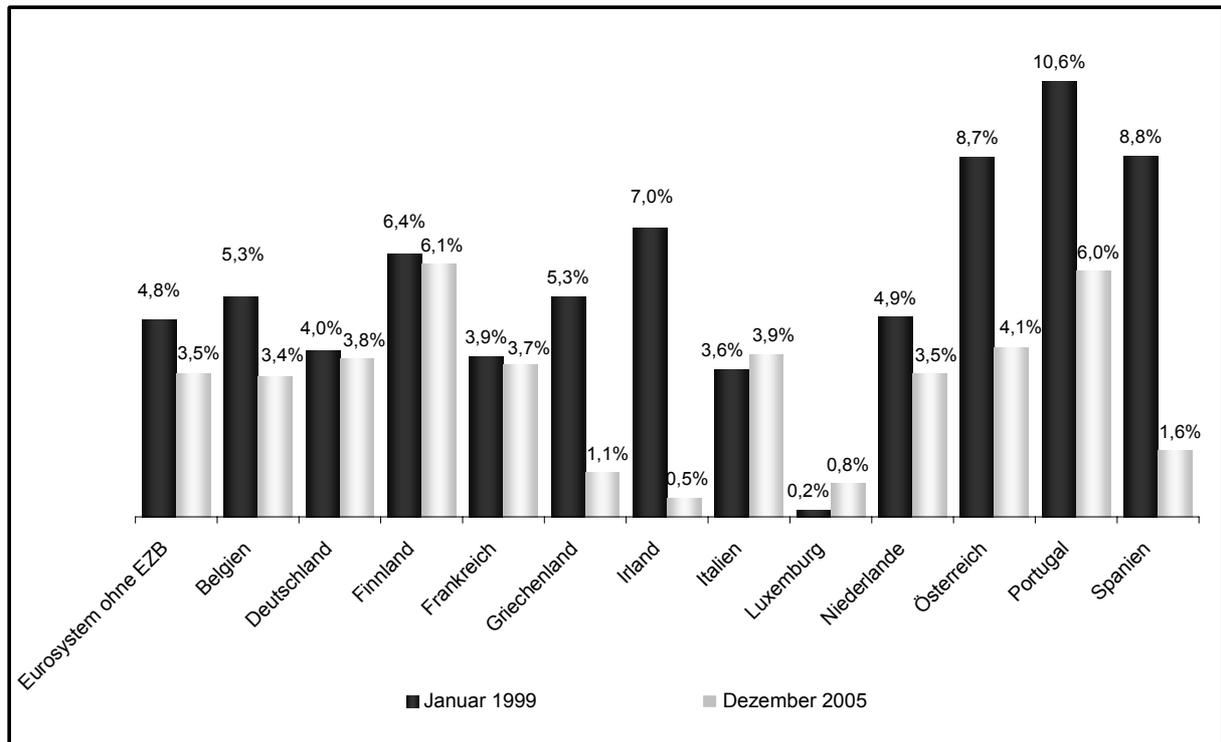
Während sich die Gesamthöhe der Währungsreserven des Eurosystems von Januar 1999 bis Dezember 2005 nur geringfügig veränderte, haben die NZBen jedoch nach dem Beginn der dritten Stufe der EWU keine einheitliche Reservepolitik betrieben. Einen kräftigen prozentualen Anstieg verzeichneten die italienischen, finnischen und französischen Bestände, während sich jene der Banco de España, der Banco de Portugal, der Bank of Greece, der Central Bank of Ireland und der Österreichischen Nationalbank erheblich verringerten. Das Reservevolumen der Deutschen Bundesbank und der De Nederlandschen Bank hingegen haben sich seit dem Beginn der EWU nur geringfügig verändert.

Auch unter Verwendung des BIP als SkalenvARIABLE wird sichtbar, dass innerhalb des gemeinsamen Währungsraums signifikante Unterschiede hinsichtlich der Reservehaltung bestehen. Das *Schaubild 9* auf der nächsten Seite zeigt die Höhe und Veränderung der BIP-Reservequoten der NZBen zu Beginn der EWU und zum Jahresende 2005. Insgesamt kann festgestellt werden, dass sich die Höhe der gesamten Währungsreserven der NZBen in Relation zum (kumulierten) BIP der Mitgliedstaaten von 4,8 auf 3,5 Prozent um rund ein Drittel verringert hat.⁴⁹⁸ Vor allem die relativen Reservehöhen jener NZBen, die zu Beginn der EWU sehr hohe Prozentwerte aufwiesen – zu nennen sind insbesondere diejenigen aus Griechenland, Irland, Österreich, Portugal und Spanien –, haben ihre Reservequoten in den vergangenen Jahren dem EWU-Durchschnittswert entweder angenähert oder diesen sogar deutlich unterschritten (Griechenland, Irland und Spanien). Hingegen haben die NZBen der größeren Mitgliedstaaten ihre Reservequoten nur geringfügig reduziert. Die italienische und die luxemburgische NZB nehmen diesbezüglich eine Ausnahmestellung ein. Denn deren Reservequoten haben sich seit der Euro-Einführung leicht erhöht.

⁴⁹⁷ Die IWF-Aktiva sanken im Berichtszeitraum von 32,6 Mrd. auf 17,5 Mrd. US-Dollar; folglich reduzierte sich deren Anteil an den Währungsreserven von 9,6 auf 5,3 Prozent.

⁴⁹⁸ Im Folgejahr sank die BIP-Reservequote trotz eines Anstiegs der Reservebestände auf 3,3 Prozent; siehe hierzu im folgenden Teil, Kapitel 1.3.

Schaubild 9: Vergleich der Höhe der Währungsreserven der nationalen Zentralbanken in Prozent des Bruttoinlandsprodukts im Januar 1999 und im Dezember 2005



Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis der Daten der ESZB-Reservestatistik und von Eurostat.

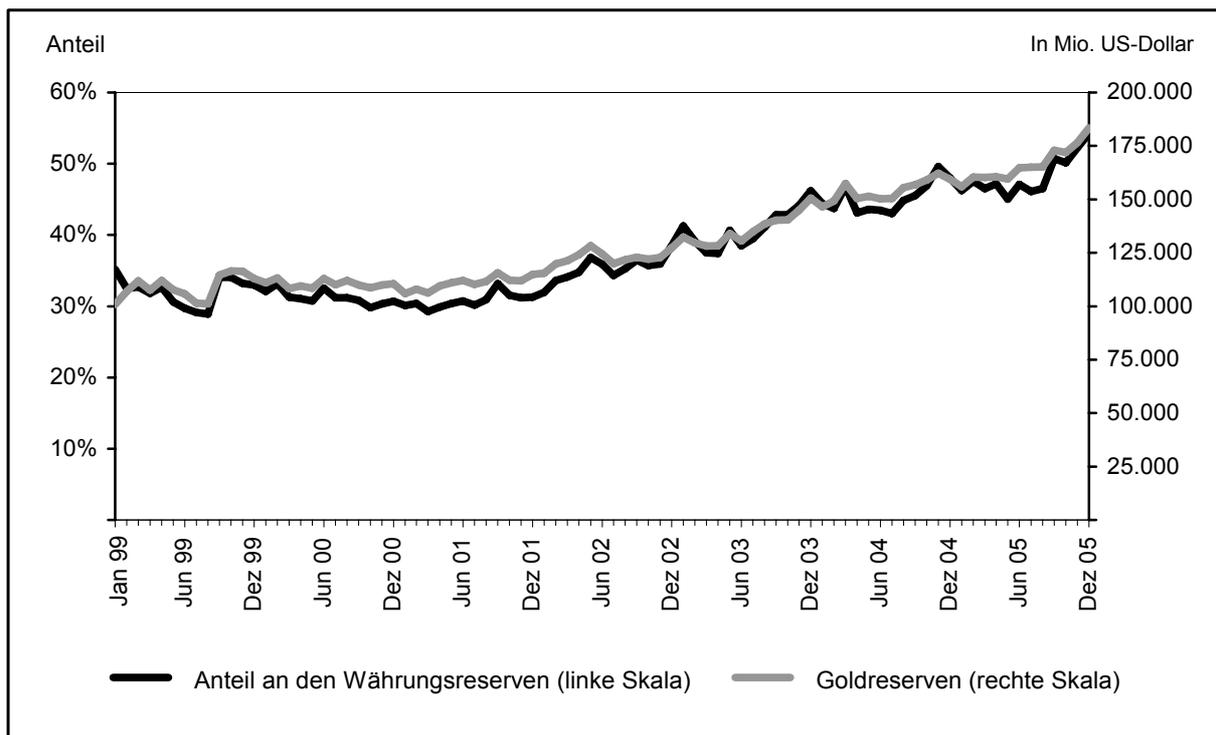
Der deutliche Rückgang der durchschnittlichen Reservequote in der EWU entspricht somit den im Teil I, Kapitel 3.2, dargelegten theoretischen Überlegungen zum Einfluss einer Währungsunion auf die Reservehaltung. Darüber hinaus haben sich seit dem Beginn des Eurosystems die Streubreiten um den EWU-Durchschnitt signifikant verringert: So sank die Standardabweichung der BIP-Reservequoten sämtlicher NZBen von durchschnittlich 2,8 Prozent im Januar 1999 auf 1,8 Prozent per Dezember 2005. Somit kann eine Annäherung der länderspezifischen Reservequoten festgestellt werden.

Da jedoch die Entwicklung der Gold- und Devisenreserven seit dem Beginn der EWU länderspezifisch sehr unterschiedlich verlief, werden in den beiden folgenden Kapiteln 4.2.1 und 4.2.2 die nationalen Reservepolitiken hinsichtlich der zwei Reserveelemente ausführlich betrachtet. Hierbei steht vor allem die Beantwortung der Frage im Vordergrund, welche strategischen Überlegungen die NZBen bei ihren Reservepolitiken – soweit diese aus den Informationen der Währungsbehörden hervorgehen – verfolgten. Zudem wird unter Verwendung von Korrelationsanalysen der Reservebestände untersucht, ob und wenn ja, in welchem Umfang im Eurosystem ein koordiniertes Vorgehen der NZBen nachgewiesen werden kann.

4.2.1 Entwicklung der Goldreserven

Die Höhe der von den NZBen gehaltenen Goldreserven ist seit dem Beginn der EWU nahezu kontinuierlich gestiegenen, wie das *Schaubild 10* zeigt. Infolge des Rückgangs der Devisenbestände und der signifikanten Preissteigerungen des Edelmetalls erhöhte sich der Anteil an den Währungsreserven von 32,1 Prozent im Januar 1999 auf 55,0 Prozent im Dezember 2005.

Schaubild 10: Entwicklung der Goldreserven der nationalen Zentralbanken und deren Anteil an den Währungsreserven von Januar 1999 bis Dezember 2005



Quelle: Eigene Erstellung auf Basis der Daten der ESZB-Reservestatistik. Die Umrechnung der Euro-Beträge in US-Dollar erfolgte zum jeweiligen EZB-Referenzkurs am Monatsende.

Die Goldpolitik der NZBen wurde seit dem Beginn der EWU nicht nur durch den rechtlichen Rahmen des EGV und durch die Satzung sowie durch länderspezifische Einflussgrößen bestimmt. Vor allem die seit dem Jahr 1999 gültige, freiwillige Selbstbeschränkung zum Abbau von Edelmetallreserven hat die Dispositionen der NZBen maßgeblich beeinflusst: Daher werden zunächst die Grundlagen und die Bedeutung des WGA dargestellt. Sodann werden die länderspezifischen Reservestrategien betrachtet.

4.2.1.1 Ursprünge und Bedeutung des Washingtoner Goldabkommens

Die Entwicklung des Goldpreises war seit der Freigabe der offiziellen Notierung im Jahr 1971 zumeist von einer hohen Kursvolatilität geprägt. In den neunziger Jahren stand der Goldpreis zeitweise verstärkt unter dem Einfluss der Edelmetallverkäufe von Zentralbanken. Während die Kursentwicklung in der ersten Hälfte der neunziger Jahre im historischen Vergleich stabil war, geriet der Goldpreis seit dem Jahr 1996 phasenweise kräftig unter Druck. Im Juli 1999 fiel er auf ein Zwanzigjahrestief von 252 US-Dollar je Feinunze. Der Abwärtstrend resultierte möglicherweise auch aus den hohen und unkoordinierten Abgaben einiger Länder bzw. deren Notenbanken.⁴⁹⁹ Denn der jährliche Anteil der von Währungsbehörden verkauften Bestände an dem globalen Angebot des Edelmetalls erhöhte sich von knapp 5 Prozent zu Beginn der neunziger Jahre auf fast 10 Prozent im Jahr 1998.⁵⁰⁰ Darüber hinaus verstärkten Spekulationen über die Auswirkungen der EWU auf die Goldhaltung der NZBen des künftigen Währungsraums den Verkaufsdruck. Denn es wurde befürchtet, dass „... once the European Monetary Union came into force, the participating central banks or governments would lose their inhibition about selling parts of their 12,000 tons of total reserves.“⁵⁰¹ Es wurde daher erwartet, dass bis zum Beginn der dritten Stufe der EWU die Verkaufsaktivitäten der teilnehmenden Zentralbanken zunehmen würden. Darüber hinaus versuchten einige potenzielle Mitgliedstaaten mittels Goldabgaben ihre Haushaltsdefizite zur Erfüllung der Maastricht-Kriterien zu „schönen“. ⁵⁰² Die seit dem Jahr 1997 intensiv geführte Diskussionen über substanzielle Goldverkäufe der Schweizerischen Nationalbank sowie die Ankündigung des britischen Finanzministeriums im Mai 1999, mehr als die Hälfte der Reserven abzubauen, erhöhten die Unsicherheit beträchtlich. Im Sommer 1999 führten spekulative Verkäufe von Fonds und von Minengesellschaften innerhalb weniger Tage zu einem Rückgang der Goldnotierung um 10 Prozent.

Aufgrund der extremen Marktverunsicherung wurde das WGA anlässlich eines IWF-Treffens in Washington am 26.9.1999 ratifiziert. Das Abkommen wurde von insgesamt 15 europä-

⁴⁹⁹ Diese Hypothese ist in der Literatur allerdings umstritten; siehe zu den wesentlichen Determinanten, welche den Goldpreis beeinflussen (z. B. die Struktur sowie die Angebots- und Nachfragebedingungen des Goldmarktes), Teil III, Kapitel 2.1.1, dieser Arbeit.

⁵⁰⁰ Allerdings erreichte der Anteil der Notenbanken am jährlichen Goldangebot bereits in den achtziger Jahren Werte von bis zu 15 Prozent; vgl. hierzu Rigaudy, J.-F.: *The Role of Gold - A Central Banker's Perspective*, in: LBMA (Hrsg.): *The LBMA Precious Metal Conference*, Shanghai 2004, S. 24.

⁵⁰¹ Ebenda, S. 24.

⁵⁰² Vor allem die NZBen aus Belgien, den Niederlanden und aus Österreich bauten aus diesen Überlegungen ihre Goldbestände vor dem Eintritt in die EWU stärker ab; vgl. Hirschmüller, G.: „... und keiner lobt die Bundesbank“, in: *Börsen-Zeitung*, Nr. 92 vom 13.5.2006, S. 6. Die Diskussionen über eine Höherbewertung der Goldreserven der Deutschen Bundesbank im Jahr 1997 waren ebenfalls maßgeblich von den Vorgaben des Maastricht-Vertrages beeinflusst; siehe hierzu Dickertmann, D.: *Neubewertung ...*, a. a. O., S. 390 ff.

ischen Zentralbanken einschließlich der EZB unterzeichnet und zunächst auf fünf Jahre befristet.⁵⁰³ Die Teilnehmer legten Folgendes fest:⁵⁰⁴

- Innerhalb des genannten Zeitraums konnten von den Mitgliedern insgesamt maximal 2.000 Tonnen Gold veräußert werden. Die jährlichen Abgabemengen wurden auf 400 Tonnen limitiert.
- Die beteiligten Zentralbanken betonten trotz ihrer Verkaufsabsichten die zentrale Rolle des Edelmetalls als wichtiges Reserveelement.⁵⁰⁵
- Die Notenbanken verpflichteten sich darüber hinaus, in diesem Zeitraum ihre Leihe- und Termingeschäfte (einschließlich derivativer Instrumente) nicht auszuweiten.
- Das Abkommen sollte nach fünf Jahren überprüft und möglicherweise verlängert werden.

Die Vereinigten Staaten und Japan traten zwar dem Abkommen nicht bei. Denn beide Länder verfolgen seit vielen Jahren eine passive Goldpolitik. Die zwei Nationen bekräftigten jedoch ihre Absicht, auch künftig keine Verkäufe durchzuführen.⁵⁰⁶ Das geschlossene Auftreten der Zentralbanken leitete innerhalb weniger Tage eine Stabilisierung und in der Folge eine Trendwende des Edelmetallpreises ein, obwohl das britische Finanzministerium noch im selben Jahr mit seinen umfangreichen Verkäufen begann. Der Goldpreis stieg zunächst im September 1999 auf bis zu 330 US-Dollar je Feinunze und lag trotz erneuter Abgaben von Währungsbehörden außerhalb des Teilnehmerkreises zum Jahresende 1999 deutlich über seinem Jahrestiefstand. In den Folgejahren stieg die Goldnotierung nahezu kontinuierlich an und verzeichnet seit dem Tief im Jahr 1999 einen Anstieg in US-Dollar um rund 120 Prozent und in Euro gerechnet um rund 90 Prozent (Stand: 31.12.2005).⁵⁰⁷

Die Trendwende kam für viele Marktbeobachter überraschend, da die angekündigte Obergrenze für die Goldverkäufe deutlich über der Verkaufsmenge von Zentralbanken in der vor-

⁵⁰³ Sämtliche Zentralbanken des Eurosystems sowie jene aus der Schweiz, Schweden und dem Vereinigten Königreich traten dem Abkommen bei.

⁵⁰⁴ Vgl. EZB: Joint Statement on Gold, Press Release, Frankfurt a. M., 26.9.1999, <http://www.ecb.int/press/pr990926.htm> (Stand: 18.5.2005).

⁵⁰⁵ Diese Formulierung wurde auch im Text des prolongierten Abkommens verwendet; siehe dazu Dies.: Joint Statement on Gold, Press Release, Frankfurt a. M., 8.3.2004, <http://www.ecb.int/press/04/pr040308.htm> (Stand: 20.6.2005). Anzumerken ist, dass dieser Passus wohl materiell wenig bedeutsam ist. Denn die Verkaufsabsichten sind nur bedingt mit einer weiterhin zentralen Bedeutung der Goldbestände als Reserveelement in Einklang zu bringen; vgl. dazu auch LBMA: A Summary of Gold Market Opinions on the Central Bank Gold Agreement, <http://www.lbma.org.uk/publications/CBGAViews.pdf> (Stand: 5.9.2005, S. 4).

⁵⁰⁶ Im Teil I, Kapitel 4.4.2.1, dieser Arbeit wurde bereits dargestellt, dass die USA weltweit mit rund 8.130 Tonnen der größte Goldhalter sind. Demgegenüber nehmen sich die Goldreserven Japans mit 765 Tonnen vergleichsweise bescheiden aus.

⁵⁰⁷ Auch in den Folgejahren setzte der Goldpreis seinen Höhenflug fort und erreichte im Januar 2008 sogar ein neues Allzeithoch; siehe hierzu o. V.: Gold kostet soviel wie noch nie, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 7 vom 9.1.2008, S. 9.

hergehenden Fünfjahresperiode lag.⁵⁰⁸ Denn insbesondere einige kleinere NZBen hatten in diesem Zeitraum verstärkt ihre Goldbestände reduziert. Die höchsten Mengen veräußerten in dieser Periode die belgische (ca. 740 Tonnen), gefolgt von der niederländischen (ca. 370 Tonnen) und der österreichischen NZB (ca. 310 Tonnen). Demgegenüber blieben die Bestände der NZBen aus Deutschland, Frankreich und Italien, welche den Hauptanteil der Edelmetallreserven in Europa auf sich vereinen, bis zum Jahr 1998 mengenmäßig konstant. Der letztendlich große Erfolg des WGA ist im Wesentlichen auf vier Faktoren zurückzuführen:

- Erstens stimmten die Halter von rund 50 Prozent der weltweit offiziellen Goldreserven einer befristeten Verkaufslimitierung zu.
- Zweitens lag die jährliche Begrenzung mit maximal 400 Tonnen deutlich unter der Menge, welche weltweit von Zentralbanken im Jahr 1998 (rund 700 Tonnen) abgegeben worden sind.⁵⁰⁹
- Drittens mussten spekulative Positionen von Fonds und Goldproduzenten, die auf einen weiteren Kursrückgang setzten, nach dem Abschluss des Abkommens wegen des starken Preisanstiegs eingedeckt werden.⁵¹⁰
- Viertens wurde den damaligen Spekulationen über eine Ausweitung der Goldleihe- und Swap-Aktivitäten der Zentralbanken Einhalt geboten. Denn die sehr unterschiedlichen, nicht-offiziellen Daten zur Höhe der von Währungsbehörden insgesamt ausgeliehenen Goldbestände sorgten in den neunziger Jahren immer wieder für Irritationen, welche die Kursentwicklung des Edelmetalls belasteten.⁵¹¹ Allerdings blieb der Text des Abkommens in diesem Punkt vage. Denn es wurde den beteiligten Notenbanken zugestanden, dass sie

⁵⁰⁸ In diesem Zeitraum beliefen sich nach Berechnungen des Verfassers die Goldabgaben der teilnehmenden Währungsbehörden auf rund 1.450 Tonnen (Datenbasis: WGC). Hierbei ist zu berücksichtigen, dass den NZBen, welche am EWS teilnahmen, im Jahr 1998 ihre an den EFWZ bzw. an das EWI übertragenen Goldreserven wieder rückübertragen wurden; zur Höhe dieser Goldbestände siehe WGC: EU Changes in Gold Reserves, 1st January 1999, http://www.gold.org/value/reserve_asset/gold_as/emuandecb/index.html (Stand: 10.9.2006).

⁵⁰⁹ Siehe hierzu Hildebrand, P. M.: Swiss National ..., a. a. O., S. 2.

⁵¹⁰ Vgl. De Nederlandsche Bank: Annual Report 1999, a. a. O., S. 72; siehe auch LBMA: A Summary of Gold Market Opinions on the Central Bank Gold Agreement, London, 5.9.2003, <http://www.lbma.org.uk/publications/CBGAViews.pdf> (Stand: 25.9.2006, S. 1).

⁵¹¹ Die meisten Notenbanken veröffentlichen keine Angaben über die Höhe dieser Transaktionen. Daher kursieren im Goldmarkt immer wieder sehr unterschiedliche Angaben über deren Höhe. Nach Angaben des damaligen Leiters der Abteilung Devisen und Gold der BIZ, G. Panizutti, lag das weltweite Leihevolumen von Zentralbanken im Jahr 2001 bei rund 4.700 Tonnen, also bei rund einem Sechstel der von Notenbanken insgesamt gehaltenen Goldreserven. Den Anteil von Währungsbehörden an internationalen Leihegeschäften veranschlagte er in diesem Jahr auf rund 50 Prozent; vgl. o. V.: Mr. Panazutti looks at lending Levels, http://www.kitco.com/reports/wgc/aug17_aug31_2001.html (Stand: 25.9.2006). Nach einem Anstieg dieser Transaktionen bis zum Inkrafttreten des WGA ist allerdings seitdem eine deutlich rückläufige Aktivität der Zentralbanken in diesem Markt festzustellen; vgl. hierzu Rigaudy, J.-F.: The Role ..., a. a. O., S. 25. Diese Entwicklung hat auch zu dem erheblichen Rückgang der Leihesätze beigetragen, wie dies im Teil I, Kapitel 3.2.4.2, bereits dargestellt wurde.

ihre geplanten jährlichen Verkaufsmengen durch Termingeschäfte innerhalb jeder Jahresperiode absichern können, obwohl das Abkommen keine Erhöhung der Leihe- oder sonstigen Aktivitäten außerhalb des Kassamarktes vorsah. Zudem wurde den Währungsbehörden erlaubt, den jährlichen Gegenwert ihrer Goldverkäufe gegen Wechselkursrisiken zu hedgen.⁵¹²

Hauptprofiteur der Vereinbarung war allerdings die Schweizerische Nationalbank. Denn auf sie entfiel mit insgesamt 1.170 Tonnen ein Anteil von fast 60 Prozent der gesamten Verkaufsmenge. Vom dritten bis zum fünften Jahr des Abkommens lag diese Quote sogar bei jeweils 71 Prozent. Demgegenüber waren die Goldabgaben der NZBen mit insgesamt 485 Tonnen bzw. mit einem Anteil von 24 Prozent vergleichsweise niedrig.⁵¹³ Denn neben der Schweiz haben zu Beginn des WGA vor allem die Verkäufe des Vereinigten Königreichs die festgelegten Obergrenzen beansprucht.

Das Abkommen wurde im September des Jahres 2004 erwartungsgemäß für weitere fünf Jahre verlängert. Im Vergleich zur ersten Vereinbarung wurden die zulässige gesamte Verkaufsmenge um 25 Prozent auf 2.500 Tonnen und die jährlichen Abgaben auf 500 Tonnen erhöht. Diese Anhebung der Kontingente konnte vorgenommen werden, da der Goldpreis seit dem Jahr 1999 kontinuierlich angestiegen war und bereits im Vorfeld der Erneuerung des Abkommens mit einer Aufstockung der Verkaufskontingente gerechnet wurde, so dass diese keinen negativen Einfluss auf die Kursentwicklung des Goldpreises hatte. Zudem trat die Notenbank Griechenlands der Vereinbarung bei,⁵¹⁴ während das Vereinigte Königreich erklärte, dass es keine weiteren Goldverkäufe plane und daher an dem Abkommen nicht mehr teilnehmen werde. Darüber hinaus bekundeten die Deutsche Bundesbank sowie die Banque de France, dass sie die ihnen eingeräumten Verkaufsoptionen ausüben wollen.⁵¹⁵

Mit dem WGA wurde somit angebotsseitig die Grundlage für eine Stabilisierung des Goldmarktes gelegt, dessen Baisse-Tendenz die Notenbanken möglicherweise teilweise selbst verursacht hatten. Eine kartellähnliche Vereinbarung wie diese wirft aus Sicht der Teilnehmer des Eurosystems jedoch drei kritische Fragen auf:

- Erstens bestimmt Artikel 105 Absatz 1 EGV und der wortgleiche Artikel 2 der Satzung, dass das ESZB in Einklang mit dem **Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft in**

⁵¹² Vgl. Hildebrand, P. M.: Swiss National ..., a. a. O., S. 3.

⁵¹³ Zur Goldpolitik der NZBen siehe das folgende Kapitel.

⁵¹⁴ Ebenso ist die slowenische NZB dem Abkommen mit Einführung des Euro im Januar 2007 beigetreten; vgl. Deutsche Bundesbank: Beitritt der Banka Slovenije zur Vereinbarung der Zentralbanken über Goldbestände, Pressenotiz, Frankfurt a. M., 27.12.2006, <http://www.bundesbank.de/download/ezb/presennotizen/2006/20061220bankaslovenije.php> (Stand: 4.1.2008). Damit hat sich die Anzahl der beteiligten Zentralbanken im Jahr 2007 auf 16 erhöht.

⁵¹⁵ Siehe hierzu auch das folgende Kapitel.

freiem Wettbewerb handelt, wodurch ein **effizienter Einsatz der Ressourcen** gefördert werden soll. Das Goldabkommen kann aber nur bedingt marktwirtschaftlichen Prinzipien entsprechen und den freien Wettbewerb fördern. Denn eine freie Preisbildung und damit ein freier Wettbewerb kann möglicherweise durch die langjährigen Verkaufsbeschränkungen beeinflusst oder eingeschränkt werden, da die Zentralbankverkäufe einen wesentlichen Anteil des jährlichen Goldangebots stellen.⁵¹⁶ Ebenso ist zu hinterfragen, ob eine Allokation der Ressourcen durch eine (temporäre) Mengenregulierung optimiert werden kann.⁵¹⁷ Daher ist die Vereinbarung sowohl aus grundsätzlichen ordnungspolitischen Aspekten als auch aus gemeinschaftsrechtlichen Überlegungen bedenklich, auch wenn sie eine wichtige stabilisierende und vertrauensbildende Funktion für den Goldmarkt hat.⁵¹⁸

- Zweitens sind die Implikationen des WGA hinsichtlich der vom IWF und von dem ESZB geforderten **Eigenschaften eines Reservemediums** kritisch zu hinterfragen. Wie im Teil I in den Kapiteln 1.1 und 1.2 dargelegt wurde, ist eine wesentliche Anforderung an ein Reserveelement dessen jederzeitige Veräußerbarkeit. Dieses Qualitätskriterium wird aber durch das WGA zumindest eingeschränkt. Denn die jährlich zulässige Verkaufsmenge von insgesamt 500 Tonnen lässt z. B. nur einen maximalen Abbau von ca. 4 Prozent des zum Jahresende 2005 vorhandenen Goldbestands sämtlicher NZBen zu.⁵¹⁹ Somit ist ein Großteil der EWU-Goldreserven vorerst bis zum Jahr 2009 für Verkäufe blockiert.⁵²⁰ Unter der Prämisse, dass das WGA auch nach dem Auslaufen im Jahr 2009 weiterhin prolongiert wird und die Verkaufsmengen konstant bleiben, würden die NZBen rund 24 Jahre für einen Verkauf sämtlicher Goldbestände benötigen. Dies bedeutet, dass bei einer engen Auslegung des oben genannten Verfügbarkeitskriteriums die Goldreserven des Eurosystems die geforderte Liquiditätsqualität eines Reservemediums nur sehr begrenzt erfüllen können.⁵²¹

⁵¹⁶ In den Jahren von 2003 bis 2006 belief sich dieser Anteil auf durchschnittlich 16 Prozent. Die Daten werden jährlich vom WGC veröffentlicht; vgl. dazu WGC: Gold Supply and Demand, http://www.gold.org/value/stats/statistics/gold_demand/index.html (Stand: 10.3.2007).

⁵¹⁷ So auch Orellana, M.: The Washington Agreement on Gold, Mining, Minerals and Sustainable Development Report, Nr. 30, December 2001, <http://www.iiied.org/mmsd/wp/index.html> (Stand: 1.8.2006, S. 4).

⁵¹⁸ Auch wenn in diesem Kontext der Artikel 2 der Satzung auf die generelle Aufgabenstellung des ESZB ausgerichtet ist, so ist dennoch ein Zielkonflikt erkennbar. Dieser könnte z. B. durch eine Überarbeitung der Satzung bzw. bei einer weiteren Prolongation des WGA ausgeräumt werden.

⁵¹⁹ Zum 31.12.2005 hielten die NZBen einschließlich der EZB einen Bestand von 12.084 Tonnen.

⁵²⁰ Der Vertragstext des WGA wurde bislang nicht veröffentlicht. Daher ist unklar, ob die Teilnehmer aus dem Abkommen ausscheiden können oder nicht. Zu den rechtlichen Implikationen des WGA siehe Teil III, Kapitel 3, dieser Arbeit.

⁵²¹ Auch wenn eine solche Betrachtung als sehr hypothetisch einzustufen ist, so verdeutlicht sie dennoch die Bedeutung der Verkaufslimitierung in Bezug auf die Liquidität der Goldreserven in der EWU. Die Deutsche Bundesbank erläutert diesbezüglich in einem Schreiben vom 14.8.2006 an den Verfasser, dass es eine „... **theoretische Möglichkeit zur Liquidisierung gebe und daher die Goldbestände die Qualitätsanforderungen dennoch erfüllen würden.**“ (Hervorhebung durch den Verfasser).

- Drittens wird mit der Verkaufslimitierung die in der Literatur viel zitierte Eigenschaft von Gold als „**Krisenwährung**“ für Notfälle ebenfalls substanziell begrenzt: So könnte die Deutsche Bundesbank beispielsweise in einem volkswirtschaftlichen Notfall unter Beachtung der ihr derzeit eingeräumten Verkaufsoption in Höhe von 120 Tonnen p. a. nur 3,5 Prozent des Bestands (Jahresende 2005: 3.428 Tonnen) im Gegenwert von rund 1,7 Mrd. Euro veräußern und aus der anteiligen Auflösung der Neubewertungsrücklage einen Betrag von ca. 1,4 Mrd. Euro p. a. ausschütten.⁵²² Es ist offenkundig, dass das Edelmetall seine diesbezügliche Funktion unter den gegebenen Rahmenbedingungen nur sehr eingeschränkt erfüllen könnte.⁵²³ Da sich die NZBen zudem auch darauf verpflichtet haben, ihre Leihgeschäfte oder sonstigen Transaktionen einzuschränken, könnten auch bei einem aktiveren Management der Bestände keine nennenswerten Zusatzerträge zur Finanzierung von Krisenlagen generiert werden.

Hingegen hat das WGA keine Bedeutung im Hinblick auf die Höhe jenes Goldbestands, welchen die NZBen für eine potenzielle Nachschusspflicht an die EZB vorhalten. Denn derartige Transaktionen der NZBen würden im Falle einer weiteren Übertragung nicht auf die Kontingente angerechnet.⁵²⁴

4.2.1.2 Länderspezifische Reservestrategien

Das WGA hat, wie im vorhergehenden Kapitel dargestellt wurde, die Reservedispositionen der NZBen mit ihren Goldbeständen angebotsseitig eingeschränkt. Zudem sind sie auch an gemeinschaftsrechtliche Vorgaben gebunden. Denn bei ihren Geschäften mit den Goldreserven bestimmt Artikel 31 Absatz 2 der Satzung ebenso wie bei den Dispositionen mit den Devisenreserven, dass Verkäufe oberhalb bestimmter Betragsgrenzen im Rahmen der für die NZBen geltenden Leitlinie nur mit Zustimmung der EZB erfolgen dürfen.⁵²⁵ Die bisherige Praxis zeigt folglich, dass die NZBen ihre Transaktionen zumeist deutlich unter den fest-

⁵²² Bei der obigen Berechnung wurde der Goldpreis in Euro zum 31.12.2005 (434,856 Euro je Feinunze) zugrunde gelegt. Die Goldreserven stehen in der Bilanz der deutschen NZB mit einem Wert von 73,5271 Euro je Feinunze ein. Aus den Angaben ergibt sich zu diesem Stichtag ein ausschüttungsfähiger Gewinn von 11,6 Mio. Euro je Tonne Gold. Zu den bilanziellen Vorgängen bei Geschäften mit Währungsreserven von Zentralbanken siehe Teil III, Kapitel 2.2.1, dieser Arbeit.

⁵²³ Ob eine NZB im Krisenfall die Verkaufsmenge zu Lasten Dritter erhöhen könnte, wäre an anderer Stelle zu prüfen. Allerdings können die länderspezifisch festgelegten Verkaufsmengen bei einer Nicht-Ausübung der Verkaufsoption auf andere Notenbanken übertragen werden, wie dies z. B. die Deutsche Bundesbank im Rahmen des prolongierten Abkommens mehrfach praktizierte. Es kann daher nicht ausgeschlossen werden, dass eine NZB in einer besonderen Krisensituation z. B. auch höhere Bestände durch den Rückgriff auf das Verkaufskontingent einer anderen NZB abbauen könnte.

⁵²⁴ So die Deutsche Bundesbank in einem Schreiben vom 14.8.2006 an den Verfasser.

⁵²⁵ Diese Auffassung vertritt der Rechtswissenschaftler M. Selmayr in einem Schreiben vom 5.5.2006 an den Verfasser; vgl. auch o. V.: EZB hat Bedingungen ..., a. a. O.

gelegten Grenzwerten von schätzungsweise handelsmäßig 500 Mio. Euro halten.⁵²⁶ Darüber hinaus sind die bereits dargelegten Anforderungen bei einem Reserveabbau zu beachten, so z. B. die Sicherstellung der finanziellen Unabhängigkeit der NZBen und das Verbot der Finanzierung öffentlicher Ausgaben mittels der Erträge aus einem Reserveabbau. In der *Tabelle 5* sind die Verkaufsmengen für den Zeitraum der Jahre von 1999 bis 2005 aufgelistet.⁵²⁷

Tabelle 5: Goldverkäufe der nationalen Zentralbanken von 1999 bis 2005 (in Tonnen)

Zentralbanken \ Jahr	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Gesamtmenge
Banca d'Italia	0	0	0	0	0	0	0	0
Banco de España	0	0	0	0	0	0	68	68
Banco de Portugal	0	0	0	15	77	57	46	195
Bank of Finland	0	0	0	0	0	0	0	0
Bank of Greece	0	0	0	0	16	0	0	16
Banque Centrale du Luxembourg	0	0	0	0	0	0	0	0
Banque de France	0	0	0	0	0	41	165	206
Banque Nationale de Belgique	11	0	0	0	0	1	31	43
Central Bank of Ireland	0	0	0	0	0	0	0	0
De Nederlandsche Bank	31	73	9	34	76	0	86	309
Deutsche Bundesbank	0	0	12	11	7	6	6	42
Österreichische Nationalbank	0	31	20	31	0	10	5	97
Nachrichtlich: EZB	0	0	0	0	0	0	47	47
Gesamtmenge	42	104	41	91	176	115	454	1.023

Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis der Daten der ESZB-Reservestatistik.

Insgesamt sank der Mengenbestand der NZBen seit der EZB-Dotierung um 976 Tonnen bzw. um rund 8 Prozent. Bemerkenswerterweise hat außer der griechischen keine NZB seit dem Start der EWU die physischen Goldbestände erhöht, wozu möglicherweise auch der stark gestiegene Preis des Edelmetalls beigetragen hat.⁵²⁸

Die beteiligten NZBen können hinsichtlich ihrer Reservepolitiken in zwei Gruppen aufgeteilt werden:

⁵²⁶ Es wird davon ausgegangen, dass die Tageslimite für Dispositionen mit den Gold- und Devisenreserven jenen für Transaktionen mit den Arbeitsguthaben entsprechen. Dem wöchentlichen Ausweis des Eurosystems ist zu entnehmen, dass die Abgaben zumeist eine Größenordnung im Gegenwert von 50 bis 100 Mio. Euro pro Woche erreichen und somit deutlich unter dem oben genannten Betrag liegen.

⁵²⁷ Aus Gründen einer umfassenden Darstellung der Golddispositionen werden in der Tabelle 5 auch die Goldverkäufe der griechischen NZB berücksichtigt, obwohl diese erst seit dem Jahr 2004 am WGA teilnimmt.

⁵²⁸ Die griechische NZB hat im vierten Quartal 2006 jedoch kein Gold erworben, sondern eigene Goldmünzen mit einem niedrigeren Goldgehalt raffiniert, da diese nicht die geforderten Qualitätseigenschaften erfüllten. Aus diesem Bestand wurden rund 3,6 Tonnen Goldbarren hergestellt; siehe hierzu EZB: Konsolidierter Ausweis des Eurosystems zum 27. Oktober 2006, Pressemitteilung der Europäischen Zentralbank, Frankfurt a. M., 31.10. 2006, in: Deutsche Bundesbank, APA, Nr. 46 vom 1.11.2006, S. 21.

- In die **erste Gruppe** können jene NZBen eingeordnet werden, welche ihre Reserven entweder nicht oder nur in einem geringen Umfang in Relation zu ihrem Gesamtbestand reduziert haben. Hierzu gehören zum einen jene, welche die höchsten Bestände halten. Zum Jahresende 2005 waren dies die **Deutsche Bundesbank** (Bestand: 3.428 Tonnen) sowie die **Banca d'Italia** (Bestand: 2.452 Tonnen). Diese NZBen vereinen rund 52 Prozent der gesamten EWU-Reserven auf sich. Wertmäßig sind daher deren Goldreserven aufgrund der Entwicklung des Edelmetallpreises beträchtlich angestiegen. Das Volumen der Goldreserven der Deutschen Bundesbank erhöhte sich in den Jahren von 1999 bis 2005 von 31,8 auf 56,5 Mrd. US-Dollar oder um rund 78 Prozent, jenes der Banca d'Italia von 22,5 auf 40,4 Mrd. US-Dollar bzw. um rund 80 Prozent.⁵²⁹ Italien hat bislang als einziger Mitgliedstaat seinen physischen Goldbestand seit dem Ende des Zweiten Weltkriegs nicht angepasst.⁵³⁰ Die geringen Abgaben der Deutschen Bundesbank haben bisher ausschließlich der Münzproduktion des Bundes gedient. In den Jahren von 2001 bis 2005 wurden hierfür kleinere Mengen von insgesamt ca. 42 Tonnen der staatlichen Münzprägung zugeführt.⁵³¹ Diese Politik wurde auch in den Jahren 2006 und 2007 fortgeführt.⁵³² Die der Deutschen Bundesbank im ersten Jahr des erneuerten WGA eingeräumte Verkaufsoption von 120 Tonnen p. a. wurde somit kaum beansprucht.⁵³³ Das

⁵²⁹ Der Vergleich basiert auf den Angaben der EZB-Reservestatistik in Euro zu den Stichtagen 31.1.1999 und 31.12.2005. Die Werte wurden zum jeweiligen EZB-Referenzkurs in US-Dollar umgerechnet.

⁵³⁰ Der Verfasser konnte zu den Gründen für die italienische Goldpolitik keine weiterführenden Informationen recherchieren, da verschiedene Anfragen von der Banca d'Italia nicht beantwortet wurden.

⁵³¹ Vgl. Rempesberger, H.: Welcome Remarks at the Third Conference of the Monetary Stability Foundation on 'Challenges to the Financial System - Ageing and low Growth', in Frankfurt, on July 6, 2006, in: Deutsche Bundesbank, APA, Nr. 29 vom 12.7.2006, S. 3. Inwieweit die Gewinnausschüttung aus den Goldabgaben an den Bundeshaushalt gegen das Verbot der monetären Finanzierung und die finanzielle Unabhängigkeit der NZB verstößt, wäre an anderer Stelle zu prüfen; zur Goldpolitik der Deutschen Bundesbank siehe im folgenden Teil, Kapitel 3.2.1.1. Die EZB hat aber bislang bei derartigen Transaktionen, welche aus ihrer Sicht bedenklich sind, den Öfteren von dem Instrument der Stellungnahme Gebrauch gemacht und gegebenenfalls ihre Einwendungen vorgebracht; siehe z. B. EZB: Stellungnahme der Europäischen Zentralbank vom 11. August 2005 auf Ersuchen des österreichischen Bundesministeriums für Finanzen zum vom IWF verwalteten Treuhandfonds für die von Naturkatastrophen betroffenen Entwicklungsländer mit Niedrigeinkommen, http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/de_con_2005_29_f_sign.pdf#search=%22Stellungnahme%20der%20ezb%2011.%20august%202005%22 (Stand: 9.4. 2006, S. 1 ff). Da die Stellungnahmen der EZB aber für die NZBen nicht rechtsverbindlich sind, liegt es in deren Ermessensspielraum, ob sie den Einwänden der EZB Folge leisten oder nicht.

⁵³² Im Jahr 2006 veräußerte die Deutsche Bundesbank lediglich 5 Tonnen für das Goldmünzenprogramm der Bundesregierung; vgl. hierzu o. V.: Weber verlangt stärkeren Sparkurs von Berlin, in: Börsen-Zeitung, Nr. 51 vom 14.3.2007, S. 6. Im Folgejahr wurden gemäß EZB-Reservestatistik (Stand: Dezember 2007) weitere 5 Tonnen für diese Zwecke zur Verfügung gestellt.

⁵³³ Vgl. Deutsche Bundesbank: Vorstandsbeschluss zur Erneuerung des Goldabkommens, Pressemitteilung, Frankfurt a. M., 29.1.2004, http://www.bundesbank.de/presse/presse_pressemitteilungen_2004.php (Stand: 9.4.2006). Der Forderung der Deutschen Bundesbank nach einem Substanzerhalt schloss sich eine mehrmonatige Diskussion mit den politischen Entscheidungsträgern in der Bundesregierung, vornehmlich dem Finanzminister, an. Da bislang auch nach dem Regierungswechsel im Jahr 2005 kein Konsens zwischen den Beteiligten über die Verwendung der anteiligen Erlöse aus Goldverkäufen besteht, hat der Bundesbankvorstand beschlossen, zunächst keine weiteren Edelmetallreserven mit Ausnahme der oben genannten Abgaben

nicht ausgeschöpfte deutsche Kontingent wurde einer anderen – nicht genannten – NZB übertragen.⁵³⁴ Die Deutsche Bundesbank hat zudem erklärt, dass sie möglicherweise bis zum Ende der Laufzeit des WGA im Jahr 2009 – mit Ausnahme geringfügiger Abgaben zur Goldmünzenherstellung von jährlich bis zu 8 Tonnen – keine weiteren Verkäufe durchführen werde.⁵³⁵

In dieser Gruppe befinden sich zum anderen auch einige „kleinere“ NZBen, welche ihre physischen Bestände konstant gehalten haben und diese Politik nach aktuellem Kenntnisstand auch im Rahmen des prolongierten WGA beibehalten werden. Zu dieser Gruppe zählen die **Bank of Finland** (Bestand: 51 Tonnen), die **Central Bank of Ireland** (Bestand: 6 Tonnen) sowie die **Banque Centrale du Luxembourg** (Bestand: 2 Tonnen). Die Goldpolitik der luxemburgischen NZB ist in diesem Kontext aufgrund einiger Abweichungen gesondert zu betrachten: Vor dem Eintritt in die EWU hielt deren Vorgängerinstitut zwar phasenweise Goldbestände, hat diese aber im Jahr 1998 vollständig veräußert.⁵³⁶ Für die Erstausrüstung der EZB hat sie Ende des Jahres 1998 bei der belgischen NZB auf dem Kreditweg 11 Tonnen per Termin erworben. Dieser Bestand diente aber nicht nur für die Übertragung von Gold an die EZB, sondern auch für die Beschaffung derjenigen Devisenreserven, welche an die EZB zu übertragen waren.⁵³⁷ Daher verblieb ihr nach dem Abschluss der Transaktionen nur noch ein Bestand von rund 2 Tonnen. Dieser wurde allerdings im Jahr 2002 nahezu komplett verbrieft.⁵³⁸ Insgesamt verfügen die „kleineren“ NZBen aber mit insgesamt 171 Tonnen oder einem Anteil von 1,4 Prozent an den Gesamtbeständen des Eurosystems nur über sehr geringe Goldreserven.

- In der **zweiten Gruppe** befinden sich jene NZBen, die ihre physischen Bestände prozentual stärker abgebaut haben und deswegen auch im Wesentlichen die Kontingente des

zur Münzherstellung zu verkaufen. Die Goldpolitik der deutschen NZB ist Gegenstand einer ausführlichen Analyse im Teil III, Kapitel 3.2.1.1, dieser Arbeit.

⁵³⁴ Die deutsche NZB betonte aber, dass sie damit einen Anspruch auf höhere Verkäufe in den Folgejahren erhält; vgl. dazu Deutsche Bundesbank: Beschlüsse des Vorstands der Deutschen Bundesbank - Pressenotiz, Frankfurt a. M., 20.12.2004, http://www.bundesbank.de/presse/presse_pressenotizen_2004.php (Stand: 9.4.2006).

⁵³⁵ Vgl. o. V.: Bundesbank verkauft kein Gold, Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 6.10.2006, in: Deutsche Bundesbank, APa, Nr. 43 vom 11.10.2006, S. 11.

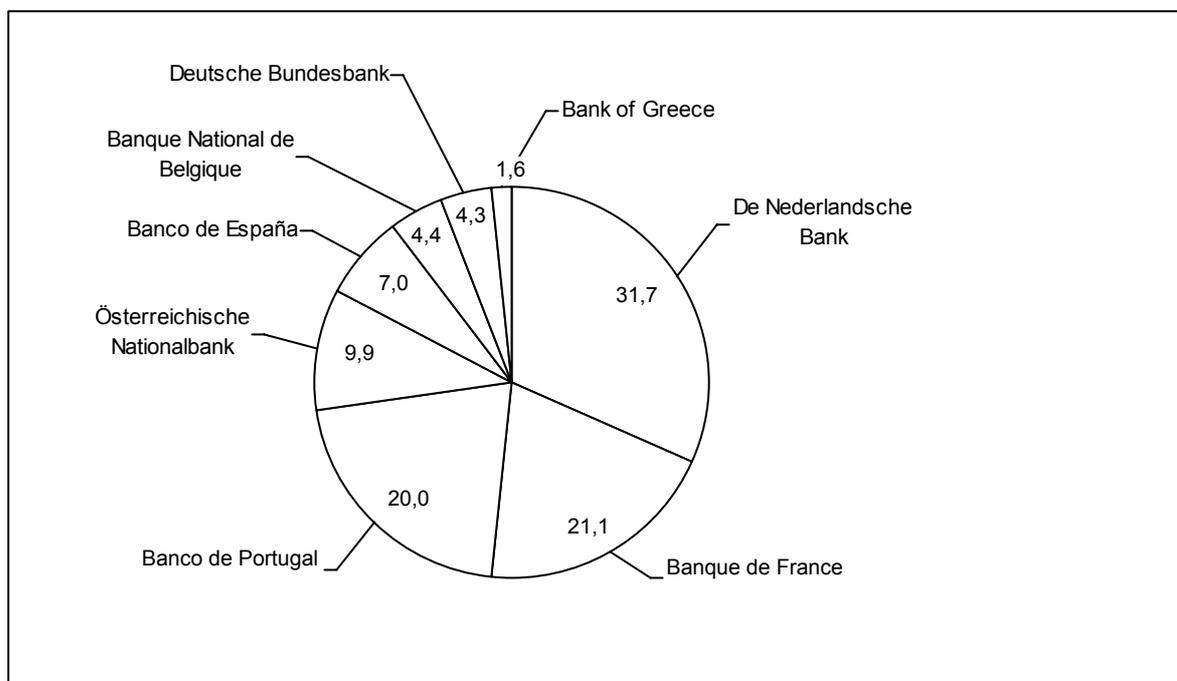
⁵³⁶ Siehe dazu Schreiben der Banque Centrale du Luxembourg vom 22.5.2006 an den Verfasser.

⁵³⁷ So Dies. in einem Schreiben vom 28.4.2006 an den Verfasser.

⁵³⁸ Die luxemburgische NZB erwarb im Geschäftsjahr 2002 eine Goldanleihe der Weltbank. Aus dem Geschäftsbericht ist ersichtlich, dass nahezu in gleicher Höhe des Gegenwertes der erworbenen Anleihe die vorhandenen Goldbestände aufgelöst wurden. Offenkundig wurden diese somit verbrieft; siehe dazu Dies.: Annual Report 2002, Luxemburg 2003, S. 119. Auf Anfrage begründet sie in einem weiteren Schreiben vom 28.4.2006 an den Verfasser diese Transaktion mit höheren Erträgen im Vergleich zu einer alternativen Verwendung des Goldes. Weiterführende Angaben hierzu sind nicht erhältlich. Aus der vorstehenden Tabelle 5 geht allerdings hervor, dass diese Transaktion nicht auf die Verkaufsmengen des WGA angerechnet wurde und somit **durch eine Verbrieftung die Kontingente des WGA umgangen werden können.**

WGA beanspruchten. Wie aus dem *Schaubild 11* erkennbar wird, entfallen seit dem Beginn der EWU die größten Verkaufsmengen auf die **De Nederlandsche Bank** (31,7 Prozent), die **Banque de France** (21,1 Prozent), die **Banco de Portugal** (20,0 Prozent), die **Österreichische Nationalbank** (9,9 Prozent) sowie die **Banco de España** (7,0 Prozent). Diese fünf NZBen haben rund 90 Prozent der Gesamtverkäufe der NZBen des Eurosystems getätigt. Demgegenüber waren die Verkaufsanteile der **Banque National de Belgique** (4,4 Prozent) und der **Bank of Greece** vor deren Beitritt zum WGA (1,6 Prozent) vergleichsweise gering.⁵³⁹

Schaubild 11: Prozentuale Anteile der nationalen Zentralbanken an den Goldverkäufen von 1999 bis 2005



Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis der Daten der ESZB-Reservestatistik.

Die **De Nederlandsche Bank** ist mit Ausnahme des Jahres 2004 bislang als einzige NZB in jedem Jahr als Verkäuferin aktiv gewesen und hat ihren Goldbestand um 309 Tonnen bzw. rund 32 Prozent reduziert. Sie hat damit ihre bereits in den neunziger Jahren verfolgte Politik eines Abbaus der Edelmetallbestände konsequent fortgesetzt. In ihren Publikationen sind jedoch keine Anhaltspunkte bzw. Erläuterungen für die Motive zu finden, welche diese Reservepolitik begründen. Allerdings ist den Geschäftsberichten zu entnehmen, dass sie die Verkaufserlöse vorrangig zum Erwerb verzinslicher Euro-Aktiva

⁵³⁹ Bemerkenswert ist allerdings, dass die griechische Notenbank als einzige NZB nach der Euro-Einführung im Jahr 2001 zunächst den Goldbestand aufstockte (ca. 5 Tonnen) und im dritten Quartal 2003 dann um 16 Tonnen reduzierte. Seit dem Beitritt zum WGA im Jahr 2004 hat sie aber kein Gold mehr veräußert, sondern wie bereits dargestellt den Reservebestand durch die Umwandlung von Goldmünzen geringfügig erhöht.

verwendet hat. Die **Banque de France** hat in den ersten Jahren des WGA zunächst keine Goldreserven veräußert. Im Rahmen des prolongierten Abkommens wurden seit dem Jahr 2004 dann 206 Tonnen oder rund 7 Prozent des ursprünglichen physischen Goldbestands verkauft. Die NZB begründet ihre Transaktionen damit „... to reinforce its foreign currency assets as part of the diversification of its asset base.“⁵⁴⁰ Aufgrund einer vertraglichen Regelung zwischen der NZB und dem Finanzministerium wurden die realisierten Erträge in der Notenbankbilanz thesauriert, um künftige Abschreibungen auf ihre Fremdwährungsbestände abzufedern oder auszugleichen.⁵⁴¹ Darüber hinaus hat sie im Jahr 2004 17 Tonnen zum Kauf von Aktien der BIZ an diese übertragen. Diese Transaktionen wurden jedoch nicht auf die Verkaufsmengen des WGA angerechnet.⁵⁴² Die **Banco Central de Portugal** hat in den vergangenen vier Jahren regelmäßig einen Teil ihrer Goldbestände abgebaut. Insgesamt hat sie ihre Reserven um 195 Tonnen oder rund 32 Prozent vermindert. Die NZB betont als Motiv für ihre Transaktionen, dass sie die Währungsrisiken, welche aus dem umfangreichen Goldbestand resultieren, verringern möchte.⁵⁴³ Dennoch hielt sie zum Jahresende 2005 mit einem Anteil von 66 Prozent in der EWU die höchsten Goldreserven in Relation zu ihren gesamten Währungsreserven und nimmt auch in Bezug auf die BIP-Reservequote eine Ausnahmestellung ein, wie das *Schaubild 12* auf der übernächsten Seite belegt. Die **Österreichische Nationalbank** war bislang ebenfalls eine der aktivsten Adressen. Sie hat insgesamt rund 97 Tonnen oder ca. 24 Prozent ihres Bestands abgegeben. Allerdings war sie aufgrund ihrer besonderen Rechnungslegungsmodalitäten vor der EWU die einzige Währungsbehörde im Eurosystem, die in ihrer Bilanz des Jahres 1999 gegenüber dem Vorjahr (unter Berücksichtigung der an die EZB übertragenen Goldreserven) einen signifikant höheren Tonnenbestand auswies.⁵⁴⁴ In ihren Geschäftsberichten führt sie diesbezüglich aus, dass sie im

⁵⁴⁰ Banque de France: Annual Report 2004, a. a. O., S. 89.

⁵⁴¹ Vgl. Kurm-Engels, M.; Alich, H.: Noyer hält an Reserven fest, in: Handelsblatt, Nr. 61 vom 27.3.2006, S. 28. Hingegen hatte der damalige französische Premierminister J.-F. Raffarin unter dem Motto: „Today's Gold for tomorrow's Gold“ gefordert, dass aus den Verkaufserlösen ein Stiftungsfonds zur Förderung der Wissenschaft dotiert wird; vgl. o. V.: Say, let's ..., a. a. O., S. 1.

⁵⁴² Vgl. BIZ: BIS completes Redistribution of Shares, Pressenotiz, Basel, 1.6.2005, <http://www.bis.org/press/p050601.htm> (Stand: 2.6.2006); siehe auch Banque de France: Annual Report 2004, a. a. O., S. 88 f.

⁵⁴³ Vgl. Banco de Portugal: Annual Report 2004, a. a. O., S. 235. Die NZB erläutert in diesem Kontext den Bedarf nach einer stärkeren Diversifikation. Dieser dürfte in erster Linie – wie bereits dargestellt – mit einer Neuausrichtung ihrer Risikopolitik zusammenhängen. Denn sie räumt seit dem Jahr 2003 der Vermeidung von Wechselkursrisiken eine höhere Priorität in ihrem Reservemanagement ein, als dies in der Vergangenheit der Fall war.

⁵⁴⁴ Im Geschäftsbericht der österreichischen NZB aus dem Jahr 1999 wurde ein Bestand von 407 Tonnen ausgewiesen; vgl. Österreichische Nationalbank: Geschäftsbericht 1999, a. a. O., S. 126. Zum Jahresende 1998 hatte sie hingegen einen Goldbestand in Höhe von 299,9 Tonnen bilanziert; vgl. Dies.: Geschäftsbericht 1998, Wien 1999, S. 110. Im Folgejahr hatte die NZB der EZB Goldreserven in Höhe von 22,3 Tonnen übertragen, so dass sich ein Anstieg von rund 129,4 Tonnen zum Jahresende 1999 berechnen lässt. Wie die

Wesentlichen aus Ertragsüberlegungen ihren Edelmetallbestand reduziert hat.⁵⁴⁵ Diese Politik verfolgt sie bereits seit dem Beginn der neunziger Jahre. Die **Banco de España** hat erstmals im Jahr 2005 ihren Goldbestand um 68 Tonnen bzw. um rund 13 Prozent reduziert. Aus dem Jahresbericht 2005 geht allerdings nur hervor, dass sie den Gegenwert aus den Goldverkäufen in verzinsliche Euro-Aktiva angelegt hat.⁵⁴⁶ Die **Banque Nationale de Belgique** hingegen hat sowohl zu Beginn der EWU im Jahr 1999 als auch in den Jahren 2004 und 2005 einen geringen Teil ihrer Reserven von insgesamt 43 Tonnen bzw. 17 Prozent abgebaut. Ihre Verkäufe erfolgten ebenfalls mit dem Ziel, die Rentabilität der belgischen Währungsreserven zu erhöhen; ebenso wurden geringfügige Mengen für die staatliche Münzprägung zur Verfügung gestellt.⁵⁴⁷ Die **Bank of Greece** macht grundsätzlich in ihren Geschäftsberichten keine Angaben zu ihren Dispositionen mit Währungsreserven, so dass sich keine Aussagen bezüglich ihrer Gold-Reservepolitik ableiten lassen.⁵⁴⁸

Ein Vergleich der Goldbestände in Relation zum BIP der Mitgliedstaaten zeigt, dass die Reserverelationen in der EWU sehr große Unterschiede aufweisen, wie aus dem Schaubild 12 auf der nächsten Seite ersichtlich ist. Insgesamt hat sich die Relation der Goldreserven zum (kumulierten) BIP der Mitgliedstaaten trotz der Verkäufe seit dem Beginn der EWU von 1,5 auf 1,9 Prozent erhöht. Diesem Schaubild ist auch zu entnehmen, dass die Quoten in den meisten Mitgliedstaaten und diejenigen der größten Goldhalter ungefähr dem EWU-Durchschnitt entsprechen. Allerdings sind die Spannbreiten beträchtlich: Eine Gruppe „kleinerer“ NZBen hat seit der Euro-Einführung erheblich niedrigere Quoten (die belgische, finnische, griechische, luxemburgische und spanische NZB) als der EWU-Durchschnitt, während die portugiesische BIP-Relation herausragt und mit einem Wert von 4,0 Prozent EWU-atypisch hoch ist. Die stärksten Zuwächse der Reservequote verzeichnen aufgrund ihrer zurückhaltenden Goldverkäufe die NZBen aus Deutschland, Italien und Frankreich. Ein geringfügiger Rückgang ist lediglich für die NZB aus Griechenland, den Niederlanden, Portugal und Spanien zu konstatieren. Die Goldabgaben der anderen NZBen wurden durch den Goldpreisanstieg in Bezug auf die BIP-Quote kompensiert.

österreichische NZB auf Anfrage des Verfassers erklärt, wurden bis zu Beginn der EWU Gold-Swap-Transaktionen im Austausch gegen US-Dollar außerbilanziell verbucht. Mit der Einführung der Rechnungslegungsgrundsätze des ESZB mussten diese Geschäfte jedoch in ihre Bilanz (Aktivposten Gold und **Goldforderungen**) eingestellt werden; vgl. Schreiben der Österreichischen Nationalbank vom 24.3.2006 an den Verfasser; zur Bilanzierung von Goldforderungen im Eurosystem siehe EZB: Statistical Treatment ..., a. a. O., S. 15.

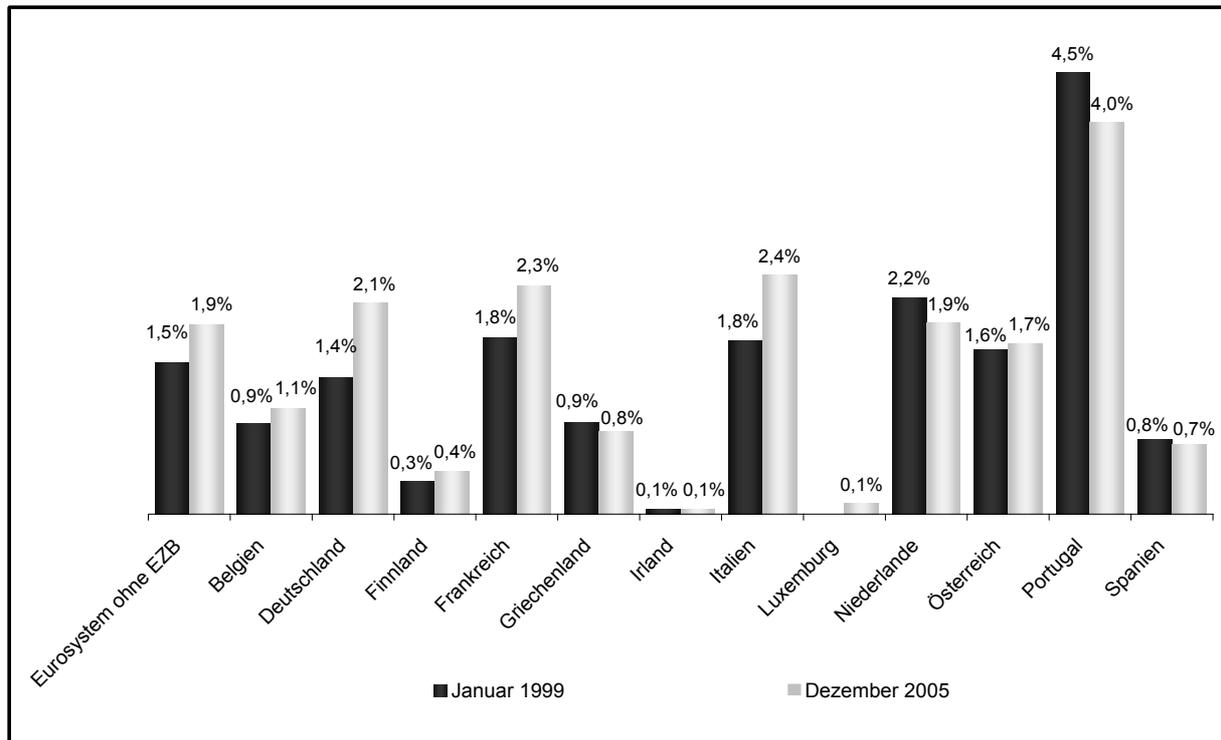
⁵⁴⁵ Vgl. Österreichischen Nationalbank: Rede des Präsidenten Adolf Wala anlässlich der Generalversammlung der Österreichischen Nationalbank am 15. Mai 2003, Beilage zum Geschäftsbericht 2002, Wien 2003, S. 4 f.

⁵⁴⁶ Vgl. dazu Banco de España: Annual Report 2005, Madrid 2006, S. 181.

⁵⁴⁷ Siehe Banque Nationale de Belgique: Annual Report 2005, a. a. O., S. 97.

⁵⁴⁸ Siehe hierzu auch die Ausführungen im folgenden Kapitel.

Schaubild 12: Vergleich der Höhe der Goldreserven der nationalen Zentralbanken in Prozent des Bruttoinlandsprodukts im Januar 1999 und im Dezember 2005



Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis der Daten der ESZB-Reservestatistik und von Eurostat.

Die Rolle und Bedeutung der „aktiven“ Goldpolitik der NZBen im Leihe- und Terminmarkt einschließlich der Verwendung von Optionen oder Swaps ist weitestgehend intransparent. Eine diesbezüglich allgemein restriktive Informationspolitik von Zentralbanken ist mit wenigen Ausnahmen jedoch international üblich und sorgte in der Vergangenheit immer wieder für Spekulationen, dass der Goldpreis von Währungsbehörden – insbesondere bei einem stärkeren Kursanstieg des Edelmetalls – durch verstärkte Leiheaktivitäten gesteuert wird.⁵⁴⁹ Die im Rahmen des WGA diesbezüglich getroffenen Einschränkungen wurden nicht veröffentlicht. Der Text des Abkommens bestimmt lediglich – wie bereits dargestellt –, dass diese Aktivitäten während der Laufzeit des WGA nicht ausgeweitet werden dürfen. Im Eurosystem stellen diesbezüglich nur sehr wenige NZBen weiterführende Informationen zur Verfügung. „Musterschülerinnen“ in dieser Form der Corporate Governance im Eurosystem sind die österreichische und die portugiesische NZB,⁵⁵⁰ während außerhalb der EWU in

⁵⁴⁹ Im Mittelpunkt dieser Spekulationen steht zumeist die US-Notenbank. Die Vermutungen gründen auf der These, dass das Fed den Goldpreis als einen Indikator für seine Inflationsprognosen verwendet und den Goldpreis durch verstärkte Ausleihungen manipuliert, wenn dessen Anstieg ein höheres Preissteigerungspotenzial in den USA anzeigen würde; vgl. beispielgebend hierzu o. V.: Die güldene Verschwörung, in: Handelsblatt, Nr. 176 vom 12. / 13.9.2003, S. 23.

⁵⁵⁰ Aus den Angaben wird aber nicht ersichtlich, ob diese NZBen ihren im WGA eingeräumten Rahmen für derartige Transaktionen voll ausgeschöpft haben.

Europa die Notenbank der Schweiz eine sehr transparente Informationspolitik verfolgt.⁵⁵¹ Diese NZBen geben einen vertiefenden Einblick in ihre Gold-Reservepolitik sowie die wesentlichen Bestimmungsgrößen für das Portfoliomanagement der Edelmetallbestände einschließlich ihrer Risikopolitik.⁵⁵² Insbesondere die Banco de Portugal ist aufgrund ihrer überdurchschnittlich hohen Goldreserven eine der aktivsten NZBen im Leihemarkt und veröffentlicht in den Geschäftsberichten detaillierte Angaben zu ihren Transaktionen.⁵⁵³ Die Deutsche Bundesbank verfolgt diesbezüglich – wie die meisten anderen NZBen auch – eine sehr restriktive Kommunikationspolitik. Seit dem Jahr 2004 veröffentlicht sie aber zumindest die Höhe der Zinserträge aus der Veranlagung ihrer Goldbestände.⁵⁵⁴

4.2.1.3 Korrelationsanalyse der Goldreserven

Auf Basis des im Zeitraum von Januar 1999 bis Dezember 2005 erfassten Verlaufs der Mengenbestände kann mittels einer Korrelationsanalyse untersucht werden, ob die Entwicklung der Goldbestände der NZBen miteinander korrelierten.⁵⁵⁵ Die Ergebnisse dieser Berechnungen zeigt die *Tabelle 6* auf der nächsten Seite.

Jene NZBen, welche ihre Bestände nicht angepasst haben (die finnische, irische, italienische und luxemburgische), können daher nicht in die statistische Auswertung einbezogen werden. Diese NZBen verfolgen aber offensichtlich eine gleichgerichtete Politik, auch wenn sich dafür aufgrund der länderspezifisch sehr unterschiedlichen Reservehöhen bzw. der sehr unterschiedlichen BIP-Quoten nur bedingt Aussagen ableiten lassen. Die Werte der Koeffizienten und Bestimmtheitsmaße in der *Tabelle 6* lassen folgende Schlüsse zu:

- Die **Ländergruppe 1** besteht aufgrund des unveränderten Goldbestands der finnischen, der irischen, der italienischen und der luxemburgischen NZB nur aus der Deutschen

⁵⁵¹ Die Schweizerische Nationalbank berichtet nach dem Verkauf eines großen Teils ihrer Reserven jährlich über den Anteil des ausgeliehenen Goldes, die erzielten Zusatzerträge und ihre Gold-Risikopolitik; siehe z. B. Schweizerische Nationalbank: 98. Geschäftsbericht 2005, a. a. O., S. 54.

⁵⁵² Die österreichische NZB hat in den vergangenen Jahren bis zu 75 Prozent ihres Bestands durch die Goldleihe und Derivate aktiv bewirtschaftet; siehe Österreichische Nationalbank: Geschäftsbericht 2003, a. a. O., S. 52 f, und in diesem Teil, Kapitel 4.4.

⁵⁵³ Vgl. Banco de Portugal: Annual Report 2004, a. a. O., S. 260. So hat die NZB phasenweise mehr als 40 Prozent ihres Bestands für Gold-Swap-Transaktionen eingesetzt.

⁵⁵⁴ Zum Management der deutschen Goldreserven siehe Teil III, Kapitel 3.2.3.1, dieser Arbeit.

⁵⁵⁵ Für die Messung des Zusammenhangs zwischen den zwei Zufallsvariablen wurde der Korrelationskoeffizient von Bravais-Pearson verwendet. Der Wertebereich des Korrelationskoeffizienten liegt zwischen minus 1 und 1, wobei ein Wert von minus 1 einen perfekt negativen Zusammenhang zwischen zwei Variablen und ein Wert von 1 einen perfekt positiven Zusammenhang bedeutet. Bei einem Wert von 0 liegt kein Zusammenhang zwischen den Variablen vor. Das Bestimmtheitsmaß entspricht dem Quadrat des Korrelationskoeffizienten und gibt an, welchen Anteil der Varianz einer Variablen durch eine zweite Variable erklärt werden kann. Das Bestimmtheitsmaß liegt im Wertebereich zwischen 0 und 1. Mit einem t-Test wurden die Beziehungen der Zeitreihen auf Zufälligkeiten bzw. Schein-Korrelationen überprüft (Signifikanzniveau von 1 Prozent).

Bundesbank. Eine Auswertung für diese Länderpaare ist somit nicht möglich. Die Deutsche Bundesbank hat jedoch mit einigen NZBen aus der zweiten Gruppe (mit der griechischen, niederländischen, österreichischen und portugiesischen) sowie mit der Gesamtheit der NZBen (hoch) positiv korrelierende Koeffizienten.⁵⁵⁶

Tabelle 6: Korrelationskoeffizienten und Bestimmtheitsmaße für die Entwicklung der Goldreserven (in Tonnen) der nationalen Zentralbanken von Januar 1999 bis Dezember 2005

Korrelationen (Bestimmtheitsmaß)	Eurosystem (ohne EZB)	Belgien	Deutschland	Frankreich	Griechenland	Niederlande	Österreich	Portugal	Spanien
Eurosystem (ohne EZB)	1,00	0,72	0,87	0,84	0,80	0,92	0,72	0,96	0,70
	(1,00)	(0,52)	(0,77)	(0,70)	(0,64)	(0,85)	(0,52)	(0,92)	(0,49)
Belgien	0,72	1,00	0,50	0,83	0,34	0,58	0,42	0,59	0,88
	(0,52)	(1,00)	(0,25)	(0,69)	(0,11)	(0,33)	(0,18)	(0,34)	(0,78)
Deutschland	0,87	0,50	1,00	0,57	0,78	0,92	0,91	0,88	0,43
	(0,77)	(0,25)	(1,00)	(0,33)	(0,61)	(0,84)	(0,82)	(0,77)	(0,19)
Frankreich	0,84	0,83	0,57	1,00	0,48	0,63	0,41	0,73	0,90
	(0,70)	(0,69)	(0,33)	(1,00)	(0,23)	(0,40)	(0,17)	(0,53)	(0,82)
Griechenland	0,80	0,34	0,78	0,48	1,00	0,87	0,61	0,86	0,33
	(0,64)	(0,11)	(0,61)	(0,23)	(1,00)	(0,75)	(0,38)	(0,73)	(0,11)
Niederlande	0,92	0,58	0,92	0,63	0,87	1,00	0,87	0,88	0,48
	(0,85)	(0,33)	(0,84)	(0,40)	(0,75)	(1,00)	(0,76)	(0,78)	(0,23)
Österreich	0,72	0,42	0,91	0,41	0,61	0,87	1,00	0,69	0,31
	(0,52)	(0,18)	(0,82)	(0,17)	(0,38)	(0,76)	(1,00)	(0,48)	(0,09)
Portugal	0,96	0,59	0,88	0,73	0,86	0,88	0,69	1,00	0,56
	(0,92)	(0,34)	(0,77)	(0,53)	(0,73)	(0,78)	(0,48)	(1,00)	(0,32)
Spanien	0,70	0,88	0,43	0,90	0,33	0,48	0,31	0,56	1,00
	(0,49)	(0,78)	(0,19)	(0,82)	(0,11)	(0,23)	(0,09)	(0,32)	(1,00)

Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis der Daten der ESZB-Reservestatistik.

- Die Korrelationskoeffizienten und Bestimmtheitsmaße der **Ländergruppe 2** (die belgische, französische, griechische, niederländische, österreichische, portugiesische und spanische NZB) zeigen ein sehr unterschiedliches Bild: Von den insgesamt 21 Länderpaaren sind lediglich elf hoch positiv miteinander korreliert.⁵⁵⁷ So deuten insbesondere die Koeffizienten der NZBen aus Belgien, Frankreich (mit einer teilweise schwächeren Ausprägung), den Niederlanden, Österreich und Portugal auf ein abgestimmtes Vorgehen hin.⁵⁵⁸

⁵⁵⁶ Die Werte des t-Tests bestätigen diese Hypothese.

⁵⁵⁷ Die Werte des t-Tests bestätigen diesen statistischen Zusammenhang.

⁵⁵⁸ Der t-Test untermauert diese Hypothese: Für sämtliche Länderpaare wird der kritische Wert deutlich überschritten, so dass die Hypothese einer Scheinkorrelation verworfen werden kann.

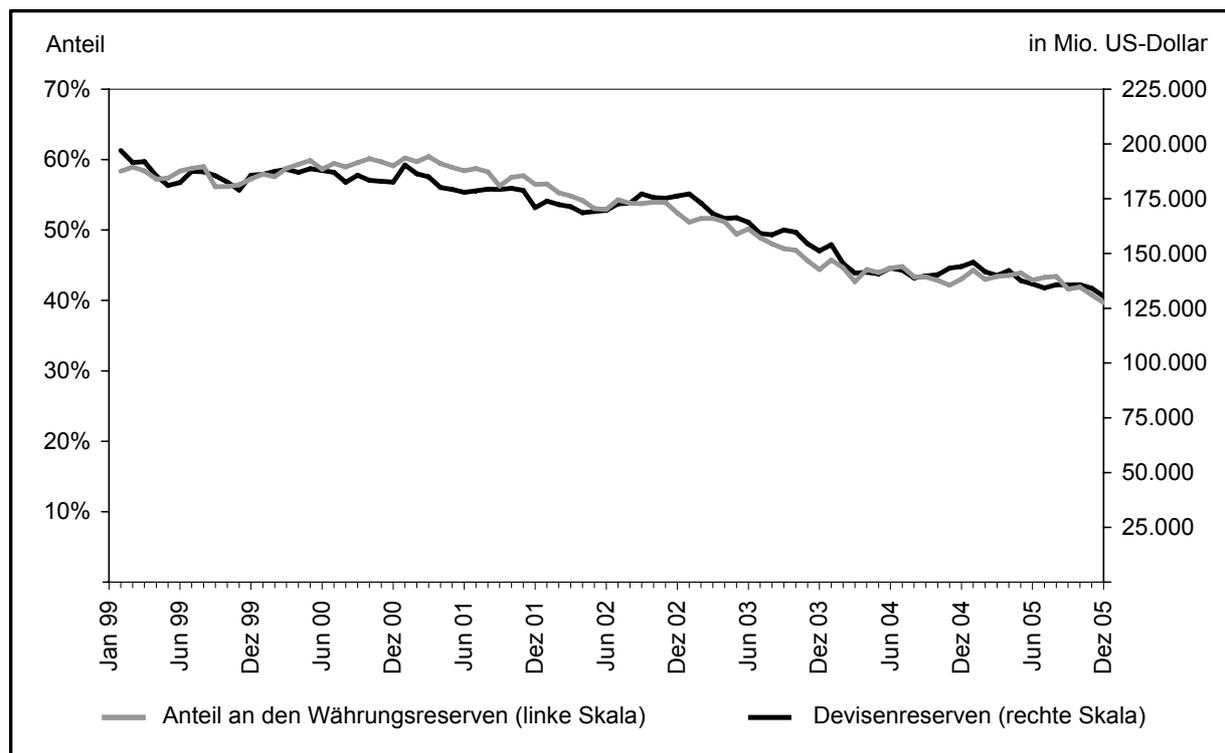
- Innerhalb der einzelnen Länderpaare haben die höchsten positiv korrelierenden Werte: Die Deutsche Bundesbank mit der De Nederlandsche Bank (0,92) und der Österreichischen Nationalbank (0,91), die Banque de France mit der Banco de España (0,90) sowie die National Banque de Belgique mit der Banco de España (0,88).⁵⁵⁹

Im Folgenden sind nunmehr die Reservestrategien bezüglich der Devisenbestände zu untersuchen.

4.2.2 Entwicklung der Devisenreserven

Im Kapitel 2 dieses Teils wurde aufgezeigt, dass mit der Euro-Einführung ein beträchtlicher Abbau der nationalen Devisenreserven einherging. Auch nach dem Beginn der EWU sind diese bis zum Ende des Jahres 2005 zunächst weiter kräftig gesunken, wie das *Schaubild 13* zeigt.

Schaubild 13: Entwicklung der Devisenreserven der nationalen Zentralbanken und deren Anteil an den Währungsreserven von Januar 1999 bis Dezember 2005



Quelle: Eigene Erstellung auf Basis der Daten der ESZB-Reservestatistik. Die Umrechnung der Euro-Beträge in US-Dollar erfolgte zum jeweiligen EZB-Referenzkurs am Monatsende.

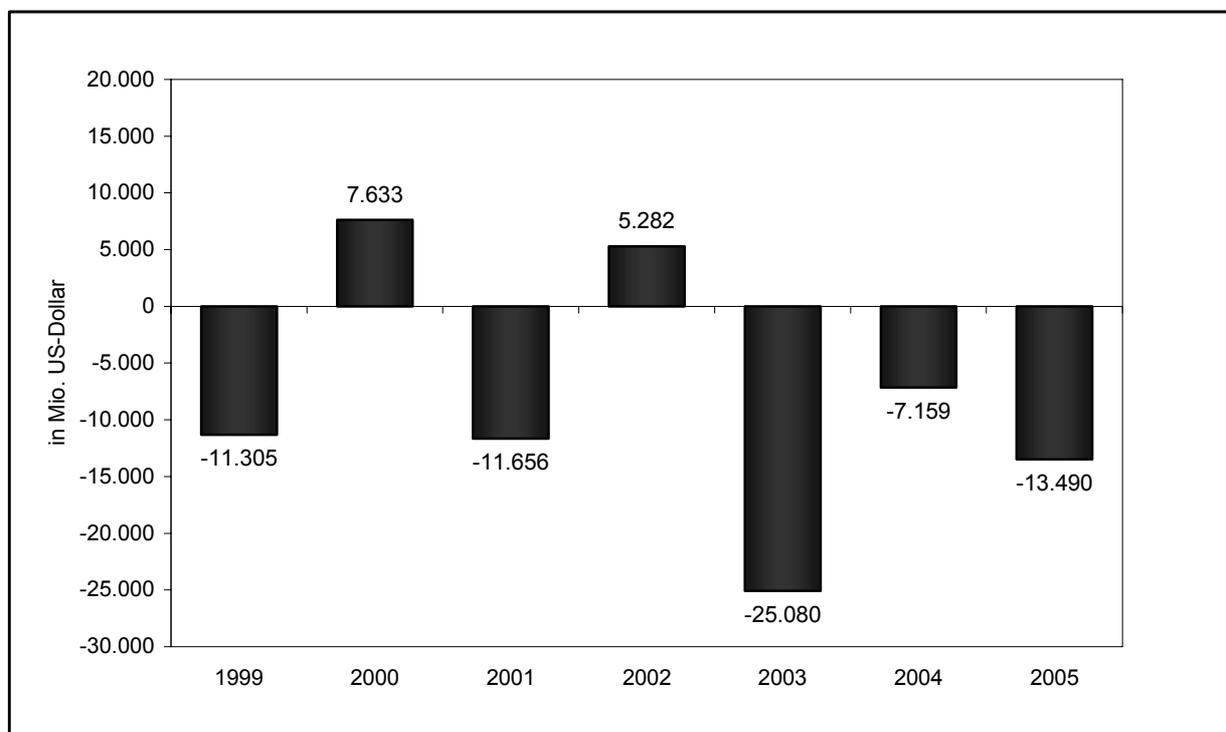
Im Vergleich zum Reservebestand von 197,0 US-Dollar (nach der Übertragung von Währungsreserven an die EZB per 31. Januar 1999) verringerte sich das Bestandsvolumen

⁵⁵⁹ Bei den beiden letztgenannten Länderpaaren ergibt sich der hohe Koeffizient aus der Tatsache, dass diese NZBen ihre Bestände nur in wenigen Perioden anpassten. Sie sind daher statistisch nicht aussagekräftig.

zum Jahresende 2005 um rund 66,5 US-Dollar bzw. um ein Drittel auf 130,5 US-Dollar. Der Abbau verlief in den einzelnen Jahren aber nicht stetig, sondern kann in zwei unterschiedliche Phasen eingeteilt werden, wie aus dem *Schaubild 14* hervorgeht:

- In der ersten Phase, welche vier Jahre dauerte, wechselten sich Jahre mit einem Ab- und Aufbau der Devisenreserven zunächst ab.
- In der zweiten Phase, welche im Jahr 2003 begann, ist eine kontinuierliche Reduktion feststellbar. Der betragsmäßig höchste Rückgang erfolgte auch in diesem Jahr, nachdem der Euro gegenüber dem US-Dollar nach einem zweijährigen Aufwärtstrend auf ein vorläufiges Mehrjahreshoch angestiegen war.⁵⁶⁰

Schaubild 14: Jährliche Veränderung der Devisenreservebestände der nationalen Zentralbanken von Januar 1999 bis Dezember 2005



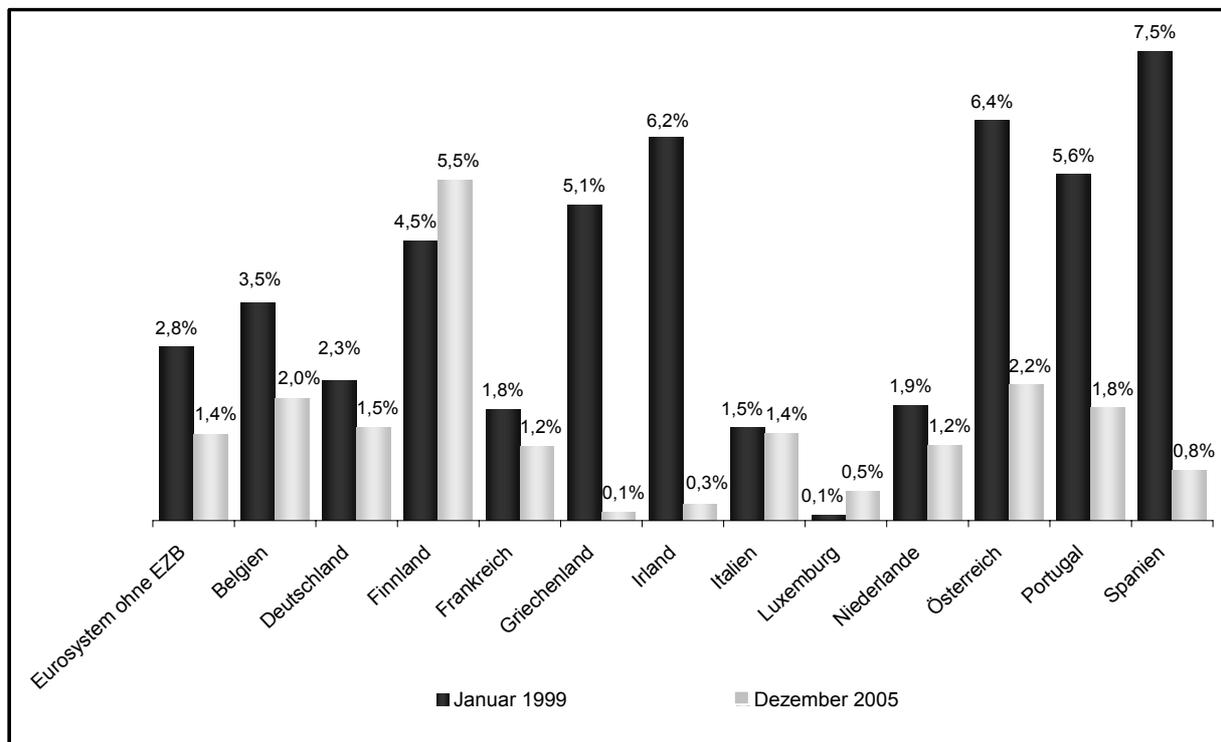
Quelle: Eigene Erstellung auf Basis der Daten der ESZB-Reservestatistik. Die Umrechnung der Euro-Beträge in US-Dollar erfolgte zum jeweiligen EZB-Referenzkurs am Jahresende.

Bei einer Betrachtung der Reserveränderungen ist zu berücksichtigen, dass bei der Euro-Einführung die Höhe der Devisenreserven in einzelnen Mitgliedstaaten des Eurosystems in

⁵⁶⁰ Demgegenüber erhöhten sich im Folgejahr die Devisenbestände der NZBen um rund 14,2 Mrd. US-Dollar, vor allem da die Banque de France im Jahr 2006 ihre Reserven kräftig aufgestockte. Diese stiegen gemäß ESZB-Reservestatistik um rund 16,3 Mrd. US-Dollar. Welche Überlegungen hierfür ausschlaggebend waren, kann jedoch nicht geklärt werden. Denn die französische NZB hat in ihrem Geschäftsbericht keine Informationen über die Motive ihres Reserveaufbaus veröffentlicht und eine diesbezügliche Anfrage des Verfassers wurde von ihr nicht beantwortet. Zudem erhöhten sich auch die niederländischen (um 1,3 Mrd. US-Dollar) und die spanischen (um 2,1 Mrd. US-Dollar) Bestände.

Bezug auf die Größe der Volkswirtschaften sehr unterschiedlich war. Ein Vergleich der BIP-Reservequoten zu Beginn des Jahres 1999 und am Jahresende 2005 zeigt, dass sich diese im gemeinsamen Währungsraum und in den meisten Teilnehmerländern signifikant reduziert haben, wie das *Schaubild 15* verdeutlicht. In Relation zum BIP hat sich die kumulierte Reservequote des Euroraums (ohne EZB) im Zeitraum von Januar 1999 bis Dezember 2005 von 2,8 auf 1,4 Prozent halbiert.

Schaubild 15: Vergleich der Höhe der Devisenreserven der nationalen Zentralbanken in Prozent des Bruttoinlandsprodukts im Januar 1999 und im Dezember 2005



Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis der Daten der ESZB-Reservestatistik und von Eurostat.

Wie das obige Schaubild belegt, differierten die Reservequoten zu Beginn des Eurosystems trotz des mit der Euro-Einführung einhergehenden Abbaus länderspezifisch sehr stark. Die Extremwerte markierten im Januar 1999 einerseits die spanische NZB mit einer Quote von 7,5 Prozent und – mit Ausnahme der besonderen Situation Luxemburgs – die italienische NZB mit einem Wert von 1,5 Prozent. Demgegenüber hat sich die Differenz zwischen der höchsten und der niedrigsten Reserverelation deutlich vermindert: Zum Ultimo 2005 steckten die Bank of Finland mit einer Quote von 5,5 Prozent und die Bank of Greece mit einer von 0,1 Prozent die Ober- bzw. Untergrenze in der EWU ab. Überdies haben die länderspezifischen Streuungen um den Mittelwert des gemeinsamen Währungsraumes signifikant abgenommen: Lag diese im Januar 1999 noch bei 2,3 Prozent, so hat sich die Standardab-

weichung zum Jahresultimo 2005 um fast 1 Prozentpunkt auf 1,4 Prozent verringert. Darüber hinaus wird Folgendes aus dem Schaubild 15 deutlich:

- In erster Linie haben die NZBen mit einer überdurchschnittlich hohen Reservequote (Ausnahme Finnland) den Beitritt für einen erheblichen Abbau ihrer Devisenreserven genutzt. Hervorzuheben sind die NZBen aus Spanien (minus 6,7 Prozentpunkte), aus Irland (minus 5,9 Prozentpunkte), aus Griechenland (minus 5,0 Prozentpunkte), aus Österreich (minus 4,2 Prozentpunkte) sowie aus Portugal (minus 3,8 Prozentpunkte). Somit haben vor allem die „kleineren“ NZBen mit den vergleichsweise höchsten Reservequoten eine Reduktion ihrer relativen Devisenbestände vorgenommen. Diejenigen NZBen mit den betragsmäßig höchsten Drittwährungsbeständen (Deutsche Bundesbank, Banca d'Italia, Banque de France) hingegen haben ihre am BIP gemessenen Reservequoten, welche bereits zur Euro-Einführung deutlich unter dem EWU-Durchschnitt lagen, nur geringfügig nach unten angepasst bzw. im Falle der italienischen NZB konstant gehalten.⁵⁶¹
- Lediglich vier NZBen (die belgische, deutsche, portugiesische und österreichische) hielten zum Jahresende 2005 noch Reservequoten, welche leicht über dem Mittelwert des Euro-raums lagen.
- Nur zwei NZBen (aus Finnland und Luxemburg) erhöhten EWU-atypisch die Reservequoten.
- Zum Ende des Analysezeitraums scheint sich eine Art „Benchmark“ für eine angemessene Reservequote etabliert zu haben, auch wenn einige NZBen von dieser teilweise deutlich nach oben oder unten abweichen. Diese liegt in einer Bandbreite zwischen 0,5 und 1,5 Prozent des BIP eines Landes.

Im Folgenden werden die nationalen Reservepolitiken seit dem Beginn der EWU vertiefend analysiert.

4.2.2.1 Länderspezifische Reservestrategien

Die Entwicklung der Devisenbestände in den Mitgliedstaaten wurde maßgeblich sowohl von der Wechselkursentwicklung der Reservewährungen in den Reserveportfolios als auch von den aktiven Dispositionen der NZBen bestimmt. Die diesbezüglich von den NZBen bereitgestellten Informationen lassen jedoch im Gegensatz zu den verfügbaren Mengendaten der

⁵⁶¹ Eine Veränderung der BIP-Reservequote dieser Länder hätte auch aus einer sehr divergierenden Konjunktur-entwicklung in den Mitgliedstaaten resultieren können. Deren BIP-Wachstum verlief jedoch seit dem Beginn der EWU weitestgehend gleichgerichtet: So lagen die jahresdurchschnittlichen Wachstumsraten des BIP im Zeitraum der Jahre von 1999 bis 2005 in Deutschland und Italien bei 1,2 Prozent, während Frankreich einen durchschnittlichen Anstieg des BIP von 2,1 Prozent p. a. verzeichnete.

Goldreserven keine generellen Rückschlüsse darauf zu, ob die Bestandsveränderungen vorrangig dispositionsbedingt waren oder aber auf Marktpreisschwankungen der Aktiva – insbesondere auf Wechselkursbewegungen der Anlagewährungen – zurückzuführen sind.⁵⁶² Denn eine Reihe von NZBen veröffentlicht in ihren Publikationen teilweise nur sehr allgemein gehaltene Angaben zu den Reservegeschäften. Die Mehrzahl der Institute publiziert jedoch zumindest Basisinformationen, die einige Aufschlüsse darüber zulassen, ob die Veränderungen der Reservevolumina vorrangig transaktionsbedingt waren oder aber aus Wertänderungen der Devisenbestände resultierten.

Aus den Daten wird vor allem sichtbar, dass einige größere Reservehalter das Volumen ihrer Brutto-Währungsreserven im Zeitraum von Januar 1999 bis Dezember 2005 kräftig reduzierten.⁵⁶³ Ebenso haben einige „kleinere“ NZBen ihre Bestände teilweise drastisch vermindert. Insgesamt können in der EWU hinsichtlich der Bestandsveränderungen drei Gruppen unterschieden werden.

In der **ersten Gruppe** sind jene NZBen vertreten, welche die stärksten absoluten und prozentualen Rückgänge aufweisen:

- Deutsche Bundesbank – von 51,9 auf 39,8 Mrd. US-Dollar (minus 23,3 %).
- Banco de España – von 47,7 auf 8,6 Mrd. US-Dollar (minus 82,0 %).
- Österreichische Nationalbank – von 14,5 auf 6,3 Mrd. US-Dollar (minus 56,6 %).
- Banque Nationale de Belgique – von 9,4 auf 6,9 Mrd. US-Dollar (minus 26,6 %).
- Banco de Portugal – von 6,9 auf 3,2 Mrd. US-Dollar (minus 53,6 %).
- Bank of Greece – von 6,4 auf 0,3 Mrd. US-Dollar (minus 95,3 %).
- Central Bank of Ireland – von 5,7 auf 0,5 Mrd. US-Dollar (minus 91,2 %).

Die **Deutsche Bundesbank** hält seit der Euro-Einführung die höchsten Reservebestände in der EWU. Da sie ihre Devisenreserven nahezu ausschließlich in US-Dollar anlegt, geben die jährlichen Salden einen verhältnismäßig guten Einblick in die transaktionsbedingten Anpassungen.⁵⁶⁴ Der Rückgang der Devisenbestände um insgesamt 12 Mrd. US-Dollar bzw. um rund ein Viertel ist bemerkenswert. Die deutsche Reservepolitik war in den vergangenen Jahren darauf ausgerichtet, insbesondere in den Marktphasen einer Dollarstärke gegenüber dem Euro die Bestände abzubauen. Im ersten Jahr der EWU hat sie zunächst deren Höhe nach

⁵⁶² Bei den Goldreserven hingegen geben die Mengenbestände einen direkten Einblick in die Dispositionen der NZBen.

⁵⁶³ Die Umrechnung der Euro-Beträge in US-Dollar erfolgte zum jeweiligen EZB-Referenzkurs am Monatsultimo.

⁵⁶⁴ Die Deutsche Bundesbank hält traditionell ihre Devisenreserven vorrangig in US-Dollar und einen geringen Anteil in Yen. Andere Währungen hatten bislang im Reservemanagement keine Bedeutung. Zum Ende des Jahres 2005 waren gut 98 Prozent in US-Dollar und knapp 2 Prozent in Yen investiert; vgl. dazu Deutsche Bundesbank: Geschäftsbericht 2005, a. a. O., S. 134. Im folgenden Teil, Kapitel 3.2.1.2, wird die Entwicklung der deutschen Devisenreserven auch unter Einschluss des Jahres 2006 untersucht.

der Übertragung ihres Reserveanteils an die EZB weitgehend konstant gehalten.⁵⁶⁵ Im folgenden Jahr hat die Deutsche Bundesbank den aus der signifikanten Höherbewertung der US-Valuta resultierenden Reserveanstieg dazu genutzt, ihre Dollarbestände um rund 3 Mrd. US-Dollar zu vermindern.⁵⁶⁶ Im Jahr 2001 erfolgte die wesentliche Verringerung der Bestände. Denn in diesem Jahr hat die Deutsche Bundesbank ihre Devisenreserven um rund 6 Mrd. US-Dollar reduziert.⁵⁶⁷ Damit hat sie die Wechselkurspolitik der EZB, welche in diesem Zeitraum auf eine Stabilisierung des Euro gegenüber der US-Währung abzielte, indirekt unterstützt.⁵⁶⁸ Durch die Reservetransaktionen hat sie in diesem Geschäftsjahr in einem erheblichen Umfang Kursgewinne auf ihre Devisenreserven in Höhe von rund 3,5 Mrd. Euro realisiert.⁵⁶⁹ In den folgenden drei Jahren hat die deutsche NZB ihre Devisenbestände nur geringfügig angepasst. Per Saldo wurden in den Jahren von 2002 bis 2004 jeweils ca. 1 Mrd. US-Dollar p. a. verkauft.⁵⁷⁰ Durch den Abbau der Devisenreserven überschritt im Jahr 2003 erstmals seit dem Jahr 1970 der Anteil der Goldreserven (47,5 Prozent) denjenigen der Devisenreserven (42,5 Prozent).⁵⁷¹ Demgegenüber war der Drittwährungsbestand im Jahr 2005 nahezu unverändert.⁵⁷²

Das Volumen der Devisenreserven der **Banco de España** hat sich im Vergleich der hier betrachteten NZBen wertmäßig am stärksten reduziert. So sanken diese seit der Euro-Einführung um ca. 39,1 Mrd. US-Dollar oder um rund 82 Prozent. Die spanische NZB hat mit einer Quote von 59 Prozent den „Löwenanteil“ zum Abbau der Devisenreserven in der EWU (minus 66,5 Mrd. US-Dollar) beigesteuert. Da sie die jährliche Veränderung ihrer Devisenpositionen detailliert aufschlüsselt, wird ersichtlich, in welchem Ausmaß die Bestände durch Transaktionen oder durch Wertschwankungen bzw. weitere Faktoren (z. B. Zinseinnahmen),

⁵⁶⁵ Vgl. Deutsche Bundesbank: Geschäftsbericht 1999, a. a. O., S. 183.

⁵⁶⁶ Vgl. Dies.: Geschäftsbericht 2000, Frankfurt a. M. 2001, S. 179.

⁵⁶⁷ Vgl. ebenda, S. 202. Unter Einbeziehung von Repo-Transaktionen sank die Position netto sogar um 7,4 Mrd. US-Dollar; vgl. ebenda, S. 202 f.

⁵⁶⁸ Der amtierende Präsident der Deutschen Bundesbank, A. A. Weber, sprach in diesem Zusammenhang davon, dass die Dollarverkäufe „... **im Nebeneffekt einen gewissen Stützungseffekt für den Euro** zur Folge [hatten].“ Dies.: Protokoll der Jahresabschluss-Pressekonferenz der Deutschen Bundesbank am 15. März 2005, Pressenotiz, Frankfurt a. M., 15.3.2005, www.bundesbank.de/download/presse/presenotizen/2005/20050315_protokoll.pdf (Stand: 11.4.2007, S. 16). Angesichts der Tatsache, dass das Volumen der Transaktionen ungefähr der Höhe des EZB-Interventionsbetrags im Jahres 2000 entsprach, ist daher durchaus vorstellbar, dass die beiden Währungsbehörden koordiniert vorgehen.

⁵⁶⁹ Vgl. Dies.: Geschäftsbericht 2001, a. a. O., S. 213.

⁵⁷⁰ Diese sanken im Jahr 2002 um 1,1 Mrd. US-Dollar; vgl. Dies.: Geschäftsbericht 2002, a. a. O., S. 185; im Jahr 2003 fielen sie um rund 1,4 Mrd. US-Dollar; vgl. Dies.: Geschäftsbericht 2003, a. a. O., S. 190; im folgenden Jahr reduzierten sich die Bestände um ca. 1,2 Mrd. US-Dollar; vgl. Dies.: Geschäftsbericht 2004, a. a. O., S. 161.

⁵⁷¹ Die restlichen 10 Prozent entfielen auf IWF-Aktiva.

⁵⁷² Vgl. Dies.: Geschäftsbericht 2005, a. a. O., S. 134.

beeinflusst wurden.⁵⁷³ Schwerpunktmäßig hat die Banco de España ihre Devisenreserven in insgesamt drei Phasen vermindert: Im zweiten Quartal 1999, im gesamten Jahr 2003 und in den ersten vier Monaten des Jahres 2004. Im Geschäftsbericht des Jahres 1999 erläutert sie, dass die in diesem Jahr feststellbare Reduktion des Bestands im Anschluss an die EZB-Dotierung in Höhe von insgesamt 16,3 Mrd. US-Dollar vor allem durch die Auflösung von Devisen-Swap-Transaktionen aus dem Vorjahr bestimmt wurde. Daher entfiel nur etwa ein Drittel des oben genannten Volumens auf effektive Abgaben.⁵⁷⁴ In den folgenden drei Jahren hat sie ihren Devisenreserven nahezu konstant gehalten.⁵⁷⁵ Im Jahr 2003 hat sie dann – trotz der ausgeprägten Schwäche der US-Währung, auf die der weitaus größte Teil der Bestände entfiel – den stärksten Abbau ihrer Devisenreserven im Gegenwert von ca. 15,1 Mrd. US-Dollar vorgenommen.⁵⁷⁶ Ebenso wurden im Jahr 2004 bei einem anhaltend kräftigen Aufwärtstrend des Euro prozyklisch weitere Fremdwährungsbestände in Höhe von rund 5,0 Mrd. US-Dollar veräußert.⁵⁷⁷ Im Geschäftsjahr 2005 hingegen waren die Verkäufe mit ca. 1,5 Mrd. US-Dollar verhältnismäßig gering.⁵⁷⁸ Die Banco de España hat somit die reservepolitischen Vorteile der EWU konsequent genutzt: War sie zu Beginn des Eurosystems die NZB mit der höchsten BIP-Reservequote (7,5 Prozent), so lag diese Relation zum Ende des Jahres 2005 mit 0,8 Prozent auf einem vergleichsweise sehr niedrigen Niveau. Die NZB führt in ihren Geschäftsberichten nicht aus, welche Überlegungen hinter dem Reserveabbau standen. Ein wesentliches Motiv dürfte jedoch das hohe Währungsrisiko gewesen sein. Denn das spanische Devisen-Portfolio besteht seit dem Beginn der EWU zu fast 100 Prozent aus kurzfristigen US-Dollaranlagen.⁵⁷⁹ Wie die NZB in ihren Berichten darlegt, wurde deswegen die Liquidität aus den Verkäufen der Fremdwährungsaktiva in Euro-Anlageinstrumente investiert.

Die Bestände der **Österreichischen Nationalbank** sanken mit einem Betrag von rund 8,2 Mrd. US-Dollar oder rund 57 Prozent ebenfalls erheblich. In den teilweise sehr ausführlichen Kommentierungen zu den Motiven ihrer Reservpolitik betont sie, dass die Verkäufe vor

⁵⁷³ In Verbindung mit den monatlichen Daten der ESZB-Reservestatistik kann somit sowohl die Höhe als auch der Zeitraum der Geschäfte mit den Devisenreserven vergleichsweise genau nachvollzogen werden.

⁵⁷⁴ Vgl. Banco de España: Annual Report 1999, Madrid 2000, S. 108 und S. 122. Die Devisen-Swaps, welche im Vorjahr den spanischen Reservebestand erhöhten, wurden in der ersten Hälfte des Jahres 1999 fällig.

⁵⁷⁵ Bemerkenswert ist allerdings, dass sie im Geschäftsjahr 2002 ihre Reserven um rund 2 Mrd. US-Dollar erhöhte; vgl. Dies.: Annual Report 2002, Madrid 2003, S. 144. Möglicherweise hat hierbei die Überlegung eine Rolle gespielt, den in diesem Jahr wertmäßig sehr stark gesunkenen Rückgang der vorwiegend in US-Dollar gehaltenen Aktiva abzufedern. Denn aufgrund der Eurostärke sank der Wert ihrer Devisenreserven erheblich um ca. 5,0 Mrd. Euro.

⁵⁷⁶ Vgl. Dies.: Annual Report 2003 - Annual Accounts of the Banco de España, Madrid 2004, S. 13.

⁵⁷⁷ Vgl. Dies.: Annual Report 2004 - Annual Accounts of the Banco de España, Madrid 2005, S. 13.

⁵⁷⁸ Vgl. Dies.: Annual Report 2005, a. a. O., S. 207. Anzumerken ist, dass die spanische NZB in ihren Geschäftsberichten der Jahre 2003 und 2004 die Gliederung anpasste und sich daher auch die Seitenangaben zu den Erläuterungen der Bilanz sowie der Gewinn- und Verlustrechnung änderten.

⁵⁷⁹ Vgl. beispielgebend Dies.: Annual Report 2004 ..., a. a. O., S. 13 und S. 24.

allem deswegen erfolgten, um die Reserverelationen des Landes dem Durchschnitt des Eurosystems – gemessen am BIP – anzugleichen:⁵⁸⁰ So belief sich die österreichische Quote zu Beginn der EWU auf einen Wert von 6,4 Prozent; sie lag damit signifikant über dem Durchschnitt im Währungsraum (2,8 Prozent); dies war nach der Banco des España die zweithöchste Quote im Eurosystem. Die österreichische NZB hat insbesondere in den Jahren von 2001 bis 2003 den Devisenbestand erheblich reduziert. Durch den Reserveabbau lag ihre Quote per Ende 2005 mit einem Wert von 2,2 Prozent nur noch geringfügig über dem Mittelwert der NZBen von 1,4 Prozent. Als weiteres zentrales Motiv ihrer Reservestrategie betont die Österreichische Nationalbank die Verminderung des Wechselkursrisikos. Daher wurde nicht nur der Devisenbestand insgesamt reduziert, sondern auch die Währungsstruktur erheblich modifiziert. Während sie zu Beginn der EWU überwiegend US-Dollar hielt, wurde in den Folgejahren ein Multiwährungsportfolio aufgebaut.⁵⁸¹ „Diese Anlagestrategie wurde zum richtigen Zeitpunkt und für die Märkte verträglich umgesetzt und erwies sich insgesamt auch im Vergleich zu den Partnern des Eurosystems als erfolgreich.“⁵⁸² Seit dem Geschäftsjahr 2004 ist der Umfang des Devisenbestands sodann nahezu konstant.⁵⁸³

Die Devisenreserven der **Banque Nationale de Belgique** haben sich seit dem Start des Eurosystems um insgesamt 2,5 Mrd. US-Dollar oder um rund 27 Prozent vermindert. Die belgische NZB ist eine der wenigen NZBen, die sehr detaillierte Angaben über die Veränderungen ihrer Reservepositionen macht. So schlüsselt sie diese zum einen danach auf, in welcher Höhe die Bestandsveränderungen dispositions- und / oder wertbedingt waren und zum anderen, welche Währungen von den Transaktionen betroffen waren. Darüber hinaus werden in den Geschäftsberichten seit dem Jahr 2002 präzise Angaben zum Management der Wechselkursrisiken veröffentlicht. Aus diesen Informationen wird ersichtlich, wie die NZB die Nettopositionen (Brutto-Währungsreserven abzüglich der Absicherungsgeschäfte) in den einzelnen Valuten steuert. In den ersten beiden Jahren wurden vor allem Yen-Aktiva, welche mit rund 16 Prozent eine vergleichsweise hohe Gewichtung hatten, in Euro umgeschichtet.⁵⁸⁴ In den Folgejahren hat sie schwerpunktmäßig in den Jahren 2003 (minus 1,1 Mrd. US-Dollar)

⁵⁸⁰ Vgl. Österreichische Nationalbank: Rede des Präsidenten A. Wala ..., a. a. O., S. 8.

⁵⁸¹ Vgl. Dies.: Geschäftsbericht 2003, a. a. O., S. 52.

⁵⁸² Dies.: Rede des Präsidenten Herbert Schimetschek anlässlich der Generalversammlung der Österreichischen Nationalbank am 13. Mai 2004, Beilage zum Geschäftsbericht 2003, a. a. O., S. 2.

⁵⁸³ Allerdings ist festzustellen, dass die NZB vor allem im Jahr 2007 ihre Bestände erheblich aufstockte (ca. 3,7 Mrd. US-Dollar gegenüber dem Jahresende 2006). Auf Anfrage des Verfassers erklärte sie jedoch, dass sie bezüglich ihrer Reservepolitik keine Auskünfte erteilt; vgl. Schreiben Ders. vom 28.2.2008.

⁵⁸⁴ Vgl. Banque Nationale de Belgique: Report 1999 - Annual Accounts, Brüssel 2000, S. 78 ; siehe auch Dies.: Report 2000 - Annual Accounts, Brüssel 2001, S. 77.

und 2005 (minus 0,8 Mrd. US-Dollar) ihre US-Dollarreserven abgebaut.⁵⁸⁵ Überdies wird seit dem Jahr 2002 ein vergleichsweise hoher Anteil der Fremdwährungsbestände durch außerbilanzielle Transaktionen gegen Wechselkursrisiken abgesichert, so beispielsweise im Jahr 2005.⁵⁸⁶ Durch die Erläuterungen in den Jahresberichten wird ersichtlich, dass die Verringerung des Wechselkursrisikos für den Bestandsabbau ursächlich war. In Bezug auf die BIP-Reserverelation hat die belgische NZB sowohl zu Beginn (3,5 Prozent) als auch zum Ende des Berichtszeitraums (2,0 Prozent) eine geringfügig höhere Quote als der Durchschnitt der NZBen.

Das Volumen der Devisenreserven der **Banco de Portugal** hat sich seit dem Start der EWU mit 3,7 Mrd. US-Dollar mehr als halbiert (minus 54 Prozent), obwohl diese bereits unmittelbar infolge der Euro-Einführung erheblich sanken.⁵⁸⁷ Die Reservepolitik kann als sehr fokussiert bezeichnet werden und basierte bis zum Jahr 2005 auf zwei Eckpfeilern: Erstens wurde zunächst die Währungsstruktur der Devisenbestände ab dem Jahr 2002 restrukturiert und vor allem der Anteil des US-Dollar zugunsten anderer Drittwährungen signifikant reduziert.⁵⁸⁸ Zweitens wurde in den Folgejahren die Reservepolitik neu ausgerichtet mit der Zielsetzung, zum einen die Wechselkursrisiken signifikant zu reduzieren, welche aufgrund des steigenden Euro-Außenwertes seit dem Jahr 2001 zu einer erheblichen Belastung für die Ertragslage der NZB wurden; zum anderen wurde eine Erhöhung des Zinsergebnisses durch die Umschichtung von Fremdwährungsanleihen in höher verzinsliche Euro-Anlagen angestrebt.⁵⁸⁹ Infolgedessen wurden die Drittwährungsbestände, welche bis zum Jahresende 2002 zunächst um rund 3,6 Mrd. US-Dollar kräftig anstiegen, signifikant abgebaut. Vor allem in den Jahren 2003 (minus 5,3 Mrd. US-Dollar) und 2005 (minus 1,4 Mrd. US-Dollar) sanken die Devisenreserven zugunsten von Euro-Anlagen in einem beträchtlichen Umfang.⁵⁹⁰ Durch die Verkäufe fiel die BIP-Reservequote kräftig: Lag diese noch zu Beginn der EWU bei 5,6 Prozent und war damit nahezu doppelt so hoch wie der Durchschnittswert der NZBen, so hat sich der Wert mit 1,8 Prozent dem durchschnittlichen Niveau von 1,4 Prozent im Eurosystem erheblich angenähert.

⁵⁸⁵ Siehe Banque Nationale de Belgique: Report 2003 - Annual Accounts, Brüssel 2004, S. 94; vgl. auch Dies.: Report 2005 - Annual Accounts, Brüssel 2006, S. 100.

⁵⁸⁶ Der Bestand wurde zu rund 64 Prozent gehedgt. Hierzu wurden vor allem Swap- und Termingeschäfte eingesetzt; vgl. ebenda, S. 99 und S. 121.

⁵⁸⁷ Siehe hierzu nochmals in diesem Teil, Kapitel 2.1.1.

⁵⁸⁸ Vgl. Banco de Portugal: Annual Report 2002, Lissabon 2003, S. 284, und Dies.: Annual Report 2003, a. a. O., S. 331. So wurden in erster Linie Britische Pfund, Kanadische Dollar, Schweizer Franken und nord-europäische Währungen erworben.

⁵⁸⁹ Vgl. ebenda, S. 296 und S. 308; siehe auch Dies.: Annual Report 2004, Lissabon 2005, S. 248.

⁵⁹⁰ Vgl. Dies.: Annual Report 2003, a. a. O., S. 320, und Dies.: Annual Report 2005, Lissabon 2006, S. 290.

Die **Bank of Greece** hat die Höhe ihrer Devisenreserven im betrachteten Zeitraum um insgesamt 6,1 Mrd. US-Dollar verringert und damit prozentual am stärksten angepasst (minus 95,3 Prozent). Diese NZB hatte ihre Fremdwährungsaktiva bereits auf dem Weg in das Eurosystem erheblich abgebaut. Diese Politik hat sie auch nach ihrem Beitritt kontinuierlich fortgesetzt. Daher verfügt die griechische NZB zum Jahresende 2005 mit einem Bestand in Höhe von 0,3 Mrd. US-Dollar kaum noch über nennenswerte Devisenreserven. Über ihre reservenpolitischen Motive veröffentlicht sie jedoch weder in ihren Geschäftsberichten noch in anderen Publikationen weiterführende Angaben. Im Gegensatz zu allen anderen NZBen erläutert die Bank of Greece in ihren Geschäftsberichten auch keine Veränderungen der Bilanzpositionen. Somit lassen sich keine weiteren Aussagen über ihre Reservestrategie ableiten.⁵⁹¹ Allerdings hatte sie bei ihrem Eintritt in die EWU zunächst eine überdurchschnittlich hohe BIP-Reservequote von 5,1 Prozent. Es liegt somit die Vermutung nahe, dass die Verkäufe zunächst auf eine Annäherung der Reserverelation an den EWU-Durchschnitt abzielten. Allerdings schwankten die Fremdwährungsbestände im Zeitablauf beträchtlich, so dass bis zum Jahr 2003 phasenweise auch ein Bestandsaufbau erfolgte. Seit diesem Jahr sanken die Devisenreserven der Bank of Greece dann aber in einem erheblichen Umfang. Mit einem BIP-Wert von 0,1 Prozent zum Ultimo 2005 hat sie in der EWU die absolut niedrigste Reservequote. Der Devisenbestand könnte somit nur in einem sehr begrenzten Umfang eine potenziell nicht auszuschließende weitere Einforderung von Währungsreserven durch die EZB abdecken, wenn die Bank of Greece ihre reservenpolitische Ausrichtung zukünftig nicht modifiziert.⁵⁹²

Die Reservebestände der **Central Bank of Ireland** fielen im Betrachtungszeitraum – vergleichbar mit denjenigen der griechischen NZBen – ebenfalls sehr stark um ca. 5,2 Mrd. US-Dollar bzw. um rund 91 Prozent. Die irische NZB verfolgt eine sehr transparente Informationspolitik.⁵⁹³ Aus den Reservestatistiken wird zudem ersichtlich, dass die Bestände sehr konzentriert in einzelnen Monaten stärker abnahmen: In insgesamt vier kurzen Intervallen – im März 1999 (minus 1,2 Mrd. US-Dollar), im Februar und März 2003 (minus 2,1

⁵⁹¹ Im Anhang zum Geschäftsbericht publiziert diese NZB atypisch nur ihre Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung. Wie die Bank of Greece in einem Schreiben vom 17.8.2006 an den Verfasser ausführt, möchte sie aus Gründen der Vertraulichkeit keine zusätzlichen Daten und Erläuterungen veröffentlichen. Die Bank erklärt auf eine weitere Anfrage in einem Schreiben vom 30.8.2006 an den Verfasser, dass sie auch grundsätzlich keine Informationen zu ihrer Reservpolitik bereitstellt. Die Kommunikationspolitik der griechischen NZBen steht somit weder in Einklang mit den weltweiten Bemühungen nach einer erhöhten Transparenz im Berichtswesen von Zentralbanken noch ist sie mit den Reportingstandards der NZBen kompatibel.

⁵⁹² Dies war jedenfalls auch bis zum Ende des Jahres 2007 nicht festzustellen.

⁵⁹³ Allerdings veröffentlicht diese NZB keine weitergehende Untergliederung über die Entwicklung der Fremdwährungsbestände, die Rückschlüsse darüber zulassen, in welcher Höhe diese z. B. durch Wechselkursänderungen und / oder durch Kursschwankungen der Aktiva beeinflusst wurden.

Mrd. US-Dollar), im Februar und März 2004 (minus 1,4 Mrd. US-Dollar) und zuletzt im November 2005 (minus 1,5 Mrd. US-Dollar) – verringerten sich die Devisenreserven substantiell. Die irische Reservequote hat sich folglich kräftig vermindert: Seit der Euro-Einführung bis zum Jahresende 2005 fiel die BIP-Quote von 6,1 auf 0,3 Prozent; sie ist damit die zweitniedrigste in der EWU. Auf Basis der aktuellen Reservebestände hält sie somit nur noch einen minimalen Devisenbestand, welcher im Falle einer weiteren EZB-Dotierung gegen Null tendieren würde. Die NZB erläutert in ihren Jahresberichten detailliert ihre Anlagephilosophie, vor allem in Bezug auf ihre Risikopolitik. Diese Ausführungen lassen Rückschlüsse auf die Motive für den erheblichen Reserveabbau zu. Im Geschäftsbericht des Jahres 1999 stellt sie beispielsweise dar, dass das Devisenportfolio zu Beginn der EWU vorrangig in US-Dollar investiert war.⁵⁹⁴ In den Folgejahren erläutert sie, dass das Reservemanagement stärker auf eine Reduzierung der Marktrisiken und vor allem auf eine Verringerung der Währungsrisiken und – damit einhergehend – der Ergebnisvolatilität in ihrer Gewinn- und Verlustrechnung ausgerichtet wurde. Als zentrale Steuerungsgröße für die Marktrisiken wird ein VaR-Ansatz eingesetzt.⁵⁹⁵ Die NZB hat aus diesen Gründen jedoch nicht nur große Teile ihrer Dollarbestände veräußert, sondern phasenweise auch durch die Beimischung weiterer Währungen den Diversifikationsgrad erhöht. Aus den Geschäftsberichten geht zudem hervor, dass im Verlauf der Jahre sukzessive aus den Drittwährungsverkäufen ein Euro-Portfolio aufgebaut wurde.⁵⁹⁶ Diese Anlagestrategie hat aber nicht nur den Vorteil, dass hierdurch potenzielle Währungsrisiken reduziert werden. Denn durch Anwendung der Bilanzierungsregeln des ESZB können andere Marktrisiken, welche z. B. aus Zinssteigerungen resultieren, vermieden werden, da seit dem Jahr 2003 ein Teil der Euro-Wertpapiere als held to Maturity-Instrument klassifiziert wird.⁵⁹⁷ Obligationen, welche dieser IFRS-Kategorie zugeordnet werden, haben den entscheidenden bilanziellen Vorteil, dass sie nicht mit den aktuellen Marktwerten, sondern mit den fortgeschriebenen Anschaffungskosten bewertet werden. Diese Bilanzierung wird für einige Aktiva durch ein Wahlrecht in den Rechnungslegungsstandards des ESZB ermöglicht.⁵⁹⁸

⁵⁹⁴ Vgl. Central Bank of Ireland: Annual Report 1999, a. a. O., S. 87 (Note 20).

⁵⁹⁵ Vgl. Dies.: Annual Report 2004, a. a. O., S. 40.

⁵⁹⁶ So belief sich der Wert des Euro-Portfolios zu Beginn der EWU auf rund 2 Mrd. Euro und derjenige des Devisen-Portfolios auf ca. 5,4 Mrd. Euro; vgl. Dies.: Annual Report 1999, a. a. O., S. 31. Zum Jahresende 2005 haben sich die Relationen spiegelbildlich verändert: Der Wert des Euro-Portfolios stieg auf 6,8 Mrd. Euro, derjenige des Devisen-Portfolios (ohne IWF-Aktiva) betrug nur noch knapp 0,5 Mrd. Euro. Die NZB hat gemäß den Erläuterungen in ihrem Geschäftsbericht zudem das Währungsrisiko ihrer Drittwährungsbestände nahezu vollständig abgesichert; vgl. Dies.: Annual Report 2005, Dublin 2006, S. 39 und S. 110.

⁵⁹⁷ Siehe ebenda, S. 39. In diese Kategorie hat die irische NZB per 31.12.2005 Wertpapiere im Wert von rund 2,0 Mrd. Euro eingruppiert; dies entsprach einem Anteil ihrer Euro-Anlagen von rund 30 Prozent.

⁵⁹⁸ So Dies. in einem Schreiben vom 8.5.2006 an den Verfasser.

In der **zweiten Gruppe** befinden sich jene NZBen, welche ihre Devisenreserven vergleichsweise geringfügig abgebaut haben:

- Banque de France – von 27,8 auf 24,0 Mrd. US-Dollar (minus 13,7 %).
- De Nederlandsche Bank – von 7,9 auf 7,2 Mrd. US-Dollar (minus 8,9 %).

Die Bestände der **Banque de France** nahmen seit dem Beginn der EWU mit Ausnahme der Jahre 1999 und 2004 kontinuierlich ab. Soweit dies aus den Geschäftsberichten ersichtlich wird, bestehen die französischen Devisenreserven nahezu ausschließlich aus US-Dollar-Aktiva.⁵⁹⁹ Da die NZB die Bestandsveränderungen jedoch nicht danach untergliedert, ob diese dispositions- oder wertbedingt waren, kann die Höhe des aktiven Reserveabbaus nicht exakt quantifiziert werden, zumal das Volumen ihrer Devisenbestände in den vergangenen Jahren auch erheblich durch die definitorische Abgrenzung bezüglich des Gebietsansässigenstatus beeinflusst wurde.⁶⁰⁰ Die Devisenreserven stiegen zunächst im Jahr der EZB-Erstdotierung um rund 6,1 Mrd. US-Dollar stärker an. Ziel dieser Aufstockung war es, die Höhe der Bestände nach der Euro-Einführung wieder auf das ursprüngliche Niveau zurückzuführen.⁶⁰¹ Während das Volumen im Jahr 2000 nur geringfügig abnahm, ist in den beiden Folgejahren jedoch ein kräftiger Rückgang festzustellen (2001: minus 5,8 Mrd. US-Dollar; 2002: minus 4,4 Mrd. US-Dollar). Im Gegensatz zu der Mehrheit der NZBen stiegen die Devisenreserven sodann bis zum Jahresbeginn 2005 wieder deutlich an. Demgegenüber sank der Reservebestand zum Jahresultimo 2005 gegenüber dem Vorjahr im Jahresverlauf wieder signifikant um rund 5,1 Mrd. US-Dollar.⁶⁰² Seit der Übertragung ihrer anteiligen Reserven an die EZB fiel die französische BIP-Reservequote von 1,8 auf 1,2 Prozent und liegt damit auf einem vergleichbaren Niveau wie jene der anderen „großen“ NZBen. Die Banque de France hat ebenso wie einige andere NZBen die frei werdende Liquidität für den Aufbau eines Euro-Portfolios genutzt. Dieses erreichte am Jahresende 2005 ein Volumen in Höhe von 18,1 Mrd. Euro und war zu diesem Zeitpunkt zu mehr als 50 Prozent in Anlageinstrumente investiert, welche der IFRS-Kategorie held to Maturity zuzurechnen sind.⁶⁰³

⁵⁹⁹ Die Banque de France veröffentlicht keine Angaben über die Währungsstruktur. Allerdings erläutert sie in ihren Geschäftsberichten bezüglich der jährlichen Veränderungen der Neubewertungsrücklage, dass diese in erster Linie durch die Wechselkursentwicklung des US-Dollar bedingt sind; vgl. beispielgebend Banque de France: Annual Report 2005, a. a. O., S. 55.

⁶⁰⁰ Im Geschäftsjahr 2005 z. B. sanken die offiziellen französischen Devisenreserven um 1,8 Mrd. Euro. Demgegenüber stiegen die Devisenforderungen gegenüber Gebietsansässigen der Eurozone, welche nicht den Währungsreserven zugerechnet werden, um 3,6 Mrd. Euro; vgl. ebenda, S. 60.

⁶⁰¹ Vgl. Dies.: Annual Report 1999, Paris 2000, S. 222 f.

⁶⁰² Wie bereits dargelegt, hat sie aber offenkundig seit dem Jahr 2005 eine Neuausrichtung ihrer Reservepolitik beschlossen und die Devisenreserven wurden seitdem wieder erheblich aufgebaut; siehe hierzu auch die Ausführungen im folgenden Teil, Kapitel 1.

⁶⁰³ Vgl. Dies.: Annual Report 2005, a. a. O., S. 55 f. Wie sie ausführt, können die NZBen allerdings jährlich nur einen limitierten Betrag in diese Position einstellen. Weitere Angaben hierzu wurden bislang jedoch weder von ihr noch von der EZB veröffentlicht.

Die Devisenreserven der **De Nederlandsche Bank** sind seit dem Eintritt in das Eurosystem geringfügig gesunken. Sie fielen nach der EZB-Dotierung zunächst bis zum Ultimo des Jahres 2001 auf einen Tiefstand von 5,9 Mrd. US-Dollar und sind seither wieder leicht angestiegen. Die Reserveaktiva sind vor allem in US-Dollar und Yen investiert.⁶⁰⁴ Die niederländische NZB ist eine der wenigen, die ihre jährlichen Reserverdispositionen ausführlich kommentiert. Für die Anpassung der Bestände führt sie in ihren Geschäftsberichten insbesondere folgende Faktoren auf: Im Jahr 1999 führte eine Erhöhung der IWF-Quote (minus 0,6 Mrd. US-Dollar) sowie eine Reklassifizierung der offiziellen Währungsreserven in die Bilanzposition der nicht-offiziellen Währungsreserven aufgrund der Gebietsansässigkeit der Kontrahenten (minus 1,0 Mrd. US-Dollar) zu einem Bestandsabbau.⁶⁰⁵ Im Folgejahr hat sie sodann ihre Devisenreserven wieder erhöht und zudem vorhandene Yen-Guthaben nahezu vollständig in US-Dollar umgeschichtet.⁶⁰⁶ Die Reserveschwankungen in den Jahren 2002 und 2003 waren vor allem wechselkursbedingt. Demgegenüber resultierte der Abbau im Jahr 2004 (minus 0,7 Mrd. US-Dollar) wiederum überwiegend aus einer Veränderung des Gebietsstatus der Kontrahenten.⁶⁰⁷ Die niederländische BIP-Reservequote lag zu Beginn des Eurosystems mit einem Wert von 1,9 Prozent deutlich unter dem EWU-Durchschnitt (2,8 Prozent). Infolge des vergleichsweise geringen Reserveabbaus der vergangenen Jahre lag diese Quote am Jahresende 2005 mit 1,2 Prozent nur unwesentlich unter dem Mittelwert des Eurosystems (1,4 Prozent).

Die NZBen der **dritten Gruppe** hingegen erhöhten ihre Devisenbestände:

- Banca d'Italia – von 19,2 auf 23,5 Mrd. US-Dollar (22,4 %).
- Bank of Finland – von 6,2 auf 10,1 Mrd. US-Dollar (62,9 %).
- Banque Centrale du Luxembourg – von 0 auf 0,2 Mrd. US-Dollar (·).

Die **Banca d'Italia** hat ihre Devisenreserven seit der Euro-Einführung im Gegensatz zu den anderen größeren NZBen aufgebaut. Die NZB erläutert aber weder in ihren Geschäftsberichten noch in anderen Veröffentlichungen, welche Überlegungen für diese Reservepolitik ausschlaggebend waren. Möglicherweise hatte die zu Beginn der EWU vergleichsweise niedrige italienische BIP-Reservequote von 1,5 Prozent diesbezüglich einen maßgeblichen Einfluss, so dass die Käufe darauf abzielten, diese in Relation zum BIP des Landes konstant zu halten. Während die italienischen Devisenreserven im ersten Jahr der Euro-Einführung zunächst noch leicht sanken, stiegen sie im Folgejahr transaktionsbedingt um rund 3,7 Mrd. US-Dollar signifikant an. Die Devisenkäufe zielten vorrangig darauf ab, den Bestand in der amerikanischen Währung gegenüber dem Vorjahr um rund 3,1 Mrd. US-Dollar aufzu-

⁶⁰⁴ Vgl. Visser, A.: *Recent Changes ...*, a. a. O., S. 421.

⁶⁰⁵ Siehe De Nederlandsche Bank: *Annual Report 1999*, a. a. O., S. 188.

⁶⁰⁶ Vgl. Dies.: *Annual Report 2000*, Amsterdam 2001, S. 216.

⁶⁰⁷ Vgl. Dies.: *Annual Report 2004*, a. a. O., S. 127.

stocken.⁶⁰⁸ Diese Strategie ist deshalb bemerkenswert, da sie möglicherweise nicht mit der Wechselkurspolitik der EZB in Einklang stand.⁶⁰⁹ In den folgenden Jahren schwankte das Volumen teilweise stärker und erreichte zur Jahresmitte 2004 mit 27,8 Mrd. US-Dollar den Höchststand im Berichtszeitraum. Nur die Deutsche Bundesbank hielt zu diesem Zeitpunkt höhere Devisenreserven. Seitdem sank der Bestand bis zum Ende des Geschäftsjahres 2005 wieder. Die italienische BIP-Reservequote lag mit einem Wert von 1,4 Prozent am Jahresende 2005 auf dem durchschnittlichen EWU-Niveau.

Obwohl die **Bank of Finland** nach der Euro-Einführung über eine vergleichsweise hohe Reservequote von 4,5 Prozent verfügte, stiegen ihre offiziellen Fremdwährungsbestände bis zum Ende der Berichtsperiode um mehr als 60 Prozent an. Die Aufstockungen wurden im Jahr 1999 und im Zeitraum der Jahre von 2001 bis 2004 durchgeführt. Am Ende des Jahres 2005 hatte sie mit einem Wert von 5,5 Prozent die höchste BIP-Quote. Zu den Gründen für diese Reservpolitik macht die NZB jedoch keine Angaben, obwohl sie z. B. in ihren Geschäftsberichten im Vergleich zu den anderen NZBen ihre Anlagepolitik (einschließlich einer detaillierten Performanceanalyse) sehr ausführlich kommentiert.⁶¹⁰ Es wäre daher möglich, dass die finnische NZB die Devisenreserven vorrangig aus Ertragsüberlegungen aufstockte. So wurden z. B. in den Jahren 2004 und 2005 rund 77 Prozent der gesamten Zinserträge durch die Veranlagung von Fremdwährungen erwirtschaftet.⁶¹¹ Zu Beginn des Jahres 2006 hat die Bank of Finland allerdings ihre Reservpolitik grundlegend neu ausgerichtet und die Devisenreserven um ca. 2,5 Mrd. US-Dollar bzw. um rund ein Viertel reduziert. Die NZB begründete diesen Strategiewechsel damit, dass sie die Wechselkursrisiken verringern möchte und die Entwicklung ihrer Bilanz bzw. ihrer Erträge „stabilisieren“ will.⁶¹² Offenkundig folgt sie somit der Mehrheit der NZBen und hat ihre Reservpolitik stärker risikopolitischen Überlegungen untergeordnet.

Für eine Beurteilung der Reservpolitik der **Banque Centrale du Luxembourg** ist anzumerken, dass Luxemburg vor der Euro-Einführung aufgrund der über viele Jahrzehnte bestehenden Währungsunion mit Belgien über keine eigenen Währungsreserven verfügte.⁶¹³ Die

⁶⁰⁸ Zudem hielt die italienische NZB zum Jahresende 2000 einen Anteil von rund 10 Prozent in Yen und von rund 3 Prozent in Schweizer Franken; vgl. Banca d'Italia: Ordinary General Meeting of Shareholders held in Rome on 31 May 2001 - Abridged Report for the Year 2000, Rom 2001, S. 266.

⁶⁰⁹ Auf diesen Aspekt wird in diesem Teil, Kapitel 4.3, gesondert eingegangen.

⁶¹⁰ In einem Schreiben vom 4.5.2006 an den Verfasser erklärt die Bank of Finland, dass sie zu ihrer Reservpolitik keine weiterführenden Details außerhalb ihrer Geschäftsberichte publiziert.

⁶¹¹ Vgl. Dies.: Annual Report 2004, a. a. O., S. 70, und Dies.: Annual Report 2005, Helsinki 2006, S. 80.

⁶¹² Vgl. Dies.: Bank of Finland amends Composition of its Financial Assets, Press Release, Nr. 14, Helsinki, 28.4.2006, http://www.bof.fi/eng/1_suomen_pankki/1.1_tiedotteet/1.1.1_SPtiedotteet/2006/index.asp?Page=060428rahoitusvarallisuus.stm (Stand: 29.9.2006).

⁶¹³ Die Nachbarländer unterzeichneten am 25.7.1921 den Vertrag über die Belgisch-Luxemburgische Wirtschaftsunion (Union Economique Belgo-Luxembourgeoise). Bereits nach dem Ersten Weltkrieg hatte sich

Banque Centrale du Luxembourg wurde als eigenständige Zentralbank erst im Juni 1998 errichtet, während zuvor das Institut Monétaire Luxembourgeois (IML) rudimentäre Zentralbankaufgaben wahrgenommen hatte. Zur Dotierung der EZB-Währungsreserven hat die luxemburgische von der belgischen NZB im Jahr 1998 insgesamt 11 Tonnen Gold auf dem Kreditweg erhalten. Da sie davon insgesamt 3 Tonnen auf die EZB übertrug, hat sie sich die anteilig bereitzustellenden Devisenreserven durch einen Verkauf des restlichen Goldbestands beschafft.⁶¹⁴ Daher hielt sie nach der EZB-Dotierung bis zum Jahr 2003 keine Fremdwährungsbestände. Erstmals im Jahr 2003 baute die NZB in einem sehr geringen Umfang ein Devisenportfolio auf. Nach ihren Angaben wurde aus „... verschiedenen Gründen geld- und währungspolitischer Natur unser eigener nationaler Bestand an eigener Fremdwährung aufgestockt.“⁶¹⁵ Sie hat seitdem ihre Devisenreserven schwerpunktmäßig in ein US-Dollar-Portfolio investiert.⁶¹⁶ Das Kaufprogramm wurde im Jahr 2005 abgeschlossen. Der Devisenbestand belief sich zum Jahresende 2005 auf insgesamt 166 Mio. US-Dollar und die BIP-Reservequote war mit einem Wert von 0,5 Prozent eine der niedrigsten im Eurosystem. Das Volumen ihrer Devisenreserven wäre allerdings – im Gegensatz zu dem Reservebestand der Bank of Greece – bei einer künftig nicht gänzlich auszuschließenden weiteren EZB-Dotierung ausreichend hoch.

Bei einer Gesamtbewertung der dargestellten Reservepolitiken ist zu berücksichtigen, dass im Rahmen dieser Arbeit – wie zu Beginn dieses Kapitels angemerkt – auf die Brutto-Währungsreserven und deren Veränderung Bezug genommen wird. In welchem Umfang die NZBen, z. B. für die Steuerung ihrer Marktrisiken, Nettopositionen in den einzelnen Währungen hielten, wird aus den Daten bzw. den Angaben in den Geschäftsberichten größtenteils nicht ersichtlich. Denn vor allem durch den Einsatz außerbilanzieller Transaktionen – zu nennen wären z. B. Währungs-Swaps oder Devisen-Terminkontrakte – können die Brutto- und Nettopositionen beträchtlich voneinander abweichen.⁶¹⁷ Die von einigen NZBen hierzu veröffent-

der Belgische Franc in Luxemburg de facto als Währung durchgesetzt; vgl. hierzu Elting, H.-H.: Die belgisch-luxemburgische Währungsassoziation - Die Auswirkungen der WWU auf das luxemburgische Währungsinstitut, hrsg. vom Europäischen Parlament, Task Force „Wirtschafts- und Währungsunion“, Luxemburg 1997, S. 3.

⁶¹⁴ Vgl. Schreiben der Banque Centrale du Luxembourg vom 28.4.2006 an den Verfasser; siehe dazu auch Banque Nationale de Belgique: Annual Report 1999 ..., a. a. O., S. 75.

⁶¹⁵ Schreiben der Banque Centrale du Luxembourg vom 10.4.2006 an den Verfasser.

⁶¹⁶ Vgl. Dies.: Annual Report 2004, a. a. O., S. 91.

⁶¹⁷ In den Statistiken des Eurosystems wird dies nur bedingt sichtbar, so dass der Differenzbetrag zwischen den Brutto- und Netto-Währungsreserven keinen vollständigen Überblick gibt. Denn außerbilanzielle Transaktionen werden in den ESZB-Statistiken nur dann erfasst, wenn sie als Gegenposten auch in der Gemeinschaftswährung abgerechnet werden; sämtliche außerbilanziellen Geschäfte, die ausschließlich in Drittwährungen fakturiert werden, müssen bislang nicht berücksichtigt werden. Nach Auskunft der EZB prüft die BIZ aber, ob diese bislang international übliche Praxis in der Bilanzierung solcher Transaktionen bei dem

lichten Angaben zeigen, dass sie in Abhängigkeit von ihrer Devisenmarkteinschätzung und Risikopolitik durch den Einsatz der oben genannten Instrumente ein sehr aktives Währungsmanagement betreiben.⁶¹⁸ Zudem eröffnen sich weitere Interpretationsspielräume durch die ESZB-Definition der Brutto-Währungsreserven, wie dies im Teil I, Kapitel 1.2, dargelegt wurde: So erläutert die De Nederlandsche Bank beispielsweise in ihrem Jahresbericht 2004, dass sie aufgrund einer gewünschten Verkürzung der durchschnittlichen Restlaufzeit ihres Reserveportfolios verzinsliche US-Dollaranleihen schwerpunktmäßig in US-Dollar-Terminanlagen gebietsansässiger Kreditinstitute des Euroraums getauscht hat. Somit wird dieser Anlagebetrag definitionsgemäß nicht mehr den „offiziellen“ Währungsreserven zugerechnet, sondern in die Position „Forderungen in Fremdwährungen an Ansässige im Euro-Währungsgebiet“ eingestellt. Die Gesamtsumme dieser Aktiva in der EWU belief sich beispielsweise in der konsolidierten Bilanz des Eurosystems zum Jahresende 2005 auf rund 23,7 Mrd. Euro bzw. auf ca. 17 Prozent der „offiziellen“ Devisenreserven.⁶¹⁹ Hierdurch eröffnen sich weitere Interpretationsspielräume sowohl bei einer Beurteilung der Höhe der gesamten Reservepositionen im Eurosystem als auch bei einer länderspezifischen Betrachtung.⁶²⁰

Hinsichtlich der Währungsstrukturen wird – soweit die NZBen diesbezüglich Angaben publizieren – sichtbar, dass sie vor allem ihre Dollarbestände maßgeblich reduziert haben. Eine Ausnahme ist die Deutsche Bundesbank und die Banque de France, die weiterhin in ihrem Devisen-Portfolio nahezu ausschließlich US-Dollar und kleinere Bestände in Yen halten. Das Gros der NZBen hat jedoch in den vergangenen Jahren eine Politik der Risikominimierung betrieben und systematisch die Fremdwährungsrisiken reduziert. Das im Vergleich zu den US-Finanzmärkten über viele Jahre höhere Zinsniveau in der EWU und die andersartigen Rechnungslegungsstandards des ESZB haben diese reservepolitischen Entscheidungen der NZBen zweifellos beeinflusst.

statistischen Ausweis der Netto-Währungsreserven geändert werden sollte; vgl. hierzu Schreiben der EZB vom 27.4.2006 an den Verfasser.

⁶¹⁸ So hielt beispielsweise die niederländische NZB zum Jahresende 2004 ein US-Dollar-Reserveportfolio in Höhe von 3.733 Mio. US-Dollar; gleichzeitig weist sie in ihren Erläuterungen des Geschäftsberichts 2004 darauf hin, dass sie mittels außerbilanzieller Transaktionen eine Netto-Verbindlichkeit in dieser Währung von 4.084 Mio. US-Dollar hat. Da sie in diesem Jahr weitere Vermögenswerte in US-Dollar besaß, welche nicht den Währungsreserven zuzurechnen waren, überstieg folglich der Absicherungsbetrag die Höhe der offiziellen Dollarreserven; vgl. De Nederlandsche Bank: Annual Report 2004, a. a. O., S. 127 und S. 139.

⁶¹⁹ Vgl. EZB: Jahresbericht 2005, a. a. O., S. 214. Am Jahresende 2006 erhöhte sich dieser Anteil geringfügig um 1 Prozentpunkt; vgl. Dies.: Jahresbericht 2006, a. a. O., S. 236.

⁶²⁰ Siehe hierzu auch die Ausführungen der De Nederlandschen Bank: Annual Report 2004, a. a. O., S. 127 f.

4.2.2.2 Korrelationsanalyse der Devisenreserven

Eine Auswertung der Korrelationskoeffizienten, welche auf Grundlage der Entwicklung der Reservevolumina von Januar 1999 bis Dezember 2005 berechnet wurden, bestätigt weitestgehend die im vorhergehenden Kapitel dargelegten, unterschiedlichen und länderübergreifenden Reservestrategien der drei NZB-Gruppen, wie aus der *Tabelle 7* hervorgeht.⁶²¹

Tabelle 7: Korrelationskoeffizienten und Bestimmtheitsmaße für die Entwicklung der Devisenreservebestände der nationalen Zentralbanken von Januar 1999 bis Dezember 2005

Korrelationen (Bestimmtheitsmaß)	Eurosistem (ohne EZB)												
	Belgien	Deutschland	Finnland	Frankreich	Griechenland	Irland	Italien	Luxemburg	Niederlande	Österreich	Portugal	Spanien	
Eurosistem (ohne EZB)	1,00 (1,00)	0,67 (0,46)	0,86 (0,74)	-0,90 (0,81)	0,50 (0,25)	0,91 (0,83)	0,93 (0,86)	-0,49 (0,24)	-0,92 (0,85)	-0,41 (0,17)	0,92 (0,85)	0,81 (0,66)	0,96 (0,92)
Belgien	0,67 (0,46)	1,00 (1,00)	0,56 (0,32)	-0,70 (0,49)	0,08 (0,01)	0,86 (0,75)	0,70 (0,49)	-0,57 (0,32)	-0,68 (0,46)	-0,28 (0,08)	0,64 (0,41)	0,66 (0,44)	0,76 (0,57)
Deutschland	0,86 (0,74)	0,56 (0,32)	1,00 (1,00)	-0,86 (0,75)	0,71 (0,50)	0,73 (0,53)	0,73 (0,53)	-0,65 (0,43)	-0,70 (0,49)	-0,25 (0,06)	0,92 (0,85)	0,51 (0,26)	0,79 (0,62)
Finnland	-0,90 (0,81)	-0,70 (0,49)	-0,86 (0,75)	1,00 (1,00)	-0,49 (0,24)	-0,80 (0,65)	-0,85 (0,73)	0,65 (0,42)	0,84 (0,71)	0,37 (0,13)	-0,92 (0,85)	-0,73 (0,53)	-0,89 (0,79)
Frankreich	0,50 (0,25)	0,08 (0,01)	0,71 (0,50)	-0,49 (0,24)	1,00 (1,00)	-0,19 (0,04)	0,40 (0,16)	-0,59 (0,34)	-0,27 (0,07)	-0,11 (0,01)	0,64 (0,41)	0,10 (0,01)	0,31 (0,09)
Griechenland	0,91 (0,83)	0,86 (0,75)	0,73 (0,53)	-0,80 (0,65)	-0,19 (0,04)	1,00 (1,00)	0,90 (0,80)	-0,21 (0,04)	-0,95 (0,90)	-0,56 (0,31)	0,82 (0,67)	0,95 (0,89)	0,93 (0,87)
Irland	0,93 (0,86)	0,70 (0,49)	0,73 (0,53)	-0,85 (0,73)	0,40 (0,16)	0,90 (0,80)	1,00 (1,00)	-0,52 (0,27)	-0,91 (0,82)	-0,47 (0,22)	0,86 (0,75)	0,88 (0,78)	0,89 (0,79)
Italien	-0,49 (0,24)	-0,57 (0,32)	-0,65 (0,43)	0,65 (0,42)	-0,59 (0,34)	-0,21 (0,04)	-0,52 (0,27)	1,00 (1,00)	0,38 (0,15)	0,19 (0,04)	-0,73 (0,53)	-0,38 (0,14)	-0,47 (0,22)
Luxemburg	-0,92 (0,85)	-0,68 (0,46)	-0,70 (0,49)	0,84 (0,71)	-0,27 (0,07)	-0,95 (0,90)	-0,91 (0,82)	0,38 (0,15)	1,00 (1,00)	0,53 (0,28)	-0,82 (0,67)	-0,90 (0,80)	-0,92 (0,84)
Niederlande	-0,41 (0,17)	-0,28 (0,08)	-0,25 (0,06)	0,37 (0,13)	-0,11 (0,01)	-0,56 (0,31)	-0,47 (0,22)	0,19 (0,04)	0,53 (0,28)	1,00 (1,00)	-0,34 (0,12)	-0,53 (0,28)	-0,41 (0,17)
Österreich	0,92 (0,85)	0,64 (0,41)	0,92 (0,85)	-0,92 (0,85)	0,64 (0,41)	0,82 (0,67)	0,86 (0,75)	-0,73 (0,53)	-0,82 (0,67)	-0,34 (0,12)	1,00 (1,00)	0,71 (0,50)	0,86 (0,74)
Portugal	0,81 (0,66)	0,66 (0,44)	0,51 (0,26)	-0,73 (0,53)	0,10 (0,01)	0,95 (0,89)	0,88 (0,78)	-0,38 (0,14)	-0,90 (0,80)	-0,53 (0,28)	0,71 (0,50)	1,00 (1,00)	0,82 (0,67)
Spanien	0,96 (0,92)	0,76 (0,57)	0,79 (0,62)	-0,89 (0,79)	0,31 (0,09)	0,93 (0,87)	0,89 (0,79)	-0,47 (0,22)	-0,92 (0,84)	-0,41 (0,17)	0,86 (0,74)	0,82 (0,67)	1,00 (1,00)

Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis der Daten der ESZB-Reservestatistik. Die Umrechnung der Euro-Beträge in US-Dollar erfolgte zum jeweiligen EZB-Referenzkurs am Monatsende.

Die Daten untermauern die Ergebnisse einer Studie aus dem Jahr 2001, welche allerdings aufgrund der Kürze des betrachteten Zeitraums statistisch nicht aussagefähig waren.⁶²² So sind die Korrelationskoeffizienten bzw. die Bestimmtheitsmaße der NZBen aus der **Länder-**

⁶²¹ Die Auswertung basiert auf den monatlich indexierten Devisenbeständen der NZBen (in US-Dollar). Die Methodik der Berechnung der statistischen Kennziffern und die zugehörige Überprüfung der Zeitreihen auf rein zufällige Zusammenhänge entsprechen der Vorgehensweise bei der Analyse der Goldbestände.

⁶²² Siehe dazu Pääkkönen, J.: Foreign Reserves in the Euro Area, Advanced Studies Working Paper, Nr. 373, hrsg. vom Kieler Institut für Weltwirtschaft, Kiel 2001. Die Berechnungen der Autorin bezogen sich insgesamt auf nur 24 Monatsdaten (Januar 1999 bis Dezember 2000).

gruppe 1 (Belgien, Deutschland, Griechenland, Irland, Österreich, Portugal, Spanien) mit dem Eurosystem (ohne EZB) signifikant hoch bis sehr hoch positiv.⁶²³ Demgegenüber belegen die statistischen Kennziffern der NZBen aus der **Ländergruppe 2** (Frankreich und die Niederlande), dass deren Reserveveränderungen entweder – im Falle der niederländischen NZB – negativ, oder – im Falle der französischen NZB – schwächer positiv ausgeprägt mit den kumulierten Reserveveränderungen der NZBen korrelieren.⁶²⁴ Die Werte für die NZBen aus der **Ländergruppe 3** (Finnland, Italien, Luxemburg) bestätigen deren Sonderstellung im Eurosystem: Deren Reserveveränderungen korrelieren im Analysezeitraum bedingt negativ oder hoch negativ mit jenen sämtlicher NZBen und haben – mit Ausnahme von Italien – ein hohes Bestimmtheitsmaß.⁶²⁵

Darüber hinaus wird deutlich, dass die Entwicklung der Reservebestände innerhalb der Ländergruppe 1 sehr eng miteinander verknüpft ist. Dieser Zusammenhang wird z. B. durch die hohen Korrelationskoeffizienten der Deutschen Bundesbank mit den anderen NZBen aus dieser Gruppe (mit der griechischen, irischen, österreichischen und spanischen) untermauert. Lediglich die Koeffizienten mit der belgischen und der portugiesischen NZB haben eine schwächere Ausprägung.

Der Korrelationskoeffizient der NZBen aus der Ländergruppe 2 (Banque de France und De Nederlandsche Bank) deutet mit einem Wert von minus 0,11 jedoch darauf hin, dass deren Reservepolitik nicht aufeinander abgestimmt war. Auch gegenüber den anderen NZBen ergibt sich kein einheitliches Bild: Die französische NZB hat nur mit der Deutschen Bundesbank und der Österreichischen Nationalbank hoch positive und statistisch signifikante Werte. Dies lässt den Schluss zu, dass die Banque de France ihre Reservepolitik zumindest phasenweise trotz einer unterschiedlichen Strategie mit der Deutschen Bundesbank abgestimmt hat. Gegenüber der Mehrzahl der NZBen – mit Ausnahme der Banca d'Italia (minus 0,59) und der Bank of Finland (minus 0,49) – sind die Werte statistisch jedoch schwach ausgeprägt. Im Falle der niederländischen NZB ist festzustellen, dass die Koeffizienten gegenüber sämtlichen NZBen unter dem Wertebereich von plus / minus 0,60 liegen und damit nur bedingt aussagekräftig sind. Die höchsten Ausprägungen des Koeffizienten werden mit der luxemburgischen (0,53), portugiesischen (minus 0,53), griechischen (minus 0,56) sowie irischen NZB (minus 0,47) erreicht.

⁶²³ Die Werte des t-Tests bestätigen für sämtliche NZBen aus der Gruppe 1 die Hypothese, dass deren Reservepolitiken bzw. die Bestandsveränderungen nicht zufällig sind und somit die Hypothese einer Schein-Korrelation abzulehnen ist.

⁶²⁴ Der t-Test zeigt allerdings für den Verlauf der französischen Reservebestände mit jenen der NZBen, dass die Zeitreihen in einer statistisch nachweisbaren Beziehung stehen. Denn der kritische Wert wird überschritten.

⁶²⁵ Die Ergebnisse des t-Tests bestätigen die enge Beziehung der Zeitreihen.

Die NZBen aus der Ländergruppe 3 weisen gegenüber den anderen Teilnehmern aus dem Euroraum nahezu durchgängig hohe negative Korrelationskoeffizienten mit einem hohen Bestimmtheitsmaß auf (Ausnahme: Italien und die Niederlande). Innerhalb dieser Gruppe korrelieren die Bestandsveränderungen mit Ausnahme des Länderpaars Italien und Luxemburg bedingt oder hoch positiv.⁶²⁶ Die statistischen Analysen bestätigen damit sowohl deren Sonderstellung im Eurosystem und lassen erkennen, dass diese NZBen tendenziell eine gleichgerichtete Reservepolitik verfolgten.

4.3 Vergleich der Reserveentwicklung der Europäischen Zentralbank und der nationalen Zentralbanken

Aufgrund der weitgehend passiven Goldpolitik der EZB bis zum Ende des Berichtszeitraums ist eine vergleichende Betrachtung der Entwicklung der Goldreserven mit jenen der NZBen nicht möglich. Daher wird in diesem Kapitel die Entwicklung bzw. Veränderung der Fremdwährungsbestände der EZB und der NZBen untersucht. Die Analyse verfolgt den Zweck, zwei zentrale Fragen zu beantworten:

- Erstens ist zu prüfen, ob und wenn ja, in welchem Umfang die Entwicklung der Devisenreservebestände einen Aufschluss über eine gleichgerichtete Reservepolitik im Eurosystem gibt.
- Zweitens ist zu analysieren, ob die Reservetransaktionen der NZBen mit den währungspolitischen Zielen des Eurosystems kompatibel waren.

Für die Beantwortung der **ersten Frage** werden in einem ersten Schritt die Korrelationskoeffizienten und Bestimmtheitsmaße berechnet. Die *Tabelle 8* auf der nächsten Seite zeigt die Ergebnisse, welche folgende Schlüsse zulassen: Mit einem Koeffizienten von 0,41 und einem Bestimmtheitsmaß von 0,16 ist die Reserveentwicklung der EZB mit derjenigen der NZBen im untersuchten Zeitraum nur schwach positiv korrelierend.⁶²⁷ Es wurde in diesem Teil in den Kapiteln 3.2 und 4.2.2.1 bereits ausgeführt, dass die Währungsbehörden im Eurosystem teilweise sehr unterschiedliche Reservestrategien verfolgten. Insgesamt haben sich die Drittwährungsbestände der NZBen seit der Euro-Einführung jedoch deutlich vermindert, während das Volumen der EZB-Devisenreserven über den gesamten Zeitraum vergleichsweise stabil war. Der niedrige Wert für den gesamten Zeitraum untermauert dieses Resultat. Lediglich der Korrelationskoeffizient mit der Deutschen Bundesbank ist hoch

⁶²⁶ Der t-Test bestätigt jedoch für das Länderpaar Italien und Luxemburg, dass keine Schein-Korrelation vorliegt.

⁶²⁷ Der t-Test erreicht allerdings einen Wert von 4,01 (kritischer Wert: 2,6371); damit ist auch in diesem Fall die Hypothese eines zufälligen Zusammenhangs abzulehnen.

positiv. Mit Einschränkungen gilt dies auch für die Werte mit der österreichischen, französischen und spanischen NZB.⁶²⁸ Für die Mehrheit der NZBen ist jedoch kein statistisch nachweisbarer Zusammenhang festzustellen. Bei einem Vergleich mit jenen NZBen, welche ihre Bestände seit der Euro-Einführung erhöht haben (Banca d'Italia, Bank of Finland, Banque Centrale du Luxembourg), sind die Korrelationskoeffizienten erwartungsgemäß negativ.

Tabelle 8: Korrelationskoeffizienten und Bestimmtheitsmaße für die Entwicklung der Devisenreservebestände der Europäischen Zentralbank und der nationalen Zentralbanken von Januar 1999 bis Dezember 2005

Korrelationen (Bestimmtheitsmaß)	NZBen	Belgien	Deutschland	Finland	Frankreich	Griechenland	Irland	Italien	Luxemburg	Niederlande	Österreich	Portugal	Spanien
EZB	0,41	0,27	0,63	-0,46	0,50	0,00	0,29	-0,49	-0,26	0,01	0,53	0,19	0,37
	(0,16)	(0,07)	(0,39)	(0,21)	(0,25)	(0,00)	(0,08)	(0,24)	(0,07)	(0,00)	(0,28)	(0,04)	(0,14)

Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis der Daten der ESZB-Reservestatistik. Die Umrechnung der Euro-Beträge in US-Dollar erfolgte zum jeweiligen EZB-Referenzkurs am Monatsende.

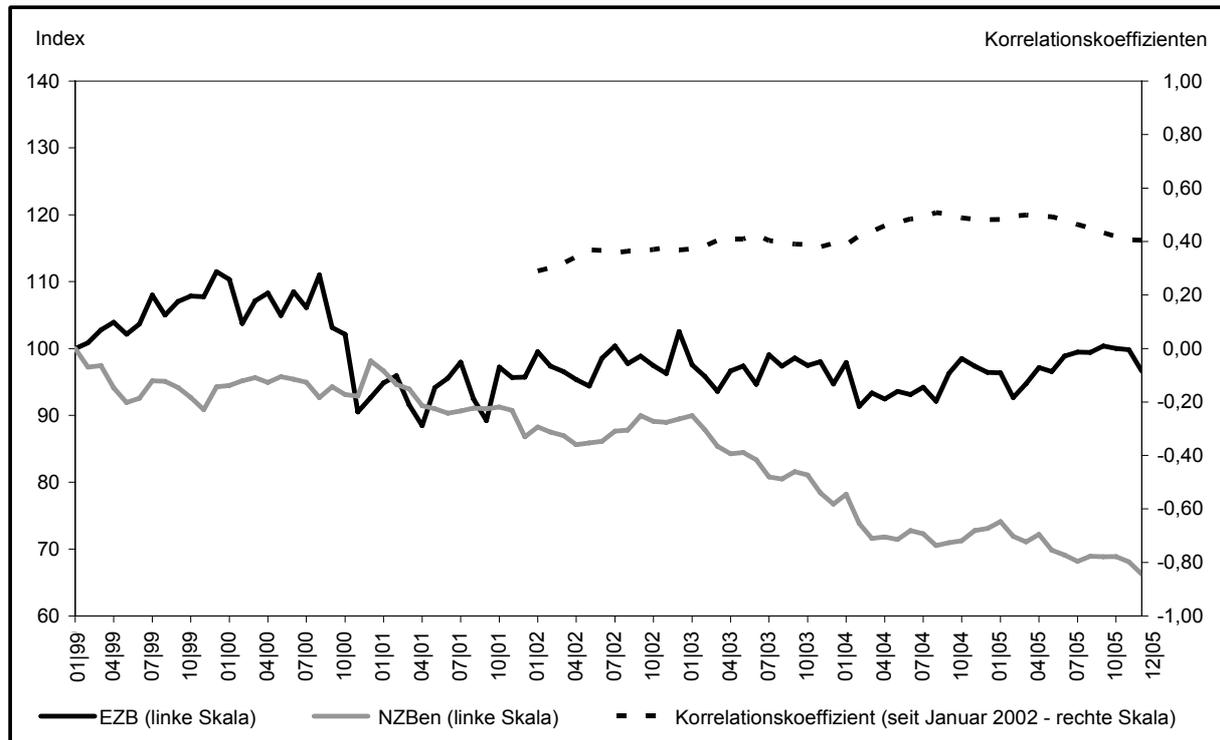
Dennoch ist denkbar, dass es seit dem Jahr 1999 Perioden gab, in denen die reservepolitischen Strategien zwischen der EZB und den NZBen stärker aufeinander abgestimmt waren und dies in der Entwicklung der (indexierten) Bestände bzw. dem Verlauf des Korrelationskoeffizienten sichtbar wird. Daher wird in einem zweiten Schritt die Veränderung des Korrelationskoeffizienten im gesamten Zeitraum untersucht. Wie das *Schaubild 16* auf der nächsten Seite zeigt, haben sich die Devisenbestände der EZB und der NZBen insbesondere seit dem Jahr 2003 sehr gegenläufig entwickelt.⁶²⁹ Während sich der Korrelationskoeffizient im dynamischen Verlauf bis zum Jahr 2004 zunächst auf einen Wert von ca. 0,5 erhöhte, hat der beschleunigte Reserveabbau der NZBen in der Folgezeit jedoch zu einem Rückgang des Koeffizienten geführt.⁶³⁰

⁶²⁸ Der t-Test bestätigt für die Länderpaare der EZB mit Deutschland, Frankreich, Österreich und Spanien, dass die Zeitreihen in einem engen Zusammenhang stehen und nicht zufällig sind.

⁶²⁹ In diesem Teil, Kapitel 4.2.2.1, wurde für den Zeitraum der Jahre von 1999 bis 2002 festgestellt, dass die Höhe der Devisenbestände der NZBen in den einzelnen Jahren keinen einheitlichen Verlauf zeigte und sich Phasen eines Ab- und Aufbaus zunächst abwechselten. Erst seit dem Jahr 2003 sind die Bestände der NZBen insgesamt gesunken.

⁶³⁰ Anstelle einer Betrachtung des Koeffizienten im Zeitablauf unter Bezugnahme auf die gesamte (fortschreitende) Periode kann auch ein **rollierender Korrelationskoeffizient** z. B. auf der Basis eines Dreijahreszeitraums, berechnet werden. Diese Vorgehensweise bringt die dynamischen Veränderungen des Koeffizienten in der gesamten Zeitperiode zum Ausdruck. Es zeigt sich dann z. B., dass der statistische Messwert im Zeitraum des Jahres 2001 bis zur Jahresmitte 2002 positiv war (ca. 0,4); ab diesem Zeitpunkt fällt der rollierende Koeffizient dann aber bis zum Jahresende 2003 auf einen negativen Wert von ca. minus 0,4. Innerhalb des Jahres 2004 erreichte der Koeffizient sodann ein Maximum von 0,6; bis zum Ende des Jahres 2005 sinkt er aber wieder und erreicht einen Wert nahe Null.

Schaubild 16: Entwicklung und Korrelation der indexierten Devisenreservebestände der Europäischen Zentralbank und der nationalen Zentralbanken von Januar 1999 bis Dezember 2005



Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis der Daten der EZB-Reservestatistik. Die Umrechnung der Euro-Beträge in US-Dollar erfolgte zum jeweiligen EZB-Referenzkurs am Monatsende.

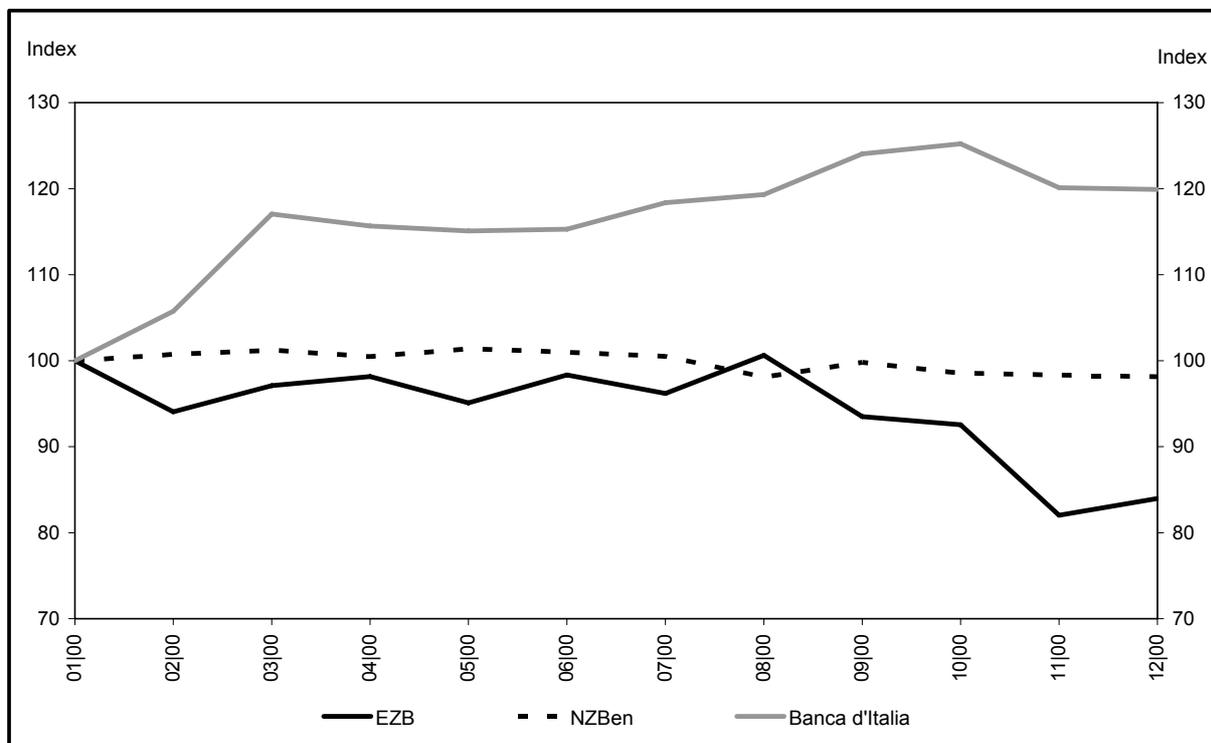
Für die Beantwortung der **zweiten Frage** ist in Erinnerung zu rufen, dass die EZB bei Fremdwährungsgeschäften der Mitglieder des Eurosystems, welche im Austausch gegen Euro erfolgen, die Möglichkeit einer begrenzten Einflussnahme hat, wenn diese Transaktionen mit den währungspolitischen Zielen des Eurosystems nicht kompatibel sind. Es ist zu vermuten, dass solche potenziellen Zielkonflikte insbesondere in solchen Phasen auftreten können, in denen die EZB am Devisenmarkt interveniert. Gegenläufige Devisentransaktionen einer NZB könnten in Abhängigkeit vom Volumen und dem zeitlichen Ablauf der Geschäfte unter Umständen den währungspolitischen Zielen der EZB zuwiderlaufen. Daher ist zu überprüfen, ob es möglicherweise während der Interventionen im dritten und vierten Quartal des Jahres 2000 derartige Reservegeschäfte gab.⁶³¹

Wie das *Schaubild 17* auf der nächsten Seite belegt, lässt ein Vergleich der Entwicklung der (indexierten) Fremdwährungsbestände der NZBen während der Euro-Schwäche des Jahres 2000 und insbesondere in der Zeitperiode kurz vor bzw. nach den EZB-Interventionen im September und im November 2000 jedoch nicht erkennen, dass „... some NCB's made an

⁶³¹ So das Ergebnis der bereits benannten Studie von Pääkkönen, J.: Foreign Reserves ..., a. a. O., S. 7.

opposite move in the markets, hence dampening the overall magnitude of the ECB's intervention almost by a third.⁶³²

Schaubild 17: Entwicklung der indexierten Devisenreservebestände der Europäischen Zentralbank, der nationalen Zentralbanken und der Banca d'Italia im Jahr 2000



Quelle: Eigene Erstellung auf Basis der Daten der ESZB-Reservestatistik. Die Umrechnung der Euro-Beträge in US-Dollar erfolgte zum jeweiligen EZB-Referenzkurs am Monatsende.

So verdeutlicht dieses Schaubild, dass die kumulierten Devisenbestände der NZBen während des Jahres 2000 nahezu konstant waren. Hingegen hat die italienische NZB im Verlauf dieses Jahres ihre Devisenreserven kräftig erhöht. Die vorwiegend in der amerikanischen Währung gehaltenen Reservebestände stiegen gegenüber dem Vorjahr um über 3,7 Mrd. US-Dollar und bis zum Ultimo Oktober sogar um 4,7 Mrd. US-Dollar an.⁶³³ Die US-Dollarkäufe der Banca d'Italia könnten daher den währungspolitischen Intentionen der obersten Währungsbehörde angesichts der von der EZB-Spitze in diesem Jahr mehrfach bekundeten massiven Unzufriedenheit mit der Kursentwicklung des Euro zuwidergelaufen sein. Möglicherweise hat die italienische Reservepolitik damit auch die Effizienz der Devisenmarkt eingriffe der EZB sowie der beteiligten Zentralbanken aus Drittstaaten in diesem Jahr signifikant beeinträchtigt.⁶³⁴

⁶³² Pääkkönen, J.: Foreign Reserves ..., a. a. O., S. 7.

⁶³³ Zum Jahresende 2000 bestanden die italienischen Devisenbestände zu rund 87 Prozent aus US-Dollar; vgl. Banca d'Italia: Ordinary General Meeting of Shareholders held in Rome on 31 May 2001..., a. a. O., S. 266.

⁶³⁴ Insofern wird deutlich, dass die EZB-Leitlinie zur Reserveverwaltung, welche in diesem Teil, Kapitel 4.1, dargestellt wurde, nur eine sehr eingeschränkte Wirkung haben.

Ebenso erhöhten sich in diesem Zeitraum die Bestände der irischen, niederländischen und portugiesischen NZB. Inwieweit dieser Anstieg jedoch dispositionsbedingt war oder aber durch andere Einflussgrößen wie z. B. durch Wechselkurseffekte von Drittwährungen in den Reserveportfolios, welche nicht in US-Dollar denominiert waren, zurückzuführen ist, kann nicht mit Gewissheit geklärt werden. Denn von diesen NZBen veröffentlichte im Jahr 2000 nur die De Nederlandsche Bank Details zur Währungsstruktur ihres Devisenportfolios. Allerdings lag der kumulierte Reservezuwachs dieser drei NZBen mit 875 Mio. US-Dollar unter einer für das Eurosystem kritischen „Schmerzgrenze“.

4.4 Management der Währungsreserven

Innerhalb der rechtlichen Vorgaben können die NZBen – wie bereits dargestellt – das Reservemanagement weitgehend selbständig durchführen. Denn die Anlagegeschäfte auf den ausländischen Finanzmärkten werden von der EZB-Richtlinie ausdrücklich ausgeschlossen, da sie keine direkten Auswirkungen auf die einheitliche Geldpolitik des Eurosystems haben.⁶³⁵ Somit sind die NZBen bei Verwaltung der Währungsreserven sowohl für die strategische Ausrichtung ihrer Reservepolitik, die taktische Allokation als auch für das Risikomanagement eigenverantwortlich.⁶³⁶ Nach Ansicht der Österreichischen Nationalbank ermöglichen diese Rahmenbedingungen im Eurosystem den NZBen eine problemlose Umsetzung der Reservestrategien.⁶³⁷ Die NZBen **priorisieren** dennoch auch nach der Euro-Einführung die **Anlagegrundsätze Sicherheit und Liquidität** bei ihren Transaktionen mit den Währungsreserven. In den vergangenen Jahren haben sie aber – einem internationalen Trend folgend und aufgrund eines erschwerten Kapitalmarktumfeldes – ihre Portfolios signifikant umstrukturiert.⁶³⁸ Dem Rentabilitätsziel wird in Verbindung mit einem verbesserten Risikomanagement eine wesentlich höhere Bedeutung als in der Vergangenheit eingeräumt. Mit ausschlaggebend für diese Neuorientierung war die Befreiung der NZBen von ihren damaligen Interventionspflichten.⁶³⁹ Die vormals strengen Liquiditätsanforderungen an die Devisenreserven sind damit nicht mehr so hoch wie vor dem Beginn der EWU. Bezeichnen-

⁶³⁵ Vgl. dazu EZB: Währungsreserven ..., a. a. O., S. 60.

⁶³⁶ Siehe hierzu die Ausführungen der Österreichischen Nationalbank: Geschäftsbericht 2001, a. a. O., S. 58.

⁶³⁷ Vgl. Dies.: Geschäftsbericht 1999, a. a. O., S. 43.

⁶³⁸ In einer Umfrage aus dem Jahr 2004 haben 50 Prozent der internationalen Währungsbehörden geantwortet, aus Ertragsüberlegungen in den nächsten Jahren das Anlageuniversum um neue Asset-Klassen, z. B. durch die Beimischung von Anleihen aus Ländern der aufstrebenden Volkswirtschaften, zu erweitern; vgl. Carver, N.: The Rise ..., a. a. O., S. 15.

⁶³⁹ Insofern kann im Eurosystem zumindest ansatzweise festgestellt werden, dass der im Teil I, Kapitel 4.4.1.2, dargestellte **Portfolioansatz im Management der Devisenreserven auf dem Vormarsch** ist.

derweise hat auch die „konservative“ Deutsche Bundesbank seither ihre Anlagestrategie ansatzweise auf eine stärkere Ertragsorientierung ausgerichtet.⁶⁴⁰

Die NZBen können daher dem Anlage- gegenüber dem Liquiditätsportfolio eine höhere Gewichtung innerhalb des Reserveportfolios einräumen. Hierbei ist zu beachten, dass die Anlagestrategien möglicherweise auch von der Höhe der relativen Anteile der beiden Reserveelemente beeinflusst werden. Denn die Gewichtung der Gold- und Devisenreserven ist innerhalb der EWU notenbankspezifisch sehr unterschiedlich, wie aus der *Tabelle 9* hervorgeht. So belief sich am Jahresende 2005 der Anteil der Devisenreserven zwischen einem Minimum von 13,5 Prozent (griechische NZB) und einem Maximum von 89,0 Prozent (finnische NZB); demzufolge markierte der Anteil der Goldreserven dieser beiden NZBen die Extremwerte in der EWU (Bank of Greece: 77,9 Prozent; Bank of Finland: 7,1 Prozent).

Tabelle 9: Prozentuale Anteile der Devisen- und Goldreserven an den gesamten Währungsreserven der nationalen Zentralbanken im Dezember 2005

Zentralbanken	Devisenreserven	Goldreserven
Banca d'Italia	35,7	61,3
Banco de España	49,9	43,8
Banco de Portugal	30,6	66,4
Bank of Finland	89,0	7,1
Bank of Greece	13,5	77,9
Banque Centrale du Luxembourg	59,7	13,6
Banque de France	32,3	62,7
Banque Nationale de Belgique	56,8	31,3
Central Bank of Ireland	59,2	10,4
De Nederlandsche Bank	34,9	55,8
Deutsche Bundesbank	39,1	55,6
Österreichische Nationalbank	53,3	42,2

Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis der Daten der EZSB-Reservestatistik. Die Werte addieren sich nicht zu 100 Prozent auf, da die IWF-Aktiva nicht berücksichtigt wurden.

Die prozentuale Gewichtung der Reserveaktiva kann jedoch nur einen oberflächlichen und zeitpunktbezogenen Eindruck darüber vermitteln, welchen Einfluss die Devisen- und Goldbestände auf die Ertragslage der NZBen haben. Denn in ihren jährlichen Gewinn- und Verlustrechnung weisen die NZBen teilweise keine Zuordnung aus, aus der ersichtlich wird, welchen Anteil die jeweiligen Komponenten an der Entstehung der Gewinne oder der Ver-

⁶⁴⁰ Vgl. dazu Deutsche Bundesbank: Überlegungen und Vorschläge ..., a. a. O., S. 8. Möglicherweise hatten die damaligen Planungen des Bundesfinanzministeriums, welche darauf abzielten, die Währungsreserveverwaltung auf eine externe Agentur des Bundes zu übertragen, einen Einfluss auf die Neuformulierung der Strategie der Deutschen Bundesbank; siehe hierzu Burckhard, C.; Döring, C.: Bundesbank nicht auf reine Geld-Kompetenz schrumpfen lassen, in: Deutsche Bundesbank, APA, Nr. 10 vom 25.2.2000, S. 2 f.

luste haben.⁶⁴¹ Dennoch erlauben sie erste Rückschlüsse auf den Stellenwert des Reserve-managements für die Ertragslage und die jeweilige Risikopolitik der NZBen.

Neben der bereits beschriebenen Strategie zur Risikoreduktion durch den Verkauf von Währungsreserven zugunsten von Euro-Anlageinstrumenten sind im Portfoliomanagement in den vergangenen Jahren folgende Schwerpunkte erkennbar:

- **Erhebliche Erweiterung des Anlagespektrums:** Durch eine stärkere Renditeorientierung haben sich die NZBen in den vergangenen Jahren stetig neue Anlageklassen und Steuerungsinstrumente erschlossen. So berichtet eine Vielzahl von ihnen, dass sie ihre Zinsanlagen in Fremdwährungen vor allem zugunsten von so genannten „Spread-Produkten“ wie z. B. Unternehmensanleihen oder darlehensbesicherte Forderungen umgeschichtet hat.⁶⁴² Zudem wurden von einigen NZBen temporär auch Aktienportfolios und Investmentfondsanteile⁶⁴³ erworben, deren Höhe bislang aber in Relation zum Volumen der Währungsreserven unbedeutend ist.⁶⁴⁴ So haben beispielsweise die irische, portugiesische und niederländische NZB phasenweise in einem geringen Umfang in Dividendenwerte investiert. Diese Positionen werden aber überwiegend nicht für das Management der Währungsreserven, sondern aus Diversifikationsüberlegungen für die Anlage der Euro-Aktiva gehalten.⁶⁴⁵ Darüber hinaus kommen seit einigen Jahren verstärkt derivative Instrumente zum Einsatz, welche die NZBen sowohl für die Verwaltung ihrer Devisen- als auch Goldbestände nutzen.⁶⁴⁶
- **Stärkere Inkaufnahme von Markt- und Kreditrisiken in den verzinslichen Wertpapierbeständen:** Durch die Verminderung der Wechselkursrisiken infolge des Abbaus von Devisenreserven haben sich die NZBen bei der Steuerung ihrer Marktrisikopositionen

⁶⁴¹ Vgl. Rösl, G.: *Seigniorage ...*, a. a. O., S. 164; siehe weiterführend hierzu Teil III, Kapitel 2.2.3, dieser Arbeit, in dem die Bedeutung der Währungsreserven für die Ertragserzielung der EZB und der NZBen analysiert wird.

⁶⁴² So hat z. B. die finnische NZB bereits rund 25 Prozent ihrer Devisenbestände in Unternehmensanleihen investiert; vgl. Bank of Finland: *Annual Report 2005*, a. a. O., S. 41. Auch die österreichische NZB hat in jüngster Zeit verstärkt Wertpapiere dieser Anlageklasse erworben; siehe dazu Österreichische Nationalbank: *Geschäftsbericht 2005*, Wien 2006, S. 45.

⁶⁴³ Die Österreichische Nationalbank begründet ihre Käufe von Investmentfondsanteilen damit, dass diese bei komplexeren Anlageklassen ein besseres Risiko-Ertragsprofil im Vergleich zu einer Direktanlage bieten; siehe ebenda, S. 45.

⁶⁴⁴ Am Jahresende 2005 hatten die NZBen rund 0,6 Mrd. Euro aus ihren Währungsreserven in dieser Anlageklasse investiert. Im Verlauf des Jahres 2007 verminderte sich jedoch das in diesen Aktiva gehaltene Volumen und am Jahresende 2007 hatten die NZBen ihre Aktienpositionen vollständig aufgelöst. Die Bestände in Dividendenwerten werden in der Tabelle 7 „Währungsreserven“ im statistischen Teil der EZB-Monatsberichte (Gliederungspunkt 7.3: „Kapitalbilanz“, S. S 67) ausgewiesen.

⁶⁴⁵ Vgl. z. B. Central Bank of Ireland: *Annual Report 2004*, a. a. O., S. 37; siehe auch Banco de Portugal: *Annual Report 2004*, a. a. O., S. 250, und De Nederlandsche Bank: *Annual Report 2005*, a. a. O., S. 114.

⁶⁴⁶ Vgl. Österreichische Nationalbank: *Geschäftsbericht 2001*, a. a. O., S. 81. Zudem haben sich die NZBen verstärkt im Bereich der Wertpapierleihe sowie bei Repo-Transaktionen engagiert, um zusätzliche Erträge zu vereinnahmen. Demgegenüber nutzt die Deutsche Bundesbank diese Instrumente bislang nicht; siehe hierzu auch im folgenden Teil, Kapitel 3.2.3.2.

teilweise große Freiräume geschaffen. Denn die jährlichen Risikobudgets der NZBen werden zu einem erheblichen Teil durch die Schwankungen der Wechselkurse beeinflusst.⁶⁴⁷ Dies liegt darin begründet, dass Währungen im Vergleich zu anderen Vermögensklassen einer stärkeren Volatilität unterliegen und daher höhere Risikokosten bzw. -budgets erfordern. Wie die österreichische NZB beispielgebend ausführt, entfielen im Geschäftsjahr 2005 rund die Hälfte ihres Marktrisikos auf das Fremdwährungs-, ein Drittel auf das Zinsänderungs- und der Rest auf das Goldrisiko.⁶⁴⁸ Die durch einen Devisenverkauf reduzierten Marktrisiken eröffnen somit den NZBen die Möglichkeit, für ihre verzinslichen Wertpapieranlagen eine höhere Rendite durch den Erwerb von Fremdwährungsanleihen mit einer längeren Restlaufzeit und / oder mit einer niedrigeren Bonität zu erzielen.⁶⁴⁹

- **Aktiveres Währungsmanagement sowohl durch eine verbesserte Steuerung der Marktrisiken als auch durch eine stärkere Portfoliodiversifikation:** Im Gegensatz zu den betragsmäßigen Höchstgrenzen bei jenen Reservedispositionen, welche durch die EZB-Leitlinie reguliert sind, können die NZBen ihre bestehenden Fremdwährungspositionen ohne Einschränkungen z. B. durch den Einsatz von Terminkontrakten oder durch Swap-Vereinbarungen steuern und somit gegen Währungsrisiken absichern. Diese aktiven Strategien haben einen wesentlichen Einfluss auf die Reduzierung der Marktrisiken in den Bilanzen von Währungsbehörden; sie standen folglich in den vergangenen Jahren bei einigen NZBen im Fokus der Reservepolitik. Zudem zeigen empirische Analysen, dass Techniken der Währungsabsicherung die Risiko- und Ertragsparameter eines internationalen Anleiheportfolios gegenüber einem gegen Währungsrisiken ungesicherten Portfolio erheblich verbessern können.⁶⁵⁰ So berichtet z. B. die niederländische NZB, dass sie ihre Dollarpositionen seit dem Jahr 2004 nahezu vollständig absichert.⁶⁵¹ Auch die irische NZB hedgt den größten Teil ihres Devisenbestands gegen Währungsrisiken ab.⁶⁵² Darüber hinaus haben einige NZBen aus Diversifikationsüberlegungen die

⁶⁴⁷ Siehe beispielgebend für die Höhe des VaR, welches aus den Zinsrisiken der Devisenreserven resultiert und jenes, welches sich aus den Wechselkursschwankungen ergibt, die Darstellung im Geschäftsbericht der Central Bank of Ireland: Annual Report 2005, a. a. O., S. 42.

⁶⁴⁸ Vgl. dazu Rede des Präsidenten Herbert Schimetschek ..., a. a. O., S. 3.

⁶⁴⁹ So erläutert beispielsweise die Bank of Finland in den Geschäftsberichten ihr modifiziertes Durationsmanagement. Sie hat seit der Euro-Einführung vor allem die durchschnittliche Restlaufzeit ihres Anleiheportfolios verlängert; vgl. Bank of Finland: Annual Report 2005, a. a. O., S. 26 f. Diese Strategie verfolgt auch die niederländische NZB; siehe dazu De Nederlandsche Bank: Annual Report 2005, a. a. O., S. 113.

⁶⁵⁰ Siehe beispielgebend Jiltsov, A.: Designing the optimal global Bond / Currency Portfolio, Lehman Brothers, Fixed Income Research, London vom 1.7.2004. Für die diesbezüglichen Implikationen zur Optimierung des Reserveportfolios der Deutschen Bundesbank siehe im folgenden Teil, Kapitel 3.2.2.2.

⁶⁵¹ Vgl. De Nederlandsche Bank: Annual Report 2004, a. a. O., S. 103; siehe dazu auch Fels, J.: Pondering ..., a. a. O., S. 5.

⁶⁵² Vgl. Central Bank of Ireland: Annual Report 2005, a. a. O., S. 39 und S. 90.

Anzahl ihrer Währungen in den Devisenbeständen erhöht. So genannte „multi currency-Portfolios“ können durch eine breitere Aufteilung zu einem verbesserten Rendite- und Risiko-Profil eines Fremdwährungsportfolios beitragen. Die Österreichische Nationalbank hat aus diesen Erwägungen in den vergangenen Jahren sukzessive den Diversifikationsgrad ihrer Devisenreserven ausgebaut und diese mittlerweile in insgesamt neun Währungen investiert.⁶⁵³ Von diesem Trend im Eurosystem profitiert seit dem Jahr 2005 vor allem das Britische Pfund.⁶⁵⁴ So wurde beispielsweise die Währungsstruktur der italienischen Devisenbestände zunächst nahezu ausschließlich durch den US-Dollar dominiert, auf den zu Beginn des Eurosystems fast 90 Prozent entfiel.⁶⁵⁵ Im Geschäftsjahr 2005 hat die Banca d'Italia diesbezüglich einen nahezu radikalen Wandel vollzogen und rund ein Viertel der US-Dollarbestände in das Britische Pfund getauscht.⁶⁵⁶ Ebenso berichtet die Bank of Finland, dass sie in erheblichem Umfang ihre amerikanischen Devisenreserven in diese Währung umgeschichtet hat.⁶⁵⁷ Soweit die Währungsstrukturen von den NZBen veröffentlicht werden, ist jedoch auch erkennbar, dass vor allem die „kleineren“ NZBen ihre Portfolios aktiv verwalten. Denn sowohl die Deutsche Bundesbank als auch die Banque de France als größte bzw. als zweitgrößte Halterin von Devisenreserven haben seit dem Beginn der EWU ihre Währungsstrukturen im Wesentlichen beibehalten und investieren nahezu ausschließlich in US-Dollar- und in Yen-Aktiva.

- **Aufbau eines professionellen Risikomanagements:** Aufgrund der beschriebenen Neuausrichtung der Anlagepolitik räumen die NZBen der Steuerung ihrer Markt-, Kredit- und Liquiditätsrisiken sowie ihrer operativen Risiken eine hohe Priorität ein. Eine Vielzahl von Publikationen verdeutlicht das gestiegene Interesse an diesem Themenbereich und dessen praktische Relevanz.⁶⁵⁸ Die NZBen folgen somit einem internationalen Trend im Zentralbankwesen. So werden zumeist jährliche Risikobudgets für die Währungsreserven

⁶⁵³ Vgl. Österreichische Nationalbank: Geschäftsbericht 2005, a. a. O., S. 45; siehe auch Burckhardt, C.: Kleine OeNB ..., a. a. O.

⁶⁵⁴ Siehe o. V.: Britisches Pfund lebt als Reservewährung auf, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 188 vom 15.08.2006, S. 19. Dies ist vor allem auf die positiven portfoliodiversifizierenden Eigenschaften dieser Währung zurückzuführen; siehe hierzu Teil III, Kapitel 3.1.2.1, dieser Arbeit.

⁶⁵⁵ Vgl. Banca d'Italia: Ordinary General Meeting of Shareholders held in Rome on 31 May 2001 ..., a. a. O., S. 266.

⁶⁵⁶ Vgl. Dies.: Ordinary General Meeting of Shareholders held in Rome on 31 May 2006 ..., a. a. O., S. 313.

⁶⁵⁷ Die finnische NZB hielt im Jahr 2005 insgesamt sechs Währungen und hat – wie auch die Banca d'Italia – vor allem den Anteil der britischen Währung verstärkt. Die NZB hielt zum Ende des Geschäftsjahres 2005 rund 25 Prozent ihrer Devisenreserven in Pfund Sterling; vgl. dazu Bank of Finland: Annual Report 2005, a. a. O., S. 40.

⁶⁵⁸ Insbesondere seit dem Jahr 2004 hat sich die Anzahl der Publikationen zu diesem Themenkomplex sprunghaft erhöht. Einen ausführlichen Überblick über das Risikomanagement von Zentralbanken geben beispielsweise Bernadell, C. u. a. (Hrsg.): Risk Management ..., a. a. O., in ihrem im Jahr 2004 erschienenen Sammelband; siehe weiterführend auch die Publikationen in Carver, N.; Pringle, R. (Hrsg.): New Horizons ..., a. a. O., S. 51 ff.

aufgestellt und im Portfoliomanagement zur Steuerung der Vermögen eingesetzt.⁶⁵⁹ Hierbei spielt auch eine Rolle, dass der öffentliche Druck auf die NZBen hinsichtlich einer verbesserten Ertragszielung aus der Veranlagung der Währungsreserven, welche nicht mehr für Interventionen vorgehalten werden müssen, spürbar zugenommen hat.⁶⁶⁰

- **Aktive Bewirtschaftung der Goldbestände innerhalb der Grenzen des WGA:** Die niederländische NZB verwaltet beispielsweise bereits seit dem Jahr 1981 ihre Edelmetallbestände aktiv und nutzt hierbei vor allem den Leihemarkt für die Erzielung von Zusatzerträgen.⁶⁶¹ Sie begründet die Ausweitung ihrer Aktivitäten mit einer im Zeitablauf höheren Liquidität des Goldleihemarktes.⁶⁶² Hinsichtlich der Anlageinstrumente wurden in den ersten Jahren zunächst dreimonatige Termineinlagen getätigt. Aufgrund eines verbesserten Wissens in Bezug auf die mit diesen Geschäften einhergehenden Markt- und Kreditrisiken wurden in den Folgejahren die Laufzeiten auf bis zu zwölf Monate ausgedehnt. Die Duration ihres Goldleihe-Portfolios stieg infolgedessen kontinuierlich an und belief sich im Jahre 2002 auf durchschnittlich ein Jahr. Ebenso hat sie ihren Instrumenteneinsatz durch die Einführung von Lease Rate Swaps⁶⁶³ mit einer Laufzeit von bis zu fünf Jahren erweitert.⁶⁶⁴ In jüngster Zeit hat sie allerdings diese Geschäfte wegen der niedrigen Leihesätze wieder eingeschränkt.⁶⁶⁵ Die portugiesische NZB veröffentlicht in ihren Geschäftsberichten detailliert Angaben über die Höhe ihres Bestands, den sie z. B. mittels Termin- oder Swap-Transaktionen aktiv verwaltet. Mit einem Anteil dieser Geschäfte von zeitweise bis zu 60 Prozent an ihren gesamten Goldbestand nimmt sie diesbezüglich im Eurosystem den Spitzenplatz ein.⁶⁶⁶ Auch die österreichische und die finnische NZB

⁶⁵⁹ Das Risikobudget leitet sich unmittelbar aus den von einer Zentralbank festgelegten strategischen und taktischen Benchmarks für die Verwaltung der Währungsreserven ab. Aus diesen Benchmarks können historische Rendite- und Risiko-Profile generiert werden; diese wiederum lassen erkennen, wie hoch bei einer gegebenen Anlagestruktur die (erwarteten) Marktrisiken einer Zentralbank sind. Bei diesen Berechnungen werden zumeist VaR-Konzepte und andere Szenariotechniken wie z. B. Stresstests eingesetzt. Die Währungsbehörden legen in Abhängigkeit von weiteren Variablen zumeist einmal jährlich fest, in welchem Umfang die kalkulierte Risiko-Obergrenze ausgeschöpft werden soll. Hierbei werden üblicherweise für die einzelnen Risikokomponenten (z. B. die Zins- oder die Wechselkursrisiken) separate Risikobudgets geplant. Mit diesen Instrumenten werden die Notenbank-Portfolios gesteuert und kontrolliert; vgl. hierzu Lavigne, E.: Investment Portfolio Techniques at a Central Bank, in: Central Banking, 14. Jg., Nr. 2, S. 78 ff.

⁶⁶⁰ Vgl. o. V.: From Reserves to Sovereign Wealth Management, in: Central Banking, 15. Jg., Nr. 3, S. 1.

⁶⁶¹ Siehe dazu Lamers, J.: Market Liquidity - A Central Bank View, in: LBMA (Hrsg.): The LBMA Precious Metal Conference 2002, San Francisco 2002, S. 63.

⁶⁶² Das erhöhte Transaktionsvolumen am Leihemarkt wurde vor allem auch durch das gestiegene Interesse der Zentralbanken an einer ertragreicheren Anlage ihrer physischen Bestände begünstigt.

⁶⁶³ Bei diesen Transaktionen vereinbaren die Kontrahenten den Austausch eines Goldleihe-Festzinssatzes gegen eine variabel verzinsliche Forderung; siehe hierzu IWF Committee on Balance of Payments Statistics: The Nature of Lease Payments on Gold Loans, BOBTEG Issues Paper, Nr. 21A, Washington, D. C., 2004, S. 3.

⁶⁶⁴ Vgl. Lamers, J.: Market ..., a. a. O., S. 63.

⁶⁶⁵ Vgl. De Nederlandsche Bank: Annual Report 2004, a. a. O., S. 102.

⁶⁶⁶ Vgl. z. B. Banco de Portugal: Annual Report 2005, a. a. O., S. 300. Bemerkenswert ist, dass die Revision der EZB aufgrund des aktiven Goldmanagements im Jahr 1999 eine Sonderprüfung bei dieser NZB durchführte, um deren physischen Bestände zu verifizieren; vgl. Dies.: Annual Report 1999, a. a. O., S. 280.

geben in ihren Geschäftsberichten ausführliche Hinweise zu dem aktiven Management ihrer Goldbestände.⁶⁶⁷ Die Deutsche Bundesbank verfolgt demgegenüber – wie die meisten anderen NZBen auch – hinsichtlich ihrer Goldbewirtschaftung eine restriktive Informationspolitik: So ist weder bekannt, welche Instrumente sie einsetzt noch in welcher Höhe die deutschen Goldreserven aktiv von ihr verwaltet werden.⁶⁶⁸ Diese Haltung ist zwar einerseits vor den immer wieder aufkommenden Diskussionen um die potenziellen Verwendungsalternativen der Verkaufserlöse bei einem Reserveabbau nachvollziehbar; andererseits hätte eine transparentere Kommunikationspolitik den Vorteil, dass die NZB jenen kritischen Stimmen entgegentreten könnte, welche die Goldhaltung als ertraglos bewerten.⁶⁶⁹

In Ergänzung zum Management der eigenen nationalen Währungsreserven bieten einige NZBen anderen Währungsbehörden und internationalen Organisationen und Körperschaften außerhalb der Gemeinschaft Dienstleistungen im Bereich der Reserveverwaltung an. Diese umfassen auch solche Transaktionen, die den Kauf bzw. Verkauf von Euro gegen Drittwährungen beinhalten. Hierzu hat die EZB – gestützt auf Artikel 23 in Verbindung mit Artikel 43 Absatz 4 der Satzung – eine weitere Leitlinie erlassen.⁶⁷⁰

⁶⁶⁷ Vgl. Österreichische Nationalbank: Geschäftsbericht 2005, a. a. O., S. 45. Die Währungsbehörde führt aus, dass durch Termin- und Leihengeschäfte erhebliche Zusatzerträge erwirtschaftet wurden, ohne diese jedoch zu quantifizieren. Aufgrund der historisch niedrigen Leihesätze hat sie in den vergangenen Jahren die Laufzeiten dieser Transaktionen auf bis zu zehn Jahre erheblich ausgeweitet. Die Bank of Finland nutzt einen Teil ihrer Bestände auch zur Durchführung von Zins-Swaps. Im Geschäftsjahr 2004 hat sie beispielsweise durch derartige Geschäfte eine Rendite von 1 Prozent auf ihren Goldbestand erzielt; vgl. Bank of Finland: Annual Report 2004, a. a. O., S. 28.

⁶⁶⁸ Die damalige parlamentarische Staatssekretärin, B. Hendricks, bezifferte den Anteil im Jahr 2002 auf unter 10 Prozent; vgl. hierzu Deutscher Bundestag: Antwort der Parlamentarischen Staatssekretärin Dr. Barbara Hendricks vom 22.8.2002, Schriftliche Fragen mit den in der Zeit vom 12. bis 30. August 2002 eingegangenen Antworten der Bundesregierung, Drucksache 14 / 9914 vom 30.8.2002, S. 12. Es wurde jedoch wiederholt vermutet, dass die Höhe der Ausleihungen deutlich über der genannten Marke liegen würde. Deren Umfang kann anhand der von der deutschen NZB in ihren Geschäftsberichten ausgewiesenen Zinserträge grob geschätzt werden und widerlegt derartige Spekulationen: Bei Zinseinkünften aus der Veranlagung von Gold in Höhe von 6 Mio. Euro im Geschäftsjahr 2005, einem aus den jeweiligen Jahresendständen berechneten durchschnittlichen Goldbestand in Höhe von 41,2 Mrd. Euro und einem Leihesatz von 0,19 Prozent in 2005 errechnet sich ein **Leiheanteil von rund 8 Prozent**; siehe zu den Daten der Deutschen Bundesbank: Geschäftsbericht 2005, a. a. O., S. 124 und S. 145; die Leihesätze werden im Internet von der LBMA veröffentlicht (Quelle: <http://lbma.org.uk/2005/gofa.htm>). In Zeiten einer sehr steilen Leiheszinskurve wäre eine solche Schätzung allerdings mit zu vielen Unsicherheiten behaftet. Wie aber im Teil I dargelegt wurde, ist diese Kurve seit dem Jahr 2004 sehr flach.

⁶⁶⁹ Das Management der Goldreserven der Deutschen Bundesbank wird im folgenden Teil, Kapitel 3.2.3.1, analysiert.

⁶⁷⁰ Vgl. EZB: Leitlinie der Europäischen Zentralbank vom 7. April 2006 über die Erbringung von Dienstleistungen im Bereich der Verwaltung von Währungsreserven in Euro durch das Eurosystem für Zentralbanken außerhalb der Europäischen Union, Länder außerhalb der Europäischen Union und internationale Organisationen, ABl. L 107 vom 20.4.2006, S. 54 ff. Derzeit fungieren sechs NZBen als Dienstleister (Banca d'Italia, Banco de España, Banque de France, Banque Centrale du Luxembourg, De Nederlandsche Bank und Deutsche Bundesbank); siehe hierzu Deutsche Bundesbank: Geschäftsbericht 2005, a. a. O., S. 124.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass die NZBen seit der Euro-Einführung ein **aktiveres Portfoliomanagement** betreiben. Ein gestiegenes öffentliches Interesse an den Einkünften aus der Veranlagung der Währungsreserven, ein deutlich erweiterter Handlungsspielraum für eine ertragsorientierte Verwaltung sowie das international langjährig niedrige Zinsniveau bei einer insgesamt hohen und ergebnisbelastenden Volatilität der Haupt-Reservewährung US-Dollar waren die wesentlichen Triebkräfte dieser Entwicklung. Diese Rahmenbedingungen erfordern von den NZBen zunehmend den Einsatz von Methoden und Techniken der modernen Portfoliotheorien für eine Optimierung der Strukturen und der Anlageerträge ihrer Währungsreserven. Während vor dem Beginn der EWU portfoliotheoretische Überlegungen einschließlich der Verfahren für die Risikosteuerung zur Strukturierung und Verwaltung der Reserveportfolios kaum Beachtung fanden, so werden diese mittlerweile verstärkt beachtet und auch eingesetzt. Experten bewerten diese Veränderungen als einen „Regimewechsel“.⁶⁷¹ Dieser Prozess wird sich daher aller Voraussicht nach in den nächsten Jahren beschleunigt fortsetzen und dazu führen, dass die traditionellen Grenzen im Portfoliomanagement zwischen nicht-öffentlichen Kapitalsammelstellen und Zentralbanken immer mehr verwischen. Der grundlegende Zielkonflikt zwischen Liquidität und Sicherheit der Aktiva einerseits und dem Renditestreben andererseits hat sich daher bei den NZBen in den vergangenen Jahren stärker zugunsten einer Optimierung der Anlageergebnisse verschoben.⁶⁷²

5. Zwischenergebnisse II

Die Rahmenbedingungen im Eurosystem sind im Hinblick auf die **Reservepolitiken** auf den **Grundsatz der Dezentralisierung** ausgerichtet. In der EWU halten und verwalten daher sowohl die EZB als auch die NZBen eigene Währungsreserven. Der EGV und die Satzung bestimmen in Verbindung mit einer Reihe weiterer rechtlicher Vorgaben den Handlungsspielraum für die Reservedispositionen. Die NZBen haben durch die primärrechtlichen Vorgaben die Ziele des Eurosystems strikt zu verfolgen und sind hierbei vor einer Einflussnahme ihrer Regierungen geschützt. Die rechtliche Ausgestaltung der EWU in Verbindung mit ihrem institutionellen Aufbau und ein hoher integrationspolitischer Willen der Mitglied-

⁶⁷¹ So die Einschätzung von B. Boertje und H. van der Horn: *Managing Market Risks ...*, a. a. O., S. 229.

⁶⁷² Experten rechnen vor allem im Management der kurzfristigen Geldanlagen, in der Wertpapierleihe sowie in der Verbreiterung und Verbesserung der Portfolio-Optimierungsmodelle mit einer Weiterentwicklung des Reservemanagements; vgl. beispielgebend dazu Nugée, J.: *Developments in Central Bank Asset Management*, State Street Global Adviser, London, April 2004, S. 6.

staaten bieten eine **tragfähige Grundlage für einen dauerhaften Bestand** der vertieften währungspolitischen Zusammenarbeit in der Gemeinschaft.

Für die Reservesteuerung kommt der **Wechselkurspolitik des Eurosystems** eine besondere Bedeutung zu, da die NZBen von Pflichtinterventionen befreit sind. Denn diese Aufgabe übernimmt die **EZB** im Rahmen der gewählten Aufgabenverteilung: Sie verfolgt aufgrund ihrer geldpolitischen Strategie aber **kein Wechselkursziel**, sondern wahrt in ihrer äußeren Währungspolitik den Grundsatz der Neutralität. Dies hat zur Folge, dass die EZB nur in Ausnahmefällen an den Devisenmärkten eingreift, wenn sie das Primärziel – die Einhaltung der Preisniveaustabilität im Euroraum – gefährdet sieht. Wie aufgezeigt werden konnte, sind jedoch die Stabilitätsrisiken, welche aus Wechselkursbewegungen resultieren können, in einer „großen“ und vergleichsweise geschlossenen Währungsunion gering. Die EZB betreibt daher eine **asymmetrische Interventionspolitik**, auch wenn sie durch politische Interessengruppen immer wieder unter Druck gerät. Der Außenwert des Euro ist im historischen Vergleich – mit Ausnahme von Phasen exzessiver Ab- bzw. Aufwertungstendenzen – zu einer für die europäische Geldpolitik vergleichsweise vernachlässigbaren Größe geworden. Deswegen hat die EZB seit ihrem Bestehen bis zum gegenwärtigen Zeitpunkt nur in einem Jahr an den Devisenmärkten unter Verwendung ihrer Devisenreserven eingegriffen. In den Folgejahren hingegen hat sie ausschließlich verbal interveniert. Der Erfolg ihrer Interventionspolitik ist umstritten. Die vorliegenden empirischen Analysen kommen überwiegend zu dem Ergebnis, dass die Versuche der EZB, den Außenwert des Euro zu steuern, fehlgeschlagen sind.

Die **Euro-Einführung** hat durch verschiedene Einflussgrößen einen **Wendepunkt für die (nationalen) Reservepolitiken im Euroraum** markiert. Allerdings hatte der Umtausch der Vorgängerwährungen zunächst nur einen vergleichsweise geringen Einfluss auf das Volumen der Devisenreserven. Denn die NZBen hatten bereits auf dem Weg zur dritten Stufe der EWU einen erheblichen Anteil ihrer Devisenbestände, die aus Währungen der Teilnehmerstaaten bestanden, zugunsten von Drittwährungen umgeschichtet. Möglicherweise haben die NZBen mit diesen Transaktionen bereits frühzeitig vor dem Eintritt in die dritte Stufe für ihren Reserveverlust infolge der Erstausrüstung der EZB mit Währungsreserven vorgesorgt und damit zunächst einen stärkeren Rückgang dieser Aktiva vermieden.

Die **EZB** wurde von den NZBen angesichts der bisherigen Erfahrungen mit **ausreichend hohen Währungsreserven** ausgestattet. Diese werden vor allem für Intervention vorgehalten. Der Reservebestand ist daher seit dem Beginn der EWU weitgehend konstant, auch wenn sich hinsichtlich der Struktur bemerkenswerte Verschiebungen zugunsten der Goldreserven eingestellt haben. Mit der Reserveübertragung hat die EZB jedoch **erhebliche Marktrisiken**

übernommen. Diese haben in den vergangenen Jahren zu einer hohen finanziellen Belastung sämtlicher Teilnehmer des Eurosystems geführt. Sie resultieren im Wesentlichen aus einer risikostrategisch suboptimalen Währungsallokation der EZB-Devisenreserven, welche bislang nicht aktiv gesteuert werden. Deren einseitige Währungsstruktur gründet auf den hohen Liquiditätsanforderungen bei einem Einsatz an den Devisenmärkten. Aufgrund ihrer währungspolitischen Grundausrichtung und der ersten wechselvollen Erfahrungen mit dem Interventionsinstrument kurz nach der Euro-Einführung hat die EZB bislang von ihren Währungsreserven aber nur in einem verhältnismäßig begrenztem Umfang Gebrauch gemacht. Unter der Voraussetzung, dass sich auf der internationalen Ebene keine Forderungen nach einer stärkeren wechselkurspolitisch verbindlichen Zusammenarbeit der drei großen Währungsblöcke (US-Dollar, Yen und Euro) durchsetzen, was unter den derzeitigen Bedingungen als äußerst unwahrscheinlich einzuschätzen ist, kann die Reservehöhe der obersten Währungsbehörde zumindest als adäquat eingestuft werden. Eine **weitere Aufstockung ihrer Währungsreserven** ist daher zum gegenwärtigen Zeitpunkt **nicht zu erwarten** und würde zudem die finanzielle Unabhängigkeit der EZB gefährden und damit den Zielen des Eurosystems nicht förderlich sein. Darüber hinaus überschritt der Reservebestand zum Jahresende 2005 das „Reserve-Soll“, so dass auch eine anteilige Abrufung von zusätzlichen Währungsreserven bei den NZBen derzeit nicht zu erwarten ist.

Durch den bemerkenswerten Goldpreisanstieg seit dem Inkrafttreten des WGA im Jahr 1999 hat sich das **Volumen der insgesamt ausgewiesenen Währungsreserven im Eurosystem jedoch kaum verändert**. Das Edelmetall dominiert stärker denn je in der währungspolitischen Geschichte Europas die Reservebestände und -strukturen der NZBen. Im Gegensatz zu den Devisenreserven verfolgen die NZBen beim **Gold** eine überwiegend „**passive**“ **Reservepolitik**. Nur wenige NZBen haben seit der Euro-Einführung ihre physischen Bestände stärker reduziert. Die „großen“ Währungsbehörden haben bislang jedoch nur geringe Mengen veräußert, so dass die Bedeutung der Edelmetallbestände weiter zugenommen hat. Auch wenn die Goldreserven aufgrund der Rechnungslegungspraxis des Eurosystems nur in einem sehr eingeschränkten Umfang im Reserveportfolio diversifizierend wirken können, haben sie seit der Euro-Einführung infolge des massiven Goldpreisanstiegs das **volkswirtschaftliche Vermögen erhöht** und die **Renditen der Währungsreserven des Eurosystems insgesamt optimiert**.

Hingegen haben die NZBen auf die veränderten Rahmenbedingungen für die Reservehaltung mehrheitlich mit einem **Abbau der Devisenreserven** reagiert. Seit dem Beginn der EWU haben sie in einem bemerkenswerten Tempo rund ein Drittel ihrer Devisenreserven im

Gegenwert von rund 67 Mrd. US-Dollar veräußert und die Erlöse vorrangig in Euro-Anlagen umgeschichtet. Die stärkere Beachtung der Gemeinschaftswährung als Alternative zur Haltung von Drittwährungen und insbesondere zum US-Dollar wurde durch die nach der Euro-Einführung größeren und breiteren Anlagemärkte im gemeinsamen Währungsraum gefördert. Die **Hauptmotive** dieser Transaktionen waren ein **Abbau** der aus dem Vorsichtsmotiv vorgehaltenen **Liquiditätskasse** für nicht mehr benötigte Interventionen sowie der Wunsch nach einer **Verringerung** der aus der Reservehaltung resultierenden **finanziellen Risiken und der daraus ableitbaren Opportunitätskosten**. Dieser Trend zur Neuausrichtung der Reservepolitiken wurde durch die **Einführung einer kapitalmarktorientierten Rechnungslegung** im Eurosystem und die damit einhergehenden gestiegenen Anforderungen an das Management der Währungsreserven und an die Risikopolitik der NZBen zweifellos beschleunigt. Denn die neue Bilanzierungspraxis hat die **hohen Opportunitätskosten** der Reservehaltung transparenter werden lassen. Darüber hinaus verwalten insbesondere die „kleineren“ NZBen ihr Devisenportfolio aktiver als in der Vergangenheit. Diese werden verstärkt nach **portfoliotheoretischen Modellen** gesteuert und breiter auf verschiedene Währungen aufgeteilt.

Die Analyse der **nationalen Reservepolitiken** in der EWU hat gezeigt, dass sich bezüglich der **Goldreserven zwei** (Mitglieder, die ihre Bestände halten und solche, die diese abbauen) bzw. hinsichtlich der **Devisenreserven drei Ländergruppen** (Mitglieder, welche ihre Bestände reduzieren / weitestgehend konstant halten / aufbauen) unterscheiden lassen. Die NZBen verfolgen somit sehr unterschiedliche Reservepolitiken. Dennoch ist seit der Euro-Einführung eine Annäherung der Reservequoten in der EWU feststellbar. Insbesondere jene Teilnehmerstaaten mit vergleichsweise kleinen und offenen Volkswirtschaften haben den Beitritt für einen erheblichen Abbau ihrer Drittwährungsbestände genutzt. Die großen NZBen sind diesem Schritt – abgesehen von der deutschen – bislang eher zögerlich gefolgt. Die statistische Analyse der Veränderung der Devisenbestände konnte zudem belegen, dass die **Reservepolitiken der EZB und der NZBen** (Ausnahme Deutsche Bundesbank und bedingt Banco de España, Banque de France und Österreichische Nationalbank) **kaum aufeinander abgestimmt waren**. Dieses Ergebnis kann insofern nicht überraschen, da die oberste Währungsbehörde und die NZBen mit ihren Währungsreserven zumeist unterschiedliche Zielsetzungen verfolgen.

Seit der Euro-Einführung hat sich schließlich ein merklicher **Wandel im Management der Währungsreserven** und vor allem in Bezug auf die Devisenreserven eingestellt. Die NZBen nähern sich in ihrem Anlagemanagement mehr und mehr dem Investmentstil privater institu-

tioneller Anlegern an. Dies ist eine unmittelbare Folge des Umstands, dass die Reservebestände vorrangig nicht mehr als „Vorsichtskasse“ für währungspolitische Zwecke gehalten werden, sondern als Vermögensgegenstand stärker nach Ertragskriterien angelegt werden. Von diesem aktiveren Portfoliomanagement sind auch die Goldreserven betroffen. Allerdings haben die seit Jahren stark sinkenden Leihzinsen eine aktive Veranlagung erheblich erschwert.