

BERICHT  
DES AUSSCHUSSES DER ZENTRALBANKPRAESIDENTEN  
AN DEN RAT UEBER DAS EUROPAEISCHE WAHRUNGSSYSTEM



In Ausführung des ihm vom Rat am 24. Juli 1978 erteilten Mandats unterbreitet der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten hiermit dem Rat die Schlussfolgerungen seiner Beratungen betreffend das neue Europäische Währungssystem, das auf der Tagung des Europäischen Rates am 6. und 7. Juli 1978 in Bremen diskutiert wurde.

Der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten legt vorab Wert auf die Feststellung, dass zwar die Errichtung einer Zone der Währungsstabilität in Europa ein dauerhaftes und wirksames System erfordert, kein Wechselkursmechanismus jedoch einen dauerhaften Beitrag zur Schaffung stabilerer Wechselkursbeziehungen leisten kann, wenn er nicht durch vielfältige, aber kohärente Massnahmen zur schrittweisen Verringerung der Unterschiede in der wirtschaftlichen Entwicklung der Mitgliedsländer flankiert wird. Während demnach der allmählichen Reduzierung der Inflationsraten Priorität einzuräumen ist, müssen gleichzeitig die Bemühungen darauf gerichtet sein, Verfahren zu finden, die zu einer gleichgewichtigen Verteilung zwischen den Defizit- und den Ueberschussländern der Pflichten und Verantwortlichkeiten sowohl im Bereich des Wirtschaftswachstums als auch in jenem der Zahlungsbilanzen führen. Die Art des gewählten Wechselkurssystems kann für diesen gesamten Fragenkomplex von Bedeutung sein.

Solange beträchtliche Disparitäten bestehen, muss das System ausreichend flexibel sein, um den Ungleichgewichten Rechnung zu tragen. Um zu verhindern, dass die Wechselkursrelationen unrealistisch werden, müssen Schritte zu ihrer prompten Anpassung unternommen werden, ohne dass jedoch die Glaubwürdigkeit der übernommenen Wechselkursverpflichtungen geschmälert wird; letztere sollten ihrerseits eine gewisse Flexibilität erlauben. Die innergemeinschaftlichen Kreditfazilitäten müssen eine Größenordnung aufweisen, die der Wirtschafts- und Währungspolitik Zeit zur Entfaltung ihrer Wirksamkeit lässt; dies muss jedoch mit dem Bestreben in Einklang gebracht werden, im Hinblick auf mehr Stabilität ein ausreichendes Mass an Strenge zu bewahren.

Die Dauerhaftigkeit einer europäischen Stabilitätszone hängt auch von einer engen Koordinierung der Wechselkurspolitik gegenüber der übrigen Welt ab; hierzu kommt soweit wie möglich eine Abstimmung mit den Währungsbehörden, die für die Ausgabe der wichtigsten Drittwährungen zuständig sind.

Angesichts der Dringlichkeit der Angelegenheit hat sich der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten auf die Entscheidungen konzentriert, die für das einwandfreie Funktionieren der zu Beginn der Uebergangszeit in Kraft tretenden Vereinbarungen unabdingbar sind. Er beabsichtigt, seine Arbeiten über das Funktionieren des zukünftigen Europäischen Währungsfonds fortzusetzen.

Im gesamten Bericht wird unterstellt, dass alle Mitgliedsländer der Europäischen Gemeinschaft von Anfang an am neuen Europäischen Währungssystem teilnehmen werden.

Die zu treffenden Vereinbarungen beziehen sich auf die Wahl des Wertmassstabs, das Wechselkurssystem, das Kreditsystem und das System des Saldenausgleichs.

## I. DER WERTMASSSTAB

Der Beschluss von Bremen, die EWE zum Kern des Systems zu machen, bedeutet, dass eine Einigung über die Definition der EWE und über ihre Verwendungen erzielt werden muss.

### 1. Definition der EWE

Die Zentralbankpräsidenten sind der Ansicht, dass die Definition der EWE jener der Europäischen Rechnungseinheit (ERE) entsprechen soll, jedoch die Möglichkeit einer Revision vorsehen sollte. Von den verschiedenen Formeln, welche die Zentralbankpräsidenten für die mögliche Modifizierung des Korbs in Aussicht nahmen, gaben sie insbesondere dem Konzept des "revidierbaren" Korbs den Vorzug, dessen Zusammensetzung alle fünf Jahre überprüft würde, oder auf Ersuchen eines Landes, wenn sich in der Zwischenzeit das relative Gewicht einer Währung um mehr als 25% seit der letzten Revision verändert hat. Ziel einer jeden Aenderung der Zusammensetzung des Korbs wäre eine Aufteilung der Gewichte, welche wieder im Einklang mit den - entsprechend aktualisierten - wirtschaftlichen Kriterien stände, die bei der ursprünglichen Festsetzung der Gewichte als Basis dienten. Die Revision würde derart erfolgen, dass die Kontinuität des Werts der EWE am Tag der Aenderung der Zusammensetzung des Korbs gewährleistet ist.

Einige sind der Ansicht, dass die Zusammensetzung des Korbs noch vor Inkrafttreten des neuen Europäischen Währungssystems gemäss dem oben vorgeschlagenen Prinzip aktualisiert werden sollte. Ohne sich dieser Möglichkeit zu verschliessen, brachten die Zentralbankpräsidenten freilich Verständnis für die in diesem Zusammenhang von dem Vertreter der Kommission vorgebrachten Vorbehalte auf, dass die Gefahr eines Unterlaufens der Bemühungen zur Harmonisierung der in der Gemeinschaft geltenden Rechnungseinheiten bestehe, wenn die Entscheidung zur Revision des Korbs auf das Europäische Währungssystem beschränkt bliebe.

## 2. Die Verwendungen der EWE

Die EWE in dieser Definition würde verwendet werden

- als gemeinsamer Nenner zur Bezeichnung der Leitkurse;
- als Indikator zur Feststellung von Abweichungen zwischen Gemeinschaftswährungen;
- als Mittel der Berechnung der Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber dem EFWZ (Forderungen und Verbindlichkeiten sowie Reserveaktiva);
- zu Anfang als Grundlage für den Ausgleich der Salden im Zusammenhang mit der sehr kurzfristigen Finanzierung und schliesslich als Zahlungsmittel.

Die Leitkurse würden in Form einer festen, aber veränderbaren Parität zwischen jeder Währung und der EWE ausgedrückt und dem EFWZ mitgeteilt werden. Auf der Beschaffenheit des Wertmassstabs, der aus einem Korb der Gemeinschaftswährungen gebildet ist, ergibt sich, dass jede Änderung des Leitkurses einer Währung eine entsprechende Anpassung der Leitkurse der übrigen Währungen notwendig macht, was zu Konsultationen entsprechend dem Erfordernis gegenseitigen Einverständnisses führt, wie dies der Europäische Rat in Bremen für solche Situationen vorgesehen hat.

Die in EWE ausgedrückten Leitkurse würden zur Festlegung der "Kreuzparitäten" zwischen den Währungen verwendet werden, und ausgehend von den um diese Paritäten gewählten Schwankungsbreiten würden verbindliche Interventionspunkte festgelegt und dem Markt mitgeteilt werden. Das Wechselkurssystem würde sich freilich von dem der "Währungsschlange" durch den Zusatz eines Abweichungsindikators unterscheiden, der auf dem Abstand des Tageswerts der in jeder Währung ausgedrückten EWE zum Leitkurs basieren würde. Ueberschritte dieser Abstand einen "Abweichungsschwelle" genannten Punkt, der versuchsweise auf 75% des theoretischen Maximalabstands einer jeden Währung festgesetzt würde, so würde von den Währungsbehörden des betreffenden Landes erwartet, dass sie Massnahmen ergreifen, welche die Gefahr von Spannungen vermindern oder vermeiden. Nach Ansicht einiger Zentralbankpräsidenten wären sie hierzu sogar verpflichtet. Die Abweichungsschwelle würde für jede Währung in der Weise berechnet, dass die ungleiche Verteilung der Gewichte keinen Einfluss auf die Wahrscheinlichkeit hätte, mit der eine Währung die Abweichungsschwelle erreicht.

Der EFWZ würde künftig die EWE anstelle der EWRE (Europäische Währungsrechnungseinheit) für seine Operationen verwenden. Dies käme zuerst für die sehr kurzfristige Finanzierung und für die Forderungen und Verbindlichkeiten aus dem kurzfristigen Währungsbestand zur Anwendung. Wertänderungen der EWE werden dann den Wert der Forderungen und Verbindlichkeiten im EFWZ beeinflussen. Die gegen Hinterlegung von Gold und Dollar beim EFWZ geschaffenen Aktiva würden "Reserven in EWE"

darstellen; das für diese Einlagen in der Uebergangsperiode vorgesehene Verfahren würde freilich bedeuten, dass die auf diese Art dem EFWZ überwiesenen Aktiva weiterhin Gewinne oder Verluste für die verschiedenen Zentralbanken erbringen würden.

## II. DAS WECHSELKURSSYSTEM

Die Stabilisierung der Wechselkurse, von der die Schaffung einer Stabilitätszone abhängt, muss ein dauerhaftes und wirksames System zur Grundlage haben. Nach Meinung der Zentralbankpräsidenten sollte dieses System drei sich gegenseitig verstärkende Elemente aufweisen: die durch die Kreuzparitäten und die um diese Paritäten festgesetzten Margen bestimmten Schwankungsgrenzen; die Konsequenzen aus dem Gebrauch der EWE als Abweichungsindikator; die Koordinierung der Politik gegenüber Drittwährungen.

### 1. Die Kreuzparitäten und die Bandbreiten

Das Wechselkurssystem würde wie in der "Schlange" auf beiden Seiten der gegenseitigen Paritäten verbindliche Interventionspunkte aufweisen. An diesen Punkten wären die Zentralbanken bereit, auf den betreffenden Märkten in unbeschränktem Umfang die Währungen zu kaufen oder zu verkaufen, welche die Interventionspunkte erreicht hätten.

Für die gegenwärtigen Mitglieder des "Währungsverbunds" würde die höchstzulässige Schwankungsbreite der Kassakurse unverändert 2,25% auf beiden Seiten der gegenseitigen Paritäten betragen. Die Zentralbankpräsidenten glauben, dass den Ländern ausserhalb der "Schlange" zumindest im Anfangsstadium die Möglichkeit gegeben werden sollte, für weitere Bandbreiten zu optieren. Diese Option sollte unter der Voraussetzung ausgeübt werden, dass diese Margen 6% nicht überschreiten und nach und nach reduziert werden, sobald es die wirtschaftlichen Gegebenheiten gestatten.

### 2. Die Auswirkungen der auf der EWE basierenden Abweichungsschwelle

Die Zentralbankpräsidenten halten es für nützlich, dem Wechselkurssystem einen Mechanismus zur Kennzeichnung der Abweichungen beizugeben. Erster Zweck dieses Mechanismus wäre es, die Aktionen auszulösen, welche zur Verhinderung oder zum Abbau bestehender oder drohender Spannungen innerhalb des Gemeinschaftskursverbundes bzw. -verbunde notwendig sind. Ein zweiter Zweck würde darin bestehen, Defizit- und Ueberschussländer gleichermaßen zu einer mehr stabilitätsdienlichen Politik anzuhalten. Nach Ansicht einiger Zentralbankpräsidenten sollte dies dadurch erreicht werden, dass für die Forderungen und Verbindlichkeiten aus Interventionen der Länder mit abweichenden starken Währungen andere Kredit- und Saldenausgleichsmodalitäten gelten würden.

Die Zentralbankpräsidenten prüften, wie die Erwartung des Handelns, die mit dem Ueberschreiten der Abweichungsschwelle, verbunden wäre, ausgelegt werden sollte. Die Prüfung erfolgte auf der Grundlage eines vom Vorsitzenden des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten vorgelegten Memorandums. Alle Zentralbankpräsidenten sind sich darin einig, dass die vorgeschlagenen Konsultationen im Falle einer bestätigten Abweichung einen nützlichen Beitrag zur Annahme geeigneter Massnahmen sowie zur Stabilität des Wechselkurssystems leisten könnten. Es wird anerkannt, dass diese Konsultationen auf Verantwortlichkeitsebenen stattfinden müssen, die eine adäquate Beschlussfassung ermöglichen. Einige Zentralbankpräsidenten betonten die Bedeutung, welche sie dem zweiten, im vorstehenden Absatz beschriebenen Zweck als Mittel zur inhaltlichen Ausfüllung dieser Konsultationen beimessen. Hinsichtlich der Frage, welches Schwergewicht auf Interventionen als primäres Objekt der vorgeschlagenen Erwartung des Handelns gelegt werden soll, bestehen zwischen den Zentralbankpräsidenten noch Meinungsverschiedenheiten.

Zu Illustrationszwecken sind diesem Bericht zwei Anlagen beigefügt; bei der ersten (Anlage 1) handelt es sich um das Memorandum des Vorsitzenden des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten; die zweite Anlage (Anlage 2) enthält die von einem Zentralbankpräsidenten vorgelegte alternative Auslegung der Erwartung des Handelns.

### 3. Die Koordinierung der Politik gegenüber Drittwährungen

Obwohl die Koordinierung der Wechselkurspolitik gegenüber Drittwährungen eng verbunden ist mit den Massnahmen, die mit Blick auf den Abweichungsindikator empfohlen werden, bleibt sie selbst dann ein höchst erstrebenswertes Ziel, wenn es keine Spannungen oder Abweichungen im Kursverbund gibt. Darüber hinaus betonen die Zentralbankpräsidenten, dass im bestehenden gemeinschaftlichen Wechselkursmechanismus Spannungen oft dann auftreten oder verschärft werden, wenn die Wechselkursentwicklung der wichtigsten Drittwährungen unbeständig ist.

Die Zentralbankpräsidenten sind der Ansicht, dass eine enge Konzertation auf diesem Gebiet zwischen ihnen und, wenn notwendig, mit den Emissionsinstituten der betreffenden Drittwährungen eine Koordinierung der ergriffenen Massnahmen möglich machen würde. Wenn auch die Schwierigkeiten einer gemeinsamen Politik gegenüber Drittwährungen augenfällig sind, sollte gleichwohl vermieden werden, dass die Interventionen der Einzelstaaten in solchen Währungen inkohärent sind.

### III. DAS KREDITSYSTEM

Die Zentralbankpräsidenten haben geprüft, wie auf angemessene Weise dem auf der Tagung des Europäischen Rats in Bremen geäusserten Wunsch entsprochen werden kann, das innergemeinschaftliche Kreditpotential in Verbindung mit dem Wechselkurssystem zu erhöhen und insbesondere kurzfristige Kreditfazilitäten erheblichen Umfangs vorzusehen.

Zu diesem Zweck haben die Zentralbankpräsidenten die Möglichkeit erwogen, die Struktur des kurzfristigen Währungsbeistands in der Weise zu modifizieren, dass der Kredit nicht mittels einer Finanzierung durch die Zentralbanken, sondern durch die Schaffung von Aktiva in EWE gegen Hinterlegung von Landeswährungen bereitgestellt wird. Die Flexibilität eines solchen Systems und die Tatsache, dass es mit den Leitlinien von Bremen - insbesondere hinsichtlich der Schaffung von EWE gegen Landeswährungen - übereinstimmt, weckte bei den Zentralbankpräsidenten erhebliches Interesse; einige sahen in ihm einen Vorläufer der Verfahren, wie sie möglicherweise vom zukünftigen Europäischen Währungsfonds angewandt werden. Insbesondere wurde begrüßt, dass dieses System die Abschaffung der Gläubigerquoten nach sich ziehen würde. Eine Reihe von Zentralbankpräsidenten sah dagegen bei diesem System juristische und technische Schwierigkeiten und äusserte Bedenken hinsichtlich des Umfangs von EWE-Aktiva, der sich einer Zentralbank aufdrängen könnte, wenn die Annahmepflicht von EWE-Aktiva nicht begrenzt wird.

### 1. Das Kreditvolumen

Die Erhöhung des Kreditvolumens wirft das Problem auf, welche Aufteilung zwischen dem mittelfristigen finanziellen Beistand, der nicht direkt in die Zuständigkeit der Zentralbanken fällt, und dem kurzfristigen Währungsbeistand vorgenommen werden soll, wobei unterstellt wird, dass die sehr kurzfristige Finanzierung betragsmässig unlimitiert bleiben soll. Die Verbindung zwischen den beiden Kreditmechanismen wird noch dadurch kompliziert, dass aller Wahrscheinlichkeit nach jede Erhöhung des mittelfristigen Beistands erst nach Ablauf einer gewissen Frist in Kraft treten kann.

Von der Annahme ausgehend, dass sich die Kreditfazilitäten insgesamt auf ungefähr 25 Mrd. EWE belaufen sollten, was allgemein als die Absicht des Europäischen Rats in Bremen angesehen wird, haben die Zentralbankpräsidenten verschiedene Möglichkeiten der Aufteilung des Globalbetrags zwischen dem kurzfristigen und dem mittelfristigen Beistand geprüft. Hierbei gab es verschiedene Lösungen; einige basierten auf dem Finanzierungsvolumen, andere auf dem Konzept des effektiv verfügbaren Kredits, und für die relative Erhöhung der Quoten und der Rallongen im kurzfristigen Währungsbeistand gab es ebenfalls verschiedene Kombinationen.

Der Vorsitzende des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten schlug die nachstehende Kompromisslösung vor, die auch von einigen unterstützt wurde. Gemäss dieser Lösung könnte vorbehaltlich einer angemessenen und ausreichend schnellen Erhöhung des mittelfristigen Beistands die Aufteilung zwischen Quoten und Rallongen im kurzfristigen Währungsbeistand unverändert bleiben, das effektiv in diesem Beistand verfügbare Kreditvolumen würde aber von EWE 5,8 auf 15 Mrd. erhöht werden. Die Quoten und Rallongen würden entsprechend mit 2,6 multipliziert. (vgl. Anlage 3).

## 2. Die Kreditdauer

Die Zentralbankpräsidenten sind sich darin einig, dass die Gesamtlaufzeit der sehr kurzfristigen automatischen Finanzierung und des kurzfristigen Währungsbeistands von derzeit 10 bis 11 Monaten auf 14 bis 15 Monate erhöht werden sollte.

Solange die gegenwärtige Struktur des kurzfristigen Währungsbeistands unverändert bleibt, würde sich die Gesamtlaufzeit wie folgt verteilen: die Erstfälligkeit der unbegrenzten Finanzierung würde um einen Monat verschoben, so dass die Laufzeit 60 Tage ab Monatsende betragen würde. Die in dieser Fazilität bestehende Möglichkeit, die Finanzierung in Höhe der Schuldnerquote im kurzfristigen Währungsbeistand automatisch für drei Monate zu verlängern, bliebe unverändert. Die Höchstlaufzeit des kurzfristigen Währungsbeistands würde auf dreimal drei Monate ausgedehnt.

Zwei Zentralbanken haben jedoch weiterhin Vorbehalte gegenüber der Ausdehnung der sehr kurzfristigen Anfangsfinanzierung auf 60 Tage ab Monatsende.

## 3. Besondere Bestimmungen im Zusammenhang mit dem EWE- Abweichungsindikator

Einige Zentralbankpräsidenten sind der Ansicht, dass aus den im Abschnitt über das Wechselkurssystem erklärten Gründen besondere Kredit- und Saldenausgleichsmodalitäten für die Interventionen vorgesehen werden sollten, bei denen die Währung der intervenierenden Zentralbank, nicht aber die andere Währung "abweichend" war; dabei wäre nicht von Belang, ob die Interventionen an den bilateralen Interventionspunkten oder innerhalb der Bandbreite erfolgt wären. Sie schlagen daher vor, dass in den Fällen, in denen es sich bei der abweichenden Währung um die des Gläubigers handelt, die sehr kurzfristige Finanzierung immer wieder automatisch verlängert würde, bis in einer gemeinsamen Konsultation vereinbart würde, dass von da an die normalen Saldenausgleichsregeln Anwendung finden sollten, oder bis sich die Position des Gläubigers drehen würde, und es damit möglich wäre, seine Forderungen durch Käufe seiner eigenen Währung zur Verstärkung des Mechanismus zu liquidieren. Die normale Verzinsung einer derartigen sehr kurzfristigen Finanzierung würde reduziert, wenn der Betrag dieser Finanzierung ein gewisses Niveau übersteigen würde; dieses Niveau könnte mit den Quoten im kurzfristigen Währungsbeistand in Bezug gebracht werden.

## 4. Weitere Bestimmungen

Die kurz- und sehr kurzfristigen Kreditfazilitäten würden in jeder anderen Beziehung unverändert bleiben. Die Zentralbankpräsidenten werden weiterhin den Zinssatz für die sehr kurzfristige Finanzierung und für den kurzfristigen Währungsbeistand festsetzen; hierbei werden sie die

Tatsache berücksichtigen, dass Forderungen und Verbindlichkeiten demnächst auf EWE lauten werden.

#### IV. DAS SALDENAUSGLEICHSSYSTEM

Schon in der Uebergangsperiode sollte das Saldenausgleichssystem auf der Verwendung von EWE-Guthaben beruhen; diese EWE-Guthaben würden gegen Einzahlung von Gold und Dollar beim EFZW entstehen.

Die Zentralbankpräsidenten prüften in grossen Zügen die Entstehungsart von EWE-Guthaben, deren potentielle Verwendung sowie deren Merkmale. Sie werden ihre Studien über diese Themen erst dann fortsetzen können, wenn die grundlegenden Merkmale des Europäischen Währungssystems geklärt sind.

##### 1. Die Entstehung von EWE-Guthaben

Bei der Suche nach Lösungen für die Probleme, welche die Schaffung von EWE-Guthaben gegen Reserveeinzahlungen aufwirft, muss in der Uebergangsperiode ganz besonders auf die Erfordernisse der Einfachheit in der operationellen Handhabung geachtet werden.

In diesem Sinne wird vorgeschlagen, die Ersteinzahlungen entsprechend den vom Europäischen Rat in Bremen gegebenen Hinweisen auf Gold und Dollar zu beschränken. Jede Zentralbank würde beim EFZW Gold in Höhe von 20% ihres Goldbestands und Dollar im Betrage von entweder 20% ihrer Bruttodollarreserven oder, nach dem Wunsche einiger Zentralbanken, 20% ihrer (in Dollar umgerechneten) übrigen Bruttoreserven (d.h. ohne Gold und EWG-Währungen) einzahlen. (vgl. Anlage 4).

Jede Zentralbank würde im Gegenzug eine Gutschrift in EWE erhalten. Für Dollar würde als Umrechnungskurs der Marktkurs herangezogen. Hinsichtlich des Goldes sind die Zentralbankpräsidenten der Ansicht, dass der Umrechnungskurs nahe beim Marktpreis liegen oder von diesem abgeleitet sein sollte.

Die Zentralbankpräsidenten sind der Auffassung, dass in der Uebergangsperiode die Schaffung von EWE-Guthaben gegen Gold- und Dollareinzahlungen in Form von revolvierenden Dreimonatsswaps oder durch Hinterlegung der betreffenden Reserven erfolgen sollte. In beiden Fällen würden damit die Risiken bezüglich dieser Einzahlungen, die sich sehr unterschiedlich zusammensetzen werden, bei den einzelnen Zentralbanken verbleiben. Später jedoch, d.h. bei der Erarbeitung der Bestimmungen bezüglich des Europäischen Währungsfonds, könnte eine definitive Uebertragung der Reserveaktiva auf den Fonds und die damit verbundene Risikovergemeinschaftung ins Auge gefasst werden.

Der Erstschaftung von EWE würden in bestimmten Intervallen Anpassungen folgen, um das ursprüngliche Verhältnis zwischen dem Gesamtumfang der EWE-Guthaben und dem Volumen der anderen Reservebestände wiederherzustellen. Für diese Anpassungen, mit denen der in Bremen manifestierte Wunsch, die EWE-Guthaben nach Massgabe der aus Dollarkäufen und -verkäufen resultierenden Reserveveränderungen variieren zu lassen, auf einfache Weise in die Tat umgesetzt werden soll, müssen ausgearbeitet werden, wobei sie mit der Rolle der EWE-Guthaben im innergemeinschaftlichen Saldenausgleich vereinbar sein müssen.

## 2. Die Verwendung von EWE-Guthaben

Um als gleichrangig mit anderen Reservekategorien angenommen zu werden, müssen die EWE-Guthaben mit vergleichbaren Eigenschaften, insbesondere hinsichtlich ihrer Verwendungsmöglichkeiten, ausgestattet sein.

Die EWE-Guthaben werden in erster Linie beim Ausgleich der Schulden aus der sehr kurzfristigen Finanzierung Verwendung finden.

Spezifische Bestimmungen sollten auch ins Auge gefasst werden, damit die EWE-Guthaben auch dazu verwendet werden können, im Bedarfsfall konvertible Währungen, insbesondere Dollar, zu kaufen. Diese Mobilisierung könnte in Form von Dollarswaps mit dem EFZW oder im Wege freiwilliger Uebertragungen zwischen Zentralbanken erfolgen.

## 3. Merkmale der EWE-Guthaben

Die Zentralbankpräsidenten sind vorläufig der Ansicht, dass alle auf EWE lautenden Guthaben oder Forderungen einer Zentralbank, sei es im Rahmen der sehr kurzfristigen Finanzierung, des kurzfristigen Währungsbestands oder aus Einzahlungen von Gold und Dollar herrührend, unterschiedslos verzinst werden sollten.

Dieses Ziel könnte durch zwei ergänzende Bestimmungen erreicht werden. Die erste sähe vor, dass von den Zentralbanken eine Depotgebühr für das eingelegte Gold verlangt würde, um dem EFZW eine mit der Rendite von Dollaranlagen vergleichbare Rendite auf den Goldbestand zu verschaffen. Gemäss der zweiten Bestimmung würden die EWE-Guthaben auf der Grundlage der durchschnittlichen Rendite verzinst, welche der EFZW aus Dollaranlagen, Gold und EWE-Forderungen erzielt hätte.

Brüssel, den 23. Oktober 1978

(Übersetzung)

VERBINDUNG DES KREUZPARITAETENSYSTEMS MIT DEM ABWEICHUNGSINDIKATOR

Tragweite des "Belgischen Kompromisses"

1. Kurze Zusammenfassung

Die Auswirkungen des Abweichungsindikators gemäss den belgischen Vorschlägen wurden kurz wie folgt definiert:

"1. Hat eine Währung ihre Abweichungsschwelle überschritten, ist die betreffende Zentralbank im Prinzip zu einer Diversifizierung ihrer Interventionspraxis verpflichtet:

- a) ist das bilaterale Limit nicht erreicht, so muss sie entweder mit der Intervention in Gemeinschaftswährungen (vgl. d) unten) oder in Dollar zum Abbremsen des abweichenden Trends beginnen;
- b) ist das bilaterale Limit erreicht, so muss sie nicht nur in der am weitesten entfernten Währung intervenieren, sondern auch, zur Erleichterung der Lage dieser Währung, in Dollar oder in anderen Gemeinschaftswährungen, die nahe ihrem bilateralen Limit in der entgegengesetzten Richtung sind (vgl. d) unten);
- c) verfährt sie nicht wie unter oben a) oder b), muss sie sich im Rahmen der Konzertation dazu erklären;
- d) zur Erleichterung der Diversifizierung der Interventionen ist eine Zentralbank, deren Währung relativ nahe an einem bilateralen Interventionspunkt ist (z.B. weniger als 0,25% davon entfernt) oder ihre EWE-Abweichungsschwelle in der entgegengesetzten Richtung überschritten hat, gehalten, sich stabilisierenden Interventionen in ihrer Währung bis zu einer vereinbarten Obergrenze nicht zu widersetzen.

2. Verharrt eine Währung während einer bestimmten Zeitspanne jenseits ihrer Abweichungsschwelle, haben die Währungsbehörden des betreffenden Landes auf dem Konsultationsweg ihre Einschätzung der Lage und gegebenenfalls die Massnahmen, die sie zu ergreifen beabsichtigen, mitzuteilen."

## 2. Die normative Bedeutung der "Abweichungsschwelle"

(1) Ueberschreitet eine Währung die Abweichungsschwelle, so wird erwartet, dass die betreffenden Währungsbehörden Massnahmen ergreifen.

Diese Erwartung gründet sich nicht auf der Annahme, dass das Verhalten der abweichenden Währung "anomal" ist, sondern zielt auf ein frühzeitiges Erkennen einer drohenden Spannung im europäischen Währungssystem als Folge der Tendenz einer Währung zum Abweichen von den anderen.

Gegen diese so vorgeschlagene Erwartung ist der Gegenbeweis zulässig; sie kann durch stichhaltige Argumente in der Konzertation widerlegt werden. Welcher Art diese Argumente sein können, wird unter Ziffer 3 dieser Note untersucht.

Vorab ist festzuhalten, dass es für eine Widerlegung der Vermutung weder ausreicht noch notwendig ist zu beweisen, dass die Ursache der Spannung in keinem Zusammenhang steht mit der Situation der abweichenden Währung oder auf die Lage der anderen Gemeinschaftswährungen, ob abweichend oder nicht, zurückzuführen ist: stattdessen ist es notwendig und reicht es aus zu beweisen, dass Massnahmen von Seiten der für die abweichende Währung verantwortlichen Währungsbehörden unter dem Gesichtspunkt der Stabilität des europäischen Währungssystems nicht ratsam sind.

(2) Nach dem Ueberschreiten der Abweichungsschwelle werden zunächst diversifizierte Interventionen am Devisenmarkt als angemessene Massnahmen erwartet.

Die Intervention werden jedoch nicht anderen Massnahmen, die geeignet sind, die Abweichung zum Stillstand zu bringen oder abzubremesen, vorgezogen. Andere Massnahmen, wie eine Neuorientierung der Währungspolitik, Kapitalverkehrscontrollen, finanz- oder haushaltspolitische Massnahmen oder selbst eine Anpassung des Leitkurses, können ebenfalls erwogen werden. Im allgemeinen jedoch sind zeitlich gesehen Interventionen am Markt am schnellsten zu verwirklichen und ermöglichen es, wenn die Abweichung vorübergehender Natur ist, sich zu vergewissern, ob es angezeigt ist, auf andere, weniger leicht rückgängig zu machende Massnahmen zurückzugreifen. Es ist anzumerken, dass die Intervention selbst nicht automatisch ist, da sie "dosiert" erfolgen muss. Es besteht keine Verpflichtung, einen bilateralen Kurs zu "halten", solange nicht der verbindliche Interventionspunkt erreicht ist.

Für den Fall freilich, dass die Interventionsverpflichtung als zu mechanisch erschiene, wäre es denkbar, sie bis zu dem Zeitpunkt aufzuschieben, an dem das Ueberschreiten der Abweichungsschwelle durch fünf aufeinanderfolgende Tage der "Abweichung" bestätigt wird. Die Zeit könnte für die Einleitung von Konsultationen genutzt werden.

Möchte eine Zentralbank vermeiden, dass sie intramarginale Interventionen vornehmen muss, weil ihre Währung die Abweichungsschwelle überschritten hat, so könnte sie auch vorbeugend und fakultativ eine "vorweggenommene" Konsultation auslösen, wenn sich ihre Währung dieser Schwelle nähert (wenn sie z.B. 80% der Strecke zwischen dem EWE-Leitkurs und der Abweichungsschwelle zurückgelegt hat).

(3) Da das Ziel der Intervention sowohl ein Abbremsen der Abweichung wie die Erleichterung der Last der entgegengesetzten Währungen ist, kommt dem Begriff der Diversifizierung der Interventionen grösste Bedeutung zu.

Aus diesem Konzept ergibt sich, dass die bei Ueberschreiten der Abweichungsschwelle notwendig werdenden Interventionen normalerweise nicht nur in der sich am anderen Ende des Bandes befindlichen Währung erfolgen. Sie müssen auch in Dollar und/oder in anderen Gemeinschaftswährungen vorgenommen werden, sofern nicht andere Gründe gegen eine Verwendung dieser Währungen sprechen.

Wenn die bilateralen Interventionspunkte erreicht sind, wird von der Zentralbank, deren Währung die Abweichungsschwelle überschritten hat, nicht die Intervention als solche erwartet, die auf jeden Fall obligatorisch ist, sondern die Diversifizierung der Wahl der Interventionswährungen zum Zweck der Erleichterung der Last der am weitesten entfernten Währung.

### 3. Ausnahme: Gründe und Grenzen

Es kann der Fall eintreten, dass die Intervention, zu der eine Zentralbank nach den Erwartungen verpflichtet ist, nicht ratsam ist aus Gründen, die mit dem Verhalten der abweichenden Währung selbst oder dem der wahrscheinlichen Interventionswährungen verknüpft sind.

Was die abweichende Währung betrifft, so kann die intramarginale Intervention nicht angezeigt sein aus Gründen

- entweder der Marktstrategie: im Fall einer spekulativen Attacke ist die intramarginale Intervention sinnlos. Aeussere Ereignisse (Wahlperioden, Streiks usw.) können die Wahrscheinlichkeit derartiger

Bewegungen erhöhen; es wäre denkbar, die betreffende Zentralbank bereits vor Erreichen der Abweichungsschwelle von der Erwartung zu intervenieren auszunehmen;

- oder der Währungspolitik: in diesem Falle ist weniger die Tatsache der Intervention als der Umfang der Intervention von Bedeutung. Wenn freilich die Zentralbank mit der abweichenden Währung sich weigert, ihre Währungspolitik an die Notwendigkeit einer Verringerung der Spannungen im europäischen Währungssystem anzupassen, und wenn in der Konzertation deutlich wird, dass eine Anpassung der Währungspolitik der anderen Länder im entgegengesetzten Sinn ebenfalls ausgeschlossen ist, würde die Notwendigkeit einer Anpassung des Leitkurses wahrscheinlicher werden.

Was die Interventionswährungen angeht, könnte ein Eingreifen am Markt nicht ratsam sein, weil

- sich keine Gemeinschaftswährungen in der entgegengesetzten "Randzone" befinden;
- weil die zulässige Obergrenze für die Interventionsbeträge in den Randzonen-Währungen erreicht ist;
- weil gewisse Umstände gegen eine Verwendung von Dollar sprechen (Gefahr der Verstärkung einer unerwünschten spontanen Tendenz, drohende Interventionen in der entgegengesetzten Richtung usw.).

Diesen Gründen für die Befreiung einer Zentralbank mit abweichender Währung von der Interventionsverpflichtung können andere entgegengestellt werden, die die Erwartung zugunsten diversifizierter Interventionen untermauern.

Diese Situation wäre insbesondere bei Spannungen innerhalb des gemeinschaftlichen Bandes zwischen einer abweichenden und einer nichtabweichenden Währung gegeben,

- wenn die abweichende Währung als stark angesehen wird, und die nichtabweichende Währung am andern Ende sich dennoch gemessen an der Kursentwicklung der Vortage gegenüber dem Dollar oder dem SZR verteuert hat;
- wenn die abweichende Währung als schwach eingestuft wird, und die nichtabweichende Währung am anderen Ende dennoch gemessen an der an den Vortagen gegenüber dem Dollar und dem SZR verzeichneten Kursentwicklung an Wert verloren hat.

In derartigen Situationen, in denen die abweichende Währung eindeutig das gesamte Gemeinschaftsband "mit sich zieht", müsste die Zentralbank, deren Währung abweicht, Interventionen in Drittwährungen im Prinzip in einer Grössenordnung vornehmen, die jener der Interventionen in Gemeinschaftswährungen gleichkommt, sofern keine anderen Anpassungsmassnahmen, insbesondere die Anpassung des Leitkurses der abweichenden Währungen, getroffen werden.

#### 4. Die Gemeinschaftswährungen in der Randzone

Die Zentralbanken, deren Währungen sich in der Randzone aufhalten, müssen es hinnehmen, dass ihre Währungen durch andere bis zu der festgesetzten Obergrenze und ohne vorherige Konsultation in Interventionen verwendet werden.

Es handelt sich hierbei nicht um eine Erwartung sondern um eine Verpflichtung, die notwendig ist, um einen Bestand einsetzbarer Mittel für die Zentralbank schaffen zu können, deren Währung abweicht. Die in der Anlage zum Bremer Kommuniqué eindeutig zum Ausdruck gekommene Präferenz für Interventionen in Gemeinschaftswährungen bedeutet, dass die Last der Zentralbank, deren Währung sich am Interventionspunkt befindet, durch die Verwendung anderer, sich nicht am Interventionspunkt befindender Währungen erleichtert werden soll.

Die Obergrenze für diese Interventionen könnte in Relation zu den im kurzfristigen Währungsbeistand geltenden Quoten gesetzt werden; jede ohne vorherige Konsultation vorgenommene intramarginale Intervention würde auf die Obergrenze für einen Zeitraum von drei Monaten "angerechnet" werden.

#### 5. Fortbestehen einer Abweichung

Der belgische Vorschlag sieht verbindliche Konsultationen zwischen den Währungsbehörden vor, wenn eine Abweichung über einen bestimmten Zeitraum anhält.

Als Zeitraum könnte man z.B. eine 15tägige Abweichung während drei Monaten (etwa 60 Geschäftstage umfassend) festsetzen. Ziel dieser Konsultation ist es, jede mögliche Anpassungsmassnahme seitens des Landes mit der abweichenden Währung oder anderer Länder mit dem Ziel zu prüfen, die Stabilität des europäischen Währungssystems zu gewährleisten.

FUNKTIONSWEISE DES EWE-ABWEICHUNGSINDIKATORS

---

Überschreitet eine Währung ihre Abweichungsschwelle, bestände die Vermutung, dass Massnahmen zum Abbau der Spannungen im Wechselkurs-system ergriffen bzw. verstärkt würden.

Die Zentralbanken würden im Rahmen der Konzertation die Massnahmen erörtern, welche geeignet wären, den Druck im Wechselkurssystem, wie er insbesondere in der Abweichung der fraglichen Währung zum Ausdruck kommt, zu verringern. Unter diesen geeigneten Massnahmen kommen auch gegenseitig vereinbarte intramarginale Interventionen der betreffenden Zentralbanken in Betracht.

Hat eine Währung ihre Abweichungsschwelle länger als fünf Tage überschritten, treten die Zentralbanken in formelle Konsultationen über die Ursachen der Abweichung und die zu ergreifenden Massnahmen ein. Zu diesen Massnahmen können gehören:

- intramarginale Interventionen in Gemeinschaftswährungen;
- geldpolitische Massnahmen;
- Anpassung der Leitkurse;
- andere aussen- und binnenwirtschaftliche Massnahmen.

Soweit die von den Zentralbanken als notwendig erachteten Massnahmen nicht in deren Zuständigkeit fallen, werden diese ihren jeweiligen Regierungen diesbezügliche Empfehlungen geben.

ERHOEHUNG DES KURZFRISTIGEN WAERHUNGSBEISTANDS AUF  
EIN THEORETISCH MOEGLICHES KREDITMAXIMUM<sup>1)</sup>

VON EWE 15 Mrd.

Auswirkungen auf die Gesamtsumme der Schuldner- und Gläubigerquoten und Rallongen<sup>2)</sup>  
und auf die Ziehungsmöglichkeiten und potentiellen Finanzierungsverpflichtungen der einzelnen Länder<sup>3)</sup>

(in Mrd. EWE)

	Teilnehmende Zentralbanken					INSGESAMT
	BR Deutschland Frankreich Grossbritannien 22,02%	Italien 14,68%	BLWU Niederlande 7,34%	Dänemark 3,30%	Irland 1,28%	
<b>I. Schuldnerquoten und Rallongen</b>						
- Schuldnerquoten .....	1.9 (0,7)	1.2 (0,5)	0.6 (0,2)	0.3 (0,1)	0.1 (0,04)	8.5 (3,2)
- Schuldnerallongen .....	....	....	....	....	....	9.3 (3,6)
<b>Gesamtsumme .....</b>	....	....	....	....	....	17.8 (6,8)
<b>II. Ziehungsmöglichkeiten</b>						
- Schuldnerquote + $\frac{1}{2}$ Rallonge <sup>4)</sup> .....	6.5 (2,5)	5.8 (2,3)	5.2 (2,0)	4.9 (1,9)	4.7 (1,8)	....
- Schuldnerquote + Rallonge <sup>4)</sup> .....	11.2 (4,3)	10.5 (4,1)	9.9 (3,8)	9.6 (3,7)	9.4 (3,6)	....
- Theoretisch mögliches Kreditmaximum <sup>4)</sup> .....	....	....	....	....	....	15.0 (5,7)
<b>III. Gläubigerquoten und Rallongen</b>						
- Gläubigerquoten .....	3.8 (1,4)	2.4 (1,0)	1.2 (0,4)	0.6 (0,2)	0.2 (0,1)	17.0 (6,4)
- Gläubigerallongen .....	....	....	....	....	....	9.3 (3,6)
<b>Gesamtsumme .....</b>	....	....	....	....	....	26.3 (10,0)
<b>IV. Potentielle Finanzierungsverpflichtungen</b>						
- Gläubigerquote + Rallonge .....	13.1 (5,0)	11.7 (4,6)	10.5 (4,0)	9.9 (3,8)	9.5 (3,7)	....
<b>V. Nachrichtlich</b>						
Bereitstellungsplafonds im mittelfristigen finanziellen Beistand .....	1.2 <sup>5)</sup>	0.8 <sup>5)</sup>	0.4 <sup>5)</sup>	0.2 <sup>5)</sup>	0.1 <sup>5)</sup>	5.5 <sup>5)</sup>

- 1) Entsprechend der Aufteilung der Quoten und Rallongen beträgt das theoretisch mögliche Kreditmaximum etwas mehr als 80% der Gesamtsumme der Schuldnerquoten und- rallongen.
- 2) Um den Gesamtbetrag von EWE 15 Mrd. zu erreichen, wurde die Summe aus Schuldner- und Gläubigerquoten und Rallongen mit ungefähr 2,6 multipliziert; da die individuellen Quoten auf- und abgerundet wurden, ist der Multiplikator von Zentralbank zu Zentralbank unterschiedlich.
- 3) Die Zahlen in Klammern zeigen den augenblicklichen Stand an und wurden zu Vergleichszwecken angegeben.
- 4) Im gegenwärtigen System darf grundsätzlich kein Land mehr als die Hälfte der Rallonge in Anspruch nehmen. Von dieser Vorschrift kann abgesehen werden, wenn es aussergewöhnliche Umstände und besondere Bedürfnisse des Schuldners rechtfertigen.
- 5) Bestehendes System mit einem theoretisch möglichem Kreditmaximum von EWE 5 Mrd.

ZWEI VARIANTEN FUER DIE SCHAFFUNG VON EWE GRIEN RESERVEEINZAHLUNG <sup>1)</sup>  
 - EWE-Gegenwert der Einzahlungen nach Ländern und Reservieraten <sup>2)</sup> -

LAND	GOLD				US-DOLLAR				INSGESAMT			
	Variante I		Variante II		Variante I		Variante II		Variante I		Variante II	
	(1)	(2)	(3)	Nachrichtlich: Spalte (3) in % der US-Dollar- Bruttoreerven der Länder	(4) = (1) + (2)	(5) = (1) + (1)						
Betrag in Mio EWE	Länder- Anteile am EWG- Gesamtbeitrag	Betrag in Mio EWE	Länder- Anteile am EWG- Gesamtbeitrag	Betrag in Mio EWE	Länder- Anteile am EWG- Gesamtbeitrag	Betrag in Mio EWE	Länder- Anteile am EWG- Gesamtbeitrag					
Belgien .....	1.292	10,0	342	3,12	530	4,54	31,0	1.634	7,04	1.822	7,41	
Dänemark .....	58	0,45	341	3,31	374	3,20	21,9	399	1,72	432	1,76	
Deutschland .	3.601	27,86	4.850	47,10	5.509	47,17	22,7	8.451	36,40	9.110	37,03	
Frankreich ..	3.095	23,95	1.009	9,80	1.140	9,76	22,6	4.104	17,68	4.235	17,21	
Irland .....	14	0,11	124	1,21	177	1,52	28,5	138	0,59	191	0,78	
Italien .....	2.524	19,53	1.268	12,32	1.327	11,36	20,9	3.792	16,33	3.851	15,65	
Niederlande .	1.663	12,87	561	5,45	771	6,60	27,5	2.224	9,58	2.434	9,89	
Gross- britannien	677	5,23	1.800	17,49	1.850	15,84	20,5	2.477	10,67	2.527	10,27	
INSGESAMT ...	12.924	100,00	10.295	100,00	11.678	100,0	22,7	23.219	100,00	24.602	100,00	

- 1) Variante I und II sehen unterschiedslos Goldeinzahlungen in Höhe von 20% des gesamten Goldbestands vor, unterscheiden sich aber hinsichtlich der Dollareinzahlungen: nach Variante I würden die Dollareinzahlungen 20% der US-Dollar-Bruttoreerven ausmachen, während sie nach Variante II im Gegenwert von 20% aller Reservekategorien mit Ausnahme von Gold und EWG-Währungen (d.h. US-Dollar, andere Währungen mit Ausnahme von EWG-Währungen, Sonderziehungsrechte, IWF-Reservepositionen) erfolgen würden.
- 2) Die Berechnungen beruhen vorwiegend auf den Reservestatistiken des EPWZ-Agenten für Ende September 1978. Die Goldeinzahlungen wurden zum Preis von US\$ 215,33 je Unze Feingold (d.h. der Durchschnitt der Londoner Notierungen während der letzten drei Monate August, September und Oktober 1978) bewertet. Die Umrechnung in EWE erfolgte auf der Grundlage des ERE-Kurses vom 26. Oktober 1978, d.h. 1 ERE = US\$ 1,41467.