

Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Heyvaert

Nr. 39

ZWISCHENBERICHT UEBER DAS EUROPÄISCHE WÄHRUNGSSYSTEM



Inhaltsübersicht

	<u>Seite</u>
Einleitung .....	1
Teil I: Der Wertmassstab (numéraire) .....	2
Teil I, A: Die verschiedenen Arten von Wertmassstäben und ihre Verwendung .....	3
1. Wertmassstab auf der Basis eines Währungskorbs .....	3
2. Das Kreuzparitätensystem .....	5
3. Die EWE als Basis eines Kreuzparitätensystems und als Indikator für Abweichungen .....	6
Teil I, B: Die Bedeutung des Wertmassstabs im Falle einer Aenderung der Leitkurse und einer zeitweiligen oder langfristigen Nichtbeteiligung am System .....	6
1. Aenderung der Leitkurse .....	7
2. Zeitweilige oder langfristige Nichtbeteiligung ....	7
Teil II: Das Interventionssystem .....	8
1. Die Weite der Schwankungsbreite .....	9
2. Der Grad des Automatismus und des Zwanges zu Inter- ventionen .....	10
3. Die Wahl der Interventionswährungen .....	11
4. Koexistenz mit der "Währungsschlange" .....	13
5. Die Vereinfachung der Regeln des neuen Interven- tionssystem .....	14
6. Die Verbuchung und die Finanzierung der Interventio- nen in Währungen des Systems .....	15
7. Die Koordinierung der Wechselkurspolitik gegenüber Drittwährungen .....	15
8. Die Assoziierung von Drittländern .....	16

	<u>Seite</u>
Teil III: Der Europäische Währungsfonds .....	18
1. Die Leitlinien von Bremen .....	18
2. Rolle und generelle Konzeption des EWF .....	18
3. Arbeitsweise des Fonds .....	20
A. Hinterlegung von Reserveaktiva gegen EWE .....	20
a) Zu Übertragende Reservekomponenten .....	20
b) Festlegung der Bemessungsgrundlage und des Verteilungsschlüssels .....	20
c) Anpassung des gegen EWE überlassenen Betrages an Aktiva .....	23
d) Form der Beiträge .....	23
e) Umrechnungskurse .....	24
f) Wechselkursrisiko und Verzinsung .....	24
g) Verwaltung der Reserven durch den Fonds .....	25
B. Verwendung von gegen Einbringung von Reserve- aktiva ausgegebenen EWE .....	25
C. Schaffung von EWE gegen Landeswährung .....	26
D. Verhältnis der neuen Bestimmungen zu den bestehen- den Kreditfazilitäten .....	27
E. Vereinfachungsvorschläge .....	30



Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Heyvaert

Nr. 39

ZWISCHENBERICHT UEBER DAS EUROPÄISCHE WÄHRUNGSSYSTEM

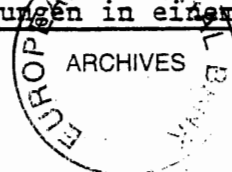
In Ausführung des Mandats, das der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Heyvaert vom Ausschuss der Stellvertreter der Präsidenten der EWG-Zentralbanken auf seiner Sitzung vom 11. Juli 1978 erteilt wurde, hat diese (vgl. Mitgliederliste im Anhang) die hauptsächlichlichen technischen Probleme untersucht, die sich aus der Schaffung eines europäischen Währungssystems ergeben, wie es in den Schlussfolgerungen und der Anlage der Präsidentschaft beschrieben wurde, die zum Abschluss der Tagung des Europäischen Rates am 6. und 7. Juli 1978 in Bremen veröffentlicht wurden.

Die Gruppe beschränkte sich auf die technischen Aspekte des durch die Schaffung eines neuen europäischen Währungssystems aufgeworfenen Fragenkomplexes; angesichts der Tragweite und Vielschichtigkeit dieser Fragen möchten die Experten schon jetzt den vorläufigen Charakter dieses Dokuments hervorheben.

Die Gruppe hat mit Absicht keine Prüfung der politischen Fragen vorgenommen; ebenso hat sie davon abgesehen, die sich in diesem Zusammenhang ergebenden juristischen Probleme zu behandeln, die einer Lösung auf Gemeinschaftsebene und höchstwahrscheinlich auf nationaler Ebene bedürfen.

Zunächst sei daran erinnert, dass der Europäische Rat

- ein "dauerhaftes und wirksames System" in Aussicht nimmt, in dem die europäische Währungseinheit (EWE) den Kern bildet,
- die zuständigen Gemeinschaftsstellen auffordert, bis zum 31. Oktober 1978 die notwendigen Vorschriften für das Funktionieren eines solchen Systems, nötigenfalls im Wege von Änderungen der bisher gegebenen allgemeinen Leitlinien, auszuarbeiten,
- vorgesehen hat, dass spätestens zwei Jahre nach Einführung des Systems die bestehenden Vereinbarungen und Einrichtungen in einem Europäischen Währungsfonds konsolidiert werden.



Die Gruppe betont, dass der dauerhafte und wirksame Charakter des Systems nicht in erster Linie vom Abschluss neuer Wechselkursvereinbarungen abhängt, sondern von grundlegenden Massnahmen, deren Prüfung über den Rahmen ihres Mandats hinausgeht.

Der Bericht besteht aus drei grossen Teilen, in denen nacheinander der Wertmassstab, das Interventionssystem und der Europäische Währungsfonds behandelt werden.

## I. DER WERTMASSSTAB

Im Kommuniqué von Bremen heisst es, dass die europäische Währungseinheit oder EWE, die in ihrer Definition der gegenwärtigen Europäischen Rechnungseinheit entsprechen wird, den Kern des europäischen Währungssystems bilden und insbesondere im Zahlungsverkehr zwischen den Währungsbehörden der EWG verwendet werden wird.

Die Konsequenzen, die die Wahl dieses Wertmassstabs, insbesondere als Grundlage für die Wechselkurspolitik, haben wird, werden nachstehend unter Bezugnahme auf die Mehrzahl der Situationen untersucht, in denen sich die Teilnehmer an einem Währungssystem im Verlauf von dessen Anwendung finden können.

Diese Untersuchung bezweckt:

- die Möglichkeiten und Schwierigkeiten einer Verwendung der EWE in ihrer gegenwärtigen Definition aufzuzeigen;
- etwaige als notwendig empfundene Aenderungen vorzuschlagen, eine Möglichkeit, die der Europäische Rat in Bremen vorgesehen hat, sowohl was die Definition der EWE als auch ihre Verwendung betrifft\*.

Es sind mehrere Arten von Wertmassstäben denkbar, deren Natur, Charakteristiken und Auswirkungen sich je nach Anwendungsfall spürbar unterscheiden.

\* Sollte eine Aenderung der gegenwärtigen Struktur der ERE als unbedingt notwendig erachtet werden, so könnte das Nebeneinanderbestehen von der zu Währungszwecken modifizierten ERE und jener, die in den anderen Tätigkeitsbereichen der Gemeinschaft verwendet wird, zu einem Problem werden.



A. Die verschiedenen Arten von Wertmassstäben und ihre Verwendung

"Wertmassstab" in diesem Teilabschnitt bedeutet die Bezugsbasis für die sich aus dem Wechselkurssystem ergebenden Verpflichtungen. Drei Konzeptionen wurden in Erwägung gezogen:

1. Wertmassstab auf der Basis eines Korbs

Bei dieser Variante wäre die EWE als ein Korb von Gemeinschaftswährungen definiert. Innerhalb dieser allgemeinen Kategorie kann man zwei Unterkategorien von Körben unterscheiden:

- einen Standardkorb (gegenwärtige ERE), bei dem der mengenmässige Anteil einer jeden Währung feststeht und die Gewichtung einer jeden Währung sich entsprechend der unter ihnen stattfindenden Wechselkursbewegungen ändert;
- ein anpassbarer Korb, in dem die Gewichtungen feststehen und der mengenmässige Anteil einer jeden Währung proportional zu den Schwankungen der Wechselkurse angepasst wird (d.h. erhöht für Währungen mit fallendem Kurs, verringert für Währungen mit steigendem Kurs); derartige Anpassungen können auf die Fälle beschränkt bleiben, wo die Leitkurse geändert werden (oder auf erhebliche Kursveränderungen im Fall floatender Währungen).

Beiden Unterkategorien ist ein wesentliches Merkmal gemeinsam, das sie vom Kreuzparitätensystem unterscheidet. Bei dem letztgenannten System gibt es, wenn eine der Teilnehmerwährungen ihren oberen oder unteren Interventionspunkt erreicht, immer zumindestens eine Währung, die sich an ihrem Interventionspunkt am entgegengesetzten Ende des Bandes befindet. Bei einem Wertmassstab von der Art eines Korbes hingegen wird eine bestimmte Währung normalerweise als einzige gegenüber dem Wertmassstab (in diesem Fall der EWE) ihren oberen oder unteren Interventionspunkt erreichen, ohne dass sich eine andere Währung am entgegengesetzten Limit befindet.

Nach Auffassung einiger Experten hat dies den Vorteil, dass man die abweichende Währung feststellen kann; hingegen kompliziert diese Formel die Wahl der Interventionswährung oder -währungen und wirft heikle Probleme im Zusammenhang mit den Bestimmungen über die Tilgung der aus Interventionen entstandenen Schulden auf. Diese Punkte werden weiter unten in Teil II, 3 bzw. in Teil III, D behandelt.



Die wesentlichen Merkmale des Standardkorbs sind die folgenden:

- a) Bei dieser Variante würde die Identität mit der ERE gewahrt werden, deren Verwendung innerhalb der Gemeinschaft sich tendenziell ausweitet. Nach Ansicht einiger Experten wäre die EWE aufgrund ihrer Struktur für die Gemeinschaftswährungen als Gruppe repräsentativ gegenüber der westlichen Welt. Sie würde eine Reihe von Merkmalen enthalten, die geeignet wären, den Zusammenhalt zwischen diesen Währungen und die von den Mitgliedsländern eingeschlagene Politik (vgl. b) unten) zu stärken. Sie würde auf diese Weise das Embryo der zukünftigen europäischen Währung darstellen.

Andere Experten erklären freilich, dass ein System von Kreuzparitäten möglicherweise mehr Chancen hat, als Embryo einer europäischen Währung angesehen zu werden. In seiner Entschliessung vom 22. März 1971 hatte der Ministerrat den Weg für eine Verwirklichung der Währungsunion vorgegeben: Reduzierung und, zu einem späteren Zeitpunkt, Beseitigung der Schwankungsbreiten zwischen den Teilnehmerwährungen, um sie so zu einer einzigen Währung zu fusionieren. Ein Kreuzparitätensystem, das sich schrittweise verengt, eigne sich für eine derartige Fusion von neuen Währungen besser als eine Rechnungseinheit, die ein zehntes Element darstelle.

- b) Eine Aenderung der Parität einer Teilnehmerwährung gegenüber dem EWE-Wertmassstab würde als generelle Regel eine obligatorische Aenderung der Parität der übrigen Teilnehmerwährungen gegenüber der EWE nach sich ziehen (vgl. B, 1 unten).
- c) Die Nichtbeteiligung am System oder das Ausscheiden (opting out) aus ihm würde die Funktionsfähigkeit des Wertmassstabs beeinträchtigen (vgl. B, 2 unten).
- d) Das System würde jene Währungen begünstigen, deren Gewichtung innerhalb des Korbs beträchtlich ist, insofern nämlich, als eine Schwankung ihres Wechselkurses gegenüber den anderen Korbwährungen sich tendenziell weniger stark auf ihre Kursentwicklung gegenüber der EWE auswirken würde als dies bei den Währungen mit geringerer Gewichtung der Fall wäre. Ueberdies ändern sich die Gewichte innerhalb des Korbs spontan mit der Zeit, insofern nämlich, als die höher bewerteten Währungen ihr Gewicht verstärken, während die niedriger bewerteten an Gewicht verlieren. Man könnte freilich periodisch



die Gewichte des Standardkorbs revidieren, um der Entwicklung der ihnen zugrunde liegenden wirtschaftlichen Gesamtgrößen Rechnung zu tragen.

Ein Wertmassstab in Form eines anpassbaren Korbs würde sich von einem Standardkorb in der folgenden Weise unterscheiden:

- a) Zwar würde er nach aussen hin einen stabilen Wert behalten, wäre jedoch für die Gesamtheit der Gemeinschaftswährungen und für ihre Entwicklung weniger repräsentativ.
- b) Eine Aenderung der Parität einer Währung gegenüber der EWE würde keine obligatorische Aenderung, in entgegengesetzter Richtung, der Parität der übrigen Währungen gegenüber der EWE nach sich ziehen.
- c) Die Funktionsweise des Wertmassstabs wäre durch eine Nichtbeteiligung oder ein Ausscheiden weniger beeinträchtigt.
- d) Die sich aus der unterschiedlichen Gewichtung im Korb ergebenden Probleme würden gemildert werden.
- e) Er wäre mit der ERE nicht identisch.

## 2. Kreuzparitätensystem

In einem solchen System dienen die in jeder Währung ausgedrückten Leitkurse der EWE wie die Leitkurse der EWRE in der gegenwärtigen "Währungsschlange" dazu, ein bilaterales Kreuzparitätensystem zu bilden, auf die die Bandbreiten zur Festlegung der bilateralen Interventionspunkte angewendet würden. Es ist demnach nicht möglich, dass eine Währung ihren oberen oder unteren Interventionspunkt erreicht, ohne dass gleichzeitig eine andere Währung an ihren entgegengesetzten Interventionspunkt gelangt. Daher stellt sich hier nicht das Problem der Wahl der Interventionswährung; auch gibt es keine Zweifel oder Unklarheiten darüber, welche Verpflichtungen der Schuldner und der Gläubiger haben.

Das Kreuzparitätensystem unterscheidet sich von dem Standardkorb (jedoch nicht vom anpassbaren Korb) durch die folgenden Merkmale:

- a) Aenderungen der Parität einer Währung gegenüber dem Wertmassstab erfordern keine Aenderung der Parität einer anderen Währung gegenüber der EWE
- b) Bei Nichtbeteiligung und bei Ausscheiden ergeben sich keine technischen Probleme.
- c) Die Frage unterschiedlicher Gewichtung stellt sich nicht.



3. Die EWE als Basis eines Kreuzparitätensystems und als Indikator für Abweichungen

Man könnte sich einen Kompromiss zwischen der Korbvariante und der Kreuzparitäten-Variante vorstellen, wobei die EWE, wie derzeit die EWRE in der "Währungsschlange", als Basis für ein System sich kreuzender gegenseitiger Leitkurse dienen würde. Die bilateralen Interventionspunkte würden wie beim Währungsverbund von den Leitkursen abgeleitet werden. Auf diese Weise würden die nach Ansicht einiger Experten dem Kreuzparitätensystem inhärenten wesentlichen Vorteile gewahrt bleiben: Symmetrie der Interventionsverpflichtungen, automatische Festlegung der Interventionswährung, einfachere und wirksamere Funktionsweise bei Paritätenänderungen, Nichtbeteiligung oder Ausscheiden.

Ausserdem würde man das bewahren, was andere Experten als einen der wesentlichen Vorzüge des auf der EWE basierenden Systems ansehen, nämlich die Identifizierung der abweichenden Währung, wenn man Entwicklungen gegenüber der EWE als eine Art "objektiven Indikator" dafür ansieht, ob eine Währung gegenüber der Gesamtheit der übrigen Gemeinschaftswährungen "aus der Reihe fällt".

Einige Experten sehen freilich darin den Nachteil, dass eine Identifizierung der abweichenden Währung nicht notwendigerweise automatisch Konsequenzen auf operationeller Ebene oder die einer Anpassung nach sich zieht; andere verweisen darauf, dass dieser Indikator alleine nicht ausreicht, um Schlüsse aus der von ihm angezeigten Tendenz abzuleiten.

B. Die Bedeutung des Wertmassstabs im Falle einer Aenderung der Leitkurse und einer zeitweiligen oder langfristigen Nichtbeteiligung am System

Ein reibungsloses Funktionieren des Europäischen Währungssystems setzt voraus, dass sämtliche Währungen der EWG daran ständig auf der Basis stabiler Leitkurse teilnehmen. Gleichwohl sollte eine Aenderung der Leitkurse vorgesehen sein. Daneben sind einige Experten der Meinung, dass man nicht völlig ausschliessen kann, dass einige Währungen dem Wechselkursystem nicht von Anfang an beitreten oder gezwungen sind, aus ihm für unbestimmte Zeit auszuschneiden.





## 1. Aenderung der Leitkurse

In der Anlage des Kommuniqués von Bremen wird ausgeführt, dass Aenderungen der Leitkurse im gegenseitigen Einvernehmen vorgenommen werden. Die Experten legen Wert auf die Feststellung, dass die Verwendung eines Standardkorbs als Wertmassstab nicht nur ein gegenseitiges Einvernehmen voraussetzt, sondern auch die Annahme des Grundsatzes, dass die Leitkurse sämtlicher Währungen des Systems geändert werden müssen, wenn ein Land ermächtigt wird, den Leitkurs seiner Währung neu festzusetzen. Zu der Abwertung einer Währung gegenüber der EWE muss demnach zum Ausgleich eine Aufwertung einer jeden anderen Währung des Systems treten, damit nicht die Struktur dieses Korbes, der sich aus feststehenden Mengen einer jeden Währung zusammensetzt, geändert wird, oder um nicht Gefahr zu laufen, dass diese Währungen über kurz oder lang ihre Interventionspunkte gegenüber der EWE erreichen oder sogar diese Grenze überschreiten.

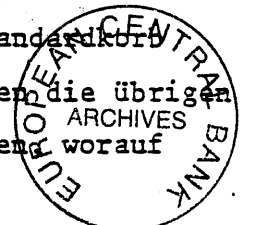
Im Fall eines anpassbaren Korbs führt eine Aenderung des Leitkurses einer Währung nicht automatisch zu Aenderungen der Leitkurse der übrigen Währungen; dasselbe gilt, wenn das Berechnungsmittel als Basis für die Bestimmung eines Kreuzparitätensystems dient.

## 2. Zeitweilige oder langfristige Nichtbeteiligung

Nehmen eine oder mehrere Gemeinschaftswährungen anfangs nicht am System teil oder verlassen dieses, so würde ihre Entwicklung gleichwohl den Wert des Standardkorbs beeinflussen und mangels anderweitiger Vorkehrungen die Interventionsverpflichtungen der anderen Notenbanken berühren.

Die folgenden Verfahrensweisen gegenüber den "Abwesenden" im EWE-Standardkorb könnten erwogen werden:

- die "abwesende" Währung oder Währungen würden im Standardkorb auf der Basis fiktiver Kurse verbleiben; die EWE wäre dann nicht mehr länger mit der ERE identisch, und der Wert der EWE würde nicht mehr länger den durchschnittlichen Trend sämtlicher Gemeinschaftswährungen reflektieren;
- die "abwesende" Währung oder Währungen würden aus dem Standardkorb genommen werden, was dessen Struktur ändern würde;
- die "abwesende" Währung oder Währungen würden im Standardkorb zu ihrem Marktwert verbleiben; in diesem Fall könnten die übrigen Währungen ihre Limitkurse gegenüber der EWE erreichen, worauf



die betreffenden Länder zu intervenieren verpflichtet wären und sich vor das Problem der Wahl des Interventionsmittels gestellt sähen; in der Tat könnte eine Verwendung der "abwesenden" Währung die Wechselkurspolitik und die Interessen des diese Währung emittierenden Landes konterkarieren, während die Verwendung der anderen Gemeinschaftswährungen infolge der Position dieser Währungen gegenüber der EWE ausgeschlossen sein könnte. Dies würde zu Interventionen in Dollar führen, was den in der Anlage zum Bremer Kommuniqué niedergelegten Grundsätzen wenig entsprechen würde; sofern solche Interventionen als unannehmbar angesehen werden sollten, müssten die am System teilnehmenden Länder die Leitkurse ihrer Währungen abändern.

Einige der oben dargelegten Nachteile könnten freilich abgemildert werden, wenn man anstelle des Standardkorbs einen anpassbaren Korb (der allerdings die Bindung der EWE zur ERE aufheben würde) als Wertmasstab wählen würde, und wären mit der Entscheidung für Kreuzparitäten aufgehoben.

## II. DAS INTERVENTIONSSYSTEM

Den Angaben des in Bremen veröffentlichten Kommuniqués kann entnommen werden, dass das Europäische Wechselkurssystem

- sämtliche EWG-Mitgliedsländer umfassen,
- dauerhaft und wirksam sein,
- mit der "Währungsschlange" koexistieren,
- mindestens ebenso strikt wie die "Währungsschlange" sein,
- grundsätzlich auf in Währungen der Teilnehmerländer getätigten Interventionen beruhen.
- eine koordinierte, mit den internationalen Verpflichtungen vereinbare Wechselkurspolitik gegenüber Drittwährungen, beinhalten,
- den derzeitig nicht an der "Währungsschlange" teilnehmenden Ländern die Möglichkeit, in der Anfangsphase sich für etwas weitere Bandbreiten zu entscheiden, einräumen,
- Drittländern die Möglichkeit einer Assoziierung geben,
- die Europäische Währungseinheit (EWE) als Kern haben

solll



Da die Merkmale eines Interventionssystems auf der Grundlage bilateraler Limitkurse zwischen den Währungen hinlänglich bekannt sind ("Währungsschlange"), befassen sich die nachfolgenden Ueberlegungen im wesentlichen mit den Auswirkungen eines Systems, in welchem die Schwankungsbreiten in EWE definiert werden.

### 1. Die Weite der Schwankungsbreiten

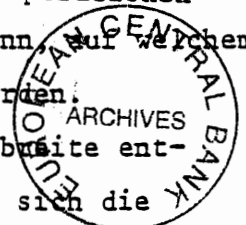
Die Weite der Schwankungsbreiten wird durch einige Merkmale des Systems beeinflusst sein, wie seine Stabilität und seine Dauerhaftigkeit, auf denen seine Glaubwürdigkeit beruht, seine Koexistenz mit der "Währungsschlange" und seine Strenge, die mindestens jener der "Währungsschlange" entsprechen muss.

Dem ersten dieser Erfordernisse kann man ziemlich leicht entsprechen, indem man ganz generell bestimmt, dass die Bandbreite einerseits breit genug sein muss, um eingehalten zu werden, ohne dass häufig auf Interventionen oder Anpassungen von Leitkursen zurückgegriffen werden muss, und andererseits eng genug, damit eine gewisse Disziplin auferlegt und das System wirksam ist.

Hingegen wird es schwieriger sein, den beiden anderen Erfordernissen zu entsprechen. Es liegt in der Natur der Sache, dass bei einem System, in dem die Bandbreite in Beziehung zur EWE gesetzt wird, nicht genau bestimmt werden kann, welches Niveau die bilateralen nominalen Kurse erreichen können. Einzig der "maximale" Abstand zwischen den nominalen Kursen, der in Prozenten gerechnet das Doppelte der Bandbreite (wenn diese einheitlich ist) der Schwankungen gegenüber der EWE ausmachen wird, kann mit Gewissheit errechnet werden.

Eine EWE-Bandbreite von der Hälfte der Bandbreite in der "Währungsschlange" würde nominale Grenzkurse zur Folge haben, die mit denen in der "Währungsschlange" vergleichbar wären, wenn diese auch in der Praxis kaum jemals erreicht würden. Es bedürfte daher einer EWE-Bandbreite, die mehr als halb so weit ist wie die Bandbreite in der "Währungsschlange", um die Möglichkeit auszuschalten, dass die Grenzkurse der "Währungsschlange" niemals wieder erreicht werden, so dass dieses System seine Operationen einstellt, wobei nicht mit Sicherheit festgestellt werden kann, auf welchem Niveau beide Systeme denselben Grad an Zwang auferlegen würden.

Die nominalen Grenzkurse, die der doppelten EWE-Bandbreite entsprechen würden, könnten am Markt bekanntgemacht werden, da sich die



Zentralbanken verpflichten würden, ihre Einhaltung auf ihren jeweiligen Märkten sicherzustellen; einige Experten bezweifeln allerdings den Sinn einer solchen Bekanntgabe, der weitgehend eine nur theoretische Bedeutung zukäme.

Einige Ueberlegungen sprechen für eine Differenzierung der auf die verschiedenen Währungen anzuwendenden EWE-Bandbreiten:

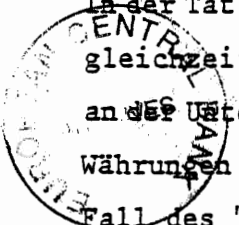
- In der Anlage zum Bremer Kommuniqué heisst es, dass für die Mitgliedsländer, die nicht an der "Währungsschlange" beteiligt sind, zumindestens für die Uebergangszeit weitere Bandbreiten vorgesehen sein könnten, um deren Beitritt zu dem neuen europäischen Wechselkurssystem zu erleichtern. Die Folgen einer solchen Vorkehrung müssten zusätzlich zu einem späteren Zeitpunkt untersucht werden.
- Die Festsetzung von EWE-Bandbreiten in umgekehrtem Verhältnis zu dem Gewicht einer jeden Währung im Korb wäre ein Mittel, um der Asymmetrie eines Korbes mit unterschiedlichen Gewichtungen entgegenzuwirken; einige Experten sind der Ansicht, dass ein derartiges System abgestufter Bandbreiten die beste Methode zur Wiederherstellung der Symmetrie der nominalen Wechselkursschwankungen und damit der Interventionslast wäre, ohne dass von einer der ERE entsprechenden EWE abgewichen würde noch ihre Verwendung in Frage gestellt wäre.

Die meisten Experten befürworten indessen die Wahl einer einheitlichen Bandbreite gegenüber der EWE, auch für den Fall, dass diese, zumindestens im Anfangsstadium, etwas weiter sein müsste.

## 2. Der Grad des Automatismus und des Zwanges zu Interventionen

Während in der "Währungsschlange" die Interventionen an den Grenzkursen automatisch und obligatorisch zwei Zentralbanken betreffen, wäre die Interventionsverpflichtung in einem auf der EWE basierenden System in den meisten Fällen einseitig, was die Frage der Wahl der europäischen Interventionswährung oder -währungen (vgl. nachstehend Ziffer 3) aufwirft.

In der Tat ist es wenig wahrscheinlich, dass die Währungen von zwei Zentralbanken gleichzeitig ihren Interventionspunkt gegenüber der EWE erreichen, die eine Währung an der Untergrenze und die andere an der Obergrenze. Damit können für die übrigen Währungen intramarginale Interventionsverpflichtungen entstehen, und der Fall des "unfreiwilligen" Schuldners und Gläubigers auftreten (vgl. Teil III, 3,



Hinzu kommt, dass der Zeitpunkt, zu dem die Intervention obligatorisch wird, nicht durch die Entwicklung der nominalen Wechselkurse offenbart wird, sondern von der Wertentwicklung der EWE abhängt, die selbst wiederum durch ein Bündel nominaler Kurse bestimmt wird.

Das Erkennen dieses Zeitpunkts würde daher, insbesondere in Perioden der Spannung, die beständige Ueberwachung eines komplizierten Rechenergebnisse erfordern; dieses gleichzeitig (und nicht mit einer zeitlichen Verzögerung) herauszubringen, wäre nur mit einer technischen Ausrüstung möglich und müsste für jede Teilnehmerwährung separat errechnet werden. Die Bekanntgabe amtlicher Wechselkurse an bestimmten Plätzen erhöht die Notwendigkeit einer solchen Ueberwachung zum Zeitpunkt der Notierung dieser Kurse.

Das Rechenverfahren müsste einheitlich sein.

Die Dateneingabe in die Rechenanlage müsste häufig genug erfolgen.

Das Auslösen der Interventionen bei Erreichen der maximalen Bandbreite gegenüber der EWE und nicht durch Erreichen der äussersten nominalen Wechselkurse, mit denen der Markt vertraut ist, könnte letzteren verunsichern und damit nach Ansicht einiger Experten ein Klima der Instabilität und Spekulation schaffen oder umgekehrt, wie andere glauben, eine vorsichtige Haltung fördern. Darüber hinaus dürften in einem auf der EWE basierenden System häufiger Interventionen notwendig sein (zumindestens was die Währungen mit geringem Gewicht betrifft) als in einem System nominaler Grenzkurse.

Andererseits ginge die Initiative für die Interventionen auf die Zentralbanken über, insbesondere hinsichtlich der Wahl der Interventionswährung; zwar würde den Zentralbanken damit eine grössere Flexibilität eingeräumt doch müssten diese auch sehr aufpassen, um nicht von den Ereignissen überrollt zu werden. Ein weiteres Element an Flexibilität könnte eingeführt werden, indem man einer Zentralbank das Recht einräumt, unter der Voraussetzung vorheriger Konzertation am Markt zu intervenieren, wenn ihre Währung sich ihrem Limitkurs gegenüber der EWE nähert.

Eine grosse Anzahl von Experten haben ganz allgemein die Befürchtung, dass die Nachteile eines auf der EWE basierenden Interventionssystems, wie Ungenauigkeit und Ungewissheit, schwerer wiegen als die diesem System anhaftenden Vorteile im Sinne grösserer Flexibilität.

### 3. Die Wahl der Interventionswährungen

In der "Währungsschlange" wird die Interventionswährung automatisch durch das Erreichen des nominalen Grenzkurses angegeben.



Ein EWE-System würde demgegenüber ganz allgemein das Problem der Wahl einer oder mehrerer Interventionswährungen und jenes der Auswirkungen auf die Devisenreserven und die Geldpolitik der Zentralbank, deren Währung ausgewählt wurde, stellen.

Wenn in Anwendung eines dem Markt bekannten Systems eine Intervention erforderlich ist, darf das Eingreifen der Zentralbanken weder verzögert noch in jedem Fall von einer Konzertation abhängig gemacht werden. Schwierigkeiten bei der Wahl einer Währung könnte daher eine bevorzugte Verwendung von Dollar anstelle von Währungen der Partner zur Folge haben, was den in der Anlage zum Bremer Kommuniqué niedergelegten Grundsätzen widersprechen würde. Angesichts dieser Umstände ist es wichtig, dass eine Reihe von Regeln aufgestellt werden, die den intervenierenden Zentralbanken als Leitlinie bei ihrer Wahl dienen würden.

Bei der Aufstellung dieser Regeln sollten Erwägungen berücksichtigt werden wie:

- Position und die Tendenz der übrigen Währungen im Verhältnis zu dem Leitkurs in EWE;
- die Grösse des Marktes der Interventionswährung;
- die unterschiedliche Wirkung der für diese Interventionen verwendete Währung, je nachdem, welches Gewicht sie im Korb hat;
- wenn eine Währung der "Schlange" beteiligt ist, ihre Position innerhalb dieses Systems.

In diesem Zusammenhang sei darauf hingewiesen, dass in dem Fall, in dem ein Land, dessen Währung ein starkes Gewicht in der EWE hat, in einer Währung mit geringem Gewicht intervenieren muss, weil diese Währung in entgegengesetzter Richtung am weitesten vom Leitkurs entfernt ist, seine Interventionen den Kurs seiner Währung gegenüber der EWE nur geringfügig ändern könnte, während der Kurs der Währung mit geringem Gewicht sehr viel spürbarer geändert würde und sein Wert in EWE sich rasch dem Leitkurs annähern könnte.

In einem solchen Fall könnte das intervenierende Land gehalten sein, die Währungen zu verwenden, die nacheinander den weitesten Abstand zu seiner eigenen Währung einnehmen. Sofern dieses Verfahren als zu kompliziert oder ungenügend erscheint, könnte man übereinkommen, nur jene Währungen auf der gegenüberliegenden Seite der Leitkurse zu wählen, die ein grosses Gewicht haben. Schliesslich könnte eine Ermächtigung für Interventionen in Dollar in den Fällen erteilt werden, in denen sich Interventionen in europäischen Währungen als unzureichend oder unzweckmässig erweisen.



#### 4. Koexistenz mit der "Währungsschlange"

Die Frage der Koexistenz des auf der EWE basierenden Währungssystems mit der "Währungsschlange" ist im wesentlichen verknüpft mit jener des Wertmassstabs, der Weite der Schwankungsbreite gegenüber der EWE sowie der Tragweite und Wirksamkeit einer koordinierten Politik gegenüber dem Dollar (vgl. Ziffer 7 unten).

Wie bereits im Teilabschnitt über den Wertmassstab ausgeführt wurde, würde die Koexistenz keine Schwierigkeiten bereiten, wenn die EWE wie die EWRE in der derzeitigen "Währungsschlange" lediglich zur Bestimmung der bilateralen nominalen Limitkurse verwendet würde, auch wenn die EWG-Länder unterschiedliche Bandbreiten hätten, je nachdem, ob sie Mitglied der "Währungsschlange" sind oder nicht. Die von den Benelux-Ländern früher angewendete engere Bandbreite innerhalb der "Währungsschlange" ist ein konkretes Beispiel für eine solche Koexistenz.

Geht man davon aus, dass die Schwankungsbreite direkt auf den Wertmassstab angewendet wird, so bestimmt sich die Koexistenz dieser beiden Währungssysteme ("Währungsschlange" und EWE) nach der Weite dieses Bandes. Im Teil II, 1 wurde bereits erwähnt, dass es in dieser Hinsicht keine Inkompatibilität zwischen den beiden Systemen gibt und die "Währungsschlange" operationstüchtig bleiben wird, wenn das Band gegenüber der EWE mehr als halb so breit ist wie jenes der "Währungsschlange".

Die Koexistenz wird normalerweise zur Folge haben, dass sich abwechselnde Verpflichtungen aus dem einen oder dem anderen System ergeben.

Der Extremfall, dass eine Zentralbank gleichzeitig in entgegengesetzten Richtungen intervenieren muss, indem sie nach den Regeln der EWE Käufe und im Rahmen der "Währungsschlange" Verkäufe tätigen muss und umgekehrt, könnte nur dann auftreten, wenn die gegenüber der EWE angewendete Bandbreite sehr viel weiter als jene der "Währungsschlange" ist.

Aus der Koexistenz ergibt sich auch das Problem, welche Einheit für die Verbuchung und den Ausgleich der Salden infolge von Interventionen im Rahmen beider Systeme verwendet werden soll. Die Experten halten es für empfehlenswert, dass für die Verbuchung der im Rahmen beider Systeme aus den Interventionen entstandenen Verbindlichkeiten und Forderungen ein und dasselbe Instrument verwendet wird, von dem im übrigen ein Anfangsbestand durch Hinterlegung von Gold und Dollar geschaffen wird, nämlich die EWE. Der Saldenausgleich würde dadurch erleichtert.



## 5. Die Vereinfachung der Regeln des neuen Interventionssystems

Die Verwendung einer Recheneinheit von der Art eines Korbes zur Fixierung der Schwankungslimiten einer jeden am EWS teilnehmenden Währung wirft zahlreiche Probleme auf, die in den vorangegangenen Teilabschnitten beschrieben worden sind.

Einige Experten haben daher erwogen, die EWE-Formel als Basis für Kreuzparitäten und als einen Indikator für Abweichungen zu verwenden (vgl. Teil I, A, 3). Ihrer Ansicht nach wäre dieses Verfahren, das einige Merkmale des EWE-Systems mit einigen der "Währungsschlange" kombinieren würde, sehr viel einfacher, und es würde gleichzeitig ermöglichen, durch die Beobachtung der Entwicklung des Wertes der EWE in jeder Teilnehmerwährung die Währung zu identifizieren, die sich am weitesten vom Leitkurs entfernt, und damit das Land, das normalerweise die Anpassungslast zu tragen hat. Nach Ansicht dieser Experte würden durch eine solche Formel

- die technischen Probleme vermieden, die durch die Verpflichtung entstehen, den Kurs der Währung einer jeden Zentralbank innerhalb der oberen und unteren Limitwerte gegenüber der EWE zu halten,
- die Unsicherheit des Marktes, hinsichtlich der Massnahmen der Zentralbanken, vermieden.

Ausserdem würde sie die Koexistenz der EWE mit der "Währungsschlange" erleichtern.

Andere Experten sind indessen der Ansicht, dass eine Formel dieser Art keine Vereinfachung wäre, sondern vielmehr eine versteckte Aenderung des im Kommuniqué von Bremen beschriebenen Systems und eine effektive Beibehaltung des derzeitigen Systems bedeuten würde. Die Verknüpfung mit der EWE wäre eine scheinbare: die EWE würde alles andere als den Kern des neuen Wechselkurs-systems bilden, würde vielmehr daraus entfernt werden, womit ein Grossteil der Flexibilität verloren ginge, die durch die Verwendung der EWE als Wertmassstab gewonnen wird.

Die oben beschriebene vereinfachte Formel könnte sich nach Ansicht zahlreicher Experten für eine Uebergangsperiode als nützlich erweisen, insbesondere dann, wenn die Angaben des "EWE-Barometers" die notwendigen korrektiven Massnahmen in Gang setzen würden.

Einige Experten haben indessen Zweifel hinsichtlich der Zuverlässigkeit eines "EWE-Barometers" zur Bezeichnung der abweichenden Währung, und zwar wegen der Struktur der EWE und dem Zusammenwirken der Gewichte der sie zusammensetzenden Währungen: der Indikator, der sich aus der Entwicklung des Kurses der EWE in einer bestimmten Währung ergibt, müsste durch andere Informationsquellen erhärteter werden.





## 6. Die Verbuchung und die Finanzierung der Interventionen in Währungen des Systems

Ebenso wie im Rahmen des gegenwärtigen Systems der "Währungsschlange" würden die sich aus den Interventionen innerhalb des EWS ergebenden Salden in EWE umgewandelt und in den Büchern des Europäischen Währungsfonds (während der Uebergangsperiode: des EFWZ)\* erfasst werden.

Die Frage, welcher Kurs bei der Umwandlung der bei Interventionen verwendeten Währungen in EWE zugrunde gelegt werden soll (Tageskurs oder Leitkurs in der Gläubigerwährung oder jener des Schuldners) wird zu gegebener Zeit geprüft werden müssen.

Im neuen System sollte wie in der "Währungsschlange" eine sehr kurzfristige Erstfinanzierung in unbegrenzter Höhe für die sich aus den Interventionen ergebenden Salden vorgesehen werden, auch wenn die Schaffung von EWE-Aktiva gegen Hinterlegung von offiziellen Währungsreserven einen sofortigen Ausgleich durch eine einfache Uebertragung dieser Aktiva in den Büchern des Fonds ermöglichen würde.

Die Fragen bezüglich der Laufzeit der sehr kurzfristigen Finanzierung, der Verzinsung, und des Ausgleichs der aus den sehr kurzfristigen Finanzierungsoperationen resultierenden Salden werden in Teil III behandelt.

## 7. Die Koordinierung der Wechselkurspolitik gegenüber Drittwährungen

In der Anlage des Kommuniqués von Bremen heisst es, dass die an dem System teilnehmenden Länder ihre Wechselkurspolitik gegenüber Drittwährungen koordinieren werden und zu diesem Zweck ihre Konsultationen in den entsprechenden Gremien und zwischen den am System teilnehmenden Zentralbanken verstärken werden.

Die im neuen System als Wertmassstab verwendete EWE enthält kein ihr innewohnendes Element, das automatisch zu einer gemeinsamen Politik gegenüber dem Dollar beitragen könnte, da der Korb, im Gegensatz etwa zum SZR, einzig aus Gemeinschaftswährungen besteht.

Ein gemeinsamer Wertmassstab würde jedoch kaum zu stark divergierende Entwicklungen gegenüber dem Dollar zulassen. Die Anwendung des neuen Systems dürfe im übrigen insofern weniger Auswirkungen auf das Verhalten des Dollars haben, als die Interventionsmöglichkeiten in Gemeinschaftswährungen systematisch allen Mitgliedern der Gemeinschaft und nicht nur den Mitgliedern der "Währungsschlange" offen ständen.

\* Dieser Vorschlag setzt eine Aenderung der dem EFWZ zugrundeliegenden Bestimmungen voraus, insbesondere des Artikels 5 der Statuten, der vorschreibt, dass die in Währungen der Mitgliedsländer durchgeführten Operationen in EWRE aus-



Die Koordinierung der Politik gegenüber dem Dollar kann weder allein auf regelmässigen oder Ad-hoc-Konsultationen beruhen, noch durch zu genaue oder strenge Vorschriften geregelt werden, da letztere damit für einige Mitglieder unannehmbar oder in der Praxis undurchführbar wären. Zwischen diesen beiden Extremen können nur einige wenige Alternativen erwogen werden. Diese müssten insbesondere vorsehen:

- dass die Verwendung von Dollar anstelle von oder in Ergänzung zu den Systemwährungen ausschliesslich auf Fälle beschränkt bliebe, in denen dies die jeweilige Position der betreffenden Währungen zu ihren Leitkursen gegenüber der EWE und der von jeder von ihnen in jüngerer Zeit verzeichnete Abstand gegenüber dem Dollar rechtfertigen würde
- dass die Länder, deren Währung sich innerhalb der Bandbreite befindet, grundsätzlich in Dollar intervenieren, solange derartige Interventionen einerseits nicht ein weiteres Abweichen der betreffenden Währung von ihrem Leitkurs fördern, und andererseits nicht eine spontane Tendenz des Dollars verstärken (also keine Dollarverkäufe auslösen, wenn der Dollar an den meisten EWG-Märkten sichtlich schwach ist, oder Dollarkanäufe, wenn der Dollar sichtlich stark ist).

Eine effiziente Anwendung der Regeln, wie sie die Vereinbarung vom 12. März 1975 und der Bericht des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten an den Rat vom 9. Dezember 1975 enthalten, Regeln, die nicht aufgehoben wurden und ihren Wert behalten, würde insbesondere gleichzeitige Interventionen in entgegengesetzten Richtungen ausschliessen und damit dem Anliegen des Europäischen Rats Rechnung tragen.

#### 8. Die Assoziierung von Drittländern

Im Kommuniqué von Bremen heisst es, dass "Nichtmitgliedsländer mit besonders starken wirtschaftlichen und finanziellen Bindungen zur Gemeinschaft assoziierte Mitglieder des Systems werden können".

Die effektive Assoziierung von Drittländern müsste selbstverständlich zum gegebenen Zeitpunkt Gegenstand von Aussprachen und Verhandlungen zwischen kandidierenden Ländern und der Gemeinschaft sein. Daher haben sich die Experte in diesem Stadium darauf beschränkt, ausgehend von den Merkmalen des Systems die Assoziierung in groben Zügen zu skizzieren.

Es ist zu unterscheiden zwischen einer effektiven Teilnahme am EWE-System und einer Assoziierung.

In der Tat sind drei Fälle möglich:

- Ein Drittland wird effektiv Mitglied der EWG: es hätte zu entscheiden, ob es der "Währungsschlange" oder nur dem auf der EWE basierend System beitreten möchte;



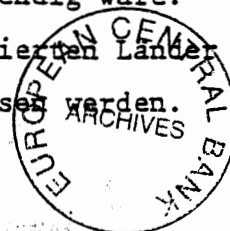
- ein Land, das nicht Mitglied der EWG ist, gehört der "Währungsschlange" an (der Fall von Norwegen), tritt in sie ein oder tritt erneut in sie ein (was auf Schweden zutreffen könnte), und entscheidet, ob es ein assoziiertes Mitglied des auf der EWE basierenden Systems wird;
- ein Drittland wird nur ein assoziiertes Mitglied des EWE-Systems.

Geht man davon aus, dass die EWE, sei es als ein der gegenwärtigen ERU entsprechender Standardkorb oder als anpassbarer Korb, den Wertmassstab des Systems bilden wird, so bedeutet die Assoziierung, dass ein Drittland übereinkommen würde, einen Leitkurs im Verhältnis zur EWE bekanntzugeben und seine Währung innerhalb von Limitkursen zu halten, die im Verhältnis zu diesem Leitkurs ausgedrückt wären. Obwohl es ausgeschlossen ist, dass die Währung eines assoziierten Landes in den die EWE ausmachenden Korb hereingenommen wird, kann der Wert der EWE jederzeit in dieser Währung berechnet werden, sofern letztere am Devisenmarkt notiert wird.

Das assoziierte Land müsste dieselben Verpflichtungen übernehmen und in den Genuss derselben sehr kurzfristigen Finanzierungsfazilitäten kommen wie die Länder der EWG. Hingegen würde der Ausgleich der Salden bei Auslaufen dieser Finanzierung mittels der herkömmlichen Reserveaktiva vorgenommen werden. Technisch nicht zu beanstanden, sondern im Gegenteil der Vereinfachung dienlich, wäre es, wenn die Finanzierung der Interventionen, an denen assoziierte Länder beteiligt sind, in den Büchern des Fonds (zunächst EFWZ, später Europäischer Währungsfonds) in EWE erfasst würde. Damit wäre insbesondere eine bessere Gesamtübersicht gewährleistet. Die Gruppe hat freilich nicht die rechtlichen oder politischen Probleme geprüft, die im Zusammenhang mit der Definition der Beziehung zwischen den assoziierten Ländern und dem Fonds (oder dem EFWZ) aus Anlass von Interventionen Verbuchung und ihres Ausgleichs entstehen könnten.

Zu beachten ist, dass hinsichtlich der gegenwärtigen Assoziierung Norwegens mit der "Währungsschlange" keine Änderung notwendig wäre.

Schliesslich müssten die Zentralbanken der assoziierten Länder an das bestehende Telefonnetz der Konzertation angeschlossen werden.



### III. DER EUROPÄISCHE WÄHRUNGSFONDS

#### 1. Die Leitlinien von Bremen

Die Bildung eines Anfangsbestands an EWE ist integraler Bestandteil des Europäischen Währungssystems, das zu einer stabilen Währungszone führen soll.

Der Bestand wird durch Hinterlegung von Gold- und Dollaraktiva (z.B. 20% der Reserven der Zentralbanken der Mitgliedsländer) und durch einen Beitrag in Landeswährung von derselben Grössenordnung gebildet.

Als Gegenwert zu den eingebrachten Aktiva emittiert der Fonds EWE zur ausschliesslichen Verwendung durch die Zentralbanken. Die Verwendung von durch Hinterlegung von Währungen der Mitgliedsländer geschaffene EWE wird Bedingungen unterliegen, wobei dem Bedarf an umfassenden kurzfristigen Fazilitäten (bis zu einem Jahr) entsprechend Rechnung getragen wird.

Der Anfangsbestand an Reserveinstrumenten wird durch die Hinterlegung bei Fonds eines Teils (z.B. 20%) der auf Dollarankäufen beruhenden Reserven-  
zuwächse ergänzt werden; Dollarverkäufe werden zu einem entsprechenden Abgang von Aktiva des Fonds führen.

Zwei Jahre nach Einführung des Systems werden die bestehenden Vereinbarungen und Einrichtungen in einem Europäischen Währungsfonds konsolidiert.

#### 2. Rolle und generelle Konzeption des EWF

Analysiert man auf der Basis des Kommuniqués von Bremen die Tätigkeit mit denen der Fonds betraut werden soll, so kann man dessen Aufgaben und Ziele wie folgt definieren:

- deutlich machen, dass das Europäische Währungssystem ein Schritt zur Europäischen Währungsunion ist,
- die EWE zum Kern des Europäischen Währungssystems zu machen und ihre Schaffung in die Wege zu leiten,
- die innergemeinschaftliche Finanzierung und den Zahlungsausgleich zu erleichtern,

zu einem gewissen Grade die Durchführung einer gemeinsamen Politik gegenüber dem Dollar zu fördern und einen Beitrag zur Finanzierung der bisher in Dollar beglichenen Ueberschüsse und Defizite zu leisten,



- die Glaubwürdigkeit eines neuen Wechselkurssystems durch die Schaffung eines Bestands an EWE und die Durchführung der auf den Bedarf der Teilnehmerländer zugeschnittenen finanziellen Hilfe zu stärken,
- die bestehenden Vereinbarungen und Einrichtungen zu konsolidieren,
- einen Teil der Goldreserven der Zentralbanken zu mobilisieren.

Freilich hängt die Anzahl und die Art der dem Fonds übertragenen Aufgaben davon ab, welche Befugnisse man ihm zu übertragen bereit ist. Diesbezüglich sind zwei extreme Konzeptionen des Fonds denkbar.

Nach der ersten Konzeption würde der Fonds im wesentlichen ein buchführendes Organ bleiben, trotz einer Zentralisierung eines Teils der Reserven der Mitgliedsländer und der in der Gemeinschaft bestehenden Finanzierungsmechanismen bei ihm. Ein solcher Fonds

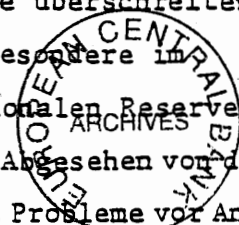
- würde in keiner Weise die mit dem Besitz von Währungsreserven und den bestehenden Kreditfazilitäten einhergehenden Rechte, Verpflichtungen und Risiken ändern,
- würde keine Vollmacht zu autonomem Handeln oder zur Koordinierung der Politik der Mitgliedsländer haben.

Die andere, ehrgeizigere Konzeption wäre die des Fonds als Verwaltungsorgan, das gewisse Handlungsvollmachten besitzt. Ein solcher Fonds

- würde eigene Aktiva besitzen und diese auf der Basis einer Risikovergemeinschaftung verwalten,
- kann nötigenfalls an den Kosten der Interventionspolitik beteiligt werden,
- legt selbständig die Richtlinien für die Benutzung durch die Zentralbanken der von ihm angebotenen Fazilitäten fest,
- könnte schliesslich das normale Forum für eine Konzertation unter den Mitgliedsländern abgeben.

Einige Experten sind der Ansicht, dass diese zweite Konzeption des Fonds weit über die in der Anlage zum Bremer Kommuniqué niedergelegten Prinzipien hinausgeht.

Die Einzelheiten der Arbeitsweise, die nachstehend erörtert werden, werden zumindestens teilweise durch die allgemeine Konzeption bedingt, für die man sich entschieden hat. Bei dieser Wahl werden politische Ueberlegungen eine Rolle spielen, die zu erörtern die Kompetenz der Gruppe überschreitet. Die Gruppe hat jedoch auch rechtliche Probleme bemerkt, insbesondere im Zusammenhang mit der Uebertragung von Eigentumsrechten an nationalen Reserven auf einen Fonds sowie der Art der in EWE zu schaffenden Aktiva. Abgesehen von den politischen Aspekten erscheint es unwahrscheinlich, dass diese Probleme vor Anfang



1979 gelöst werden können. Es dürfte daher realistischer sein, sich zunächst damit zu befassen, welche Möglichkeiten bestehen, die Rolle nicht nur des EFWZ in seiner derzeitigen Form, sondern auch die des Agenten des EFWZ zu vergrössern.

### 3. Arbeitsweise des Fonds\*

#### A. Hinterlegung von Reserveaktiva gegen EWE

##### a) Zu übertragende Reservekomponenten

Das Kommuniqué von Bremen sieht einzig die Hinterlegung von Gold und Dollar vor. Der Nachteil einer solchen Lösung ist, dass die Aktiva des Fonds nicht die Zusammensetzung der Reserven der Gemeinschaft wiedergeben. Freilich können die Reservepositionen gegenüber dem IWF als solche nicht auf den Fonds übertragen werden, und die Uebertragung von SZR setzt voraus, dass dem Fonds der Status eines Drittinhabers eingeräumt wird. Die Möglichkeit eines Beitrags in SZR sollte jedoch für später offengelassen werden, um nicht die allgemeine Haltung der Gemeinschaft zugunsten einer Förderung dieses Reserveinstruments im internationalen Währungssystem in Frage zu stellen. Die Hinterlegung von anderen Devisen als dem Dollar dürfte nicht zu erwägen sein, da es sich zum grossen Teil um Gemeinschaftswährungen handelt, die für die Gemeinschaft als Ganzes keine Reserven darstellen.

Die Hinterlegung von Gold beim Fonds sollte normalerweise keine ernsthaften Schwierigkeiten bereiten; sie würde sich wahrscheinlich ohne tatsächliche Uebergabe des Metalls mittels im Namen des Fonds - oder des Agenten des Fonds - bei jeder Mitgliedszentralbank reservierten Beständen durchführen lassen.

Sollten im Zusammenhang mit der Hinterlegung von Gold beim Fonds oder dessen Behandlung Schwierigkeiten entstehen, so könnte man sich zumindest vorläufig auf die Hinterlegung einer einzigen Reservekomponente, nämlich des

Um der besonderen Lage Luxemburgs Rechnung zu tragen, wo die Gesamtverantwortung für Währungsfragen nicht in einer Zentralbank zusammengefasst ist und bestimmte Befugnisse aufgrund eines Währungsunionabkommens zwischen beiden Ländern auf die Belgische Nationalbank übertragen wurden, müsste für die Teilnahme an den neuen Institutionen eine Formel gefunden werden, mit der Luxemburg eine Sonderstellung eingeräumt würde, wie dies bei anderen Gemeinschafts- oder bei internationalen Finanzinstitutionen, wie der EIB und dem IWF, der Fall ist.



Dollars, beschränken. Sollte dieser Lösung der Vorzug gegeben werden, so würden damit auch die Probleme im Zusammenhang mit der Risikoverteilung und der Verzinsung der auf EWE lautenden Guthaben vereinfacht.

Gleichwohl wird im verbleibenden Teil dieses Teilabschnitts von einer Hinterlegung in Gold und Dollar ausgegangen.

b) Festsetzung der Bemessungsgrundlage und des Verteilungsschlüssels

Um ein getreues Spiegelbild des Umfangs der Reserven der Gemeinschaftsländer zu haben, wäre es wünschenswert, bei der Festsetzung der Bemessungsgrundlage von einer möglichst weiten Basis auszugehen, statt sich allein auf jene Reservenbestände zu beschränken, die für eine Hinterlegung beim Fonds in Frage kommen. Das Bremer Kommuniqué gibt als Bemessungsgrundlage "die üblichen Reserven der Zentralbanken der Mitgliedsländer" an, wobei jedoch nicht gesagt wird, ob das Konzept der Brutto- oder der Nettoreserven gemeint ist. Beim letzteren stellt sich die Frage, welche Art von Auslandsverbindlichkeiten (die der Währungsbehörden, des gesamten öffentlichen Sektors, des Bankensektors; kurz- oder langfristige Verbindlichkeiten) von den Bruttoreserven abgezogen werden könnten. Sind auch langfristige offizielle Verbindlichkeiten in die Bemessungsgrundlage einzubeziehen? Die oben zuerst genannte Erwägung, die Angaben in der Anlage zum Bremer Kommuniqué und die Vielschichtigkeit des Problems der Definition eines Konzepts der Nettoreserven legen es nahe, die in den monatlichen Tabellen des EFWZ enthaltenen Daten zu verwenden.

Indessen stellen sich zwei weitere Fragen:

- Zu welchem Preis sollte Gold für die Feststellung des Gesamtwertes der Reserven bewertet werden?
- In welcher Situation befinden sich die Länder, deren Reserven einen hohen Anteil an SZR-Beständen und Reservepositionen beim IWF haben und die daher einen dementsprechend höheren Anteil ihrer Gold- und Dollarguthaben zu hinterlegen hätten?

Das Bremer Kommuniqué enthält den Vorschlag, den Gesamtbeitrag der EWG-Zentralbanken z.B. auf 20% der Bemessungsgrundlage festzusetzen. Da kein Schlüssel für die Umlage dieses Gesamtbeitrags auf die Zentralbanken genannt wird, sind mehrere Möglichkeiten denkbar. Hinsichtlich der Aufteilung des gesamten Beitrags könnte man vorsehen, dass

- jede Zentralbank denselben Anteil (z.B. 20%) ihrer Reserven einbringt, der Umfang des Beitrags also nicht durch andere Kriterien wirtschaftlich oder finanzieller Art beeinflusst wird,



- die Beiträge nach einem bestimmten Schlüssel festgesetzt werden, wobei die wirtschaftliche Bedeutung oder andere als repräsentativ angesehene Kriterien Berücksichtigung finden; jene Länder, deren Reserven zum Teil geborgt sind, betonen, dass auch dann, wenn ein nicht auf den Reserverbasierender Schlüssel für die Beiträge an den Fonds beschlossen werden sollte, periodisch eine Anpassung auf der Grundlage von Reserveveränderungen vorzunehmen wäre, damit diese Länder die Möglichkeit haben, Mittel vom Fonds abzuziehen, wenn sie ihre öffentlichen Schulden tilgen; derartige periodische Anpassungen würden natürlich nur auf Gold- und Dollarbeiträge, eventuell nur auf Dollarbeiträge, Anwendung finden.

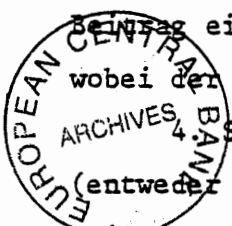
Neben der Festsetzung der einzelstaatlichen Beiträge stellt sich die Frage der Höhe der Anteile der in Gold bzw. in Dollar einzuzahlenden Beiträge: sollten diese Anteile für alle Länder gleich sein oder sich danach bestimmen, welchen relativen Anteil Gold und Dollar an den Reservebeständen eines jeden Landes haben?

Es können vier Lösungen angeboten werden:

1. Jede Zentralbank hinterlegt 20% ihrer Goldbestände und 20% ihrer Bruttodollarreserven. Dies wäre eine klare Lösung, würde das Problem einer Bewertung des Goldes zum Zwecke der Festsetzung der Bemessungsgrundlage aussparen, stellt die Verfügbarkeit der zu hinterlegenden Aktiva (nur 1/5 der Bestände) sicher, würde aber nicht das Gesamtvolumen der Reserven der Zentralbanken widerspiegeln.

2. Jede Zentralbank hinterlegt 20% ihrer Goldbestände und 20% des Dollarwerts ihrer gesamten übrigen Reservenbestände. Diese Lösung, die ebenfalls eindeutig ist, würde ebenfalls das Problem der Bewertung des Goldes zum Zwecke der Festsetzung der Bemessungsgrundlage aussparen, reflektiert angemessen die Gesamtheit der Zentralbankreserven, erhöht jedoch den Dollarbeitrag der Länder, deren auf SZR lautende Aktiva erheblich sind.

3. Den Gesamtbetrag der Beiträge würden die Mitgliedsländer in gegenseitigem Einvernehmen festsetzen. Seine Festsetzung wirft allerdings die Frage auf, wie das Gold in der Einheit zu berechnen ist, in der der Gesamtbetrag ausgedrückt ist. Die Wahl eines Verteilungsschlüssels (Gewicht in der EWE, Verteilungsschlüssel für den kurzfristigen Währungsbeistand usw.) unter den einzelnen Ländern müsste ausgehandelt werden. Schliesslich würde der Beitrag eines jeden Landes die Zusammensetzung seiner Reserven wiedergeben, wobei der Dollaranteil sämtliche Komponenten mit Ausnahme des Goldes decken würde. Sind einmal die Beiträge der Zentralbanken anteilmässig festgesetzt (entweder im Verhältnis zu den Reserven oder auf der Basis eines festen Verteilungsschlüssels), würden sich diese Beiträge aus einheitlichen Anteilen in Gold und in Dollar einer jeden Zentralbank zusammensetzen. Diese Lösung wird





das Problem der Risikoverteilung und Aufteilung der Zinserträge vereinfachen, da die EWE Beiträge repräsentieren würden, die mit denen zur Zeit der Gründung des Fonds bestehenden identisch wären. Hingegen berücksichtigt diese Lösung nicht ausreichend die vielfältige Zusammensetzung der Zentralbankreserven.

c) Anpassung des Betrags der gegen EWE eingebrachten Reserveaktiva

Das System von Bremen sieht eine ununterbrochene Beteiligung (20%) des Fonds an den Reserveveränderungen vor, die aus Dollarkäufen und-verkäufen der Zentralbanken resultieren.

Diese Beteiligung könnte vereinfacht werden, wenn man vorsehen würde dass der Tausch von EWE gegen Dollar nicht bei jedem Dollarkauf oder -verkauf der Zentralbanken, sondern periodisch, z.B. jeden Monat, stattfinden würde. In diesem Augenblick würde es sich fragen, welche Dollarkäufe und -verkäufe zu berücksichtigen wären oder ob man sich nicht zur Vereinfachung auf die Veränderungen der Bruttodollarguthaben der Zentralbanken im abgelaufenen Zeitraum basieren sollte.

Man könnte auch ins Auge fassen, über diesen Grundsatz hinauszugehen und periodisch die Reserveeinzahlungen repräsentierenden EWE- Guthaben jeder Zentralbank nach Massgabe der Entwicklung ihrer Gesamtreserven anzupassen, und zwar wie sie für die Anfangsbeiträge definiert worden sind. Diese Frage verlangt jedoch eine eingehende Prüfung.

d) Form der Beiträge

Im Kommuniqué von Bremen wird erwähnt, dass der EWE-Anfangsbestand insbesondere gegen Dollar- und Gold-Einlagen geschaffen würde.

Die Erwähnung dieser Form der Beitragsleistung scheint die Form der Abtretung auszuschliessen; diese Form wäre wenigstens im Augenblick aus rechtlichen Gründen seitens sowohl der Zentralbanken als auch des EFWZ problematisch.

In der definitiven Phase müsste die Form gewählt werden, je nachdem welche Möglichkeiten zur Verwendung der Reserven man einerseits dem Fonds einräumen möchte und welche Rechte die Zentralbanken sich hinsichtlich der Beiträge vorbehalten möchten; sie hängt auch von den Bestimmungen hinsichtlich des Wechselkursrisikos ab.

Bei der Abtretung geht das Wechselkursrisiko auf den Fonds über und es stellt sich dann die Frage der Risikodeckung und- verteilung.



Bei der Einlage verbleibt das Wechselkursrisiko beim Einleger. Die Schaffung von EWE - durch den EFWZ, sobald dieser hierzu fähig sein wird - gegen Reserveinstrumente könnte dann wenigstens in der Anfangsphase ohne grössere Probleme verwirklicht werden, und zwar entweder in Form von EWE-Einlagen gegen Sichteinlagen von Reserveinstrumenten oder in Form von Swaps, die im Bedarfsfalle vor der vertraglichen Fälligkeit liquidiert werden könnten. Die zwei Lösungen erfordern die Bestimmung eines Umrechnungskurses, sowohl für Gold als auch für Dollar. Die Swapvariante erscheint uns den Vorzug zu verdienen da sie buchhalterisch die Verbindung zwischen der Einlage von Reserveinstrumenten und dem EWE-Gegenposten deutlich macht und jede Doppelzählung bei der Reservebewertung vermeidet.

e) Umrechnungskurse

Der Tausch von Dollar gegen EWE könnte zum Tageskurs vorgenommen werden.

Bei der Wahl des EWE-Umrechnungskurses für Gold sind die folgenden Betrachtungen und Gegebenheiten zu respektieren:

- Einige EWG- Zentralbanken bilanzieren ihr Gold zum alten offiziellen Preis, andere auf der Grundlage des Marktpreises.
- Der gewählte Umrechnungskurs gegen EWE sollte nicht den Eindruck geben, dass man einem gewissen Goldpreis amtlichen Charakter gibt.
- Man muss vermeiden, dass das Produkt aus der Umwandlung von Gold in EWE ausser Verhältnis zum Warenwert des Golds stände; wäre es zu gering, würde die Mobilisierung des Golds in dieser Form einen grossen Teil ihrer Bedeutung verlieren, wäre es zu hoch, würde daraus eine vielleicht übertriebene Liquiditätsschaffung resultieren.

Unter diesen Bedingungen erscheint es logisch und vernünftig, den EWE- Umrechnungskurs für Gold zu Beginn auf einen bestimmten Prozentsatz (z.B. 75%) des Durchschnitts aus den Tageskursen der vorangegangenen drei Monate festzusetzen; sodann könnte man alle drei Monate auf der gleichen Grundlage und nach Massgabe der Entwicklung im vorausgegangenen Zeitraum eine Überprüfung durchführen und die notwendig Anpassung vornehmen.

f) Wechselkursrisiko und Verzinsung

Das Problem der Verteilung des Wechselkursrisikos stellt sich nicht, wenn die Beiträge in Form von Swaps und nicht als Abtretung erfolgen. Es erscheint übrigens - auf jeden Fall in der Uebergangsphase - schwierig, dass Wechselkursrisiko nicht individuell bei den Zentralbanken zu belassen.



Man würde somit die Probleme vermeiden, welche im Augenblick eine Vergemeinschaftung des Wechselkursrisikos aufwerfen würde: Uebergang der Eigentumsrechte auf den Fonds, Bestimmung eines Schlüssels zur Aufteilung der eingetretenen Kursdifferenzen auf die Zentralbanken.

Der Fonds könnte die Gesamtheit der EWE-Guthaben (sowohl gegen Gold als auch gegen Dollar) auf der Basis eines einheitlichen Satzes verzinsen. Dieser Satz würde vom Verwaltungsrat des Fonds periodisch nach Massgabe der Durchschnittsrendite der Dollarguthaben festgelegt. Soweit die Risiken nicht vergemeinschaftet wären und um zu vermeiden, dass diejenigen mit grösseren Goldbeiträgen begünstigt würden, würde es genügen, die Beiträge in Gold mit einem von den Einlegern zu entrichtenden Ausgleichszins zu belegen der gleich hoch wie der Ertragssatz wäre. Eine andere Möglichkeit bestände darin, von der in Punkt b) vorgeschlagenen vierten Variante Gebrauch zu machen.

Die Verzinsung der EWE-Gläubigersalden aus der sehr kurzfristigen Finanzierung würde aus den Zinsen gedeckt, welche den Schuldnern belastet würden.

Die näheren Einzelheiten der Zinszahlungen (in EWE oder in Dollar) müssten später festgelegt werden.

g) Verwaltung der Reserven durch den Fonds

Wenn die Verwaltung der Reserveaktiva dem EWF (EFWZ im Anfangsstadium) anvertraut wird, ergibt sich eine Verantwortung für die mit der Plazierung der Fonds verbundenen Risiken und das Gleichgewicht der Märkte. Zu diesem Zweck müssen geeignete Direktiven erlassen werden.

B. Verwendung der gegen Reserveaktiva geschaffenen EWE

Die von den Mitgliedstaaten gegen Reserveaktiva erhaltenen EWE können benützt werden,

- als Saldenausgleichsinstrument im Rahmen der innergemeinschaftlicher Interventionen,
- innerhalb des Zeitraums zwischen zwei periodischen Anpassungen zur Finanzierung wenigstens eines Teils der Dollarinterventionen der Teilnehmerzentralbanken,
- zu freiwilligen Transaktionen zwischen den Zentralbanken (deren Bedingungen zu präzisieren wären).



Dagegen wäre die Verwendung der EWE in gewisser Hinsicht beschränkt:

- Drittländer könnten keine EWE halten und daher keine EWE im Saldenausgleich empfangen.
- Die Umwandlung von EWE in andere Reserveguthaben mit dem ausschliesslichen Ziel einer Reservediversifikation wäre eingeschränkt.

### C. Schaffung von EWE gegen Landeswährung

Das Kommuniqué von Bremen sieht vor, dass der Fonds EWE gegen die Landeswährungen emittiert, welche ihm von den Mitgliedstaaten übergeben werden. Der Gebrauch dieser EWE wäre jedoch gewissen Bedingungen unterworfen.

Während der Globalbeitrag auf einen Betrag limitiert werden soll, der ungefähr dem gegen Reserveaktiva emittierten EWE- Betrag entsprechen würde, braucht in den beiden Fällen der Schlüssel für die Aufteilung dieses Globalbeitrags auf die einzelnen Mitgliedsländer nicht unbedingt der gleiche zu sein, liegen doch unterschiedliche Zielsetzungen vor. Da der Beitrag von Landeswährung ja so konzipiert ist, dass er als Grundlage für ein reorganisiertes Gemeinschaftskreditsystem dienen kann, besteht Veranlassung, auf die Berechnung der Quoten, wie sie für die bestehenden Kreditmechanismen gelten, Bezug zu nehmen.

Auf technischer Ebene erscheint eine effektive Einzahlung der Landeswährungen weder für die sehr kurzfristige Finanzierung noch für die Integration und Ausweitung der bestehenden Kreditmechanismen unumgänglich.

Tatsächlich ist der Bedarf an Gemeinschaftswährungen für eine begrenzte Periode in unbegrenztem Umfang durch die Fazilitäten für die sehr kurzfristige Anfangsfinanzierung gesichert. Allgemein ausgedrückt kann man sagen, dass bei den Zentralbanken ein Bedarf entweder in EWE (im Zeitpunkt des Saldenausgleichs) oder in Dollar auftritt.

Aus noch weitgehenderer Sicht machen jedoch einige Experten geltend, dass die Errichtung eines Fonds in Landeswährung - welcher dem Wunsch der Staats- und Regierungschefs entspreche -, die Glaubwürdigkeit und Flexibilität des vorrangigen Interventionssystems in EWG- Währungen erhöhen würde.

Es ergeben sich in dieser Hinsicht drei Möglichkeiten, die sich bezüglich der Art, wie EWE geschaffen und unter welchen Bedingungen sie verwendet werden können, unterscheiden.



- Der Beitrag in Landeswährung erfolgt in Form von Kreditlinien, welche dem Fonds von den Zentralbanken eingeräumt und nach Massgabe der Verfahren für die Gemeinschaftskredite aktiviert werden. Diese Variante wird von der Mehrheit der Experten bevorzugt.

- Andere Experten sind dafür, dass die Landeswahrungsbetrage dem Fonds effektiv überwiesen werden, und zwar gegen Gutschrift von EWE auf Sperrkonto. Diese Sperrkonten würden bei Anwendung des Verfahres für die Gemeinschaftskredite entsperrt. Nach Ansicht dieser Experten hätten der EFWZ und anschliessend der EWF somit die Mittel, bestimmte Kredite direkt zu finanzieren, ohne sich an die Zentralbanken wenden zu müssen.

In beiden vorstehend dargelegten Varianten müssten die Bedingungen, unter denen die EWE effektiv verwendet würden, bei der Zusammenlegung der kurzfristigen Kreditfazilitäten definiert werden.

- Nach Ansicht noch anderer Experten sollten sowohl die Einlagen gegen Landeswährung als diejenigen gegen Reserveaktiva zur Schaffung ein und derselben Art von EWE führen, welche Instrument des innergemeinschaftlichen Saldenausgleichs sein würde. Die hieraus resultierenden Liquiditatseffekte sowie die dadurch ausgelöste Veränderung der Höhe und der Laufzeit der Gemeinschaftskredite würden kontrolliert durch eine Rekonstitutionsverpflichtung, welche die EWE-Halter zu erfüllen hätten. Welchen Umfang diese Verpflichtung hätte, würde sich danach bestimmen, welche Kredite in dem neuen System als notwendig erachtet würden und was mit den bestehenden Kreditfazilitäten geschehen würde.

D. Beziehung zwischen den neuen Bestimmungen und den bestehenden Kreditfazilitäten

Bis zur effektiven Errichtung des EWF würden die neuen Bestimmungen die Schaffung von EWE gegen Gold, Dollar oder Landeswährung betreffen. Da die Zusammenlegung der bestehenden Kreditmechanismen im Fonds spätestens zwei Jahre seit Inkrafttreten des EWS geschehen muss, stellt sich die Frage, ob man schon während der Uebergangsphase und zusätzlich zu den geschaffenen oder versprochenen Fazilitäten gegen Landeswährung Aenderungen an den bestehenden Mechanismen vornehmen sollte.



Wenn die sehr kurzfristige Anfangsfinanzierung - welche in EWE, aber getrennt von den Reserveaktiva repräsentierenden EWE verbucht werden sollte - , betragsmässig unbeschränkt bleiben soll, können in einem System, in dem sich die Schwankungsbreite auf die EWE bezieht, Probleme auftreten, und zwar hinsichtlich der Bereitschaft der "unfreiwilligen" Gläubiger oder Schuldner, expansive bzw. kontraktive Effekte auf ihre Geldmärkte hinzunehmen. Man kann diese Probleme nur beheben, wenn man für die Wahl der Interventionswährungen klare und präzise Regeln festlegen würde, welche diese Betrachtung berücksichtigen würden.

Einige Experten meinen, der kurzfristige Charakter dieser Finanzierung sollte gewahrt werden um sicherzustellen, dass die Gläubigerländer (und dies ist wahr in jeglichem Interventionssystem) bereit bleiben, Forderungen in Systemwährungen nicht zu begrenzen oder zu vermeiden. Diese Experten bringen ergänzend vor, sie sähen überhaupt keinen Grund, die jetzt in der "Schlange" geltende Laufzeit auszuweiten, und meinen sogar, dass es wenig Gründe gäbe, diese Frist überhaupt beizubehalten. Ihr Meinung nach erklärt sich der in der "Schlange" geltende Aufschub des Saldenausgleichs in Reserveelementen aus den Komplikationen, welche der Saldenausgleich nach Massgabe der Zusammensetzung der Schuldnerreserven beinhaltet. Im neuen System aber sei der Saldenausgleich durch die Verwendung von EWE stark vereinfacht.

Andere Experten meinen dagegen, die Erstfälligkeit der betragsmässig unbeschränkten sehr kurzfristigen Finanzierung sollte einen Monat später eintreten, d.h. 60 Tage anstatt wie jetzt 30 Tage ab Monatsende.

Sie vertreten ferner die Meinung, in der "Schlange" sei die automatische Verlängerung der sehr kurzfristigen Finanzierung laufzeitmässig auf drei Monate und betragsmässig auf die Schuldnerquoten des kurzfristigen Währungsbeistands beschränkt, während jede über diese Laufzeit oder über diesen Betrag hinausgehende Verlängerung nur in gegenseitigem Einvernehmen erfolgen könnte.

Hinsichtlich des Saldenausgleichs im Anschluss an die sehr kurzfristige Anfangsfinanzierung stellen sich ebenfalls Probleme für den "unfreiwilligen" Schuldner; hierbei ist daran zu erinnern, dass in einem Korbsystem die Situation des "unfreiwilligen" Schuldners oder Gläubigers häufig auftreten dürfte, es sei denn, es würde in Dollar interveniert.



Nach Ansicht einiger Experten könnten diese Probleme teilweise dadurch gelöst werden, dass die Verbindlichkeiten eines solchen Schuldners hinsichtlich der Saldenausgleichsmodalitäten günstiger behandelt würden als diejenigen eines Schuldners, dessen Währung sich am unteren Interventionspunkt gegenüber der EWE befunden hatte. Um das Bilanzgleichgewicht des Fonds zu sichern und einen Beitrag zur Symmetrie des Anpassungsprozesses zu leisten schlagen diese Experten folgende Formel vor:

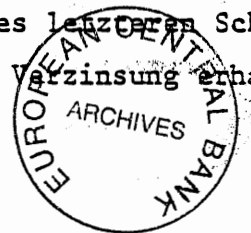
Falls ein Land mit starker Währung abweicht und den oberen Interventionspunkt erreicht, würden sich die Interventionen, welche es in einer Systemwährung unternimmt, die sich nicht an ihrem unteren Interventionspunkt befindet, in einer Forderung mit "eingeschränkter Verwendbarkeit" niederschlagen, d.h. es könnte diese Forderung nur verwenden, wenn sich seine Position völlig umgekehrt hätte.

Der "unfreiwillige" Schuldner wäre in diesem Fall in entsprechender Weise erst dann dazu verpflichtet, seine Schuld mit "eingeschränkter Eintreibbarkeit" zu begleichen, wenn sich seine Position umgekehrt hätte und er selber Gläubiger geworden wäre.

Die derart eingeführte Symmetrie könnte noch weiter vorangetrieben werden, indem man vorsehen würde, dass der Schuldner, welcher während eines langen Zeitraums hohe "eingeschränkt verwendbare" Forderungen aufweist, sich einer Konsultation unterziehen müsste, wie es der Fall ist bei einem Schuldner der eine Finanzierung mit einer längeren Laufzeit beantragt.

Im Falle eines Landes, dessen abweichende Währung sich am unteren Interventionspunkt gegenüber der EWE befindet und das in einer Währung interveniert, welche nicht ihren oberen Interventionspunkt erreicht hat, würde dieses Land eine "uneingeschränkte" Schuldverpflichtung haben, während der "unfreiwillige" Gläubiger eine "uneingeschränkte" Forderung erhalten würde.

Andere Experten schlagen vor, die vorstehend erwähnten Probleme des "unfreiwilligen" Schuldners dadurch zu beheben, dass das letzteren Schulden nicht zinspflichtig wären, so dass der Gläubiger keine Verzinsung erhalten würde.



Mehrere Experten machen jedoch gegenüber den vorstehend beschriebenen Spezialbestimmungen Einwände. Ihrer Meinung nach müsse man nämlich ab dem Zeitpunkt, in dem man in voller Kenntnis der Sachlage ein Wechselkurssystem akzeptiert, die Modalitäten für die Finanzierung der Interventionen in europäischen Währungen und für deren Saldenausgleich nach Massgabe der üblichen Betrachtungen in einheitlicher Weise festsetzen, und selbst auf die Gefahr hin, dem Rückgriff auf Dollarinterventionen Anreiz zu verleihen.

#### E. Vereinfachungsvorschläge

Eine gewisse Anzahl von Experten haben einen Vorschlag gemacht, der darauf abzielt, wenigstens während der Uebergangszeit das Funktionieren des europäischen Wechselkurssystems zu vereinfachen (vgl. Teil II, 5).

Andere Experten vertreten ergänzend die Ansicht, dass man für diese Uebergangsperiode ins Auge fassen könnte, auch das Funktionieren des Fonds zu vereinfachen. Ihrer Ansicht nach sind im Anhang zum Bremer Kommuniqué die Ziele des Fonds nicht sehr klar ausgedrückt, und die Ziele, welche die Gruppe zu Beginn von Teil III zu entwickeln versucht hat, könnten auch ohne die Existenz eines Fonds verwirklicht werden. Ebenfalls ist es schwierig, die Gründe zu erkennen, welche einen Beitrag in Landeswährung an den Fonds rechtfertigen können. Unter diesen Bedingungen erscheint es angebracht die zwei Jahre der Uebergangsperiode auszunützen, um die Ziele des Fonds und die Konsequenzen für ihn mehr im Detail auszuarbeiten. In der Zwischenzeit, d.h. in der Uebergangsperiode, wäre es ohne weiteres möglich, den im Anhang zum Bremer Kommuniqué enthaltenen Zielen dadurch zu entsprechen, dass man ein Saldenausgleichssystem von der Art der Europäischen Zahlungsunion entwickeln würde, ein System, das auf einer zu wählenden Rechnungseinheit und auf Schuldner- und Gläubigerquoten beruhen würde. Es wäre sogar möglich, dieses System vom Typ EZU durch das Konzept von "eingeschränkten" Verbindlichkeiten und Forderungen (vgl. Abschnitt D oben) zu ergänzen.





GROUPE D'EXPERTS PRESIDE PAR M. HEYVAERT

Liste des participants

Banques centrales

Président	M. F. Heyvaert
Banque Nationale de Belgique*	M. J.J. Rey M. J. Michielsens
Danmarks Nationalbank*	M. O. Schelin M. H. Dalgaard
Deutsche Bundesbank*	M. F. Scholl M. W. Rieke M. K. Bender M. K. Weber
Banque de France	M. R. Floc'h M. H. Calloud
Central Bank of Ireland	M. P. O'Connor M. J. O'Neill
Banca d'Italia*	M. C. Santini M. F. Papadia M. R. Bruno
Nederlandsche Bank	M. M. de Boer M. B.M.F. Hazenberg
Bank of England*	M. M.J. Balfour M. J.L. Sangster M. P.J. Bull M. L.D.D. Price
Commissariat au Contrôle des Banques - Luxembourg	M. P. Zimmer



\* La composition de ces délégations n'a pas été identique pour les deux séries de réunions.

Représentants de Ministères\*

Ministère des Finances (Belgique)	M. J. Vanormelingen
Bundeswirtschaftsministerium (Allemagne)	M. W. Flandorffer
Ministère de l'Economie et des Finances (France)	M. Jolivet
Department of Finance (Irlande)	M. C. Breslin
Ministero del Tesoro (Italie)	M. A. Buffa
Ministerie van Financien (Pays-Bas)	M. F.P. Zandvliet

---

Commission des Communautés européennes\*\*

M. J.P. Séché  
M. T. Webb  
M. A. Louw  
M. G. Lermen  
M. J. Dixon

Secrétariat du Comité des Gouverneurs\*\*

M. A. Bascoul  
M. H.K. Scheller  
M. A.W. Mortby

Le groupe a tenu deux séries de réunions: les 31 juillet, 1er et 2 août 1978;  
les 16, 17, 18 et 19 août 1978



\* Les représentants de Ministères n'ont assisté qu'à la première série de réunions.

\*\* La composition de ces délégations n'a pas été identique pour les deux séries de réunions.

VERZEICHNIS VON FRAGEN UND OPTIONEN

Anlage zum Zwischenbericht  
über das Europäische Währungssystem - Nr. 39

I. DER WERTMASSTAB

Das Kommuniké von Bremen besagt, die Europäische Währungseinheit (EWE) würde den Kern des Europäischen Währungssystems (EWS) bilden. Sie würde die zwei folgenden Hauptfunktionen haben:

- 1) Wertmasstab zur Bestimmung der Interventionspunkte,
- 2) Mittel zur Verbuchung und Regelung der Forderungen und Verbindlichkeiten zwischen den Mitgliedsländern; nach Errichtung des Europäischen Währungsfonds würde sie dazu dienen, alle Transaktionen innerhalb des EWS auszudrücken.

Zu Punkt 1) (Wertmasstab im EWS) hat die Expertengruppe drei Bereiche aufgezählt, innerhalb derer zwischen mehreren Formeln gewählt werden muss.

A. Zuerst muss zwischen den zwei Anwendungsmöglichkeiten der EWE im geplanten Interventionssystem gewählt werden.

- a) Die direkte Anwendung, wonach die als Währungskorb definierte EWE Referenzpunkt für den Leitkurs sowie für die Interventionsmargen einer jeden Teilnehmerwährung sein würde (vgl. Seite 3 des Berichts),
- b) Die indirekte Anwendung, wonach die EWE lediglich als Grundlage für die Berechnung eines Systems bilateraler Paritäten und reziproker Interventionskurse dienen würde (vgl. Seite 6 des Berichts).



In einer verfeinerten Variante könnte man die EWE als Indikator für "abweichende" Währungen verwenden (vgl. Seite 6 des Berichts).

B. Wenn man die "direkte" Anwendung wählen würde, müsste entschieden werden, ob der EWE-Währungskorb:

- a) ein Standardkorb sein sollte, wie es das Kommuniqué von Bremen nahelegt und welcher der jetzigen ERE entsprechen würde (vgl. Seite 4 des Berichts),
- b) ein anpassbarer Korb sein sollte, in welchem die Gewichtungen eventuell gleich sein könnten (vgl. Seite 5 des Berichts).

C. Wenn der "Standardkorb" gewählt würde, müsste man sich zwischen den drei Möglichkeiten entscheiden, in welcher Weise die abwesenden oder "zurückgezogenen" (opting out) Währungen in der EWE zu behandeln wären (vgl. Seiten 7 und 8 des Berichts):

- a) die fraglichen Währungen könnten zu einem festen Kurs im Korb verbleiben,
- b) die fraglichen Währungen könnten aus dem Korb völlig eliminiert werden,
- c) die fraglichen Währungen würden zum Marktkurs im Korb verbleiben.

Wenn man einen Wertmassstab EWE wählen würde, der nicht mit der ERE identisch wäre,

- wäre er von der ERE in den anderen EWG-Bereichen verschieden,
- müsste eine Entscheidung getroffen werden, welcher Wertmassstab für die Verbuchung und den Ausgleich der Forderungen und Verbindlichkeiten zwischen den Mitgliedsländern verwendet würde (vgl. Ziffer 2 oben); entweder würde man denselben Wertmassstab EWE wählen, wie er im Interventionssystem verwendet würde, oder diese Verbindung brechen und die jetzige ERE zur Verbuchung und Regelung der Forderungen und Verbindlichkeiten beibehalten.



## II. DAS INTERVENTIONSSYSTEM

Die Wahl einer "Korb-systems" würde die folgenden Fragen aufwerfen:

### 1. Umfang der Schwankungsbreite

- Ist es annehmbar, unterschiedliche Schwankungsbreiten anzuwenden, um die Auswirkungen der unterschiedlichen Gewichtung der Währungen im Korb zu mildern (vgl. Seite 10 des Berichts) ?
- Das Kommuniqué von Bremen sieht die Möglichkeit vor, dass für einige Währungen grössere Schwankungsbreiten festgesetzt werden. Diese Lösung würde die Interventionslast verlagern. Ist das annehmbar ?
- Man muss die Ausdehnung der Bandbreite beiderseits des Leitkurses der EWE festlegen. Diese liegt irgendwo zwischen  $\pm 1 \frac{1}{8}\%$  (in diesem Fall würden die "Schlangenlimite" selten zum Zuge kommen, da die Grenzkurse der EWE normalerweise zuerst erreicht würden) und  $\pm 2 \frac{1}{5}\%$  (über diesen Wert hinaus würden die "Schlangenlimite" stets zuerst erreicht werden) (vgl. Seite 9 des Berichts).
- Soll man die bilateralen Höchst- und Tiefstkurse und die Schwankungsbreiten gegenüber der EWE ankündigen ? (vgl. Seiten 9 und 10 des Berichts).

### 2. Wahl der Interventionswährungen

Wenn man ein Wechselkurssystem akzeptiert, in welchem es notwendig ist, eine Wahl hinsichtlich der Interventionswährung oder -währungen zu treffen, so ist zu bemerken, dass die Wahl der Währungen, die nicht an ihrem EWE-Limitkurs sind, für die betreffenden Zentralbanken bedeutet, dass sie aus ihrer Sicht intramarginale Interventionen akzeptieren müssen, in entsprechender Höhe Schuldner oder Gläubiger werden und mit den daraus resultierenden Auswirkungen auf ihren Geldmarkt konfrontiert werden. Wenn die Konsequenzen akzeptiert werden, ist es ausreichend, für die Wahl der Interventionswährungen lediglich Leitlinien festzulegen.

Falls man jedoch diese Konsequenzen kontrollieren oder begrenzen will, muss durch einen Prozentsatz die Position gegenüber dem Leitkurs der EWE festgelegt werden, von der an eine Währung automatisch gewählt werden kann;



gegebenenfalls muss ausserdem im Fall einer Verbundwährung eine gleiche Angabe hinsichtlich ihrer Position gegenüber den Partnerwährungen in der "Schlange" gemacht werden. Ohne dies wird ein erhöhter Gebrauch von Dollarinterventionen unvermeidbar sein (vgl. Kapitel II, 3 des Berichts).

### 3. Koexistenz mit der "Schlange"

Im Falle eines Konflikts zwischen einer Interventionsverpflichtung in der "Schlange" und einer solchen im System des EWE-Korb: welcher Verpflichtung würde der Vorrang gebühren (vgl. Seiten 12 und 13 des Berichts) ?

### 4. Verbuchung und Finanzierung der Interventionen in Gemeinschaftswährungen

Können die Verbundmitglieder akzeptieren, dass die Forderungen und Verbindlichkeiten aus "Schlangeninterventionen" in Zukunft in EWE verbucht werden (vgl. Seiten 14 und 15 des Berichts) ?

### 5. Koordination der Wechselkurspolitik gegenüber Drittwährungen

Der Bericht gibt einige Leitlinien für die Koordinierung der Wechselkurspolitik gegenüber Drittwährungen und unterstreicht den Wert einer effizienten Anwendung der Regeln, wie sie die Vereinbarung vom 12. März 1975 bezüglich der Politik gegenüber dem Dollar und der Bericht des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten an den Rat vom 9. Dezember 1975 enthalten (vgl. Kapitel II, 7 des Berichts). Ist dieser Punkt akzeptabel ?

### 6. Assoziierung von Drittländern

Sollen die Forderungen und Verbindlichkeiten, die aus Interventionen im Rahmen des neuen EWE-Systems stammen, zuerst in den Büchern des EFWZ und ausschliessend in denen des EWF erfasst werden (vgl. Seiten 16 und 17 des Berichts) ?

## III. DER EUROPÄISCHE WÄHRUNGSFONDS

Ist es anerkannt, dass der Anfangsbestand an EWE beim EFWZ gebildet wird und der Fonds weitgehend ein passives Organ bleibt (vgl. Seiten 18 bis 20 des Berichts) ?



B. Die Einbringung von Reserven in den Fonds wirft folgende Fragen auf:

1. Natur der einzubringenden Reserven: Welchem Kriterium soll man den Vorzug geben:
  - Representativität (unter Einschluss der SZR aus grundsätzlichen Erwägungen),
  - Konformität mit dem Kommuniqué von Bremen (Gold, Dollar),
  - Einfachheit aus praktischen Erwägungen (ein einziges Reserveinstrument) ? (vgl. Seiten 20 und 21 des Berichts).
2. Bestimmung des Gesamtbetrags dieses Beitrags, seine Aufteilung auf die Länder und die Zusammensetzung der nationalen Beiträge: der Bericht schlägt vier verschiedene Modelle vor (Seiten 21 bis 23 des Berichts).
3. Die Bedingungen, unter denen eventuell Gold gegen EWE mobilisiert werden kann: zu welchem Preis kann Gold in EWE verwandelt werden (vgl. Seite 24 des Berichts) ?
4. Die Form der Beiträge: soll man jede Risikovergemeinschaftung verhindern und die Technik von Einlagen (wie im Kommuniqué von Bremen erwähnt) oder Swaps anwenden, oder diese Vergemeinschaftung zwecks einer grösseren Flexibilität bei der Verwaltung der Fondsaktiva anstreben (vgl. Seiten 23 und 24 des Berichts) ?
5. Soll man eine periodische Anpassung der Beiträge vorsehen ? Welche Tragweite ergäbe sich (vgl. Seite 23 des Berichts) ?

C. Das Kommuniqué von Bremen sieht vor, dass

- gegen Einlage von Reserveaktiva frei verfügbare EWE und
  - gegen Einlage von nationaler Währung EWE geschaffen würden, deren Gebrauch bestimmten Bedingungen unterworfen sein würde.
- Soll man daher ins Auge fassen,
- eine einzige Art von EWE zu emittieren und gleichzeitig Buchungsverfahren und Regulative festzulegen, mit welchen die Verwendung von EWE gegen Einlage von nationalen Währungen eingeschränkt werden kann,
  - oder aber einen Unterschied machen zwischen:
    - . der EWE im eigentlichen Sinne, welche die Eigenschaft eines Reserveaktivums besitzen und den Gold- und Dollardepots entsprechen würde,
    - . der Kredit-EWE, welche gegen Einlage von nationaler Währung gutgeschrieben würde und das Recht der Zentralbanken <sup>anzustellen</sup> würde, die Kreditfazilitäten in Anspruch zu nehmen ?



- D. Sollen die gegen Einlage von nationaler Währung geschaffenen EWE gutgeschrieben werden oder soll deren Schaffung in Form von Kreditlinien erfolgen (vgl. Seiten 26 und 27 des Berichts) ?
- E. Soll man sich für den Fonds von folgenden Grundsätzen leiten lassen ?
- Die EWE des Fonds hätte ständig den gleichen Wert wie der Wertmassstab für das Europäische Wechselkurssystem (vgl. vorstehende Frage I, C).
  - Der Fonds ubernahme wenigstens im Anfangsstadium keinerlei Wechselkursrisiko; er würde seine Guthaben und Verbindlichkeiten in EWE und anderen Reserveaktiva ausgleichen, wobei seine Guthaben in nationaler Währung mit EWE-Garantie ausgestattet wären.
  - Der Fonds würde seine EWE-Verbindlichkeiten nach Massgabe der Erträge aus seinen Aktiva verzinsen, wobei eine kompensatorische Kommission auf das bei ihm eingelegte Gold erhoben würde.
- F. Sollen für den Ausgleich der Salden zwischen "unfreiwilligen" Schuldnern und Gläubigern besondere Bestimmungen gelten oder sollen diese Salden nach den gleichen Bestimmungen ausgeglichen werden, wie sie für Interventionen an den Limitkursen gelten (vgl. Kapitel II, Ziffer 6 und Kapitel III, D des Berichts) ?
- G. Soll man trotz Verfügbarkeit von EWE die sehr kurzfristige, betragsmässig unbeschränkte Finanzierung beibehalten ? Wenn ja, soll sie mit derjenigen in der "Schlange" identisch sein oder sollte ihre Laufzeit verkürzt werden ? In welchem Masse ? (Z.B. 60 Tage ab Monatsende anstatt 30) (vgl. Kapitel III, D des Berichts) ?





Korrigendum zum Bericht Nr. 39 der Heyvaert-Gruppe

Seite 5, 2) Kreuzparitätensystem

Der 2. Absatz lautet wie folgt:

"Das Kreuzparitätensystem unterscheidet sich von dem Standardkorb (jedoch nicht vom anpassbaren Korb) durch die folgenden Merkmale:

- a) Bei Nichtbeteiligung und bei Ausscheiden ergeben sich keine technischen Probleme\*.
- b) Die Frage unterschiedlicher Gewichtung stellt sich nicht.

---

\* Zu beachten ist aber, dass die Verbindlichkeiten und Forderungen aus Interventionen sowohl im Kreuzparitätensystem als auch im Standardkorb-EWE-System in EWE verbucht werden. Daraus ergibt sich, dass die Kursgarantie in diesem Fall (sowie im Fall von Paritätsänderungen) den Schuldnern und Gläubigern nicht den gleichen Schutz gibt wie er zur Zeit in der "Schlange" besteht; in letzterem System beruhen die Kreuzparitäten auf einer festen Rechnungseinheit, der EWRE, welche dazu benützt wird, Forderungen und Verbindlichkeiten auszudrücken."

