

PROTOKOLL \*

DER EINHUNDERTACHTUNDZWANZIGSTEN SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER  
PRAESIDENTEN DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN  
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT  
BASEL, DIENSTAG, 12. DEZEMBER 1978, 10.00 UHR

---

Anwesend sind: der Gouverneur der Banque Nationale de Belgique und Ausschussvorsitzende, Herr de Strycker, begleitet von den Herren Janson, Vanden Branden und Rey; der Gouverneur der Danmarks Nationalbank, Herr Hoffmeyer, begleitet von Herrn Mikkelsen; der Präsident der Deutschen Bundesbank, Herr Emminger, begleitet von den Herren Pöhl und Bender; der Gouverneur der Banque de France, Herr Clappier, begleitet von den Herren Théron und Lefort; der Gouverneur der Central Bank of Ireland, Herr Murray, begleitet von den Herren Breen und Reynolds; der Gouverneur der Banca d'Italia, Herr Baffi, begleitet von den Herren Sarcinelli und Magnifico; der Präsident der Nederlandsche Bank, Herr Zijlstra, begleitet von den Herren Szász und de Boer; der Gouverneur der Bank of England, Herr Richardson, begleitet von den Herren Balfour und Sangster; zugegen sind ferner Herr Ortoli, Vizepräsident der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, begleitet von den Herren Mosca, Boyer de la Giroday und Kees; Herr Jaans, Kommissar für die Bankenaufsicht des Grossherzogtums Luxemburg; Herr Heyvaert, Vorsitzender der Expertengruppe; ebenfalls anwesend sind der Generalsekretär des Ausschusses, Herr Schleiminger, sein Beigeordneter, Herr Bascoul, die Herren Scheller und Mortby sowie Herr Lamfalussy und Herr Baer.

An der Aussprache über Punkt III der Tagesordnung nehmen ausserdem der Generaldirektor der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Herr Larre, begleitet von den Herren Hall, Klein, Gros und Giovanoli teil.

I. Billigung der Protokolle der 126. und 127. Sitzung

Die Protokolle der 126. und 127. Sitzung werden vom Ausschuss einstimmig in der Fassung des Entwurfs vorbehaltlich einiger kleiner Aenderungen redaktioneller Art gebilligt.

---

\* Endgültige, in der Sitzung vom 9. Januar 1979 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige Aenderungen redaktioneller Art aufweist.

II. Entwicklung auf den Devisenmärkten der Konzertationsteilnehmer im November sowie in den ersten Dezembertagen 1978: Kurzbericht über die Konzertation: Verabschiedung des Ausschussberichts an die Finanzminister der EWG-Länder

A. Kurzbericht über die Konzertation

Herr Heyvaert fasst kurz die wesentlichen Punkte des dem Protokoll als Anlage beigefügten Berichts zusammen.

Der Vorsitzende dankt Herrn Heyvaert für seinen Bericht; er teilt mit, dass Norwegen beschlossen hat, ab Montag, dem 11. Dezember 1978, nicht mehr am Währungsverbund teilzunehmen.

B. Verabschiedung des Ausschussberichts an die Finanzminister der EWG-Länder

Der Ausschuss verabschiedet den Bericht in der dem Protokoll als Anlage beigefügten Fassung; der Bericht wird wie üblich anschliessend den Finanzministern übermittelt werden.

III. Fortsetzung der Prüfung der Errichtung eines neuen europäischen Währungssystems im Lichte der Schlussfolgerungen des Europäischen Rates vom 4./5. Dezember 1978 und des Berichts Nr. 43 der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Heyvaert

Der Vorsitzende erinnert daran, dass der Europäische Rat die Zentralbanken zur Aenderung der folgenden Bestimmungen aufgefordert hat:

- Abkommen vom 10. April 1972 über die Verringerung der Bandbreiten zwischen den Währungen der Gemeinschaft,
- die Bestimmungen über den kurzfristigen Währungsbeistand nach Massgabe der Leitlinien der Entschliessung vom 5. Dezember 1978 über das Europäische Währungssystem (EWS) und damit in Zusammenhang stehende Fragen.

Was den ersten Punkt betreffe, so verfügten die Zentralbankpräsidenten über den Bericht Nr. 43 der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Heyvaert. Der Vorsitzende dankt Herrn Heyvaert und seiner Gruppe für diese Arbeit und benutzt die Gelegenheit, um hervorzuheben, wie hilfreich die Arbeiten dieser Gruppe während der gesamten Diskussionen über das EWS für die Zentralbankpräsidenten waren.

Der Vorsitzende schlägt dem Ausschuss vor, und dieser erklärt sein Einverständnis, dass an der gegenwärtigen Sitzung des Ausschusses auch Vertreter der BIZ teilnehmen, die als Agent des EFWZ zukünftig neue Aufgaben wahrnehmen wird.

A. Prüfung des Berichts Nr. 43 der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Heyvaert

Der Vorsitzende bittet Herrn Janson, die Aussprache des Ausschusses über jeden Punkt des Berichts mit einer Erläuterung der Ergebnisse einzuleiten, zu denen die Stellvertreter in ihrer Sitzung vom 11. November gelangt sind.

Herr Janson erklärt vorab, dass die Stellvertreter sich des experimentellen Charakters des Systems, dessen Funktionsweise nach Ablauf von sechs Monaten überprüft werden müsste, bewusst waren. In diesem Sinne müsste man daher die Lösungen betrachten, die die Stellvertreter den Zentralbankpräsidenten empfehlen.

1. Die Bezugsgrösse

a) Die Erstfestlegung der EWE-Leitkurse

Herr Janson betont, dass dieses Problem technische und politische Aspekte aufweise. Die Funktionsweise des Systems erfordere die Festlegung von Leitkursen für sämtliche EWG-Währungen. Nachdem die Länder der "Schlange" bereits beschlossen hätten, die gegenwärtig zwischen ihren Währungen bestehenden Paritäten beizubehalten, müssten für die floatenden Währungen, ob Teilnehmerwährungen oder nicht, Leitkurse zur Bestimmung der EWE-Leitkurse festgesetzt werden. Die Stellvertreter regten an, dass die für diesen Bereich Verantwortlichen, also die Minister und die Zentralbankpräsidenten, sich ab dem 18. Dezember mit diesem Problem befassen.

Der Vorsitzende macht deutlich, dass die Festsetzung der EWE-Leitkurse nur im gegenseitigen Einvernehmen erfolgen könne und man sich daher über das für diesen Zweck zu wählende Verfahren Gedanken machen müsse.

Herr Clappier glaubt, dass die vor einer Woche in bezug auf die Währungen der "Schlange" und des französischen Frankens gemachten Absichtserklärungen im Anschluss an die nächste Ratstagung am 18. Dezember oder zum Jahresende verwirklicht werden könnte, wobei die Kursbewegungen des US-Dollars eher für die zweite Lösung sprechen. Auf jeden Fall wäre es nützlich, anlässlich der Ratstagung am 18. Dezember ein geeignetes Verfahren zu erörtern.

Herr Baffi teilt die Ansicht von Herrn Clappier. Es sei indessen angebracht, die Festsetzung der Leitkurse so lange wie möglich hinauszuschieben. In bezug auf die nicht teilnehmenden Währungen könne man sich fragen, ob die betreffenden Länder in ihrer Gesamtheit bereit seien, Leitkurse bekanntzugeben.

Der Vorsitzende weist darauf hin, dass die Funktionsweise des Abweichungsindikators einen Leitkurs für jede den EWE-Korb zusammensetzende Währung voraussetzt.

Herr Richardson räumt ein, dass für jede EWG-Währung ein Leitkurs festgelegt werden muss. Er neige indessen dazu, die Leitkurse der nicht teilnehmenden Währungen nicht bekanntzugeben, sondern vielmehr zu notifizieren, und sie auf der Basis der zum Zeitpunkt der Festlegung geltenden Marktkurse festzusetzen.

Der Vorsitzende ist der Meinung, dass man dann, wenn man zum Zweck der Festlegung der Leitkurse z.B. die Kurse des letzten Geschäftstages des Jahres, also den 29. Dezember 1978 nimmt, den Marktkurs einer Währung wählen müsse, von der ausgehend der EWE-Leitkurs abgeleitet würde. Wäre dies der Kurs gegenüber einer bestimmten anderen Währung oder gegenüber einem Durchschnitt anderer Währungen?

Herr Zijlstra hält es angesichts der Kompetenzen und der Zuständigkeit der Zentralbankpräsidenten für nützlich, dass diese hierzu beratend tätig werden.

Der Vorsitzende teilt diese Ansicht; die Zentralbankpräsidenten sollten den Ministern einen Vorschlag machen. Sie könnten z.B. annehmen, dass man von den Marktkursen des letzten Geschäftstages im Jahr ausgehe und vorschlagen, die Leitkurse der floatenden Währungen auf der Grundlage des Durchschnitts des höchsten und des niedrigsten Kurses in der "Schlange" zu berechnen. Ohne eine solche Präzisierung riskiere man, dass sich auf technischer Ebene Zweifel bezüglich der Auslegung des Begriffes Marktkurs ergeben.

Herr Balfour sieht keine technischen Schwierigkeiten. Die EWE entspreche in ihrer Definition der ERE, deren Wert in jeder Währung täglich errechnet wird. Der Begriff Marktkurs sei demnach ausreichend eindeutig und klar genug, um keine Zweifel technischer Art aufkommen zu lassen. Hingegen würde ein Problem politischer Natur dann entstehen, wenn ein Land ausserhalb des Verbunds für seine Währung einen EWE-Leitkurs festzusetzen wünscht, der vom Marktkurs abweicht.

Herr Clappier teilt die Ansicht von Herrn Balfour. Sollten sich die Minister prinzipiell für den Marktkurs entscheiden, müsste man jenen vom 29. Dezember um 14.30 Uhr berücksichtigen.

Herr Jaans regt an, die Minister auf die Tatsache aufmerksam zu machen, dass dann, wenn man auch für die nicht teilnehmenden Währungen EWE-Leitkurse bekanntgibt, diese Kurse sehr schnell nicht mehr den fortlaufenden Werten der EWE in den betreffenden Währungen entsprechen könnten.

Der Vorsitzende meint, dass dies ein anders geartetes Problem sei und später behandelt werden könne.

Herr Baffi behält sich seine Stellungnahme hinsichtlich des Prinzips der Festsetzung der EWE-Leitkurse auf der Basis der Marktkurse vor, denn für die italienische Lira könnte es von Interesse sein, diesen Leitkurs auf einem anderen als dem Marktniveau festzusetzen.

Der Vorsitzende stellt zusammenfassend das Einvernehmen des Ausschusses über folgendes fest:

- Vorlage der Frage an den Rat der Finanzminister anlässlich seiner Tagung am 18. Dezember 1978,
- unter Berücksichtigung des Vorbehalts von Herrn Baffi anzuregen, als EWE-Leitkurs für die Länder ausserhalb der "Schlange" den Kurs gegenüber der EWE zu wählen, wie er sich am 29. Dezember 1978 um 14.30 Uhr auf der Basis der Marktkurse errechnet.

b) Art der fortlaufenden Berechnung des Wertes der EWE in jeder Währung  
Herr Janson erklärt, dass die Stellvertreter einstimmig die Annahme des von den Experten in ihrem Bericht Nr. 43 (Seite 3, Absatz 2) gemachten Vorschlag empfehlen.

Der Ausschuss billigt diese Empfehlung.

## 2. Der Interventionsmechanismus

a) Funktionsweise des Abweichungsindikators bei grösseren Bandbreiten und bei zeitweiligem Ausscheiden oder bei Nichtteilnahme

Herr Janson erklärt, dass die Stellvertreter empfehlen, auf experimenteller Basis die folgenden Lösungen für einen Zeitraum von sechs Monaten zu wählen:

- Entscheidet man sich bei einer Währung für eine grössere Bandbreite, so berechnen sich die Abweichungsschwellen:

- . für die Währung mit grösserer Bandbreite auf der Grundlage der weiteren Margen,
- . für die Währungen mit enger Bandbreite auf der Grundlage von Margen von 2,25%, als ob sämtliche Währungen am System teilnehmen.

Es würde jedoch geprüft werden, ob die Abweichung einer oder mehrerer Währungen mit enger Bandbreite ausschliesslich darauf zurückzuführen ist, dass das grössere Band effektiv benutzt wird.

- . ob das Verhalten der Währung mit grösserer Bandbreite die Abweichung einer anderen, sich in dieselbe Richtung bewegende Währung verbirgt.

- Nehmen Währungen nicht am System teil oder scheiden zeitweilig aus, würde ein analoges Verfahren angewandt, das auf Seite 5, zweiter Gedankenstrich des Berichts Nr. 43 der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Heyvaert beschrieben ist.

Die Stellvertreter empfehlen indessen, während des sechsmonatigen Versuchszeitraums Simulationsübungen mit zwei anderen im selben Abschnitt des Berichts beschriebenen Ansätzen, der "Einfrierung des Wertes der abwesenden Währung" (erster Gedankenstrich) und der Bildung eines Korbs, der nur aus den am Wechselkursmechanismus teilnehmenden Währungen zusammengesetzt ist, durchzuführen, um sich ein Urteil über die Funktionsweise der verschiedenen Lösungsmöglichkeiten am Ende der sechsmonatigen Versuchsperiode bilden zu können.

Herr Baffi erklärt, dass auch dann, wenn die Entschliessung des Europäischen Rates den Fall eines "zeitweiligen Ausscheidens" nicht erwähnt, dieser in den technischen Texten beibehalten werden müsste, um zu vermeiden, dass ein Bruch im System eintritt, wenn eines Tages ein Land zeitweilig ausscheidet.

Der Vorsitzende betont, dass das von den Stellvertretern vorgeschlagene Verfahren auf den tatsächlichen Abweichungen zwischen den Leitkursen und dem aktuellen Wert der EWE in jeder Währung beruhe, Abweichungen, die jedoch um die Auswirkungen des Verhaltens der freischwankenden oder grössere Bandbreiten einhaltenden Währungen bereinigt würden.

Herr Ortoli bestätigt, dass die offiziellen Texte die Möglichkeit eines zeitweiligen Ausscheidens nicht vorsehen. Wenn auch einige meinen,

dass eine solche Möglichkeit nicht undenkbar sei, so erscheine es nicht zweckmässig, sie in die technischen Texte aufzunehmen; wesentlich für die Funktionsweise des Abweichungsindikators sei, der Entwicklung der abwesenden oder grössere Bandbreiten einhaltenden Währungen Rechnung zu tragen.

Herr Hoffmeyer meint, dass das von den Stellvertretern angeregte Verfahren praktisch auf einen auf die Teilnehmerwährungen beschränkten speziellen Korb hinauslaufe, dass es jedoch gegenüber letzterem den Vorteil habe, politisch annehmbarer zu sein.

Herr Janson erklärt, dass die Auswirkungen der beiden Lösungen vielleicht von kleinen Unterschieden abgesehen praktisch fast dieselben sind. Die Stellvertreter waren bestrebt, die neuen Währungen des Korbs so real wie möglich beizubehalten.

Herr Murray hat keine Einwände gegen die Empfehlungen der Stellvertreter; er betont, dass die Irische Zentralbank im Falle einer Beteiligung Irlands am Wechselkursmechanismus und unabhängig von der gewählten Schwankungsmarge auf der Basis eines Systems gesteuerter Kurse innerhalb der gewählten Bandbreiten operieren werde. Dieses System würde nur so lange beibehalten werden, als dies notwendig sei, um ungeordnete Verhältnisse am äusserst kleinen und noch unterentwickelten Dubliner Devisenmarkt zu vermeiden.

Herrn Zijlstra erscheint es wichtig, dass der Fall, bei dem sich das Ueberschreiten der Abweichungsschwelle ausschliesslich durch das Verhalten einer Währung mit grösserer Bandbreite oder einer oder mehrerer nicht am Wechselkursmechanismus teilnehmenden Währung erklärt, als Sonderfall angesehen werde, der es rechtfertige, dass die in der Entschliessung des Europäischen Rates vom 5. Dezember 1978 aufgezählten Massnahmen nicht ergriffen werden.

Der Vorsitzende stellt fest, dass der Ausschuss mit den Empfehlungen des Stellvertreters unter Einschluss der Klarstellung von Herrn Zijlstra einverstanden ist.

### 3. Der sehr kurzfristige Finanzierungsmechanismus

#### a) Behandlung der zum Zeitpunkt des Inkrafttretens des Europäischen Währungssystems noch bestehenden Forderungen und Verbindlichkeiten in EWRE

Der Ausschuss macht sich die Empfehlungen der Stellvertreter und der Experten zu eigen, weiterhin auf die zum Zeitpunkt des Inkrafttretens

des Europäischen Währungssystems noch bestehenden Forderungen und Verbindlichkeiten in EWRE die derzeitigen Bestimmungen des Abkommens vom 10. April 1972 anzuwenden (vgl. Seite 6, III, 1 des Bericht's Nr. 43 der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Heyvaert).

b) Umrechnungskurs der Währungen in EWE

Herr Janson erklärt, dass die Stellvertreter den Zentralbankpräsidenten vorschlagen, die im Bericht Nr. 43 der Experten auf den Seiten 6 und 7 III, 2 gemachten Vorschläge beizubehalten.

Herr Zijlstra meint, dass von dem Zeitpunkt an, an dem mehrere Währungen der EWG nicht am Wechselkursmechanismus teilnehmen, die Verwendung der EWE als Rechengröße für die Interventionsoperationen zu gewissen Problemen führe; um jedoch das Anlaufen des Systems zu ermöglichen und hoffend, dass bald alle im Korb vertretenen Währungen am Wechselkursmechanismus teilnehmen können, gibt Herr Zijlstra seine Vorbehalte auf; er schlägt vor, auf diesen Punkt eventuell in der Diskussion über den neuen Saldenausgleichsmodus zurückzukommen.

c) Schuldnerzinssatz im Rahmen der sehr kurzfristigen Finanzierung

Herr Janson teilt mit, dass die Stellvertreter hierüber keine Einigung erzielen konnten.

- Die Mehrheit der Stellvertreter tritt dafür ein, diesen Zinssatz auf der Basis der Diskontsätze aller EWG-Zentralbanken gewogen nach dem Gewicht ihrer Währungen im EWE-Korb zu berechnen.

- Drei Zentralbanken zögen die Beibehaltung des gegenwärtigen Systems vor.

Beide Möglichkeiten haben ihre Vorteile: der Vergleich der arithmetischen Ergebnisse ermöglicht freilich kein Urteil, denn diese Ergebnisse hängen von der Konstellation der Diskontsätze ab, die sich natürlich ändert.

Der Vorsitzende stellt die Frage, ob die die Minderheit bildenden Zentralbanken sich der Auffassung der Mehrheit anschliessen können.

Herr Emminger erklärt, dass er sich seine Position zu dieser Frage vorbehalte.

Herr Pöhl fragt sich, ob sich wirklich eine Mehrheit zugunsten eines gewichteten Durchschnitts der Diskontsätze sämtlicher EWG-Zentralbanken gebildet habe.



Herr Janson erklärt, dass alle Zentralbanken mit Ausnahme von drei sich in der Sitzung vom 11. Dezember hinter den Vorschlag gestellt haben, für den sich die Bank von Italien im Expertenkreis eingesetzt habe.

Herr Richardson ist der Auffassung, dass sehr viel für den Vorschlag der Mehrheit spreche. Zum einen berücksichtige er, dass alle Währungen im EWE-Korb vertreten sind, andererseits ermögliche er es, den Diskontsätzen der nicht am Wechselkursmechanismus teilnehmenden Länder Rechnung zu tragen, die normalerweise höher seien. Letztere Erwägung entspräche auch den Bedenken von Herrn Zijlstra.

Herr Janson erklärt, dass es genau die Argumente von Herrn Richardson gewesen seien, die die Mehrheit der Stellvertreter überzeugt hätten. Es erscheine in der Tat logisch, für den Zweck der Verzinsung der EWE eine Lösung zu entwerfen, die ein richtiges Verhältnis zum Kapitalwert dieser Währungseinheit gewährleistet.

Herr Hoffmeyer stellt sich hinter den Vorschlag der Mehrheit und räumt ein, dass er logischer sei.

Herr Murray meint, dass die Annahme der durch die Mehrheit unterbreiteten Lösung als Hinweis der Gouverneure für die zentrale Rolle der EWE gelten könnte.

Der Vorsitzende stellt fest, dass alle Gouverneure mit Ausnahme von Herrn Emminger, der sich seine Position vorbehält, mit der von der Mehrheit der Stellvertreter unterbreiteten Lösung einverstanden sind.

#### 4. Schaffung von EWE-Guthaben

##### a) Umrechnungskurs

Herr Janson erwähnt, dass die Stellvertreter den Gouverneuren empfehlen, für die Umrechnung von Dollar in EWE den Kurs zu wählen, der an jedem Geschäftstag von den Dienststellen der Kommission auf der Grundlage der um 14.30 Uhr auf den Plätzen der EG-Länder verzeichneten repräsentativen Dollarkurse errechnet wird.

Im Anschluss an eine Frage von Herrn Hall hält der Ausschuss fest, dass alle Dollar/EWE-Swapoperationen Wertstellung zwei Geschäftstage abgeschlossen werden und dass der zum Zeitpunkt des Abschlusses geltende Kurs zugrundegelegt werden müsse.

In bezug auf Gold

- trat die überwiegende Mehrheit der Stellvertreter für die im Bericht Nr. 39 enthaltene Formel ein, d.h. für eine Festlegung des Umrechnungskurses auf 75% des Durchschnitts der in EWE umgerechneten Goldkurse, die während der drei vorangegangenen Monate bei den beiden Londoner "Fixing" notiert wurden,
- zieht eine Zentralbank weiterhin 100% dieses Durchschnitts vor.

Der Vorsitzende ist der Ansicht, da es sich um Swapoperationen handle, habe der Umrechnungskurs keine ertragswirksamen Konsequenzen auf die Bilanzen der Zentralbanken; davon sei nur das Volumen der vorläufigen Mobilisierung eines Goldbestandes betroffen.

Herr Emminger meint, der Umrechnungskurs sei nicht ohne Bedeutung für die Bilanzen der Zentralbanken; er könnte übrigens andere Entscheidungen zur Verwendung des Goldes präjudizieren. Es handle sich um ein sehr wichtiges Problem, das von den Zentralbanken geregelt werden müsse.

Herr Clappier erinnert zunächst daran, dass der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten in seinem Bericht an den Rat vom 14. November 1978 für einen Kurs eintrat, der "nahe beim Marktpreis liegt und von diesem abgeleitet ist". Ein Satz von 75% der Marktpreise könne aber nicht mehr für als nahe an diesen Preisen liegend gelten. Ueberdies käme man bei einem Satz von 75% der Marktpreise nur zu einem Anfangsbestand von EWE 23 Mrd. und nicht auf 25 Mrd., wie bisher immer beabsichtigt.

Herr Clappier hält bis zur nächsten Sitzung des Ausschusses am 18. Dezember 1978 einen formellen Vorbehalt aufrecht.

b) Die operationellen Verfahren bei den Goldeinzahlungen

Herr Janson weist darauf hin, die Goldeinzahlungen würden in Form von Swaps vorgenommen (Kassa-Goldverkauf an den EFZW gegen EWE und Termin-Golddrückkauf gegen EWE). Die Operationen würden eine Goldlieferungsverpflichtung beinhalten, wobei die Form (Barren oder Gewicht) zwischen jeder Zentralbank und dem Agenten zu vereinbaren wäre.

In bezug auf die Verwahrung und Verwaltung des Goldes schlagen die Stellvertreter vor, der EFZW solle die Zentralbanken mit der Verwaltung des von ihnen gelieferten Goldes betrauen; demnach verbliebe das gelieferte Gold bei den Zentralbanken, die jedoch rechtlich gesehen nicht mehr dessen Eigentümer wären. Diese Formel wurde gewählt:

- um die Vergemeinschaftlichung der Risiken zu umgehen,
- um die Verdoppelung der Bruttoreserven der Zentralbanken zu vermeiden,

- um die Operationen mit dem EFWZ so einfach wie möglich zu gestalten.

Diese Formel werfe indessen gewisse Schwierigkeiten auf, wenn das in anderes Eigentum übergehende Gold bei der Federal Reserve Bank von New York deponiert sei und die Eigentumsübertragung dieser mitgeteilt werde. In diesem Fall stelle sich das Problem der Anerkennung der Rechtsfähigkeit des EFWZ seitens der amerikanischen Behörden. Zur Vermeidung von Schwierigkeiten wäre es gut, sich auf eine Lieferung loco Europa (London oder Paris) zu einigen. Wenn der Agent gegen diese Formel nichts einzuwenden habe, dann könne der Ausschuss sie gutheissen.

Der Vorsitzende ist der Ansicht, die von den Stellvertretern vorgeschlagene Formel weise verschiedene Vorteile auf. Sie vermeide zugleich den Transport des Goldes an einen anderen Ort und die Aenderungen in der Person des Einlegers gegenüber den Verwahrern, wodurch die Swapoperationen Gold/EWE bedeutend erleichtert würden.

Herr Klein weist darauf hin, dass die Goldoperationen, wie Herr Janson bereits erwähnt habe, gewisse Probleme aufwerfen, die noch weiter untersucht werden müssten:

- die Anerkennung der Rechtsfähigkeit des EFWZ: dieses Problem stellt sich nur, wenn das Gold in den Vereinigten Staaten deponiert ist; gegenüber den Mitgliedstaaten hat der EFWZ diesen Rechtsstatus;
- die Eigentumsübertragung von Gold, das in den Vereinigten Staaten verwahrt wird, ist eine Frage, die nach amerikanischem Recht beurteilt werden muss;
- die Verantwortlichkeit der Zentralbanken, die auf Rechnung des EFWZ das Gold verwalten, das sie diesem, wenn auch nur vorübergehend, abgetreten haben: eine Abgrenzung des Verantwortungsbereichs könnte erforderlich sein in dem Masse, als unter Umständen das anwendbare Recht - wahrscheinlich das Recht der Zentralbank, bei der das Gold deponiert bleibt - für unzureichend gehalten werde.

Im Anschluss an die Ausführungen der Herren Janson und Larre schlägt der Vorsitzende vor, die Formel der Stellvertreter zu wählen, wobei vorausgesetzt wird, dass die notwendige Klarstellung der Verantwortlichkeit des Agenten und der von Herrn Klein erwähnten Probleme möglichst bald durch die Juristen der Zentralbanken und des Agenten erfolge. Sollten bezüglich der letztgenannten Probleme noch einige Zweifel fortbestehen, so würden die ersten Swapgeschäfte loco London oder Paris getätigt.

Der Ausschuss erklärt sich mit diesem Vorschlag einverstanden.

c) Das operationelle Verfahren bei Dollareinzahlungen

Herr Janson erinnert daran, dass die Stellvertreter für die Dollareinzahlungen eine ähnliche Formel vorgeschlagen haben wie die, die der Ausschuss für die Goldeinzahlungen verabschiedet hat. Es stellt sich jedoch, abgesehen von der Frage der Rechtsfähigkeit des EFWZ, das Problem der steuerlichen Behandlung, beides Probleme, die gelöst werden müssen, es sei denn, man übertrage an den EFWZ ausschliesslich Forderungen in Dollar, die keinerlei Beziehung mit den Vereinigten Staaten haben, z.B. Forderungen aus den Eurodollarmärkten, was allerdings keine befriedigende Lösung wäre.

Der Vorsitzende empfiehlt die Formel zur Annahme, wonach die Zentralbanken ohne Veränderung der Form und der Verzinsung die Verwaltung der dem EFWZ übertragenen Dollarguthaben und -titel wahrnehmen würden. Die amerikanischen Behörden würden davon in Kenntnis gesetzt, dass das Eigentum dieser bei der Zentralbank verbleibenden Aktiva vorübergehend in Form von Swaps an den EFWZ übertragen worden sei. Die Juristen müssten demnach die Einzelheiten dieser Lösung erarbeiten.

Herr Janson weist darauf hin, dass eine Zentralbank es vorziehen würde, wenn der EFWZ die ihm übertragenen Aktiva verwalten würde.

Herr Hall fragt sich, ob der Agent detaillierte Informationen sammeln werde über die Natur der Dollaraktiva, die in Swapoperationen einbezogen werden.

Der Vorsitzende antwortet, diese Frage müsse zusammen mit den eben erwähnten Einzelheiten geprüft werden.

Herr Pöhl ist der Ansicht, dass die juristischen und steuerlichen Probleme nicht vorrangig sind und keine unüberwindlichen Schwierigkeiten bereiten sollten.

Im wesentlichen gehe es darum, für die Reserveneinzahlungen eine Form zu wählen, die dem Ziel dieser Operationen entspreche. Dieses Ziel bestehe in der Schaffung von EWE nach Verfahren, die einfach sein müssen und zugleich das Vorgehen des künftigen Europäischen Währungsfonds in dieser Frage in keiner Weise präjudizieren dürfen. Die von den Stellvertretern vorgeschlagene Formel, d.h. die zweite Formel im Bericht Nr. 43 der Gruppe unter dem Vorsitz von Herrn Heyvaert, entspreche durchaus diesen Erfordernissen.

Die bei dieser Formel auftretende Schwierigkeit hinsichtlich der Verzinsung der EWE-Guthaben könnte leicht gelöst werden durch eine Bestimmung, die sich an die Verzinsung der SZR anlehnen würde und den Vorteil böte, dass man unterscheiden könnte zwischen dem Zinssatz der EWE-Guthaben und der Rendite von EFWZ-Dollarguthaben.

Herr Richardson weist darauf hin, dass sich die Stellvertreter bereits auf die von Herrn Pöhl entwickelte Formel für die Verzinsung der EWE-Guthaben geeinigt haben. Die Bemerkung von Herrn Janson betreffe lediglich den Wunsch der Bank von Frankreich, den EFWZ mit der Verwaltung der von ihr an diesen übertragenen Dollarguthaben zu betrauen; in diesem Fall müssten die dem EFWZ aus diesen Dollarguthaben erwachsenden Einnahmen an die Bank von Frankreich zurückbezahlt werden.

Herr Théron erklärt, die Bank von Frankreich sei bereit, sich zumindest für eine sechsmonatige Versuchszeit der von der Mehrheit vertretenen Formel anzuschliessen, da sie doch sehr einfach sei und von allen anderen Zentralbanken angenommen werde.

Herr Larre fragt sich, ob in einem Briefwechsel zwischen dem Agenten und den einzelnen Zentralbanken die Zentralbanken dem Agenten die betreffenden Währungen zur Verfügung stellen würden, deren Verwaltung dann wieder den Zentralbanken übertragen würde. In diesem Fall fiel dem Agenten eine rein buchführungstechnische Aufgabe zu, und die Entscheidung, ob diese scheinbare Eigentumsübertragung für die Schaffung von EWE ausreichend sei, läge dann beim Verwaltungsrat des EFWZ. Es stelle sich jedoch die Frage, ob dieser Briefwechsel ohne Wissen der Verwahrer der Dollaraktiva erfolgen solle.

Der Vorsitzende vertritt die Auffassung, der letzte Punkt bedürfe einer näheren Prüfung durch die Juristen. Erweise sich eine Benachrichtigung als notwendig, so müsse man mit den amerikanischen Behörden Fühlung aufnehmen.

Nach Herrn Larre wären zwei Formeln denkbar:

- Bei der ersten Formel würden die amerikanischen Verwahrer von der Eigentumsübertragung auf die BIZ für Rechnung des EFWZ benachrichtigt; in diesem Fall stellt sich das Problem der Anerkennung der Rechtsfähigkeit des EFWZ seitens der amerikanischen Behörden nicht.
- Bei der zweiten Formel würde die Eigentumsübertragung ohne Wissen der amerikanischen Behörden erfolgen.

Die Eigentumsübertragung hat in beiden Fällen nicht den gleichen Charakter.

Der Vorsitzende erklärt, nach der von den Stellvertretern für die Verzinsung der EWE-Guthaben vorgeschlagenen Formel falle der Ertrag aus den in das Eigentum des EFWZ übergegangenen Dollarguthaben weiterhin zugunsten der übertragenden Zentralbanken an. Hingegen seien nur jene EWE zinstragend, die eine Zentralbank über die gegen Einzahlung eigener Reserveaktiva geschaffenen EWE hinaus angesammelt habe.

Herr Clappier fragt sich, ob man nicht zu gegebener Zeit bei den amerikanischen Behörden vorstellig werden könnte, damit diese dem EFWZ einen den Zentralbanken vergleichbaren Status zuerkennen.

Herr Klein weist darauf hin, hier handle es sich um ein noch näher zu untersuchendes Problem des amerikanischen Rechts.

Herr Balfour erinnert daran:

- dass die Europäische Zahlungsunion von den amerikanischen Behörden anerkannt wurde,
- dass die Operationen des EFWZ als Agent für Gemeinschaftsanleihen, die zu einem grossen Teil in den Vereinigten Staaten verwirklicht wurden, nie Probleme aufgeworfen habe.

Herr Hall bemerkt, die mit den Gemeinschaftsanleihen verbundenen Operationen hätten die Form einfacher Transitzahlungen über Konten angenommen, die auf den Namen der BIZ bei amerikanischen Banken bestehen. Aus diesem Grunde sei weder die Rechtsfähigkeit des EFWZ noch seine steuerliche Behandlung zur Frage gestanden.

Herr Hall fragt, ob die Formel von Herrn Pöhl bedeute, dass der Agent über die Natur der der Schaffung von EWE entsprechenden Dollaraktiva nicht mehr informiert werde.

Herr Clappier ist der Meinung, um mindestens den Schein einer Eigentumsübertragung zu wahren, müssten die Zentralbanken den EFWZ informieren über die Natur der abgetretenen Mittel und über deren Anlagebedingungen.

Herr Pöhl bestätigt, die Bundesbank sei bereit, dem Agenten des EFWZ die notwendigen Angaben über die Natur dieser Aktiva mitzuteilen.

Bezugnehmend auf die Anregung von Herrn Clappier schlägt Herr Zijlstra vor, man möge während der Uebergangszeit zwecks Anerkennung des EFWZ als Drittinhaber von SZR an den Internationalen Währungsfonds herantreten; dann könnte unter Umständen dieses Aktivum in die Operationen der Zentralbanken mit dem EFWZ einbezogen werden.

Herr Larre ist der Ansicht, der Agent sei zur Zeit nicht ermächtigt, mit den amerikanischen Behörden die Frage der Rechtsfähigkeit des EFWZ und der steuerlichen Behandlung zu regeln oder mit dem IWF Fühlung aufzunehmen, damit dem EFWZ der Status eines SZR-haltenden Dritten zuerkannt werde.

Herr Magnifico fragt sich, ob man den EFWZ ermächtigen sollte, den Verwaltungsauftrag der Zentralbanken zu ändern.

Der Vorsitzende antwortet, der Auftrag an die Zentralbanken werde vom Verwaltungsrat des EFWZ festgelegt, der gegebenenfalls auch über eine Aenderung befinden müsse.

d) Weitere Bestimmungen

Herr Janson weist darauf hin, einige Stellvertreter unterstützten die von den Experten vorgeschlagene Formel, wonach die ersten Swapoperationen spätestens am zehnten Geschäftstag im Januar 1979 aufgenommen würden. Die Mehrheit ziehe, vor allem aus praktischen Gründen, eine längere Frist vor.

Herr Heyvaert gibt zu bedenken, die für die Gold- und Dollareinzahlungen gewählte Formel scheine eine längere Frist nicht zu rechtfertigen.

Der Vorsitzende stellt fest, dass der Ausschuss der Bemerkung von Herrn Heyvaert zustimmt.

5. Verzinsung der EWE

Der Ausschuss billigt die Anregung der Stellvertreter, wonach die EWE-Nettoverwender den EWE-Nettoinhabern einen europäischen Zins bezahlen. Die Entscheidung bezüglich des anzuwendenden Zinssatzes bleibt noch in der Schwebe aufgrund des einstweiligen Vorbehalts von Herrn Emminger bezüglich der Annahme des gewichteten Mittels der Diskontsätze aller Zentralbanken der EWG.

6. Verwendung der EWE im innergemeinschaftlichen Saldenausgleich

Herr Janson weist darauf hin, dass die Stellvertreter nicht zu einem einstimmigen Vorschlag kamen.

- Einige Zentralbanken wollen die Anhäufung allzu grosser EWE-Beträge vermeiden.

- Die anderen hingegen sind der Ansicht, die EWE sollte das vorrangige Saldenausgleichsinstrument sein, sogar unter Ausschluss der Verwendung anderer Reserveaktiva im innergemeinschaftlichen Saldenausgleich. Die Stellvertreter hätten jedoch ihren Vorsitzenden ermächtigt, in seinem eigenen Namen einen Kompromissvorschlag einzubringen, der vorsieht:
- dass der Gläubiger damit einverstanden ist, dass seine Forderungen bis zu 50% in EWE beglichen werden,
  - dass der Schuldner seine Schulden bis zu 50% in EWE bezahlen kann,
  - dass der nicht in EWE ausgeglichene Saldo je nach der Zusammensetzung der Bruttoreserven des Schuldners ausgeglichen wird,
  - dass sich der Schuldner, der nicht mehr über eine ausreichende Menge von EWE verfügt, die erforderlichen EWE-Beträge bei den Zentralbanken beschaffen kann, die Nettoinhaber von EWE sind.

Diese Lösung, die während einer Uebergangszeit von beispielsweise sechs Monaten anwendbar wäre, sei nicht vollkommen, aber man könnte damit das System anlaufen lassen und verhindern, dass sich andere Instanzen der Gemeinschaft in die Kontroverse einschalten.

Herr Clappier fragt, ob die Formel von Herrn Janson die Möglichkeit ausschliesse, dass eine Zentralbank, die ihre EWE-Guthaben aufgebraucht hat, sich durch zusätzliche Einzahlungen in den EFWZ neue EWE beschaffen kann.

Herr Janson antwortet, diese Möglichkeit biete sich dem Schuldner in zweiter Linie an, d.h. wenn die EWE-Nettoinhaber ihre EWE-Guthaben behalten wollen, statt sie dem Schuldner gegen andere Aktiva abzutreten.

Herr Clappier schliesst daraus, dass nach der Formel von Herrn Janson der Betrag der im System umlaufenden EWE bei 20% der von den Zentralbanken gehaltenen Reserven eingefroren würde.

Herr Janson antwortet, die tatsächlichen Auswirkungen seiner Formel hingen von der zukünftigen Entwicklung der Interventionen und der Saldenausgleichsoperationen ab, insbesondere von der Grösse der auszugleichenden Salden sowie von der Bereitschaft der Zentralbanken, ihre EWE zu verwenden (denn der Satz von 50% stelle lediglich die Höchstgrenze dar).



Bezugnehmend auf die Diskussion zwischen Herrn Janson und Herrn Clappier fragt Herr Larre, ob der Agent ermächtigt wäre, im Namen des EFWZ auf einfachen Antrag der Zentralbanken und gegen eine mit leichter Hand vorgenommene Verpfändung von Gold und Devisen EWE zu schaffen.

Herr Janson antwortet, der Agent übernehme als Vermittler zwischen dem EFWZ und den Zentralbanken in dieser Sache keine Verantwortung; die Zentralbanken könnten innerhalb der von den Regeln des Systems festgelegten Grenzen die Schaffung von EWE verlangen.

Herr Hoffmeyer fragt sich, ob nicht die Zunahme der EWE-Guthaben im Gesamtsystem aufgrund neuer Reserveeinzahlungen Probleme für die Verzinsung dieser Guthaben auf Nettobasis mit sich bringe.

Herr Janson antwortet, solche Probleme sollten nicht auftauchen, wenn klar festgehalten werde, dass nur der Saldo zwischen dem Betrag der EWE, den eine Zentralbank hält, und dem aufgrund eigener Reserveeinzahlungen geschaffenen EWE-Betrag verzinslich ist.

Herr Pöhl ist der Ansicht, der Vorschlag von Herrn Janson für den Saldenausgleich sei lediglich eine der drei Möglichkeiten, die von den Stellvertretern diskutiert wurden; sie weise den Nachteil auf, dass dem Schuldner eine übertriebene einseitige Wahlmöglichkeit zugestanden werde, was man kaum akzeptieren könne. Die Formel, wonach der Saldenausgleich ausschliesslich in EWE erfolgen sollte, entspräche der Logik des Systems, würde aber unter Umständen eine ungleiche Verteilung der EWE im System nach sich ziehen und somit zur Schaffung zusätzlicher EWE führen.

Zumindest während der Anlaufphase sei eine verhältnismässig stabile Relation zwischen den EWE-Guthaben und den anderen Reserveaktiva einer jeden Zentralbank vorzuziehen. Somit könnte man von der ersten im Bericht Nr. 39 der Gruppe unter dem Vorsitz von Herrn Heyvaert vorgeschlagenen Formel (Seite 12) ausgehen und vorsehen, dass jede Zentralbank, deren EWE-Guthaben unter einen gewissen Prozentsatz der Reserven sinken, z.B. unter 15%, ihre Bestände bis zur vorgeschriebenen Höhe rekonstituieren müsste, indem sie von Zentralbanken mit EWE-Ueberschüssen gegen Reserveaktiva EWE zurückkauft. Nur dann, wenn der Rückkauf bei Partnern nicht möglich wäre, könnten sich die Zentralbanken durch neue Gold- und Dollareinzahlungen beim EFWZ mit den erforderlichen EWE eindecken. Darüber hinaus müsste man vorsehen, dass bei gegenseitigem Einvernehmen jede andere Form des Saldenausgleichs möglich sei.

Der Vorsitzende ist der Ansicht, der Vorschlag von Herrn Pöhl laufe den Entscheidungen des Europäischen Rates und des Rates der Finanzminister zuwider, nachdem dieser bei seiner letzten Sitzung am 20. November den Gedanken der Rekonstituierung fallengelassen habe. Aus der Entschliessung des Europäischen Rates vom 5. Dezember 1978 gehe hervor, dass der Grundsatz einer stabilen Relation von 20% zwischen den beim EFWZ hinterlegten Reserven und den von den einzelnen Zentralbanken gehaltenen Gesamtreserven beschlossen worden sei.

Herr Zijlstra hält dafür, dass die Entscheidung des Europäischen Rates die Möglichkeit einer Rekonstituierungsverpflichtung nicht ausschliesse.

Der Vorsitzende weist darauf hin, die Entschliessung sei positiv abgefasst und zähle demnach die ausgeschlossenen Möglichkeiten nicht auf. Abgesehen davon habe der deutsche Vorsitz bei der letzten Finanzministerratsstagung eine Rekonstituierungsverpflichtung einführen wollen, wovon der Rat jedoch Abstand genommen habe.

Herr Emminger räumt ein, dass die Ausarbeitung, die der Vorsitz des Finanzministerrates dem Europäischen Rat unterbreitete, eine Rekonstituierungsverpflichtung nicht erwähne, dass sich aber der Finanzministerrat nicht gegen eine solche Verpflichtung entschieden habe. Man habe also vom Text der Entschliessung des Europäischen Rates auszugehen, der die Anwendung einer Formel, wie sie Herr Pöhl vorgeschlagen habe, nicht ausschliesse.

Herr Clappier teilt die Meinung von Herrn Emminger; die Entschliessung des Europäischen Rates erwähne die Verpflichtung zur periodischen Rekonstituierung deshalb nicht, weil dieses Problem seiner Ansicht nach bereits bei der November-Tagung von den Ministern gelöst worden sei, und zwar in dem Sinne, dass die EWE-Guthaben gegebenenfalls alle drei Monate zu rekonstituieren seien.

Der Vorsitzende merkt an, das von Herrn Clappier erwähnte Anpassungsverfahren finde Anwendung auf die Dollar- und Goldeinzahlungen der Zentralbanken beim EFWZ, womit gewährleistet werden solle, dass die Zentralbanken mindestens 20% ihrer Reserven in Form von Swaps beim EFWZ halten, unabhängig davon, wie die gegen diese Reserven geschaffenen EWE verwendet werden. Nirgends stehe geschrieben, in der Anlaufphase des EWS müsse zwischen den EWE-Guthaben und den Gesamtreserven der einzelnen Zentralbanken eine stabile Relation beibehalten werden.

Herr Zijlstra bestätigt, dass der Text, den die Finanzminister im Europäischen Rat vorgelegt haben, vorsehe, dass ein Verfahren der periodischen Rekonstituierung gewährleiste, dass jede Zentralbank mindestens 20% ihrer Reserven beim EFWZ hinterlegt. Er ist der Ansicht, die Vorschläge der Herren Janson und Pöhl zur Art des Saldenausgleichs seien nicht in Uebereinstimmung mit dieser Entscheidung, sie könnten jedoch kombiniert werden.

Herr Murray ist der Ansicht, die Entschliessung sehe die 20% nur für die Schaffung des EWE-Anfangsbestandes vor, schliesse jedoch eine zusätzliche Schaffung von EWE nicht aus für den Fall, dass ein Land seine EWE-Bestände erschöpft hat. Demnach liessen sich die beiden Standpunkte leicht vereinigen.

Herr Pöhl will die Entscheidungen des Europäischen Rates in bezug auf die periodische Anpassung der beim EFWZ hinterlegten Reserven nicht in Frage stellen. Davon zu unterscheiden sei hingegen die Frage, wie die EWE im innergemeinschaftlichen Saldenausgleich verwandt und von Partnern zurückgekauft werden können. In dieser Hinsicht seien die Zentralbanken frei, sich im gegenseitigen Einvernehmen darauf zu einigen, ständig einen bestimmten Prozentsatz ihrer EWE-Reserven zu halten und die EWE untereinander zu handeln. Entsprechend würden sich Zentralbanken mit EWE-Bedarf das Instrument bei Zentralbanken mit EWE-Ueberschussguthaben beschaffen, und auf diese Weise wäre eine ausgeglichene Verteilung von EWE zwischen den Zentralbanken gewährleistet.

Herr Théron meint, der von Herrn Pöhl vorgeschlagene Saldenausgleich würde darauf hinauslaufen, dass die EWE-Saldenausgleichsoperationen einen rein fiktiven Charakter annähmen und dass die effektiven Saldenausgleiche in anderen Reserveaktiva vorgenommen werden würden.

Herr Balfour sagt, es gehe im wesentlichen um die Frage:

- ob jede Zentralbank durch Einzahlung beim EFWZ 20% ihrer Reserven zur Schaffung von EWE einsetzen müsse,
- oder ob jede Zentralbank EWE-Bestände halten müsse, die 20% ihrer Reserven entsprechen, und zwar bei jeder Anpassung oder sogar fast ständig.

Im ersten Fall sei nicht ausgeschlossen, dass jede Zentralbank, die ihre EWE-Bestände erschöpft hat, neue Reserveneinzahlungen beim EFWZ vornehmen könne, wonach ihr Anteil an beim EFWZ hinterlegten Reserven 20% übersteigt, oder aber dass sie bei anderen Zentralbanken EWE erwerbe.

Der Vorsitzende meint, die Verpflichtung zur Haltung von 20% der Reserven beim EFWZ auf dem Wege einer periodischen Anpassung sei unbestritten. Zur Frage der Verwendung der gegen Einbezahlung dieser Reserven geschaffenen EWE sei die Entschliessung sehr kurz gefasst und besage nur, dass die EWE als Saldenausgleichsinstrument zwischen den Währungsbehörden der EG dienen werde. Demnach sei es an den Zentralbanken, die Einzelheiten des Verfahrens klarzustellen und eine Formel zu finden, die die verschiedenen Standpunkte in dieser Frage berücksichtigt.

Herr Magnifico erklärt, die Bank von Italien sei bereit, sich der Formel von Herrn Janson anzuschliessen, vorausgesetzt, der Schuldner sei ermächtigt, seine Schulden bis zur Höhe von 50% in EWE zu bezahlen. Die vorgeschlagene Formel werde jedoch nur als Kompromiss akzeptiert, denn die Bank von Italien sei weiterhin der Ansicht, dass die EWE als Saldenausgleichsinstrument denselben Rang haben müsse wie die anderen Reserveaktiva, und sie müsse bis zu 100% zur Begleichung der Schuld verwendet werden können.

Zur Frage einer eventuellen Rekonstituierungsverpflichtung bemerkt Herr Magnifico, weder die Entschliessung des Europäischen Rates noch die Ausarbeitung des deutschen Vorsitzes des Finanzministerrates der EG, die dem Europäischen Rat unterbreitet wurde, sehe vor, dass jede Zentralbank verpflichtet sei, ständig eine stabile Relation zwischen den EWE-Guthaben und den Gesamtwährungsreserven zu wahren; eine solche Verpflichtung hätte letztlich zur Folge, dass die Rolle der EWE als Saldenausgleichsinstrument fiktiv würde, und dass die Saldenausgleichsoperationen effektiv in Gold oder in Dollar erfolgen würden.

Der Vorsitzende schlägt vor, für einen Zeitraum von sechs Monaten und unter Vorbehalt einer Ueberprüfung nach Ablauf dieser Frist sowie einer eventuellen Ueberarbeitung im Lichte der während dieser Zeit gemachten Erfahrungen die von Herrn Janson angeregte Formel beizubehalten.

Herr Clappier erklärt sich bereit, die Formel von Herrn Janson unter der Bedingung zu akzeptieren, dass die Zentralbanken neben der Möglichkeit, EWE bei anderen Zentralbanken zu kaufen, sich auch durch neue Reserveneinzahlungen beim EFWZ mit EWE eindecken können.

Herr Emminger erklärt, auch er sei, da man ja zu einer Entscheidung kommen müsse, bereit, die von Herrn Janson vorgeschlagene Formel für eine einjährige Versuchsperiode zu akzeptieren, nach deren Ablauf die Methode überprüft und unter Umständen abgeändert würde, wenn sie zu einer ungleichen Verteilung von EWE-Guthaben geführt haben sollte.

Der Vorsitzende stellt zusammenfassend fest, die Gouverneure seien einverstanden damit:

- dass der Saldenausgleich bis zu 50% der auszugleichenden Verbindlichkeit in EWE erfolgt,
- dass eine Zentralbank, die nicht über genügend EWE zum innergemeinschaftlichen Saldenausgleich verfügt, sich diese bei anderen Zentralbanken beschafft, die Ueberschussguthaben haben, wobei die Möglichkeit nicht ausgeschlossen ist, neue EWE-Guthaben durch zusätzliche Einzahlungen in Gold und in Dollar beim EFWZ zu bilden,
- dass nach Ablauf einer einjährigen Versuchszeit die Funktionsweise des Saldenausgleichsmechanismus überprüft und unter Umständen revidiert wird im Lichte der während dieser Zeit gemachten Erfahrungen.

Im Anschluss an die Ausführungen der Herren Emminger und Clappier hält der Ausschuss fest, dass die Zentralbank, die zum innergemeinschaftlichen Saldenausgleich EWE braucht, nicht verpflichtet ist, sich die erforderlichen EWE-Beträge bei den anderen Zentralbanken zu beschaffen, sondern dass dies nur eine Möglichkeit ist. Der Ausschuss ist ebenfalls einverstanden mit der Feststellung von Herrn Larre, der aus den Diskussionen der Gouverneure schliesst:

- dass der Agent in der Lage sein muss, die Gold- und Dollareinzahlungen im EFWZ zu identifizieren, wozu im übrigen eine ziemlich detaillierte Buchführung erforderlich sein wird,
- dass der Agent ermächtigt ist, zwischen zwei periodischen Anpassungen auf Antrag jeder Zentralbank neue EWE-Guthaben zu schaffen, ohne insbesondere zu prüfen, ob die Zentralbank, die zusätzliche Gold- und Dollareinzahlungen vornimmt, zuvor bei anderen Zentralbanken in Sachen EWE-Kauf vorstellig geworden ist.

#### 7. Verwendung der EWE zum Kauf von Währungen

Auf einhellige Empfehlung der Stellvertreter heisst der Ausschuss die Vorschläge gut, die die Experten zu dieser Frage in ihrem Bericht Nr. 43, Seite 13 (Abschnitt D) gemacht haben.

#### 8. Periodische Anpassungen

Auf einstimmige Empfehlung der Stellvertreter heisst der Ausschuss die im Bericht Nr. 43 der Expertengruppe auf Seite 13 (letzter Absatz) beschriebenen Verfahren gut.

#### 9. Abwicklung des Saldenausgleichsmechanismus

Herr Janson hebt hervor, die von den Stellvertretern empfohlene Formel sehe vor:

- dass nach der zweijährigen Uebergangsperiode alle Swapoperationen endgültig aufgelöst werden,
- dass sich zu diesem Zeitpunkt die Zentralbanken, die EWE-Nettoverwender sind, bei den Zentralbanken mit EWE-Nettoüberschüssen die zur Auflösung ihrer Swapoperationen erforderlichen EWE beschaffen,
- dass diese Käufe erfolgen würden:
  - . gegen Abgabe der Währung des EWE-Nettoinhabers,
  - . gegen Verkauf von Reserveaktiva,
  - . oder nach anderen von den beteiligten Parteien vereinbarten Verfahren.

Der Vorsitzende stellt fest, dass der Ausschuss das von Herrn Janson beschriebene Verfahren gutheisst.

\* \* \*

Der Vorsitzende teilt mit, er werde im Namen der Gouverneure die Finanzminister der EG bei ihrer Sitzung vom 18. Dezember darüber informieren, dass die Gouverneure entsprechend der Entschliessung des Europäischen Rates vom 5. Dezember 1978 die zur Errichtung des EWS notwendigen Entscheidungen getroffen haben. Auf Ersuchen von Herrn Zijlstra wird klargestellt, dass der Währungsausschuss zu diesen Entscheidungen keine Abänderungsvorschläge mehr einbringen kann.

Der Ausschuss nimmt hingegen die Erklärung von Herrn Richardson zur Kenntnis, der zwar die Entscheidungen über die Verfahren für die Reserveinzahlungen an den EFWZ gutheisst, jedoch einen Wartevorbehalt bis zum 18. Dezember anmeldet, weil in Grossbritannien die Devisenreserven satzungsgemäss Eigentum des Schatzamtes sind.

B. Erstellung und Unterzeichnung der für die Errichtung des Europäischen Währungssystems erforderlichen offiziellen Texte

Der Vorsitzende weist darauf hin, dass die heute gefällten Entscheidungen im Protokoll der Sitzung aufgeführt werden; das Protokoll würde die Grundlage bilden, auf der mit Hilfe der Juristen die offiziellen Texte erarbeitet würden, die den Gouverneuren bei ihrer nächsten Sitzung im Januar zur Unterzeichnung vorgelegt würden.

Herr Janson weist darauf hin, die Studie der Stellvertreter zu dieser Frage sei zum Ergebnis gelangt, man müsse insbesondere zu einer Totalrevision des Abkommens vom 10. April 1972 schreiten. Die Skizze eines neuen Abkommens wurde vorbereitet und wird den Gouverneuren zur Verfügung stehen.

Herr Clappier wünscht, dass die offiziellen Texte vor Ende des Jahres unterzeichnet werden können und dass sie wenigstens in einer Sitzung geprüft werden können, die die Gouverneure am Rande der Tagung des Ministerrates am 18. Dezember abhalten könnten.

Der Vorsitzende bezweifelt, dass die neuen Bestimmungen so kurzfristig fertiggestellt werden können. Abgesehen davon müssten die Gouverneure die Texte bestimmt sorgfältig überprüfen lassen, bevor sie sie unterzeichnen.

Herr Clappier erklärt, er denke vor allem an die Grundtexte, z.B. an das Abkommen über den kurzfristigen Währungsbeistand.

Herr Janson weist darauf hin, dass die Uebearbeitung des Textes des Abkommens zur Einführung des kurzfristigen Währungsbeistands sehr schnell erfolgen könne, weil sie nur die Fristen und die Höhen der Kreditfazilitäten betreffe. Weiter gelte es, für die nicht am Wechselkursmechanismus teilnehmenden Länder die Frage der Ziehungsrechte und der Finanzierungsverpflichtungen zu regeln. In dieser Hinsicht scheine man sich dahingehend geeinigt zu haben, dass die Anhebung der Kreditfazilitäten keine Auswirkungen auf diese Länder habe.

Herr Ortoli bestätigt diese Einigung und betont, dass sie nicht in den offiziellen Texten enthalten sein sollte.

Der Vorsitzende verspricht, die Grundtexte bis Montag, dem 18. Dezember 1978, fertigstellen zu lassen, damit die Gouverneure sie bei einer kurzen Sitzung und bei einem Mittagessen in der Belgischen Nationalbank zur Kenntnis nehmen können. Die Durchführungsbestimmungen zu den Grundtexten würden hingegen später von den Experten ausgearbeitet und während der Januar-Sitzung verabschiedet werden.

Der Ausschuss ist mit dem vom Vorsitzenden vorgeschlagenen Verfahren einverstanden.

IV. Prüfung des von der Expertengruppe unter Vorsitz von Herrn Bastiaanse ausgearbeiteten Berichts Nr. 13 über die in den Mitgliedstaaten der EWG gegenwärtig verfolgte Geldpolitik

Aufgrund der vorgerückten Zeit wird die Ueberprüfung des Berichts auf die Januarsitzung des Ausschusses vertagt.

V. Erneuerung der Swapabkommen zwischen der Federal Reserve Bank von New York und den Zentralbanken der EWG

Dieser Punkt wird nicht behandelt, nachdem mehrere Zentralbanken ihre Swapabkommen bereits erneuert haben.

VI. Analyse der 114. Folge von Arbeitsdokumenten (statistische Angaben und Zusammenfassung der Ereignisse und Massnahmen in der Gemeinschaft)

Aufgrund der vorgerückten Zeit nimmt der Ausschuss diese Analyse nicht vor.

VII. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

Es stehen keine weiteren Fragen an.

VIII. Ort und Zeit der nächsten Sitzung

Die nächste Sitzung findet am Montag, dem 18. Dezember 1978, im Anschluss an die Diskussion des Rates der Finanzminister über das Europäische Währungssystem, in der Belgischen Nationalbank in Brüssel statt.



---

KURZBERICHT UEBER DIE  
ENTWICKLUNG AUF DEN DEWISENMAERKTEN DER LAENDER  
DER AN DER KONZERTATION BETEILIGTEN ZENTRALBANKEN

---

NOVEMBER 1978

Der vorliegende Bericht gibt einen Ueberblick über die Entwicklung auf den Devisenmärkten der Länder der an der Konzertation beteiligten Zentralbanken\* und über deren Interventionsgeschäfte im November sowie in den ersten Dezembertagen 1978.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Die Devisenmärkte standen ganz unter dem Einfluss der kräftigen und brüskten Erholung des Dollars.

In der Tat hatte der Dollar, der am Vortag an den meisten Plätzen auf seinem niedrigsten Niveau lag, sehr stark haussemässig auf die am 1. November von Präsident Carter angekündigten Massnahmen zur Verteidigung des Dollars gegen spekulative Attacken reagiert. Dieses Programm, das die Akteure, die erhebliche offene Positionen gegenüber der amerikanischen Währung eingegangen waren, völlig überraschte, verhalf dem Dollar, gestützt durch eine Mobilisierung von Mitteln bisher nicht gekanntem Ausmasses, zu einer Kurserholung in einer Grössenordnung von 8% innerhalb von nur zwei Tagen.

Die USA gaben ihrer Entschlossenheit konkreten Ausdruck, indem sie auf den Internationalen Währungsfonds Ziehungen von Yen und D-Mark in Höhe von \$ 3 Mrd. vornahmen und die Federal Reserve Bank von New York eine sehr bedeutende Stützungsmassnahme einleitete. Günstig wirkte sich auf die amerikanische Währung auch die fortbestehende Aufwärtstendenz ihrer Zinssätze aus (Anhebung des Diskontsatzes von 8½ auf 9½% und der prime rate von 10½ auf 11½%), sowie die jüngsten Voraussagen

---

\* Zentralbanken der EWG, Norwegens, der Schweiz, Japans, Kanadas und der USA.

der OECD, die für das nächste Jahr eine Schrumpfung der Zahlungsbilanzüberschüsse Deutschlands und Japans sowie eine Verringerung des amerikanischen Defizits voraussagte. Umgekehrt hinterliess die Aussicht auf ein weiterhin relativ hohes Inflationstempo für 1979 einen negativen Eindruck.

Als Fazit ist festzuhalten, dass sich die Aufwärtskurve der amerikanischen Währung klar abgeflacht hat und zweitweilig sogar eine Unterbrechung eintrat, ihr Anstieg jedoch im Monat durchschnittlich über 10% ausmacht, mit spürbaren Abweichungen an den jeweiligen Plätzen. So befindet sie sich gegenüber den Verbundwährungen auf ihrem Stand von Anfang Oktober und an zahlreichen anderen Plätzen auf ihrem Niveau vom vergangenen Sommer. Am stärksten war natürlich die Erholung des Dollars gegenüber den Währungen, die am meisten bei den Attacken gegen die US-Währung gesucht waren.

Im europäischen Wechselkursverbund bewirkte der Umschwung in der Entwicklung des Dollars eine Beseitigung der Spannungen, infolge des Kursrückgangs der D-Mark gegenüber dem Dollar um 10,6%.

Demgemäss war die deutsche Währung beständig die schwächste im Verbund und wurde von anderen Teilnehmerzentralbanken entweder zu ihrem unteren Limitkurs oder darüber gekauft. In der Folge befestigte sie sich allmählich und nahm am Ende eine Mittelstellung ein.

Die dänische Krone war eindeutig die am besten plazierte Währung in der "Schlange", gefolgt von der norwegischen Krone; die beiden skandinavischen Währungen werden in der Tat durch die Neu Anpassungen der Paritäten vom Oktober begünstigt. Hingegen war die Position des belgischen Frankens und des Guldens weniger gut; in den letzten Novembertagen näherte sich letzterer der Deutschen Mark.

Der Schweizer Franken, der während der Spekulation gegen den Dollar in erster Front lag, hat sich gegenüber sämtlichen Währungen stark abgeschwächt und verlor 15,1% gegenüber dem Dollar.

Hierzu trugen die Massnahmen der Schweizerischen Nationalbank bei. Aufgrund dieser Entwicklung konnte die Deutsche Mark sich in Zürich weit oberhalb der Schwelle von sfr 0,80 einpendeln und befestigte sich von sfr 0,8550 auf sfr 0,90.

Das Pfund Sterling, das anfänglich wegen der Schwierigkeiten der Behörden im Zusammenhang mit der Einhaltung der Lohnpolitik abwärtsgerichtet war, wurde in der Folge durch die starke Erhöhung (von 10 auf 12 1/2%) des Diskontsatzes und aufgrund positiver Meldungen betreffend die Handelsbilanz begünstigt. Dies führte dazu, dass seine Abschwächung gegenüber dem Dollar am geringsten (- 7,1%) war.

Der französische Franken hat auf den Tendenzumschwung an den Devisenmärkten mässig reagiert. Da er an dem Aufbau von Positionen vor dem 1. November nicht nennenswert beteiligt war, wirkten sich die Folgen des Umschwungs nicht auf ihn aus. Sein Kursrückgang gegenüber dem Dollar hat 9,8% nicht überstiegen, ein Prozentsatz, der leicht unter jenem liegt, der an den meisten Plätzen des europäischen Verbunds festgestellt wurde.

Die italienische Lira und die schwedische Krone zeigten sich besonders widerstandsfähig gegenüber der Dollarerholung, denn ihr Kursrückgang gegenüber jenem beläuft sich auf nur 7,6 bzw. 8%.

Demgegenüber verzeichnete der japanische Yen, der anfänglich eine gewisse Stabilität gezeigt hatte, schliesslich einen Rückgang von 11,2% gegenüber dem Dollar. Er zeigte sich weniger anfällig gegenüber spekulativen Massnahmen als der Schweizer Franken, wurde jedoch durch die Meldung eines Rückgangs des Handelsbilanzüberschusses Japans gegenüber den USA in Mitleidenschaft gezogen.

Der kanadische Dollar schliesslich folgte, gestützt durch eine erneute Anhebung des Diskontsatzes von 10 $\frac{1}{4}$  auf 10  $\frac{3}{4}$ %, sehr genau der Entwicklung der US-Währung und erholte sich demnach sehr stark gegenüber sämtlichen anderen Währungen.

## II. DIE INTERVENTIONEN IN US-DOLLAR

Nach der Inkraftsetzung des Carter-Plans am 1. November tätigten die Zentralbanken beträchtliche Dollarkäufe, um die Kurserholung dieser Währung zu erleichtern.

Die Federal Reserve Bank of New York hat massiv zur Stützung ihrer Währung interveniert wobei sie für umgerechnet über \$ 3 Mrd. D-Mark (80% des Gesamtbetrages), Schweizer Franken und Yen abgab. Die von den USA getätigten Operationen entsprechen volumenmässig den von den übrigen Zentralbanken getätigten Nettokäufen.

Die Zentralbanken des Währungsverbunds haben netto fast \$ 500 Mio. gekauft, wovon der grösste Teil auf Dänemark und auf Norwegen entfiel. Die Käufe der Deutschen Bundesbank, die vor allem in der ersten Monatshälfte bedeutend waren, wurden durch Verkäufe mehr als wettgemacht, wobei letztere zu gleichen Teilen auf Verkäufe im eigentlichen Sinn und auf Abgaben im Rahmen der Konversion von DM-Auslandsanleihen entfallen.

Die Käufe der Schweizerischen Nationalbank, deren Interventionen sich häufig mit denen der Federal Reserve Bank of New York deckten, wurden zur Hälfte kompensiert durch Abgaben im Rahmen der Kapitalexporte.

Die Interventionsbeträge der Bank von Italien bei den Käufen waren von derselben Grössenordnung und wiesen ebenfalls einen deutlichen Plussaldo auf. Die Käufe der Bank von Frankreich waren sehr viel geringer, während sich Käufe und Verkäufe der Bank von England praktisch aufhoben.

Japan schliesslich war weiterhin mit seinen Interventionen, die im wesentlichen am Monatsanfang anfielen, netto der bedeutendste Käufer von Dollar. Kanada war wiederum ein Nettoverkäufer von US-Dollar.

### III. DIE INTERVENTIONEN IN EUROPÄISCHEN WÄHRUNGEN

Da die Spannungen innerhalb der "Schlange" nachliessen, waren die Operationen in Gemeinschaftswährungen im Währungsverbund relativ wenig bedeutend und beliefen sich auf etwas weniger als umgerechnet \$500 Mio.; hiervon entfielen 15% auf Verkäufe von dänischen Kronen gegen D-Mark und, in sehr viel geringerem Umfang, gegen belgische Franken. Innerhalb der Bandbreiten wurde die Mark vor allem gegen belgische Franken und dänische Kronen und für unbedeutende Beträge gegen Gulden, der Gulden in geringen Beträgen gegen dänische Kronen gekauft.

Daneben haben die Bank von Frankreich und die Schwedische Reichsbank D-Mark gekauft.

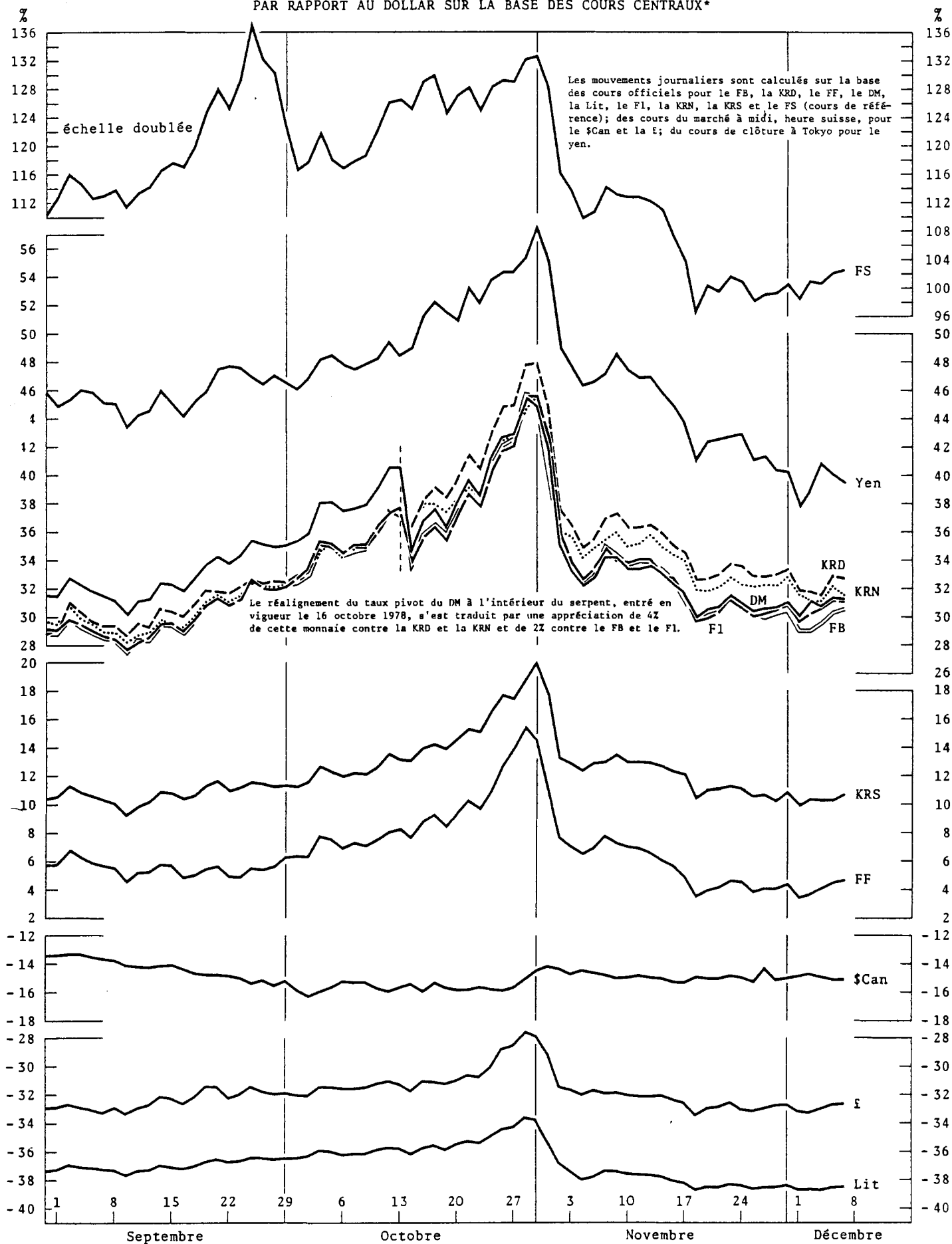
\* \* \*

In den ersten Dezembertagen war eine Korrektur der Entwicklung im November zu beobachten.

Der US-Dollar hat in der Tat an mehreren Plätzen an Boden verloren, insbesondere in Zürich (-1,4%), in Tokyo (-1,3%), wo er sich am meisten erholt hatte, und in geringerem Ausmass in Frankfurt (-0,6%). In Paris und London machte sein Rückgang weniger als 1/2% aus.

In Kopenhagen und Oslo hat sich hingegen die amerikanische Währung leicht befestigt, was letztlich ein Zusammenrücken der Währungen in der "Schlange" bewirkte.

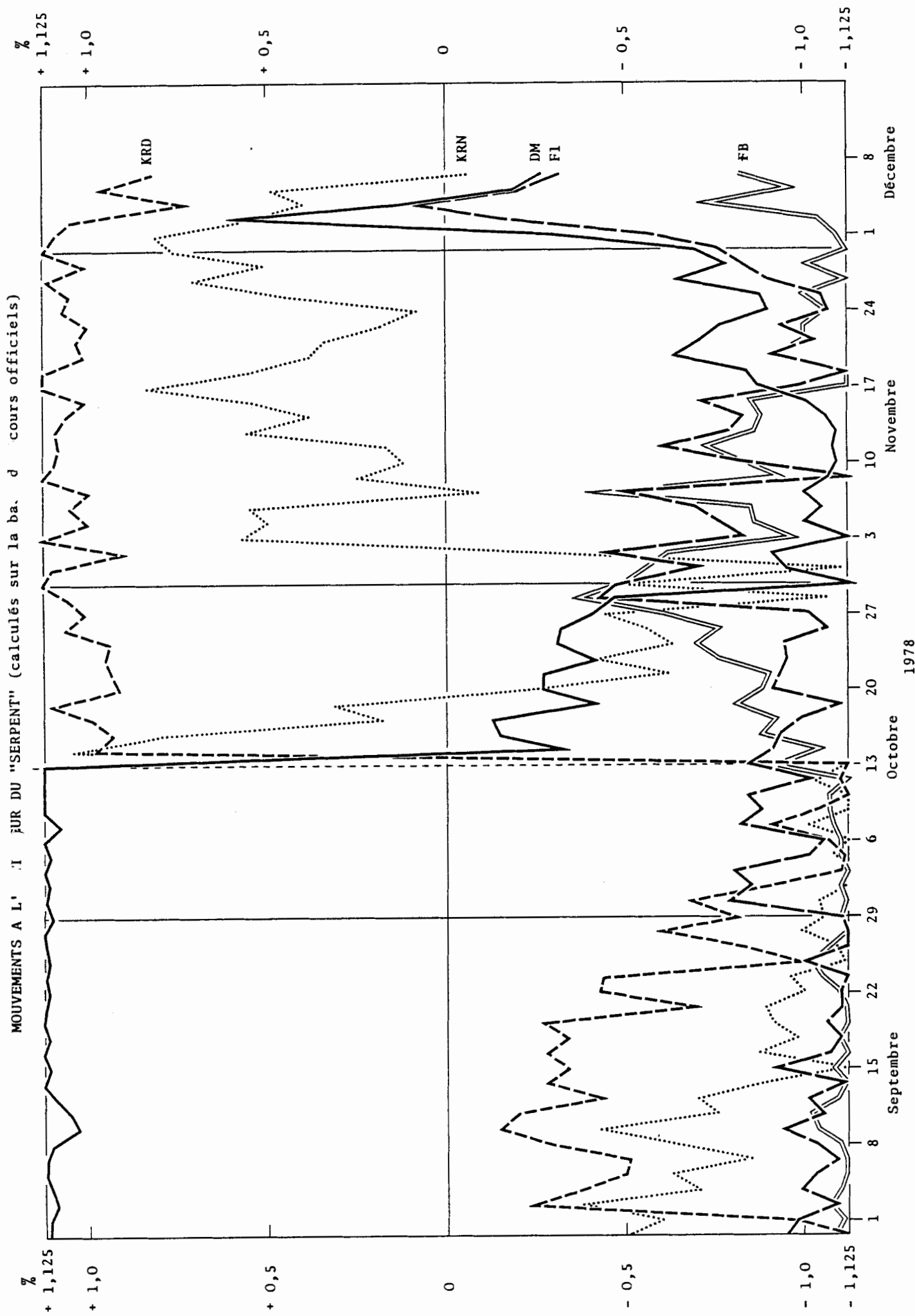
EVOLUTION DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES  
PARTICIPANT A LA CONCERTATION  
PAR RAPPORT AU DOLLAR SUR LA BASE DES COURS CENTRAUX\*



\* Effectif, 1 dollar EU = FF 4,60414.

\* Théoriques, 1 dollar EU = FB 40,3344 (39,5433 à partir du 16.10.78); KRD 7,10121; DM 2,6167 (2,51605 à partir du 16.10.78); Lit 523,35; Yen 277,20; Fl 2,78118 (2,72664 à partir du 16.10.78); KRN 6,78666; KRS 4,90; FS 3,456. £1 = \$2,8952.

Pour le dollar canadien, cours moyen d'ouverture du marché au 19 mars 1973: 1\$Can = \$EU 1,003.



Le réalignement du taux pivot du DM à l'intérieur du serpent, entré en vigueur le 16 octobre 1978, s'est traduit par une appréciation de 4% de cette monnaie contre la KRRD et la KRN et de 2% contre le FB et le F1.