

PROTOKOLL *

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

Anwesend sind: der Gouverneur der Banque Nationale de Belgique und Ausschussvorsitzende, Herr de Strycker, begleitet von den Herren Janson und Vanden Branden; der Gouverneur der Danmarks Nationalbank, Herr Hoffmeyer, begleitet von Herrn Mikkelsen; der Präsident der Deutschen Bundesbank, Herr Emminger, begleitet von den Herren Pöhl und Rieke; 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 Herrn Breen; 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, Hazenberg und de Boer; der Gouverneur der Bank of England, Herr Richardson, begleitet von den Herren McMahon und Balfour; zugegen sind ferner der Vizepräsident der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Herr Ortolí, 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.

I. Billigung des Protokolls der 123. Sitzung

Der Ausschuss billigt das Protokoll der 123. Sitzung einstimmig in der Fassung des Entwurfs, vorbehaltlich einer kleinen Aenderung betreffend die Erklärung von Gouverneur Clappier (Seite 4, 2. Absatz).

* Endgültige, in der Sitzung vom 9. Oktober 1978 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur eine geringfügige Aenderung redaktioneller Art aufweist.

II. Entwicklung auf den Devisenmärkten der Konzertationsteilnehmer in den Monaten Juli, August sowie in den ersten Septembertagen 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 diesem Protokoll beiliegenden Berichts zusammen.

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

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

III. Prüfung des Entwurfs zur Errichtung eines neuen europäischen Währungssystems (vgl. das von den Stellvertretern vorbereitete Arbeitspapier sowie den Bericht Nr. 39 der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Heyvaert)

Der Vorsitzende eröffnet die Aussprache mit dem Hinweis, dass diese Sitzung weder die Diskussion der technischen Probleme, bezüglich derer die Gouverneure eine Fülle wertvoller Unterlagen zur Verfügung haben (Arbeitspapier der Stellvertreter, Bericht Nr. 39 der "Heyvaert-Gruppe", zwei technische Ausarbeitungen von Herrn Lamfalussy und seinen Dienststellen), wiederaufnahme noch einen formellen Abkommensentwurf über das im Bremer Kommuniqué skizzierte Währungssystem erarbeite, da letztere Aufgabe zur Zuständigkeit des Ministerrats und jener der Staats- und Regierungschefs gehört. Vielmehr sei es Sache der Gouverneure, auf der Basis des Arbeitspapiers der Stellvertreter eine Reihe wichtiger Fragen zu prüfen, mit dem Ziel, ihre Ansichten - einstimmig oder nicht - in Vorbereitung der Ministerratstagung am 18. September 1978 zu äussern.

Herr Zijlstra bemerkt, dass die Finanzminister bis Ende Oktober dreimal zusammenkommen werden und es wenig wahrscheinlich ist, dass sie ab dem 18. September zu Schlussfolgerungen oder endgültigen Beschlüssen gelangen werden. Er fragt, für welche Ratstagung und in welcher Form der Vorsitzende die Ansichten der Gouverneure vorlegen möchte.

Herr de Strycker führt aus, dass er wegen der sehr geringen Zeit bis zur Ratstagung am 18. September einen mündlichen Bericht abzugeben gedenkt. Er hoffe, dass sich im Verlauf dieser Tagung einige Schlussfolgerungen ergeben werden, da es sonst kaum möglich wäre, Fortschritte bei den von dem Ausschuss der Zentralbankpräsidenten und dem Währungsausschuss fortzuführenden technischen Arbeiten zu erzielen.

Herr Emminger weist darauf hin, dass die Gouverneure eigene Sachkompetenzen auf verschiedenen einschlägigen Gebieten haben, weshalb sie sehr präzise Stellungnahmen abgeben müssten, insbesondere betreffend den Wertmassstab, die Interventionen sowie die gegenseitigen Kredite zwischen Zentralbanken.

Der Vorsitzende antwortet Herrn Emminger, dass der Bericht an die Minister sich seiner Meinung nach nicht auf eine einfache Aufzählung der Fragen beschränken sollte; er müsste vielmehr Ansichten über den gesamten sich im Zusammenhang mit dem neuen europäischen Währungssystem ergebenden Problemkreis unterbreiten.

Herr Richardson ist der Meinung, dass es im gegenwärtigen Stadium nicht möglich ist, aus den technischen Unterlagen das Wesentliche für eine Grundsatzvereinbarung zwischen den Gouverneuren herauszufiltern. Statt die Minister um die Entscheidung gewisser Fragen zu ersuchen, wäre es zweckmässiger, sie darüber in Kenntnis zu setzen, dass die Gouverneure über die anstehenden Fragen beraten und bis zur nächsten Ratstagung im Oktober eine Stellungnahme abgeben würden. Hierfür wäre es notwendig, dass sich die Gouverneure noch ein- oder zweimal im Oktober treffen.

Herr Clappier teilt die Ansicht von Herrn Richardson. Die Tagung am 18. September und die Kontakte am Rande der Jahresversammlung des Internationalen Währungsfonds sollten es ermöglichen, einen Meinungsaustausch zu führen sowie neue Elemente zutage treten zu lassen, anhand deren man zu endgültigeren Schlussfolgerungen gelangen könnte.

Die Gouverneure sollten sich darauf einstellen, sowohl Anfang Oktober als auch zwischen den beiden Ratstagungen im Oktober zusammenzutreffen.

An diese allgemeine Aussprache anschliessend, schlägt der Vorsitzende vor, die Diskussion auf drei grosse Themen zu konzentrieren: den Wertmassstab, die gegenseitigen Kredite sowie den Europäischen Währungsfonds; diese Themen werden nachstehend behandelt.

a) Der Wertmassstab und seine dreifache Funktion als:

- Grundlage des Interventionsmechanismus,
- Mittel der Berechnung der aus den Interventionen entstandenen Forderungen und Verbindlichkeiten,
- Gegenwert der Gold- und Dollareinlagen beim Europäischen Währungsfonds.

Diesbezüglich stellen sich die folgenden Fragen:

- Soll der Wertmassstab auf allen Gemeinschaftswährungen basieren oder nur auf den Währungen, die am neuen Wechselkurssystem teilnehmen?
- Sollten die Interventionsverpflichtungen auf der Grundlage eines EWE-Korbs definiert werden oder vielmehr in Nominalkursen auf der Grundlage eines Kreuzparitätensystems wie in der "Währungsschlange"?
- Soll man einem Standardkorb oder einem anpassbaren Korb den Vorzug geben?
- Soll neben dem neuen Wechselkursmechanismus ein Beibehalten der "Währungsschlange" möglich sein?

b) Die gegenseitigen Kredite

Es ist noch zu früh, die Tragweite und die Einzelheiten des durch das neue Wechselkurssystem erforderlichen gegenseitigen Kreditmechanismus zu erörtern. Bereits jetzt stellt sich jedoch die Frage:

- ob man den neuen Wechselkursmechanismus auf der Basis der gegenwärtig bestehenden Kreditvereinbarungen errichten soll oder ob man vielmehr seinen Einsatz bis zur Errichtung des neuen im Bremer Kommuniqué vorgesehenen Kreditsystems aufschieben soll, was bedeuten würde, dass das neue europäische Währungssystem möglicherweise nicht am 1. Januar 1979 in Kraft treten könnte;
- ob das neue Kreditsystem die bestehenden Vereinbarungen in sich aufnehmen soll, und wenn ja, in welchem Ausmass, oder vielmehr diese Vereinbarungen überlagern soll.

c) Der Europäische Währungsfonds

Will man innerhalb kürzester Frist einen EWE-Bestand gegen Einzahlung von Reservekomponenten schaffen, dürften die Risiken hinsichtlich der eingebrachten Aktiva in einer ersten Phase nicht vergemeinschaftlicht werden.

A. Aussprache über den Wertmassstab

Herr Zijlstra betont, dass sich die Frage der Beibehaltung der "Währungsschlange" nicht stellt, wenn man sich für die Formel des "Kreuzparitätensystems" entscheidet, denn ein solches System weise Merkmale auf, die jenen der "Währungsschlange" ähneln.

Herr Mosca erinnert daran, dass das Bremer Kommuniqué ausführt, dass die EWE der derzeitigen ERE entsprechen würde, was auf einen Korb hinausläuft, in dem alle Gemeinschaftswährungen enthalten sind.

Der Vorsitzende meint, dass man in dem Masse, wie der Wertmassstab als Berechnungsmittel für die aus den Interventionen erwachsenden Forderungen und Verbindlichkeiten und zur Feststellung der durch den Europäischen Währungsfonds geschaffenen Aktiva dient, ein Korb geschaffen werden müsste, der sämtliche Gemeinschaftswährungen miteinschliesst. Diente hingegen der Wertmassstab auch als Bezugspunkt für den Interventionsmechanismus, so sollte oder könnte eine Beschränkung auf die an diesem Mechanismus teilnehmenden Währungen erwogen werden.

Herr Zijlstra ist der Ansicht, dass die Staats- und Regierungschefs in Bremen die Schaffung eines dauerhaften und wirksamen, sämtliche Gemeinschaftswährungen umfassenden Systems beabsichtigten. Das Konzept für ein System, dem von Anfang an nur eine gewisse Anzahl der EWG-Mitgliedsländer beitreten könnten, erscheine daher ausgeschlossen, auch wenn es in einem späteren Zeitpunkt zu einem Ausscheiden oder zu Störungen kommen könnte.

Die Gouverneure müssten auch den von den Mitgliedsländern der "Währungsschlange" klar geäußerten Willen, diesen Mechanismus voll beizubehalten, in Rechnung stellen.

Herr Emminger räumt ein, dass die Vereinigung sämtlicher Währungen in einem neuen System angestrebt werden muss, dass man jedoch nicht den Fall ausschliessen kann, dass die eine oder andere Währung auf Dauer oder vorübergehend nicht an ihm teilnimmt. In einem solchen Fall und insbesondere dann, wenn es sich um wichtige Währungen handelt, würde die Orientierung der Interventionen an einem Korb, dessen Wert durch abwesende Währungen mitbestimmt würde, zu einer kuriosen und unerträglichen Situation führen. Dieses Problem, das ein Argument gegen ein auf einem Korb basierendes System sei, stelle sich nicht in einem Interventionssystem von der Art eines "Kreuzparitätensystems", wie es die Deutsche Bundesbank befürworte.

Herr Richardson ist der Meinung, dass die Staats- und Regierungschefs von dem Prinzip einer besseren Konvergenz der Volkswirtschaften der Mitgliedsländer ausgegangen sind, wie dies in Ziffer 5 der Anlage zum Bremer Kommuniqué zusammengefasst war. In diesem Sinne müsse man bei allen Schwierigkeiten ein System finden, dem alle Länder der Gemeinschaft beitreten können, anstatt bereits jetzt Möglichkeiten eines Ausscheidens ins Auge zu fassen. In der Tat würde ein Scheitern des neuen Systems zu einer Verschlechterung der jetzigen Situation führen.

Herr Baffi hält es ebenfalls für wichtig, von Anfang an eine Aufspaltung der Gemeinschaftsländer auf dem Gebiet der Wechselkursbeziehungen zu vermeiden. Zur Wahl des Korbs sei zu sagen:

- dass das Belassen einer Währung im Korb, die ausserhalb des Systems steht, die Divergenz in der Entwicklung der Wechselkurse zwischen den am System teilnehmenden Währungen und den nichtteilnehmenden Währungen mildern würde,
- dass die von Herrn Emminger erwähnten Schwierigkeiten dadurch gelöst werden könnten, dass man sich für einen anpassbaren Korb entscheidet, der jedoch sämtliche EWG-Währungen umfasst.

Herr Clappier ist wie die Herren Richardson und Baffi der Ansicht, dass Geist und Buchstabe des Bremer Kommuniqués ein System in Aussicht nehmen, das sämtliche Gemeinschaftswährungen miteinschliesst. Der Bremer Entwurf sehe im übrigen eine grundlegende Neuerung vor, nämlich die Errichtung einer europäischen Währungsinstitution innerhalb einer Uebergangszeit von zwei Jahren. Ein solches Vorhaben könne sicherlich nicht verwirklicht werden, wenn einige Länder nicht am neuen Wechselkurssystem teilnehmen.

Desgleichen sei es offensichtlich, dass die Staats- und Regierungschefs nicht an eine einfache Generalisierung des Mechanismus der "Währungsschlange" gedacht haben, als sie der EWE die Funktion eines Kernstücks des Wechselkursmechanismus für eine Stabilitätszone zuerkannten; sie hätten eindeutig ihren Wunsch für ein völlig neues System zum Ausdruck gebracht, mit anderen Worten, sie hätten eine politische Struktur im Sinn. Aus den von den Experten wie auch von Herrn Lamfalussy erstellten ausgezeichneten Dokumenten gehe nun hervor, dass ein auf der EWE basierendes System lebensfähig wäre, auch wenn es vielleicht etwas komplizierter sei als ein System, das auf Kreuzparitäten beruht. Es wäre demzufolge

wünschenswert, diese Schlussfolgerung gegenüber den Finanzministern klar zum Ausdruck zu bringen.

Herr Emminger führt aus, dass er zwar aus Gründen der Vereinfachung für Kreuzparitäten als Basis des Interventionssystems eintritt, jedoch nicht der Ansicht ist, dass das neue Währungssystem aus einer blossen Erweiterung der "Währungsschlange" bestehen müsse. Im Gegenteil müsse der Korb-EWE eine zentrale Rolle zufallen und sie müsse alle anderen Funktionen übernehmen; insbesondere könne sie als Ausgangspunkt zur Festsetzung der bilateralen Interventionspunkte, als Berechnungsmittel für die Transaktionen und als Abweichungsindikator verwendet werden, anhand dessen man zu Schlussfolgerungen hinsichtlich notwendig erscheinender Anpassungen kommen könne.

Was die Art des Korbes betrifft, so bevorzugt Herr Emminger einen Standardkorb, der periodisch zu revidieren wäre, wobei Anpassungen nicht zu häufig vorgenommen werden sollten.

Herr Baffi erklärt, dass der anpassbare Korb, ausser den bereits im Bericht der "Heyvaert-Gruppe" erwähnten Verdiensten, den Vorteil hat, dass er den schwachen Währungen eine Präsenz sichert, die ihrer wirtschaftlichen Bedeutung entspricht, und dass durch ihn eine ausschliessliche Beherrschung des Werts der EWE durch die starken Währungen vermieden wird, wie dies mittelfristig gesehen bei einem Standardkorb eintreten könnte. Ueberdies ist Herr Baffi der Meinung, wobei er einräumt, dass eine auf einem anpassbaren Korb beruhende EWE eine schwächere Währungseinheit wäre, dass man auf diese Weise leichter eine schwache Währung in dem neuen europäischen Währungssystem belassen könnte.

Herr Clappier erklärt, dass er dem Standardkorb den Vorzug gibt, der als einziger der Verbindung entspricht, die im Bremer Kommuniqué zwischen der EWE und der ERE hergestellt wurde. Mit einem anpassbaren Korb würden sich die Unterschiede zwischen diesen beiden Einheiten schrittweise vergrössern. Indessen ergebe sich eindeutig aus den verschiedenen technischen Studien und der Bemerkung von Herrn Baffi, dass ein auf einem Standardkorb beruhendes System dann unmöglich zu steuern sein wird, wenn eine einzige Währung ein Gewicht von mehr als 50% des Gesamtgewichts erreicht. Aus diesem Grunde müsste der Standardkorb von Zeit zu Zeit revidiert werden, mit dem Ziel, die optimale Lösung zwischen den beiden Extremen einer Anpassung bei jeder Aenderung der Parität einerseits und einer Anpassung nach Ablauf einer sehr langen Frist von vielleicht 10, 15 oder 20 Jahren andererseits zu finden.

Man könnte an zwei verschiedene Möglichkeiten denken: zum einen Anpassungen des Korbs mit dem Ausmass der Paritätsänderungen zu verknüpfen, andererseits eine Revision nach Ablauf einer zu vereinbarenden Zeit vorzunehmen, während der, insbesondere in der ersten Zeit, möglicherweise mehrere Paritätsänderungen stattgefunden haben. Die Vorteile jeder dieser Formeln müssten von den Experten geprüft werden.

Herr Murray würde wünschen, dass man das Mandat der Expertengruppe nicht auf diese beiden Optionen beschränkt; die Gruppe sollte nicht gehindert werden, objektiv die Kriterien zu prüfen, die eine Bestimmung der Anpassungsmassnahmen für den Korb ermöglichen würden. Darüber hinaus sollte die Frage geprüft werden, ob das Währungssystem anfangs auf dem derzeitigen Korb der ERE, bei dem seit seiner Einführung erhebliche Gewichtungsveränderungen eingetreten sind, basieren soll oder auf einem revidierten Korb.

Herr Murray räumt ein, dass man von der Annahme ausgehen muss, dass sämtliche Währungen an dem neuen Währungssystem teilnehmen werden; gleichwohl hält er es für klug, für den Fall Vorkehrungen zu treffen, dass eine Währung auf Dauer oder vorübergehend nicht daran teilnimmt. Die technischen Untersuchungen zeigen, dass durch einen anpassbaren Korb der Einfluss der abwesenden Währungen beseitigt werde, dass dessen praktische Anwendung jedoch kompliziert sein würde. Die Experten könnten deshalb detailliertere und eingehendere Studien unternehmen.

Sollte hingegen ein Standardkorb gewählt werden, so müsste das im Fall einer Nichtbeteiligung anzuwendende Verfahren präzisiert werden. Es zeige sich jedenfalls, dass für die Wahl des Korbs die Tatsache keine wesentliche Rolle spielen sollte, dass ein anpassbarer Korb - den man wählen würde, um den Einfluss der abwesenden Währungen auf den Wert des Korbs auszuschalten - nicht mehr der in den andern Bereichen der EWG verwendeten ERE entspricht.

Herr Clappier fragt Herrn Ortoli, ob es formelle Bestimmungen hinsichtlich der Revision des ERE-Korbs gibt.

Herr Ortoli erklärt, dass man sich während der Vorbereitungsarbeiten zur Schaffung dieser Einheit einstimmig für eine periodische Revision der ERE ausgesprochen, jedoch hierfür keine formellen Bestimmungen geschaffen habe.

Herr Richardson schlägt vor, dass die Kommission, parallel zu der Untersuchung der Experten über die Folgen einer Revision des Standardkorbs

für das Währungssystem, die Konsequenzen eines solchen revidierbaren Korbs für die Verwendung der ERE in den anderen EWG-Bereichen prüft.

Herr Ortoli erklärt, dass die Kommission für das System einer einzigen europäischen Rechnungseinheit eintritt, das bereits mit Ausnahme von drei Bereichen, dem Wechselkurssystem, der gemeinschaftlichen Agrarpolitik und den Zöllen, verwirklicht ist. Gleichzeitig zu den von Herrn Clappier angeregten Arbeiten müsste eine eingehende Studie über die Folgen einer periodischen Revision des Korbs der ERE für die Bereiche angestellt werden, in der diese bereits verwendet und in denen ihre Verwendung geplant ist. Eine Revision des ERE-Korbs in gewissem Umfang erscheine jedenfalls unvermeidlich.

Herr Lamfalussy bemerkt, dass die Gouverneure sich darin einig zu sein scheinen, dass sämtliche EWG-Währungen von Anfang an am System teilnehmen sollten, dabei jedoch realistischerweise Fälle eines zeitweiligen Ausscheidens nicht ausschliessen. Um zu vermeiden, dass auf diese Beurlaubung zu häufig zurückgegriffen wird, sollte man die Möglichkeit vorsehen, die Leitkurse ohne allzu grosse Schwierigkeiten zu ändern, ohne jedoch direkt hierzu zu ermutigen. Der technische Vorteil eines anpassbaren oder revidierbaren Korbs liege darin, dass er zwei Bestrebungen entgegenkomme: bei Beurlaubung einer Währung wäre das System nicht blockiert, und die Aenderung von Leitkursen würde nicht wie beim Standardkorb "perverse" Auswirkungen auf die Forderungen und Verbindlichkeiten der Teilnehmerländer haben.

Sofern eines der Ziele der Revision des Korbs darin besteht, Aenderungen der Leitkurse zu ermöglichen, könnte es von Interesse sein, diese Revisionen nicht dem Ermessen der Mitgliedstaaten zu überlassen (was zu langen und schwierigen Diskussionen führen könnte), sondern vielmehr im voraus gewisse objektive Kriterien vorzusehen, die, ohne vollkommen automatisch zu sein, Komplikationen vermeiden helfen würden.

Herr Ortoli betont, dass das europäische Währungssystem so geschaffen sein muss, dass alle EWG-Währungen daran teilnehmen und dort bleiben. Es sei daher notwendig, dass die einzelnen Bestandteile des Systems so gefasst sind, dass ein befristetes oder endgültiges Ausscheiden vermieden wird, dass die Koordinierung der Wirtschaftspolitik sich verstärkt und dass die Orientierung der Geldpolitik mit den Erfordernissen des Systems übereinstimmt. Das Funktionieren des Systems erfordere auch Reflektionen über die nachstehenden Fragen:

- Die Anpassungslast dürfte nicht einem einzigen Land auferlegt werden, und das System dürfte weder ein Land dazu verpflichten, eine inflationistische Politik zu betreiben noch ein Land mit harter Währung und strukturellen Zahlungsbilanzschwierigkeiten dazu nötigen, eine schädliche deflationäre Politik zu verfolgen.
- Die Aenderung der Leitkurse muss für beide Richtungen gelten; indessen kann sie dann kein Heilmittel sein, wenn die Spannungen im System von äusseren Faktoren herrühren, z.B. einem Abwärtsdruck auf den Dollar, der die als am stärksten eingeschätzten Währungen beeinflusst. Andererseits ist zu befürchten, dass man durch eine zu formelle Gestaltung der "Beurlaubung" Gefahr läuft, den Rückgriff auf die Aenderung der Leitkurse auf Extremfälle zu beschränken.

Der Vorsitzende schliesst aus dem Gesagten, dass der Ausschuss ziemlich allgemein den revidierbaren Korbs zu bevorzugen scheint, vorbehaltlich der von den Experten über die Revisionsbedingungen vorzunehmenden Arbeiten; demgegenüber scheine kein Gouverneur für einen Standardkorb oder einen bei jeder Aenderung von Leitkursen automatisch anpassbaren Korb einzutreten.

Herr Richardson behält sich seine Position für das Konzept eines anpassbaren Korbs so lange vor, als er keine Kenntnis von den Ergebnissen der Arbeiten der Experten hat.

Auch Herr Murray ist der Ansicht, dass es verfrüht wäre, eine Entscheidung über die Art und die Verwendung des Korbs zu treffen. Er erinnert daran, dass unabhängig davon, welche Art von Korb - Standard- oder anpassbarer Korb - letztlich beschlossen wird, eine Asymmetrie hinsichtlich der Interventionsverpflichtungen nach Massgabe des Gewichts der Währungen bestehe und dass bei der betreffenden Wahl daher mögliche Lösungen für diese Asymmetrie, die sich auf jene Währungen auswirke, deren Gewichtung unter dem Durchschnitt liege, berücksichtigt werden sollten.

Herr Zijlstra unterstreicht, dass die Verwendung eines Währungskorbs als Grundlage des Interventionssystems nicht nur die von Herrn Murray angesprochenen Probleme aufwerfe, sondern auch eine Reihe anderer Fragen, insbesondere das grundsätzliche Problem des "unfreiwilligen Schuldners", das für einige Länder ausschlaggebend sein kann dafür, ob sie sich für einen Korb als Basis des Interventionssystems entscheiden sollen oder nicht.

Der Vorsitzende stellt fest, dass keine Einstimmigkeit über die Verwendung der EWE im Interventionssystem zu erzielen ist. Diese Frage muss für die Oktobersitzung vorbehalten werden. Hingegen wird die EWE einstimmig für die übrigen Bereiche des Währungssystems akzeptiert, wobei sich in diesem Zusammenhang eine vorläufige Orientierung zugunsten eines revidierbaren Korbs vorbehaltlich der Ergebnisse der von der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Heyvaert zu unternehmenden Arbeiten abzeichnet.

Herr Emminger weist darauf hin, dass nicht nur das Problem des "unfreiwilligen Schuldners" besteht, sondern auch jenes des "unfreiwilligen Gläubigers"; er wüsche, dass die Experten bei der Abfassung ihres Berichts dies in Rechnung stellen.

Bezüglich der Koexistenz der "Währungsschlange" mit dem neuen System bemerkt der Vorsitzende, dass kein Gouverneur sich gegen die Vorstellung einer zumindest anfänglichen Beibehaltung der "Währungsschlange" und der Gewährleistung einer friedlichen Koexistenz zwischen den beiden Systemen ausgesprochen hat. Er beabsichtigt demnach, den Finanzministern wie folgt Bericht zu erstatten:

- a) Die Gouverneure sind der Ansicht, dass der als Wertmassstab dienende Korb sämtliche Währungen umfassen muss.
- b) Die Gouverneure sind mehrheitlich der Auffassung, dass dieser Wertmassstab aus einem revidierbaren Korb bestehen soll, und zwar unter Voraussetzungen, die von den Experten geprüft und mit denen sich die Gouverneure während ihrer nächsten Aussprachen beschäftigen werden. Der Begriffsinhalt der Revision sollte zwischen den beiden Extremen liegen, nämlich einer völligen Unveränderbarkeit des gegenwärtigen Standardkorbs und der vollständigen Mobilität des anpassbaren Korbs (Anpassung bei jeder Änderung von Leitkursen).
- c) Nach Ansicht einiger Gouverneure sollte die EWE vom Typ des revidierbaren Korbs die Aufgabe des Wertmassstabs in den drei nachstehenden Hauptbereichen wahrnehmen:
 - dem Interventionssystem,
 - den gegenseitigen Kreditvereinbarungen,
 - dem Europäischen Währungsfonds.

Andere Gouverneure sind indessen der Ansicht, dass der Interventionsmechanismus auf einem "Kreuzparitätensystem" beruhen sollte.

- d) Die Gouverneure meinen, dass das neue System es den Mitgliedern der "Währungsschlange" ermöglichen sollte, unter sich die spezifischen Verpflichtungen dieses Wechselkurssystems beizubehalten.

Herr Emminger regt an zu sagen, dass der EWE-Wertmassstab ausserdem als Indikator der Abweichung der Währungen dienen könnte, der eine Bewertung der zu ergreifenden Anpassungsmassnahmen ermöglicht; diese Funktion sei von grosser Bedeutung im Zusammenhang mit der Koordinierung der Wirtschafts- und Geldpolitik, wie dies Herr Ortoli soeben deutlich gemacht habe.

Der Vorsitzende erklärt sich bereit, in seinem mündlichen Bericht an die Minister diese letzteren Ausführungen zu berücksichtigen. Auf Ersuchen von Herrn Richardson erklärt er, dass er den Gouverneuren vor der Ratstagung am 18. September den Text seines mündlichen Berichts informationshalber zugänglich machen wird.

B. Aussprache über die Fragen betreffend die gegenseitigen Kredite

Herr Ortoli hält es für notwendig, bereits zu Beginn des neuen europäischen Wechselkurssystems die bestehenden Vereinbarungen in einen neuen Kreditmechanismus zu integrieren. Ersteres wäre um so überzeugender und lebensfähiger, wenn seine Robustheit und Neuheit bestätigt werden. Ueberdies würde dieses Kreditsystem bis zu einem gewissen Ausmass die zukünftige Rolle des Europäischen Währungsfonds vorzeichnen, und es sei daran gelegen zu zeigen, dass man eine starke Institution in Aussicht nehme.

Herr Clappier erklärt, dass er für die Auffassung von Herrn Ortoli Verständnis habe. Er befürchte jedoch, dass ein solches Vorgehen das Inkrafttreten des neuen Währungssystems erheblich verzögern könnte. Wenn dessen Lebensfähigkeit auf der Verfügbarkeit umfassenderer und längerfristiger Kredite beruhe, so könne seine Errichtung nicht zu dem vorgesehenen Zeitpunkt stattfinden, da man insbesondere in den Parlamenten die notwendige Zeit brauche, um die neuen Kreditmechanismen zu entwickeln.

Herr Baffi erinnert daran, dass die Experten und die Stellvertreter eine vorläufige Anpassung der bestehenden Kreditvereinbarungen angeregt haben, um die sofortige Errichtung des neuen Währungssystems zu ermöglichen. Sollte eine solche provisorische Lösung nicht möglich sein, so müsste man sich mit dem Gedanken vertraut machen, dass das gesamte System nur verzögert in Kraft treten könne. In der Tat wäre es insbesondere im Fall der schwachen Währungen gefährlich, an einem Wechselkursmechanismus teilzunehmen, ohne über ein ausreichendes Kreditvolumen zur Abschreckung der Spekulation verfügen zu können.

Der Vorsitzende hat den Eindruck, dass die Mehrheit der Gouverneure es nicht für möglich hält den neuen Wechselkursmechanismus ohne neue und bedeutende Kreditvereinbarungen in Gang zu setzen. Angesichts der notwendigen Fristen zur Ausarbeitung derartiger Vereinbarungen könne man kaum den 1. Januar 1979 als Termin für das Inkrafttreten des Währungssystems in Aussicht nehmen.

Herr Ortoli schliesst die Möglichkeit der Errichtung eines vorläufigen Kreditsystems, das den Erfordernissen des geplanten Wechselkursmechanismus entspricht, nicht aus; diese Frage bedürfe freilich eingehenderer Studien.

Herr Clappier ist ebenfalls der Meinung, dass es unvorsichtig wäre, ein wie auch immer geartetes Interventionssystem ohne eine ausreichende Kreditgrundlage zu errichten. Er frage sich indessen, ob man nicht die Lösung wählen könnte, die im Währungsausschuss Erwähnung fand und die darin besteht, die im Bremer Kommuniqué anvisierte Zahl von 25 Mrd. EWE als kurz- und mittelfristig verfügbar anzusehen, wobei unterstellt wird, dass die zur Verfügung stehenden mittelfristigen Kredite nicht über den im gegenwärtig bestehenden mittelfristigen finanziellen Beistand vorgesehenen Beträgen liegen würden. Diese Lösung könnte rasch durch eine Vereinbarung zwischen den Zentralbanken verwirklicht werden, ohne dass es parlamentarischer Verfahren bedürfe, und durch sie könnte das System so zeitig wie vorgesehen in Gang gesetzt werden. Andererseits würde man auf diese Weise über eine Kreditfazilität verfügen, deren Volumen ausreichen würde, um Eindruck auf die Devisenmärkte zu machen, wobei die Zentralbanken sie flexibel handhaben könnte. In einem späteren Stadium könnten die auf den mittelfristigen Beistand angewandten betragsmässigen Beschränkungen gemäss den Verfahren der einzelstaatlichen Gesetzgebungen aufgehoben werden.

Herr Janson glaubt, dass die von Herrn Clappier vorgeschlagene Lösung ein rascheres Fortschreiten ermögliche, da die Zentralbanken die Verantwortung tragen für die Kredite, die sie sich gegenseitig sehr kurzfristig und kurzfristig einräumen.

Herr Zijlstra verweist darauf, dass die Beträge dieser Kredite zwar erhöht werden können, ihre Dauer aber durch bestimmte gesetzliche Bestimmungen, an die die Banken gebunden sind, geregelt sind und es zweifelhaft sei, ob diese verlängert werden kann.

Der Vorsitzende meint, dass Herr Clappier nicht unbedingt eine Verlängerung der Dauer der Kredite zwischen Zentralbanken anregt;

vielmehr denke er an eine Erweiterung des kurzfristigen Kreditvolumens, an das sich mittelfristige Kredite nur in Höhe der gegenwärtig im finanziellen Beistand bestehenden Bereitschaftsplafonds anschliessen könnten. Diese Plafonds würden zum späteren Zeitpunkt durch die notwendigen parlamentarischen Verfahren erhöht werden.

Herr Ortoli zöge es vor, wenn man die sachlichen Probleme besprechen würde, die sich hinsichtlich des Kreditsystems stellen:

- die Einheit des Systems,
- die unterschiedslose Verwendung des kurz- und des mittelfristigen Plafonds,
- eine eventuelle Verlängerung der sehr kurz- und der kurzfristigen Kreditdauer,
- das Gesamtvolumen der Kreditfazilitäten.

Zunächst müsste man zu Schlussfolgerungen über die grundsätzlichen Fragen gelangen. Daraufhin wären die rechtlichen Aspekte einer Ausweitung des Volumens und der Dauer der kurz- und mittelfristigen Kredite zu prüfen, um herauszufinden, inwieweit Zwischenlösungen entwickelt werden müssen, die es gestatten, den neuen Wechselkursmechanismus zu dem vorgesehenen Zeitpunkt in Gang zu setzen.

Herr Emminger erklärt, dass er nicht in der Lage ist, eine Aussage über das Volumen der Kreditfazilitäten zu machen noch sich zu den von Herrn Clappier gemachten Vorschlägen zu äussern, solange die charakteristischen Merkmale des neuen Währungssystems in seiner Gesamtheit nicht eindeutig feststehen. Es sind diese Merkmale, anhand deren der Zentralbankrat der Deutschen Bundesbank das Volumen der als notwendig und gerechtfertigt angesehenen Kredite beurteilen wird. Der Betrag von 25 Mrd. sei im Augenblick lediglich ein Denkmodell.

Der Vorsitzende stellt dem Ausschuss die Frage, ob er jetzt über den Umfang und die Art der von ihm als notwendig erachteten Kredite entscheiden will oder diese Frage auf eine spätere Sitzung vertagt werden muss.

Herr Clappier hält den Kreditmechanismus für einen der typischen Merkmale des neuen Währungssystems, zu dem die Gouverneure eine umfassende Stellungnahme abzugeben haben. Notwendig sei insbesondere, zu einer Entscheidung über das Volumen und die Dauer der notwendigen kurzfristigen Kredite zu gelangen, wobei klar sei, dass bestimmte, direkt die Regierungen betreffende Fragen, innerhalb des Währungsausschusses geprüft werden müssten.

Herr Richardson teilt weitgehend die Ansicht von Herrn Clappier und meint, dass die Gouverneure erklären könnten,

- dass der Europäische Währungsfonds insbesondere aus rechtlichen Gründen nicht bereits am Anfang eingerichtet werden könnte,
- dass die bestehenden Kreditvereinbarungen als Grundlage des geplanten Interventionssystems nicht als ausreichend erscheinen und daher anzupassen sind; die Gouverneure müssten zu dieser Frage ihre Ansicht unterbreiten und unter anderem auf die Minister dahingehend einwirken, dass diese ihre Ansichten zu dem mittelfristigen Komplex, der die kurzfristigen Krediten blöst, äussern; in der Tat würde das europäische Währungssystem ohne eine solche Anschlussfinanzierung viel von seiner Dynamik und Lebensfähigkeit einbüßen.

Herr Zijlstra erklärt, dass Umfang und Struktur der Kredite sowie die Vergabebedingungen dadurch bestimmt werden, mit welcher Rolle und Befugnis man den Europäischen Währungsfonds ausstatten wolle. Ohne eine Erörterung des letztgenannten Aspekts sei eine Stellungnahme nicht möglich, und man müsste den Finanzministern mitteilen, dass die Gouverneure erst im Oktober ihre Stellungnahme abgeben werden.

Der Vorsitzende stellt den Gouverneuren die Frage, ob der Ausschuss die folgenden Schlussfolgerungen annehmen kann:

- Der neue Wechselkursmechanismus bedarf einer gegenüber den bestehenden Fazilitäten spürbaren Erhöhung der Kredite.
- Hingegen kann der Europäische Währungsfonds nicht innerhalb kurzer Zeit geschaffen werden, d.h. mit der Errichtung des neuen Wechselkursmechanismus.
- Daraus folgt, dass das Währungssystem in einer Uebergangsperiode auf der Basis erweiterter Kreditvereinbarungen funktionieren müsste, deren Eingliederung in den Fonds später erfolgen würde, wenn diese Institution errichtet und mit der Verwaltung und Gewährung der gegenseitigen Kredite beauftragt ist.
- Struktur, Umfang und Dauer der für das Funktionieren des Europäischen Währungssystems notwendigen Kredite werden Gegenstand einer Prüfung seitens der Gouverneure auf ihrer Oktobersitzung sein, die anschließend dem Rat ihre Stellungnahme unterbreiten werden.

Herr Zijlstra erklärt sich mit dieser Darlegung unter der Voraussetzung einverstanden, dass die Zahl von 25 Mrd. US-Dollar nicht implizit in diesen Schlussfolgerungen enthalten ist.

Der Vorsitzende stellt das Einverständnis der übrigen Ausschussmitglieder fest und schliesst die Aussprache über das Kreditsystem.

C. Diskussion über den Europäischen Währungsfonds

Der Vorsitzende weist darauf hin, dass die Schaffung eines Anfangsbestands an EWE gegen Einbringung von Reserven nicht nur eine Reihe technischer Probleme aufwirft, sondern auch die Frage der Vergemeinschaftlichung der Risiken. Angesichts der grossen Tragweite dieser Frage sowohl im politischen Bereich als auch für den Besitzstand der Zentralbanken dürfte es schwierig sein, hier eine rasche Uebereinkunft und damit Reservebeiträge an den Fonds, die von Beginn an zu einer Vergemeinschaftlichung der Risiken führen, ins Auge zu fassen. Soll die Aufmerksamkeit der Minister auf diesen Aspekt gelenkt werden?

Herr Jaans ist der Auffassung, dass man deutlich machen muss, dass das Problem der Vergemeinschaftlichung der Risiken eng mit dem Grad der Konvergenz der Wirtschaftspolitik der Mitgliedsländer verbunden ist; die derzeitige Situation auf diesem Gebiet schliesse eine solche Vergemeinschaftlichung fürs erste aus.

Herr Ortoli hält die Vergemeinschaftlichung der Risiken nicht für das Hauptproblem bei der Errichtung des Europäischen Währungsfonds; die wesentliche Frage ist vielmehr, welchen Handlungs- und Verwaltungsspielraum der Europäische Währungsfonds gegenüber den reserveeinbringenden Ländern haben wird, und insbesondere, ob der Fonds über einen Buchführungsagenten hinausgehende Aufgaben erfüllen wird.

Nach dem Verständnis von Herrn Clappier nehmen die Reservenbeiträge am Ende der Uebergangsphase, also zum Zeitpunkt der Errichtung des Europäischen Währungsfonds, die Form von Uebertragungen an, was die Vergemeinschaftlichung der Risiken beinhaltet, während man sich in der Interimsphase der Technik der Hinterlegung oder des Swap bedient, wobei das Wechselkursrisiko bei den Zentralbanken bleibt. Wenn man diesem Konzept folgt, löst sich das Problem der Vergemeinschaftlichung der Risiken automatisch an dem Tag, an dem es sich stellt.

Der Vorsitzende entnimmt den Ausführungen von Herrn Clappier, dass eine Vergemeinschaftlichung der Risiken erst für das Endstadium ins Auge zu fassen sei und eine Beschlussfassung über die Voraussetzungen erst dann ansteht, wenn von der Anfangsperiode in das Endstadium eingetreten wird.

Herr Clappier erläutert, dass der Uebergang in das Endstadium ein qualitativer Sprung in einen völlig neuen institutionellen Mechanismus sein werde, dessen Arbeitsweise noch genau festgelegt werden muss. Es müssten daher so schnell wie möglich - etwa innerhalb des Währungsausschusses und auf der Grundlage von Vorschlägen der Kommission - eingehende Studien zu diesem Thema durchgeführt werden, um den Staats- und Regierungschefs ein klares Bild zu geben über die Perspektiven der endgültigen Regelung der vorläufigen Vereinbarungen, über die sie auf der Sitzung des Europäischen Rats im Dezember zu entscheiden haben werden.

Herr Ortoli führt aus, dass die Vergemeinschaftlichung der Risiken im wesentlichen ein Problem des Besitzstandes ist, das die Zentralbanken betrifft; sie hat keine grundlegende Bedeutung in der ersten Phase des neuen Systems. Anders stelle sich das Problem dar, wenn die Entscheidung über eine Uebertragung von Eigentum an den Fonds ansteht. Man könne sich imübrigen fragen, ob der Fonds nicht direkt einen Teil der Interventionslast in den Fällen übernehmen könne, wo diese Last für einige Länder als zu schwer erscheine.

Der Vorsitzende schliesst mit der Bemerkung, dass demnach zwei Betriebsphasen in Aussicht genommen werden können. In einem Vorstadium werden die Beiträge die Form von Depots oder Swaps haben, mit denen jede Zentralbank die Verantwortlichkeit hinsichtlich der im Fonds eingebrachten Reserveaktiva behält, während die Risiken im Endstadium vergemeinschaftlicht sein werden. Die Zentralbanken hielten diese Frage der Vergemeinschaftlichung der Risiken aus Gründen dieses Besitzstand-Aspektes für wichtig, räumten jedoch ein, dass jene nicht wesentlich sei im Vergleich zu den Fragen der Rolle und der Funktion des Europäischen Währungsfonds im Zusammenhang mit der Gewährung von Krediten und der Koordinierung der Wirtschafts- und Währungspolitik.

Herr Emminger erklärt, dass er ebenfalls an ein Verfahren in zwei Stufen denkt. Es wäre indessen nicht ratsam, bereits jetzt die späteren Entscheidungen über den Inhalt der zweiten Phase vorwegzunehmen. Eine endgültige Uebertragung von Reservekomponenten an den Fonds in der zweiten Phase ist sicherlich wahrscheinlich, aber noch nicht sicher; für den Augenblick müsse man sich eher an das Bremer Kommuniqué halten, das nur von einem Anfangsbestand an EWE durch Hinterlegung von Reserveelementen spricht.

Der Vorsitzende schliesst die Aussprache, indem er bekräftigt, dass der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten die Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Heyvaert auffordert, für die nächste Sitzung einen Bericht vorzulegen über:

1. Die Fragen betreffend den revidierbaren Korb (Begriff des revidierbaren Korbs sowie die verschiedenen Möglichkeiten der Revision der Gewichtung der im Korb enthaltenen Währungen).
2. Die Frage der Wahl des Wertmassstabs für das Interventionssystem (Korb- oder Kreuzparitäten).
3. Die Probleme im Zusammenhang mit dem Umfang, der Dauer und der Struktur der gegenseitigen Kredite, die für das Funktionieren des neuen Währungssystems als notwendig angesehen werden.

IV. Analyse der 112. Folge der Arbeitsdokumente

Wegen der sehr gedrängten Tagesordnung wurde auf diese Analyse verzichtet.

V. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

1. Einstellung von Staatsangehörigen anderer Mitgliedsländer der Europäischen Gemeinschaften durch die Zentralbanken

Herr Janson erklärt, dass die Stellvertreter empfehlen, dass jede Zentralbank eine kurze Ausarbeitung über die von ihr verfolgte Praxis im Bereich der Einstellung von Staatsangehörigen der EWG-Länder erstellt. Auf der Grundlage dieser dem Sekretariat zuzuleitenden Ausarbeitungen müsste der Ausschuss die Frage auf einer seiner nächsten Sitzungen wieder aufnehmen.

Der Ausschuss erklärt sein Einverständnis zu diesem Vorschlag.

2. Die amerikanische Gesetzgebung betreffend die in den Vereinigten Staaten ansässigen Auslandsbanken

Der Ausschuss verabschiedet den Entwurf der von Herrn Kirbyshire vorbereiteten Antwort auf den Brief, den der Vorsitzende Miller am 22. August 1978 an Gouverneur de Strycker gerichtet hat, um die Gouverneure der EWG-Zentralbanken über die Verabschiedung des "International Banking

Act of 1978" durch die beiden Kammern des amerikanischen Kongresses zu informieren. Der Ausschussvorsitzende wird diesen Brief dem Vorsitzenden Miller übermitteln.

3. Jahresversammlung des IWF

Der Vorsitzende stellt fest, dass keiner der Gouverneure in Vorbereitung auf diese Versammlung eine Frage aufzuwerfen wünscht.

4. Zeitplan für die Arbeit der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Bastiaanse

Herr Janson bemerkt, dass die Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Bastiaanse im Oktober zusammentreffen müsste, um einen neuen Bericht für die Gouverneure zu erstellen. Es stelle sich demnach die Frage, ob man die Prüfung dieses Berichts für die Novembersitzung vorsehen müsse oder ob es angemessener wäre, dies auf einen späteren Zeitpunkt zu verschieben.

Der Vorsitzende stellt fest, dass der Ausschuss einverstanden damit ist, dass diese Prüfung auf die Tagesordnung der Novembersitzung gesetzt wird, und fordert daher die Expertengruppe auf, ihren Bericht vor dieser Sitzung vorzulegen.

VI. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Die nächste Sitzung findet am Montag, den 9. Oktober 1978 um 10.30 Uhr am Sitz der Belgischen Nationalbank in Brüssel statt.

12. September 1978

Ausschuss der Präsidenten
der Zentralbanken der Mitgliedstaaten
der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft

VertraulichUebersetzung

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

JULI UND AUGUST 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 Juli und August sowie in den ersten Septembertagen 1978.

I. Entwicklung der Wechselkurse

Die Ereignisse am Devisenmarkt im Juli und August waren von dem beschleunigten Kursrückgang des US-Dollars geprägt. Hierbei trug die relativ geringe Markttätigkeit während der Sommerferien zu einer Verstärkung der Kursschwankungen bei, obwohl die Zentralbanken umfangreiche Interventionen tätigten.

Die Gipfeltreffen in Bremen und Bonn fanden zu Beginn des Berichtszeitraums statt. Die Reaktion auf diese Treffen war zunächst wenig eindeutig, da sich der Markt noch nicht über ihre Folgen klar war. Danach schlug die Stimmung erneut stark zuungunsten des Dollars um. Obwohl die am Bonner Gipfeltreffen teilnehmenden Länder konkrete wirtschaftliche Verpflichtungen eingegangen waren, zeigte sich der Markt darüber enttäuscht, dass keine neuen und sofortigen Massnahmen zur Förderung einer Stabilisierung der Wechselkurse bekanntgegeben wurden.

Der nachfolgende Kursrückgang des Dollars schlug sich insbesondere in einer starken Aufwärtsbewegung des japanischen Yen und des Schweizer Frankens nieder. Die Yen-Käufe verstärkten sich nach der Veröffentlichung der japanischen Aussenhandelszahlen für Juni, die eine starke Zunahme des Gesamtüberschusses auswiesen. Trotz umfangreicher Interventionen der

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

Bank von Japan unterschritt der Yen bis zum 24. Juli rasch die Marke von 200 Yen; auch der Schweizer Franken erreichte gegenüber dem Dollar Höchstkurse. Das Interesse für ihn verstärkte sich noch etwas infolge eines vorübergehenden leichten Anstiegs der schweizerischen Geldmarktsätze gegenüber dem sehr niedrige Niveau zuvor. Andere europäische Währungen - wenn auch weniger spektakulär - befestigen sich ebenfalls erheblich gegenüber dem Dollar. Die Märkte waren auch durch Gerüchte verunsichert, dass die OPEC-Staaten eine spürbare Anhebung der Erdölpreise planten und die Preise, statt auf Dollarbasis, in Beziehung zu einem Währungskorb setzen wollten.

Gegen Ende Juli verlangsamte der Dollar seine Abwärtsbewegung gegenüber den anderen wichtigen Währungen ausser dem Yen. Er wurde vorübergehend durch die Nachricht gestützt, dass das amerikanische Handelsdefizit von Juni mit \$ 1,6 Mrd. das niedrigste seit über einem Jahr war. Da jedoch etwa \$ 1 Mrd. des gesamten Defizits gegenüber Japan bestanden, wurde die Aufwärtsbewegung des Yen von der relativen Stabilität des Dollars gegenüber den anderen Währungen wenig berührt.

Der Mittelzufluss in Yen und Schweizer Franken verlangsamte sich in den ersten Augusttagen ein wenig. Im weiteren Verlauf des Monats richtete sich das Kaufinteresse verstärkt auf die Deutsche Mark, die zwar an den zuvor generell verzeichneten Bewertungsgewinnen gegenüber dem Dollar beteiligt, jedoch nicht so spektakulär wie der Yen und der Schweizer Franken gestiegen war. Der Grund hierfür lag im wesentlichen in der Befürchtung des Marktes über mögliche inflationäre Auswirkungen der von deutscher Seite nach dem Bonner Gipfeltreffen bekanntgegebenen wirtschaftspolitischen Massnahmen. Mit Schwächerwerden dieser Besorgnis, und nach der Veröffentlichung äusserst günstiger Zahlen über die Grosshandels- und Verbraucherpreise, verstärkten sich die Zuflüsse in die D-Mark. Am 15. August verzeichnete der Dollar neue historische Tiefststände.

Wenn auch die Nervosität über die Verfassung des Dollars keineswegs völlig geschwunden war, befestigte sich jener etwas, als bekannt wurde, dass Präsident Carter eine dringliche Prüfung der mit der Dollarschwäche zusammenhängenden Probleme veranlasst hatte. Auf diese Nachricht folgten in kurzen Abständen verschiedene Massnahmen zur Stützung der amerikanischen Währung:

- Der Federal Reserve Board erhöhte den Diskontsatz und den Satz für Federal funds und senkte die Reservesätze auf die Geldaufnahmen der Banken über ihre ausländischen Filialen,

- Das amerikanische Schatzamt gab bekannt, dass die Menge des jeden Monat offiziell versteigerten Goldes beträchtlich erhöht würde,
- Es wurde bestätigt, dass Ziehungen auf den IWF erwogen würden, wenn sich dies für die Stützung des Dollars als notwendig erweisen sollte,
- Die Regierung intensivierte ihre Bemühungen um einen Kompromiss in der Energiefrage und um eine Verringerung des US-Haushaltsdefizits.

Die Erholung des Dollars war freilich nur von kurzer Dauer. Die am 29. August veröffentlichten US-Aussenhandelszahlen für Juli wiesen einen Fehlbetrag in Höhe von \$ 2,99 Mrd. aus, womit sie um fast das Doppelte über den Junizahlen lagen und das viertgrösste jemals verzeichnete Defizit darstellten. Die Entwicklung des Dollars war demnach in den letzten Augusttagen wieder abwärts gerichtet, wenn dieser auch erheblich über den Mitte des Monats verzeichneten Rekordtiefs blieb.

Für den gesamten Zweimonatszeitraum belief sich der Wertverlust des Dollars schliesslich auf 11,5% in Zürich, 7,1% in Tokyo, 4,25% in Frankfurt und 4,25% in London.

Die vorab beschriebenen grossen Schwankungen auf den Märkten führten zu Spannungen innerhalb des Währungsverbundes. Während der gesamten zwei Monate nahm die D-Mark die stärkste Position ein. Anfang Juli waren die dänische und die norwegische Krone nicht weit von ihr entfernt, während der holländische Gulden die Mittelposition einnahm. Der belgische Franken befand sich in unterster Position, wobei umfangreiche D-Mark-Verkäufe für seine Stützung erforderlich waren. Im Verlauf mehrerer Wochen bewegten sich dann die drei mittleren Währungen zur unteren Hälfte des Bandes hin. Ab Mitt August befanden sie sich am unteren Ende gemeinsam mit dem belgischen Franken, wobei sowohl der Franken als auch die dänische Krone an ihrem unteren Interventionspunkt gegenüber der D-Mark gestützt werden mussten.

Die Kursentwicklung des Pfund Sterlings gegenüber dem Dollar folgte ziemlich parallel dem Kursverlauf der übrigen Währungen. Von US\$ 1,8602 Ende Juni stieg es auf einen Höchststand von US\$ 2,0030 am 15. August. Bis zum Ende dieses Monats war es dann wieder auf einen Stand von US\$ 1,9425 zurückgefallen. Gegenüber den anderen wichtigen Währungen, mit Ausnahme des Schweizer Frankens und des japanischen Yen, stieg das Pfund leicht an.

Der Index seines effektiven Wechselkurses stieg von 61,5 auf 62,4 (Dezember 1971 = 100).

Der französische Franken war im Juli sehr fest, was nicht nur auf die Dollarschwäche zurückzuführen war, sondern auch mit Plänen in Zusammenhang stand, die französische Währung an den in Bremen vorgeschlagenen neuen Währungsblock anzukoppeln. Die Bank von Frankreich nahm erhebliche Interventionskäufe von Dollar vor. Im August war die Aufwärtsbewegung des Frankens weniger stark ausgeprägt, doch verzeichnete dieser schliesslich am Ende des Zeitraums einen Bewertungsgewinn von 3,4% gegenüber dem Dollar.

Der Schweizer Franken war die Währung mit dem grössten Kursanstieg im Berichtszeitraum. Gegenüber dem Dollar stieg er von SF 1,8545 je Dollar Ende Juni auf einen Höchststand von 1,5460 Mitte August. Am Ende der Periode lag er bei 1,64, was einer Aufwertung von 13% in zwei Monaten entspricht. Auch gegenüber anderen festen Währungen verzeichnete er erhebliche Kursgewinne; so stieg er gegenüber der D-Mark um 8,2% und gegenüber dem Yen um 4,8% an.

Die italienische Lira schloss sich der allgemeinen Aufwärtsbewegung an und verzeichnete für die beiden Monate eine Höherbewertung um 2,3% gegenüber dem Dollar. Allerdings wurde sie von der starken Aufwärtsbewegung des Yen, des Schweizer Frankens und der Verbundwährungen in Mitleidenschaft gezogen. Andererseits trat die Bank von Italien während dieses Berichtszeitraums als einer der grössten Dollarkäufer auf.

Die schwedische Krone stieg im Juli langsam gegen den Dollar an und im Verein mit den anderen Währungen stärker im August. Per saldo belief sich die Höherbewertung der Krone gegenüber dem Dollar für beide Monate auf 3,1%.

Der japanische Yen war, wie bereits erwähnt, im Juli einem starken Aufwärtsdruck ausgesetzt. Er erhöhte sich während dieses Monats um 6,4% gegenüber dem Dollar, obwohl die Bank von Japan in erheblichem Umfang intervenierte. Anfang August verlangsamte sich seine Kursentwicklung. Nachdem er zur Monatsmitte einen Höchststand von ¥ 181,60 erreichte, gab er in der Folge nach und lag am Ende des Berichtszeitraums bei ¥ 189,75. Per saldo ergab sich für Juli/August eine Aufwertung gegenüber dem Dollar um 7,8%.

Der kanadische Dollar verzeichnete als einzige Berichtswährung per saldo einen Rückgang gegenüber dem US-Dollar, nämlich um 2,4%. Die Bank von Kanada intervenierte mit umfangreichen Dollarabgaben und erhöhte ihren Diskontsatz von 8½ auf 9%, um den Fall der Währung zu bremsen.

II. Interventionen gegen Dollar

Die Interventionen gegen Dollar der an der Konzertation beteiligten Länder waren erheblich höher als in der vorangegangenen Zweimonatsperiode. Die Käufe erhöhten sich beträchtlich auf \$ 11,9 Mrd., wobei das Schwergewicht eher im Juli (\$ 7 Mrd.) als im August (\$ 4,9 Mrd.) lag. Die Verkäufe betragen \$ 5,8 Mrd. Der Saldo von \$ 6,1 Mrd. stellt den grössten Nettokauf seit März 1978 dar.

Die bei weitem bedeutendsten Dollarkäufer waren die Bank von Japan und die Bank von Italien, und auch die Käufe der Bank von Frankreich waren insgesamt erheblich.

Die Deutsche Bundesbank und die Schweizerische Nationalbank tätigten in grösserem Umfang Käufe, doch wurden diese Beträge vollständig oder mehr als kompensiert durch Verkäufe im Rahmen der Konversion von Auslandsanleiherlösen. Dementsprechend wies die Bundesbank für die beiden Monate nur sehr geringe Nettokäufe aus, während die Schweizerische Nationalbank sogar recht erhebliche Nettoverkäufe verzeichnete.

Die Bank von Kanada trat netto als bedeutender Dollarverkäufer auf. Andere Nettoverkäufer von Dollar waren die Bank von Norwegen und die Niederländische Bank: die Beträge waren nicht erheblich.

Die Bank von England intervenierte aktiv in beiden Richtungen, was zu erheblichen Nettokäufen im Juli führte, während ihre Operationen im August praktisch ausgeglichen waren. Die Schwedische Reichsbank intervenierte in mässigem Umfang, wobei sich im Zeitraum ein geringer Nettokauf ergab.

III. Interventionen in europäischen Währungen

Anfang Juli musste der belgische Franken am äussersten Limitkurs durch erhebliche D-Mark-Abgaben, die sich insgesamt auf umgerechnet \$ 470 Mio. beliefen, gestützt werden. Weitere Interventionen in Höhe von umgerechnet über \$ 550 Mio. waren im August notwendig. Der grösste Teil des letztgenannten Betrages war Gegenstand einer Finanzierung durch den EFWZ.

Die dänische Krone wurde im August ebenfalls durch D-Mark-Verkäufe von geringerem Umfang im Gegenwert von \$ 280 Mio. gestützt, die nur zum Teil über den Fonds finanziert wurden.

Die Bank von Frankreich nahm im August in geringem Umfang D-Mark-Verkäufe als Teil ihrer gesamten Interventionen zur Glättung der Kurschwankungen des französischen Frankens vor.

Die Federal Reserve Bank von New York verkaufte ebenfalls - in recht beträchtlichem Umfang - D-Mark und tätigte - in geringerem Umfang - Verkäufe von Schweizer Franken. Insgesamt beliefen sich diese Interventionen auf umgerechnet \$ 750 Mio.

* * *

Die Devisenmärkte waren im allgemeinen während der ersten Septembertage ruhiger. Anfangs schwächte sich der US-Dollar geringfügig ab, ohne dass sich jedoch ein echter Abwärtsdruck entwickelte. Am Donnerstag, dem 7. September, stieg der Dollarkurs aufgrund von Äusserungen des US-Finanzministers, dass weitere Stützungsmaßnahmen beabsichtigt seien. Gegenüber dem Stand von Ende August schloss er die Woche per saldo mit einer geringfügigen Höherbewertung gegenüber den meisten anderen Währungen ab.

Von den Verbundwährungen verblieb die D-Mark am obersten Rand des Währungsbandes, während die anderen vier Währungen in der Nähe des unteren Randes gruppiert waren. Sowohl der belgische Franken als auch die dänische Krone mussten an ihrem untersten Interventionspunkt gegenüber der D-Mark gestützt werden. Die Interventionen beliefen sich insgesamt auf umgerechnet etwas mehr als \$90 Mio., von denen nur ein Drittel über den EFWZ finanziert wurde. Die spätere Befestigung der Krone ermöglichte es der Dänischen Nationalbank, D-Mark in geringem Umfang zurückzukaufen. Im gesamten Zeitraum schwächten sich die Verbundwährungen per saldo leicht gegenüber dem Dollar ab, mit Ausnahme der dänische Krone, die einen kleinen Nettogewinn verzeichnete.

Der Schweizer Franken war die einzige andere Währung, die im Berichtszeitraum per saldo einen Anstieg (ca. 1,5%) gegenüber dem Dollar verzeichnete. Die Schweizerische Nationalbank intervenierte regelmässig mit Dollarkäufen.

Das Pfund Sterling wies ursprünglich einen unregelmässigen Kursverlauf auf, was auf die Ungewissheit hinsichtlich des Zeitpunkts der nächsten britischen Parlamentswahlen zurückzuführen war; die Währung erholte sich aber nach der unerwarteten Ankündigung, dass die Wahlen in diesem Jahr nicht mehr stattfinden würden. Per saldo veränderte sich das Pfund im Zeitraum gegenüber dem Dollar nicht; sein handelsgewichteter Index wies jedoch einen leichten Anstieg auf.

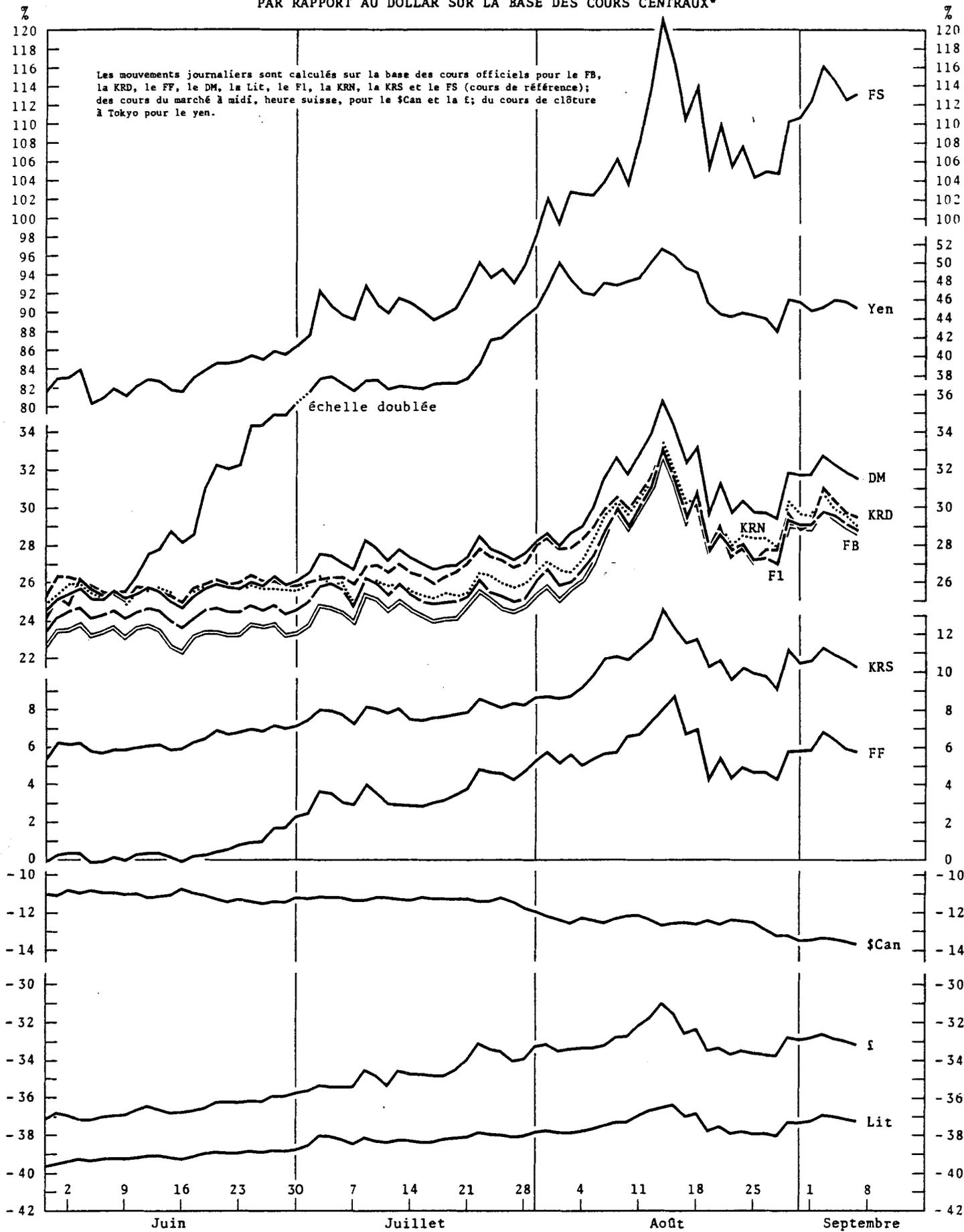
Die Bank von England und die Schwedische Reichsbank traten in geringem Umfang als Nettokäufer von Dollar auf.

Die höchsten Dollarkäufe tätigte per saldo die Bank von Italien, während die Lira gegenüber dem Dollar unverändert schloss und gegenüber allen anderen Währungen, mit Ausnahme des Schweizer Frankens, einen leichten Kursgewinn erzielte.

Die Bank von Japan und die Bank von Frankreich nahmen keine Interventionen Anfang September vor.

Der kanadische Dollar blieb unter Druck und verzeichnete trotz erheblicher Abgaben von US-Dollar seitens der Bank von Kanada einen weiteren Kursrückgang.

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



* Effectifs, 1 dollar EU =
FB 40,3344; FF 4,60414; F1 2,78118.

* Théoriques, 1 dollar EU =
KRD 7,10121; DM 2,6167; Lit 523,35;
Yen 277,20; KRN 6,78666; KRS 4,90;
FS 3,456. £1 = \$2,8952.

7 septembre 1978

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

MOUVEMENTS A L'EUR DU "SERPENT" (calculés sur la base des cours officiels)

