

PROTOKOLL**

DER HUNDERTFUENFZEHNTE SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER PRAESIDENTEN
DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN
DER EUROPAEISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT
BASEL, DIENSTAG, 8. NOVEMBER 1977, 10.00 UHR

Anwesend sind*: der Gouverneur der Central Bank of Ireland und Ausschussvorsitzende, Herr Murray, begleitet von den Herren Breen, Reynolds und Murphy; der Gouverneur der Banque Nationale de Belgique, 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, Jennemann und von Rosen; der Gouverneur der Banque de France, Herr Clappier, begleitet von den Herren Théron und Lefort; der Gouverneur der Banca d'Italia, Herr Baffi, begleitet von den Herren Ercolani und Magnifico; der Präsident der Nederlandsche Bank, Herr Zijlstra, begleitet von den Herren Szász und Sillem; der Gouverneur der Bank of England, Herr Richardson, begleitet von den Herren McMahon und Balfour; zugegen sind ferner Herr Ortoli, Vizepräsident der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, begleitet von Herrn Boyer de la Giroday; Herr Jaans, Kommissar für die Bankenaufsicht des Grossherzogtums Luxemburg; Herr Heyvaert und Herr Bastiaanse, Vorsitzende der Expertengruppen; ebenfalls anwesend sind der Generalsekretär des Ausschusses, Herr d'Aroma, sein Beigeordneter, Herr Bascoul, Herr Scheller und Herr Freeland sowie Herr Lamfalussy.

I. Billigung des Protokolls der 114. Sitzung

Der Vorsitzende erklärt, das Sekretariat habe nur einige Aenderungen im wesentlichen redaktioneller Art erhalten. Unter Berücksichtigung dieser Aenderungen, die im endgültigen Text vorgenommen werden, billigt der Ausschuss einstimmig das Protokoll der 114. Sitzung.

* Der Gouverneur der Bank von Norwegen, Herr Getz Wold, nimmt an der Aussprache über Punkt II der Tagesordnung teil.

** Endgültige, in der Sitzung vom 13. Dezember 1977 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige Aenderungen redaktioneller Art aufweist.

Der Vorsitzende erinnert daran, dass in der letzten Sitzung des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten der Vorschlag der Kommission bezüglich der Festsetzung und Veröffentlichung von quantitativen Zielen der Geldpolitik erwähnt worden sei; er bittet Herrn Ortoli, diesen Punkt kurz zu kommentieren.

Herr Ortoli führt aus, ernsthafte Anstrengungen seien notwendig, um den Zerfall der Gemeinschaft zu verhindern; diese Anstrengungen sollten mehr und mehr die Koordination der Wirtschaftspolitik betreffen. Die Aussichten, auf diesem Gebiete Fortschritte zu erzielen, hätten sich aus zweierlei Gründen verbessert:

- Zahlreiche Länder hätten in ihrer Politik eine nahezu identische Grundeinstellung, die weitgehend auf den Kampf gegen die Inflation und längerfristig auf den Kampf gegen die Unterbeschäftigung ausgerichtet sei.
- Die Konzeption der wirtschaftspolitischen Einflussmechanismen (Geld-, Haushalts- und Einkommenspolitik) habe sich entwickelt und man stünde am Anfang einer gemeinsamen Philosophie der Wirtschaftspolitik.

Die Volkswirtschaften der EWG-Mitgliedsländer seien derart stark miteinander verbunden - die innergemeinschaftlichen Handelsströme belaufen sich auf durchschnittlich 10% des Bruttoinlandsprodukts der Mitgliedsländer und auf einen noch höheren Prozentsatz der Industrieproduktion -, dass die Koordination der Wirtschaftspolitik ein wichtiges Element der Kohärenz und der Ergänzung sei; dies habe sich einmal mehr im Zusammenhang mit der jüngsten Konjunkturabschwächung bestätigt.

In diesem Sinne müsse die Koordination der nationalen Wirtschaftspolitik auf drei Gebieten verstärkt werden:

- Haushaltspolitik: Die haushaltspolitischen Leitlinien, die nicht veröffentlicht würden und Haushaltsumfang und -defizit betreffen, sollten für alle Länder durch Ueberlegungen bezüglich der Art der Defizitfinanzierung und der Auswirkung des gesamten öffentlichen Sektors auf die Wirtschaft ergänzt werden.
- Wechselkurspolitik: Hier würden zur Zeit einige Arbeiten durchgeführt, und zu gegebener Zeit müsse man über Möglichkeiten für eine bessere Koordinierung der Wechselkurspolitik nachdenken.

- Geldpolitik: Die Kommission sei dafür, die Zwischenziele als eine Art Ausdruck für die Geldpolitik der EWG-Länder auf Gemeinschaftsebene zu veröffentlichen. Die Verwirklichung dieses Anliegens treffe jedoch auf zwei Probleme: einerseits seien die nationalen Zwischenziele aus praktischen oder strukturbedingten Gründen nicht zwangsläufig dieselben; andererseits müsse man für die Koordinierung auf Gemeinschaftsebene die Methoden finden, die der jeweiligen Kompetenzverteilung auf diesem Gebiete in den Mitgliedstaaten Rechnung trügen. Beide Probleme erforderten gründliche Überlegungen, die in Zusammenarbeit mit dem Ausschuss der Zentralbankpräsidenten unternommen werden sollten.

Herr Zijlstra stellt Herrn Ortoli zwei Fragen.

- In der Septembersitzung des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten habe Herr Ortoli seinen Plan angekündigt, "den jeweiligen Ministern und Notenbankpräsidenten im Oktober einen Besuch abzustatten" (siehe Protokoll der 114. Sitzung, Seite 14). Habe Herr Ortoli seinen Plan, der von den Zentralbankpräsidenten begrüsst worden sei, in die Tat umsetzen können, oder falls nein, sei er noch entschlossen, seine Besuche im Laufe des Novembers abzustatten?

- Die Festlegung von geldpolitischen Zwischenzielen stehe auf der Tagesordnung der Ratstagung am 21. November 1977. Nun sei diese Frage, wie Herr Ortoli ausgeführt habe, von sehr grosser Bedeutung; sie müsse daher insbesondere durch den Ausschuss der Zentralbankpräsidenten sorgfältig vorbereitet werden, jedoch sei letzterer noch nicht damit befasst worden.

Herr Ortoli stellt klar, er habe seinen Plan erst teilweise verwirklichen können, da die EWG-Länder sehr zahlreich seien und in einigen von ihnen keine Regierung im Amt sei. Er wolle aber seine Besuche fortsetzen und mit seinen Gesprächspartnern hauptsächlich die Modalitäten für die Festlegung und Veröffentlichung der geldpolitischen Ziele sowie die Nützlichkeit von mittelfristigen Zielen besprechen.

Hinsichtlich Herrn Zijlstras zweiter Frage äussert Herr Ortoli die Vermutung, der Rat werde am 21. November keine Entscheidung treffen, sondern sich wahrscheinlich auf eine erste Aussprache über diese Fragen beschränken.

Der Vorsitzende schliesst aus dieser Diskussion, die Kommission werde mit den Notenbankpräsidenten wegen der Frage der Veröffentlichung

von geldpolitischen Zwischenzielen auf Gemeinschaftsebene Kontakt aufnehmen, bevor sie offizielle und konkrete Vorschläge mache.

II. Entwicklung auf den Devisenmärkten der Konzertationsteilnehmer im Monat September und Oktober 1977 sowie in den ersten Novembertagen: Kurzbericht über die Konzertation; Verabschiedung des Ausschussberichts an die Finanzminister der EWG-Länder

A. Aussprache des Ausschusses

Der Vorsitzende begrüsst Herrn Getz Wold, der gemäss der mit dem Ausschuss der Zentralbankpräsidenten getroffenen Vereinbarung an der Aussprache über diesen Tagesordnungspunkt teilnimmt. Er weist darauf hin, dass er auch den Gouverneur der Schwedischen Reichsbank einladen liess, um diese Gelegenheit zu geben, die Ereignisse im Zusammenhang mit dem Austritt der schwedischen Krone aus der "Schlange" zu kommentieren. Mit bestem Dank für die Einladung habe Herr Nordlander geantwortet, dass die Tatsachen für sich sprächen; er habe seiner Hoffnung Ausdruck gegeben, dass die schwedische Krone alsbald in die "Schlange" zurückkehren werde.

Der Vorsitzende schlägt ausserdem vor, dass Herr Heyvaert in Anbetracht der beschränkten Zeit und der langen Tagesordnung seinen Vortrag über die Konzertation nicht hält.

Herr Getz Wold führt aus, die norwegische Krone sei nicht, wie im Bericht vom 13. September 1977 über die Entwicklung der Devisenmärkte wiedergegeben, um 5% abgewertet worden; man habe vielmehr die Interventionskurse innerhalb der "Schlange" neu angepasst, und dies habe sich in einer Abwertung von ungefähr 2,5% auf gewichteter Basis oder auf der Grundlage des IWF-Währungskorbs ausgewirkt.

Die "Schlange" stelle weiterhin ein sehr nützliches System dar, obwohl Norwegen bedaure, dass Schweden, das neben Grossbritannien sein wichtigster Handelspartner sei, den Währungsverbund verlassen habe.

Im Verlaufe des Jahres 1977 habe die Bank von Norwegen netto ungefähr \$ 500 Mio. abgegeben, wobei dies der Saldo aus hohen Umsätzen in beiden Richtungen darstelle. Nach der Entspannung im September, als der Kurs der norwegischen Krone anstieg, habe die norwegische Notenbank im Oktober \$ 192 Mio. und in der ersten Novemberwoche \$ 72 Mio. verkaufen müssen, davon allein \$ 30 Mio. am 7. November. Die Verfassung der norwegischen Krone und

der Umfang der Stützungsinterventionen seien mit zwei Faktoren verbunden: einerseits die Liquiditätssituation, die im Augenblick durch ziemlich reichliche Liquidität - und daher relativ niedrige Zinsen - gekennzeichnet sei, während sie in den vergangenen Monaten eher angespannt gewesen sei; andererseits das Zahlungsbilanzdefizit in laufender Rechnung, das im Jahre 1977 das zweithöchste in der Welt sein werde, nämlich US\$ 5 Mrd., wovon \$ 3 Mrd. auf die ersten sieben Monate dieses Jahres entfielen. Das Defizit dürfte im Jahre 1978 auf \$ 3 Mrd. zurückgeführt werden, im Jahre 1979 einem Gleichgewicht und im Jahre 1980 Ueberschüssen Platz machen. Auf diese Weise sollte die Rückzahlung der Auslandsschulden keine Schwierigkeiten machen.

Die Bedeutung der Interventionszahlen werde übrigens überschätzt. Die Kosten für die Erschliessung des Nordseeöls, die sich je Feld auf \$ 8 Mrd. beliefen, würden nämlich durch Anleihen gedeckt, welche im Ausland aufgenommen würden. Der Erlös dieser Anleihen werde am Markt verkauft oder an die Nationalbank abgetreten und im Jahre 1977 hätten diese Deviseneinnahmen die Devisenverkäufe der Bank von Norwegen auf den Märkten überstiegen, so dass die amtlichen Währungsreserven seit Anfang dieses Jahres beträchtlich gestiegen seien und sich zur Zeit auf einem ansehnlichen Niveau befänden.

Herr Getz Wold schliesst mit der Bemerkung, die norwegischen Behörden hielten die jetzige Lage, die auf jeden Fall vorübergehend sei, für meisterbar.

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

Der Ausschuss verabschiedet den Bericht in der vorliegenden Fassung, der anschliessend den Finanzministern zugehen wird.

III. Wahrnehmung des Mandats betreffend die belgischen Vorschläge zur Verbesserung der gegenseitigen Beistandsmechanismen in der Gemeinschaft, mit dem der Rat der Europäischen Gemeinschaften den Ausschuss der Zentralbankpräsidenten am 18. Juli 1977 betraut und das er am 17. Oktober 1977 bestätigt hat: Prüfung des Berichts der Stellvertreter vom 31. Oktober 1977; Vorbereitung des Berichts des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten an den Rat

Der Vorsitzende bittet Herrn Breen, den von den Stellvertretern erstellten Bericht kurz zu erläutern.

A. Ausführungen von Herrn Breen

Herr Breen erklärt, dass der Bericht von den Stellvertretern ausgearbeitet wurde, um dem Ersuchen auf Prüfung der belgischen Vorschläge zu entsprechen, wie es der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten auf seiner Sitzung vom 13. September 1977 formuliert hatte. Dieser Bericht behandelt ausschliesslich die Mechanismen des kurzfristigen Währungsbeistands.

Seit die Zentralbankpräsidenten um diese Studie ersucht haben, hat der Rat in der Zwischenzeit auf seiner Sitzung vom 17. Oktober 1977 den Zwischenbericht des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten zur Kenntnis genommen und letzteren gebeten, ihm einen definitiven Bericht vorzulegen, der dem Rat rechtzeitig vorliegen sollte, damit er ihn auf seiner Sitzung am 21. November prüfen könne. Der vom Rat gewählte Zeitpunkt wirft eine Verfahrensfrage auf, auf die später eingegangen wird.

Die Stellvertreter haben sich, wobei sie sich von den Diskussionen leiten liessen, welche die Zentralbankpräsidenten letzten September gehabt haben, besonders befasst mit einerseits der Festlegung möglicher Kriterien, die eine Anpassung der Mechanismen des kurzfristigen Währungsbeistands rechtfertigen könnten, andererseits mit den Schlussfolgerungen, die man aus den Erfahrungen jener Zentralbanken ziehen kann, die diesen Mechanismus tatsächlich in Anspruch genommen bzw. eine Inanspruchnahme erwogen haben. Den Stellvertretern ist es jedoch nicht gelungen, einstimmig zu Schlussfolgerungen hinsichtlich einer oder mehrerer Sachfragen zu gelangen. Wie schon bei der Prüfung der Frage einer etwaigen Anpassung der Quoten und Rallongen, war es nicht möglich, objektive Kriterien aufzustellen, die allgemeine Zustimmung fanden. Hinzu kommt, dass die im Bericht der Stellvertreter aufgeführten Erfahrungen der Zentralbanken lediglich den Standpunkt der betreffenden Zentralbanken wiedergeben, da keine generelle Übereinstimmung darüber erzielt werden konnte, wie diese Erfahrungen auszulegen seien.

Bei dieser Sachlage ist es nicht überraschend, dass die Stellvertreter sich nicht in der Lage sahen, Schlussfolgerungen zu ziehen, die die Stimmen sämtlicher Teilnehmer vereinigten. Sie vermochten lediglich, am Ende des Berichts eine Zusammenfassung der nach wie vor unbeantwortet gebliebenen grundsätzlichen Fragen zu geben:

1. Ist eine Aenderung des Systems des kurzfristigen Währungsbeistands gerechtfertigt?

2. Wenn ja, ist es wünschenswert,
- den Betrag der Fazilität zu erhöhen,
 - die Kreditdauer zu verlängern,
- wenn als Ausgleich einige Bestimmungen des Abkommens zur Errichtung dieses Systems verschärft werden?

Die Stellvertreter können nicht damit zufrieden sein, dass keinerlei Fortschritte in Richtung auf eine gemeinsame Position erzielt wurden, und bedauern diesen Zustand. Der Umstand, dass es zu keinem Kompromiss kam, verdeutlicht, wie unterschiedlich die Standpunkte sind.

Die Frage, welches Verfahren bei der Vorlage der endgültigen Stellungnahme der Zentralbankpräsidenten an den Rat einzuschlagen sei, wurde von den Stellvertretern erörtert. Sie schlagen vor, dass das Sekretariat nach dieser Sitzung einen Entwurf ausarbeitet, der die einhellige Meinung der Zentralbankpräsidenten wiedergibt. Der Entwurf wird diesen vorgelegt werden, und der endgültige Text sollte im schriftlichen Verfahren festgelegt werden, so dass dem Rat rechtzeitig vor seiner Sitzung ein Bericht übergeben werden kann.

B. Aussprache des Ausschusses

Der Vorsitzende dankt den Stellvertretern für ihre Arbeit, die wertvoll für die Aussprache der Gouverneure ist und nicht dadurch an Wert einbüsst, dass die Stellvertreter zu keiner Einstimmigkeit gelangen konnten. Es sei nunmehr die Aufgabe der Zentralbankpräsidenten, einen Konsensus zu suchen.

Herr Emminger erklärt, dass die Bundesrepublik zu den Ländern gehört, die während der Diskussionen die Auffassung vertraten, dass es keine ausreichenden Gründe für die vorgeschlagene Erhöhung des kurzfristigen Währungsbeistands gibt. Die Argumentation der Bundesbank sei zwar in dem Text wiedergegeben, der dem Ausschuss der Zentralbankpräsidenten vorliegt, doch erscheine es nützlich, noch einmal auf die nachstehenden Tatsachen einzugehen.

- Das Volumen des kurzfristigen Währungsbeistands wurde, im Unterschied zum mittelfristigen Beistand, dessen Beträge seit Einrichtung dieses Systems im März 1977 unverändert geblieben sind, im März 1974 beträchtlich erhöht. Es gibt demnach mehr Gründe für eine Anpassung des mittelfristigen Beistands, dessen Bereitstellungsplafonds im Fall einer Verdoppelung lediglich das derzeitige

Niveau der Gläubigerquoten des kurzfristigen Währungsbeistands erreichen würden.

- Die Erfahrungen der Vergangenheit belegen nicht, dass ein bedeutender und häufiger Bedarf für eine Inanspruchnahme des Währungsbeistands besteht. Tatsächlich ist dieser Kredit nur ein einziges Mal effektiv in Anspruch genommen worden, während beim zweiten Mal die betreffende Zentralbank von der ihr eingeräumten Fazilität nicht einmal Gebrauch gemacht hat. Andererseits ist es in den meisten grossen Währungskrisen der letzten Jahre zu derartig umfangreichen Devisenbewegungen gekommen, dass die Fazilitäten des kurzfristigen Währungsbeistands (oder jedes anderen bestehenden Systems) nicht ausreichten und durch Ad-hoc-Vereinbarungen ergänzt werden mussten. Die Bundesbank ist jederzeit bereit, sich an solchen Vereinbarungen zu beteiligen, und es ist in diesem Zusammenhang daran zu erinnern, welche bedeutende Rolle sie bei der Operation zugunsten des Pfund Sterlings 1976 gespielt hat sowie bei der Kreditgewährung in Höhe von US\$ 2 Mrd. an ein anderes Mitgliedsland der EWG.
- Der Gedanke, dass eine Erhöhung der Quoten eine Ausweitung der sehr kurzfristigen Finanzierungsfazilitäten im Rahmen des Währungsverbunds nach sich ziehen würde, spricht eher gegen die vorgeschlagene Anpassung des kurzfristigen Währungsbeistands. Eine zu starke Aufstockung der verfügbaren Kredite zwischen den Mitgliedsländern des Währungsverbunds hätte nämlich eine Lockerung der gemeinsamen monetären Disziplin zur Folge und würde in Konflikt treten mit dem Ziel einer wirksamen Kontrolle der Geldmenge, ein Ziel, das Herr Ortolí soeben mit Nachdruck hervorgehoben hat.

In dem Bestreben, zu einer Einstimmigkeit zu gelangen und zu vermeiden, dass der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten dem Ministerrat einen Bericht vorlegt, in welchem er keine Stellung bezieht zu einer Frage, für die die Zentralbanken zuständig sind, schlägt Herr Emminger als Kompromiss vor:

- die Quoten unverändert zu lassen,
- die Schuldner- und Gläubigerrationalen zu verdoppeln, die sich damit auf je EWRE 3 Mrd. belaufen würden, also auf fast US\$ 4 Mrd.

Dieser Vorschlag hat den Vorteil, dass im Krisenfall die Ressourcen sehr viel konzentrierter eingesetzt werden könnten. Andererseits müsste

gleichzeitig mit der Verdoppelung der Rallongen eine Bestimmung des Inhalts festgesetzt werden, dass ein Land allein maximal die Hälfte der Schuldnerallonge ziehen kann. Damit wäre gewährleistet, dass zwei grosse Länder bis zu jeweils fast \$ 2,8 Mrd. auf den kurzfristigen Währungsbeistand ziehen könnten.

Der Vorsitzende begrüsst den konstruktiven Geist der Vorschläge von Herrn Emminger, die als Diskussionsgrundlage dienen könnten.

Herr de Strycker dankt ebenfalls den Stellvertretern für ihre wertvolle Arbeit. Er ist wie Herr Emminger der Auffassung, dass es unbedingt notwendig ist, zu einer Einstimmigkeit zu gelangen, und er ist erfreut über die positive Haltung, die der Präsident der Deutschen Bundesbank an den Tag gelegt hat. Bevor er sich jedoch zu einem Vorschlag äussern wolle, der erst jetzt in der Sitzung gemacht wurde, würde er gerne Gewissheit darüber haben, wie sich eine Verdoppelung der Rallongen auf die Ziehungsmöglichkeiten der potentiellen Schuldner und auf die Verpflichtungen der an der Finanzierung zu beteiligenden Ueberschussländer auswirken würde.

Herr Emminger erklärt, dass die Verwendung der Gläubiger- und der Schuldnerallongen durch Artikel II Absatz 4 geregelt ist, den er vorliest. Der Vorschlag der Bundesbank würde bedeuten, dass ein Land im Bedarfsfall zusätzlich zu seinem Quotenanteil eine Rallonge in Höhe von EWRE 1.500 Mio. beanspruchen könnte, das wäre für ein grosses Land ein Beistand in Höhe von US\$ 2,7 bis 2,8 Mrd. Zwei Ziehungen dieses Ausmasses könnten zur gleichen Zeit finanziert werden. Hingegen wäre es mangels ausreichender Beträge auf der Gläubigerseite nicht möglich, eine darüber hinausgehende Inanspruchnahme des Beistands zu finanzieren.

Herr Ortolì weist darauf hin, dass die Vorschläge von Herrn Emminger keine Erhöhung der Verschuldungsfähigkeit eines einzelnen Landes beinhalten, sondern lediglich einer grösseren Zahl von Ländern gegebenenfalls die Möglichkeit geben, sich des Beistands zu bedienen.

Herr Baffi hat die von den deutschen Behörden in der Vergangenheit gewährten Hilfen nicht vergessen und begrüsst die offene Haltung, die Herr Emminger im Hinblick auf mögliche Beistandsaktionen in der Zukunft gezeigt

hat. Diese Massnahmen sollten unterdessen nicht bilaterales Entgegenkommen zur Grundlage haben, sondern vielmehr multilateraler Art sein.

Mit Bezug auf die Kompromissvorschläge, die anzunehmen die Bank von Italien bereit ist, möchte er erfahren,

- ob die Verwendungsdauer der verfügbaren Kredite unverändert bleibt, in Anbetracht der Tatsache, dass sechs Monate nicht ausreichen, um Kapitalbewegungen umzukehren,
- ob die Konditionen nicht verschärft würden,
- ob die Verdoppelung der Rallongen als Ersatz für die im Fünfjahresrhythmus vorzunehmende Revision, die in etwa einem Jahr stattfinden soll, gedacht ist.

In Antwort auf die letzte Frage von Herrn Baffi regt Herr Emminger an, zum einen im Protokoll aufzunehmen, dass der Beschluss über die Verdoppelung der Rallongen mögliche weitere Revisionen unberührt lasse, und andererseits, dass die Gouverneure sich das Recht vorbehalten würden, noch vor Ablauf der Fünfjahresfrist die Möglichkeit einer Anpassung des Beistands zu prüfen. Schon die belgischen Vorschläge hätten diesen Rhythmus unterbrochen. Eine neue Gelegenheit für eine Revision der Quoten könnte sich auch im Zusammenhang mit dem Beitritt neuer Mitglieder zur EWG ergeben. Hingegen sollte man das Thema Währungsbeistand nicht unbedingt wieder in einem Jahr aufgreifen.

Was die Frage der Konditionalität betreffe, so hätten die Stellvertreter schon deutlich gemacht, dass der kurzfristige Währungsbeistand sich nicht für wirtschafts- und finanzpolitische Auflagen eigne, da hierfür die Zentralbanken nicht zuständig seien. Was die Geldpolitik angehe, so seien die Festsetzung von Zwischenzielen und die Einhaltung dieser Ziele bereits Gegenstand von Ueberprüfungen, die in regelmässigen Zeitabständen vorgenommen würden und unabhängig davon, ob ein Währungsbeistand gewährt werde oder nicht.

Was schliesslich die Laufzeit der im Rahmen des Währungsbeistands verfügbaren Kredite betreffe, so sollte sie unverändert bleiben; für längerfristige Finanzierungsbedürfnisse sollte der mittelfristige finanzielle Beistand bzw. die entsprechenden Fazilitäten des IWF herangezogen werden. Es sei ausserdem daran erinnert, dass die Gouverneure in Ausnahmefällen über die Dauer von zweimal drei Monaten hinausgehen könnten.

Herr Zijlstra unterstützt die deutschen Vorschläge, die seiner Ansicht nach die beste Lösung vorstellen. Die vorgeschlagene Anpassung ginge nicht zu weit und ermöglichte es, zu einer Einstimmigkeit zu gelangen, die aus den von Herrn Emminger genannten Gründen absolut notwendig sei.

Herr Hoffmeyer erkennt ebenfalls die Notwendigkeit an, sich heute über die Frage des kurzfristigen Währungsbeistands zu einigen. Es sei jedoch angebracht, ganz deutlich zwischen den Quoten und den Rallongen zu unterscheiden. Letztere hätten schon eine Art Ad-hoc-Charakter, und ihre Verdoppelung sei kein grosser Schritt nach vorn, wenn man an die Ereignisse der letzten Jahre denke. Andererseits sei das Quotensystem auch von Bedeutung für die sehr kurzfristige Finanzierungsfazität innerhalb des Währungsverbunds. Einige diesem Mechanismus angehörende Länder hätten es nun aber für wünschenswert gehalten, über einen ausreichenden Finanzierungsspielraum zu verfügen, um ausreichend Zeit und Mittel zu haben, bis die Massnahmen, die das Vertrauen in ihre Währungen wiederherstellen soll, eine Umkehrung der Devisenbewegungen bewirke.

Herr Hoffmeyer ist bereit, die deutschen Vorschläge anzunehmen, sofern diese Ausführungen in das Protokoll dieser Sitzung aufgenommen werden.

Herr de Strycker betont, dass die Schuldnerallonge gemäss den Bestimmungen des Abkommens zur Errichtung des kurzfristigen Währungsbeistands kein Ziehungsrecht und die Gläubigerallonge keine Verpflichtung für eine Beteiligung bei der Finanzierung einer Ziehung beinhalte. Die Rallongen seien bestensfalls eine Absichtserklärung von seiten der Gouverneure, dass sie in Sonderfällen, in denen die Umstände es rechtfertigten, einerseits die Erhöhung der Ziehungsmöglichkeit eines defizitären Landes in Erwägung ziehen, andererseits die Aufteilung eines die Gläubigerquoten übersteigenden Betrages unter die Gläubiger. Die Rallongen gäben demnach einem Land nicht die Sicherheit, den eventuell benötigten Kredit zu erlangen.

Die Vorschläge von Herrn Emminger, so interessant sie seien, reichten nicht aus, da sie nicht über das Stadium der Absichtserklärungen hinausgingen, die man lediglich bestätigen würde. Herr Emminger habe zwar recht, wenn er sage, dass es bei Bedarf nie an gegenseitigem Beistand insbesondere von seiten der Bundesbank gefehlt habe; würde man jedoch dieser Argumentation folgen, dann könnte man im vornhinein auf jegliches gegenseitiges Beistandssystem verzichten. Das grosse Verdienst des kurzfristigen Währungsbeistands sei es aber gerade, bestimmte Rechte und

Verpflichtungen zu schaffen und hierdurch die monetäre Kooperation zwischen den EWG-Ländern zu gewährleisten. Sofern die Gouverneure diesen Zweck des Systems anerkennen, müssten sie von Zeit zu Zeit eine Revision des Systems vornehmen, um es den Verhältnissen anzupassen, mit denen sich die Zentralbanken konfrontiert sähen.

Allein die Schuldnerquoten des kurzfristigen Währungsbestands gäben der einzelnen Zentralbank die Sicherheit, dass sie die benötigten Kredite erhält. Da diese in keinem Verhältnis zu dem Ausmass der Störungen ständen, mit denen die Zentralbanken zu tun haben könnten, sei es angemessen, dass gleichzeitig mit der Verdoppelung der Rallongen eine Anpassung der Quoten vorgenommen werde. Sollten einige potentielle Gläubiger nur zögernd der von Belgien vorgeschlagenen Erhöhung zustimmen wollen, so müsste man zumindest die Schuldnerquoten verdoppeln.

Was den Aspekt der Konditionalität betreffe, so sei es richtig, dass die Währungspolitik sämtlicher Mitgliedsländer der EWG von den Gouverneuren aufmerksam beobachtet werde und in der Zukunft noch aufmerksamer verfolgt werden müsse, es wäre jedoch wünschenswert, dass sich die Gouverneure darüber verständigten, die monetäre Situation eines Landes, das einen erheblichen Beistand erhalten hat, über die regelmässigen Prüfungen hinaus einer sehr genauen Prüfung zu unterziehen.

Herr Clappier erklärt, dass er in der Sache Herrn de Strycker beipflichte; er ist wie Herr Ortoli der Auffassung, dass der von Herrn Emminger als Kompromiss gedachte Vorschlag keine Erweiterung der Kreditmöglichkeiten eines einzelnen Landes mit sich bringe, aber eventuell zwei Ländern ermögliche, die Vorteile des Währungsbestands voll und zur gleichen Zeit nutzen zu können. Die seit einiger Zeit zu beobachtende Entwicklung auf den Devisenmärkten mache jedoch deutlich, dass die derzeitigen Schuldnerquoten ungenügend seien, um den kurzfristigen Risiken, denen sich eine Zentralbank gegenübersehen kann, zu begegnen. Andererseits dürfe man den Standpunkt der Gläubigerländer nicht unbeachtet lassen, die über das Risiko einer zu starken Inanspruchnahme des Währungsbestands beunruhigt seien.

Bei dieser Sachlage könnte man zwei Lösungsmöglichkeiten in Erwägung ziehen:

- entweder die von Herrn Emminger genannten Möglichkeiten von Ad-hoc-Vereinbarungen weiter auszubauen und zu konkretisieren,

- oder eine Erhöhung der Schuldnerquoten für einen befristeten Zeitraum, etwa für drei oder vier Jahre, vorzusehen, an dessen Ende die Lage im Lichte der in der Zwischenzeit gewonnenen Erfahrungen überprüft werden könnte.

Herr Clappier ist der Meinung, dass die deutschen Kompromissvorschläge zu wenig Fortschritte in Richtung auf eine monetäre Kooperation in Europa brächten, um dem Rat als Vereinbarung der Zentralbankpräsidenten unterbreitet werden zu können.

Herr Ortoli teilt die Ansichten von Herrn de Strycker und Herrn Clappier. Die Schuldnerquoten stellen einen wesentlichen Bestandteil der Anpassung des Währungsbeistands dar, denn sie allein enthielten echte Garantien und Verpflichtungen.

Herr Pöhl räumt ein, dass Krisensituationen entstehen können, bei denen die Beträge des kurzfristigen Währungsbeistands auch nach einer Verdoppelung der Rallongen (bei einer Begrenzung auf die Hälfte für jeden Antragsteller) sich weiterhin als unzureichend erweisen könnten. In einem solchen Fall wäre die EWG nicht in der Lage, die Gesamtheit der benötigten Finanzhilfe zu leisten, und es wäre dann notwendig, andere Beistandsmöglichkeiten zu bemühen, an denen sich auch Länder ausserhalb der EWG beteiligen könnten, etwa die USA, Japan oder die OPEC-Staaten. Ein Beistand wie der 1976 zur Stützung des Pfundes gewährte Kredit in Höhe von US\$ 5,2 Mrd. hätte von den EWG-Ländern allein nicht bereitgestellt werden können.

Der Vorsitzende ist der Auffassung, dass das Abkommen keinen automatischen Zugang zu den Schuldnerquoten vorsieht und dass daher die Unterscheidung zwischen den Quoten und den Rallongen nicht überschätzt werden solle. Er besteht auf der Notwendigkeit, eine Einigung zu erzielen, wolle man nicht das Risiko eingehen, dass die Minister oder eventuell sogar die Staats- und Regierungschefs sich während der Sitzung des Europäischen Rats im Dezember der Frage des Währungsbeistands annehmen und anstelle der Gouverneure entscheiden.

Herr de Strycker erklärt, dass der deutsche Vorschlag keinen Kompromiss darstelle, da er keine zusätzliche Zusicherung gebe, dass die Mitgliedsländer grössere Kredite erhalten und bereitstellen werden. Hingegen müsste es möglich sein, zu einem Kompromiss über die Beträge zu kommen, die diese zusätzlichen Sicherheiten haben.

Herr Emminger warnt vor der Gefahr, die Frage des kurzfristigen Währungsbeistands aus dem allgemeinen Kontext zu nehmen. Auf dem Gebiet,

wo es möglich sei, Einfluss auf die Wirtschaftspolitik zum Zweck einer verstärkten Koordinierung dieser Politik zu nehmen, nämlich im Bereich des mittelfristigen finanziellen Beistands, seien die deutschen Behörden bereit, eine Lösung zu akzeptieren, die weitgehend den belgischen Vorschlägen entspreche. Was hingegen den kurzfristigen Währungsbeistand angehe, so seien sie der Auffassung, dass die Aufstockung der Quoten ihrem Wesen nach keine Verbesserung der monetären Zusammenarbeit auf Gemeinschaftsebene bewirken könne. In der Tat sei es sehr wahrscheinlich, dass in den meisten Fällen, in denen sich ein Finanzierungsbedarf ergebe, dieser nicht durch eine Erhöhung der Quoten gedeckt werden könne, sondern einen Rückgriff auf die Rallongen notwendig mache und möglicherweise noch darüber hinaus auf Ad-hoc-Kreditvereinbarungen.

Herr Emminger ist bereit, die Anregung zu akzeptieren, dass in das Abkommen eine Klausel aufgenommen wird, die bestimmt, dass die monetäre Situation in einem Land, dem ein Währungsbeistand gewährt wurde, besonders geprüft werde, obwohl er der Auffassung ist, dass der Zusammenhang zwischen der Inanspruchnahme des Währungsbeistands und der Koordinierung der Wirtschaftspolitik schon durch Artikel III Absatz 1 hergestellt ist. Er teile die Auffassung des Vorsitzenden, dass sich die Quoten und Rallongen hinsichtlich der mit ihnen verbundenen Rechte und Verpflichtungen nicht erheblich voneinander unterscheiden.

Der Vorsitzende fragt sich, ob man nicht zu einem Kompromiss gelangen könnte, indem man in dem Abkommen festhält, dass ein Land allein nur zur Ziehung von maximal der Hälfte der erhöhten Rallonge befugt ist, dass diese Einschränkung jedoch in Einzelfällen aufgehoben werden kann. Damit würde man nicht nur die Gesamtsumme der verfügbaren Kredite erhöhen, sondern auch gegebenenfalls die Ziehungsmöglichkeiten eines einzelnen Landes.

Herr de Strycker erinnert daran, dass in den beiden Währungskrisen, die den belgischen Franken 1976 erschütterten, die Interventionen der Belgischen Nationalbank allein innerhalb weniger Wochen Beträge erreicht hätten, die das Vierfache der Quoten Belgiens im kurzfristigen Währungsbeistand ausmachten. Im zweiten Fall zudem sei der Druck auf den belgischen Franken in einer Periode entstanden, in der der Ausschuss keine Sitzung abhielt. Hätte die Belgische Nationalbank Finanzierungsmittel bedurft, so hätte sie sie mangels eines Automatismus im kurzfristigen Währungsbeistand nicht erhalten können.

Der Vorsitzende macht den Ausschuss darauf aufmerksam, dass ein Beschluss gefasst werden muss.

Herr McMahon bemerkt, dass die Stellvertreter zwei Arten von Problemen deutlich gemacht haben:

- einerseits die Notwendigkeit, den Währungsbestand an die im internationalen Kontext eingetretenen Veränderungen anzupassen,
- andererseits die Gefahr eines Aufbrauchens der gesamten Schuldner-rallonge durch die Ziehung eines einzigen Landes.

Der Kompromiss könnte vielleicht darin bestehen, dass man sage, die Gouverneure hätten sich in der gegenwärtigen Situation darauf beschränkt, dem zuletzt genannten Mangel mittels einer Verdoppelung der Rallongen abzuhelpen; hingegen hielten sie eine Ausweitung der Ziehungsmöglichkeiten der einzelnen Länder im jetzigen Zeitpunkt nicht für nützlich; auf diese Frage würden sie anlässlich der Fünfjahresrevision, die in etwa einem Jahr ansteht, zurückkommen.

Herr Emminger betont, dass der ergänzende Vorschlag des Vorsitzenden, den anzunehmen er bereit ist, bedeutet, dass die Kreditmöglichkeiten, die der Währungsbestand einem einzelnen Land bietet, von nun ab merklich aus-geweitet wären. Demgegenüber sei er gegen den Plan, eine feste Periodizität für eine erneute Revision des Währungsbestands vorzusehen. Diese sollte viel-mehr dann vorgenommen werden, wenn sie angebracht erscheine.

Der Vorsitzende schlägt vor, dass der den Ministern vorzulegende Bericht die nachfolgende Vereinbarung enthalten könnte:

- die Gläubiger- und Schuldner-rallongen würden verdoppelt,
- kein Land könne, ausser in den Fällen, wo die Umstände dies rechtfertigten, mehr als die Hälfte der gesamten Rallonge be-anspruchen,
- die Quotenbeträge blieben unverändert, die Gouverneure würden jedoch zu gegebener Zeit diese Frage wieder aufgreifen, eventuell anlässlich der Fünfjahresrevision in etwa einem Jahr.

Herr de Strycker bedauert die mangelnde Einstimmigkeit, die sich heute manifestiert habe, und hält es für angebrachter, den Ministern zu berichten, dass die Gouverneure sich nicht über weitere Fortschritte auf dem Gebiet der monetären Zusammenarbeit einigen konnten, anstatt zu ver-suchen, die Ergebnislosigkeit dieser Sitzung zu verschleiern.

Der Vorsitzende ist der Ansicht, dass die Ueberlegungen von Herrn de Strycker kein getreues Spiegelbild der heutigen Debatte sind, da der

deutsche Vorschlag, wie er jetzt stehe, eine gewisse Verbesserung des Systems beinhalte. Zudem sei er der Auffassung, dass Herr Emminger einer Formulierung des Inhalts zustimmen könnte, dass die Gouverneure sich verpflichten, die Frage der Quoten bis spätestens März 1979 erneut zu prüfen.

Herr de Strycker erklärt, dass er sich keiner Darstellung anschliessen könne, die die Illusion schaffe, die Gouverneure hätten einen Schritt nach vorne in Richtung auf eine monetäre Kooperation gemacht. Aus der Sicht der belgischen Behörden, die eine Aufstockung der Schuldnerquoten als einen wesentlichen Bestandteil ihrer Vorschläge ansähen, sei die Verdoppelung der Rallongen keine befriedigende Lösung.

Auf eine Frage des Vorsitzenden hin betont Herr de Strycker, dass er einen Bericht wünsche, der die verschiedenen Standpunkte objektiv darstelle.

Der Vorsitzende meint, dass der Bericht demnach die verschiedenen Standpunkte wiedergeben und insbesondere die Uneinigkeit und den Gegenvorschlag erwähnen müsse.

Herr Richardson regt an zu sagen, dass Einstimmigkeit über die Notwendigkeit einer monetären Zusammenarbeit bestand, wenn auch die Ansichten geteilt waren hinsichtlich der Frage, inwieweit es notwendig ist, diese Zusammenarbeit durch präzise Formeln zu konkretisieren.

Der Vorsitzende begrüsst den Vorschlag von Herrn Richardson und fordert das Sekretariat auf, den Entwurf eines Berichts an die Minister auszuarbeiten, der anschliessend seine endgültige Fassung im schriftlichen Verfahren erhalten wird.

Unter Bezugnahme auf die Äusserung von Herrn de Strycker hinsichtlich mangelnder Fortschritte bei der monetären Zusammenarbeit äussert Herr Pöhl demgegenüber die Meinung, dass beachtliche Fortschritte erzielt wurden. In der Tat sei die Erhöhung der Quoten die einzige den Währungsbeistand betreffende Frage gewesen, über die man sich nicht habe einig werden können; was andererseits den mittelfristigen finanziellen Beistand betreffe, so würde der Währungsausschuss nächste Woche übereinkommen, den Ministern eine Verdoppelung der Bereitstellungsplafonds dieses Kreditmechanismus zu empfehlen, gleichzeitig mit gewissen Änderungen betreffend die Konditionalität, die Möglichkeit einer Nichtbeteiligung und die Mobilisierung.

IV. Prüfung des Berichts Nr. 11 der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Bastiaanse über die währungspolitische Situation in den EWG-Ländern

Der Ausschuss kommt überein, diese Prüfung auf die nächste Dezembersitzung zu vertagen.

V. Analyse der 103. Folge von Arbeitsdokumenten (statistische Angaben und Zusammenfassung der Ereignisse und Massnahmen in der Gemeinschaft)

Aus Zeitgründen nimmt der Ausschuss diese Analyse nicht vor.

VI. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

Ernennung des Generalsekretärs des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten

Der Vorsitzende erklärt, dass der Ausschuss mit Wirkung vom 1. Januar 1978 einen neuen Generalsekretär zu benennen hat. An diesem Tag wird Herr d'Aroma sein Amt als Beigeordneter Generaldirektor der BIZ niederlegen, wobei er der Bank für 1978 weiterhin als Sonderberater zur Verfügung stehen wird. Der Vorsitzende schlägt vor,

- mit Wirkung vom 1. Januar 1978 Herrn Dr. Schleiminger - der Nachfolger von Herrn d'Aroma als Beigeordneter Generaldirektor der BIZ wird - zum Generalsekretär des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten zu ernennen,
- Herrn Bascoul in seinem Amt als Beigeordneter Generalsekretär des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten zu bestätigen.

Der Ausschuss erklärt sich mit den Vorschlägen des Vorsitzenden einverstanden.

VII. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Die nächste Sitzung findet am Dienstag, den 13. Dezember 1977 um 10 Uhr in Basel statt.

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

SEPTEMBER UND OKTOBER 1977

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 September und Oktober 1977 und in den ersten Novembertagen.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Nach der Ruhe der ersten Septemberwochen, in deren Verlauf sich bei den Hauptwährungen keine sehr fühlbaren Veränderungen ergaben, kam es auf den Devisenmärkten wieder zu einem hektischen Marktgeschehen.

Die geld- und finanzpolitischen Massnahmen zur Konjunkturbelebung, die in letzter Zeit insbesondere in Japan und in Deutschland ergriffen worden sind, konnten nicht verhindern, dass es zum Abbau von Dollarpositionen in dem Augenblick kam, als insbesondere bei der Jahresversammlung des Internationalen Währungsfonds der Ton auf dem Umfang des amerikanischen Handelsbilanzdefizits lag.

Der Vertrauensschwund gegenüber dem Dollar schlug sich in der Nachfrage nach Währungen nieder, die als stark eingeschätzt werden, d.h. nach dem japanischen Yen, dem Schweizer Franken, der DM und dem Pfund Sterling.

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

Die in den Marktkreisen weit verbreitete Ueberzeugung, die Washingtoner Behörden würden sich einer Abwertung ihrer Währung nicht widersetzen und wünschten eine Höhernotierung bestimmter anderer Devisen, trug zu den Spannungen bei. Nach einer kurzen Pause infolge der verbesserten amerikanischen Handelsbilanz im September verstärkten sich diese Spannungen sogar noch, als am 31. Oktober die britischen Behörden ihre Entscheidung bekanntgaben, das Pfund frei floaten zu lassen.

Wie im Juli haben die Interventionen (netto) der europäischen Zentralbanken sowie der von Japan und die Erhöhung der kurzfristigen Zinsen in den Vereinigten Staaten ohne Zweifel den Kursrückgang des Dollars gebremst. Während des gesamten Zeitraums der zwei vergangenen Monate hat er jedoch fast überall sehr starke Kurseinbussen erlitten. In Zürich und Tokio gab er um ungefähr 6,50%, in London um fast 5% und in Frankfurt um 3% nach. An anderen Plätzen hat er sich seit dem 31. August im allgemeinen zwischen 1 bis 2% abgeschwächt.

Die Anziehungskraft der DM erzeugte keine besonderen Spannungen innerhalb des Währungsverbunds, da sich der Kursauftrieb innerhalb der Bandbreiten materialisieren konnte, wenngleich sich die Verbundwährungen gegenüber dem Dollar sehr unterschiedlich (zwischen 0,17% in Oslo und 3% in Frankfurt) befestigten. Die DM, die im September an ihrem unteren Interventionskurs oder leicht darüber Gegenstand von Interventionen der Dänischen Nationalbank gewesen war, löste sich Ende September von ihrem unteren Interventionskurs in Kopenhagen. Obwohl die Bundesbank für verhältnismässig hohe Beträge US-Dollar kaufte, stieg die DM schnell zur zweiten Position in der gemeinschaftlichen Bandbreite auf und etablierte sich nicht weit entfernt von der dänischen Krone.

Im Anschluss an die Kursbefestigung der DM nahm der belgische Franken die Position am unteren Ende der "Schlange" ein. In der zweiten Oktoberhälfte wurde er jedoch dort von der norwegischen Krone abgelöst. Letztere schwächte sich trotz Stützungsoperationen der Bank von Norwegen an allen europäischen Plätzen fortlaufend ab.

Die dänische Krone dagegen notierte nach ihrer jüngsten Abwertung weiterhin über ihren neuen Leitkursen im Währungsverbund. Am Ende des Beobachtungszeitraums lag sie um 0,60% vor der DM. Ihr Aufgeld gegenüber den anderen Währungen war viel höher: von der dänischen Krone trennte den Gulden nämlich ein Abstand von 1,75%, während die norwegische

Krone, zu der zu diesem Zeitpunkt wieder der belgische Franken gestossen war, um etwas mehr als 2% entfernt lag.

Die floatenden Währungen entwickelten sich sehr unterschiedlich. Der Schweizer Franken und der Yen stiegen in New York stark und an allen europäischen Plätzen in unterschiedlichem, aber etwas weniger ausgeprägtem Masse an.

Die Hausse des Schweizer Frankens, die bereits in den vorangegangenen Monaten begonnen hatte, beschleunigte sich unvermittelt. Für die beiden letzten Monate zusammen beläuft sie sich auf etwas mehr als 4% gegenüber der DM, so dass der DM-Kurs in Zürich unter pari sank, d.h. auf sfr 99 für DM 100 am 31. Oktober gegenüber sfr 103,20 vor zwei Monaten. Gegenüber dem US-Dollar erreichte der Schweizer Franken mit fast doppelt so hoher Notierung wie zu Beginn des Jahres 1970 einen neuen Nachkriegsrekordstand. Seit Anfang März 1977 stieg er in New York um nahezu 15%. Dieser Kursanstieg wurde nur ganz kurz gebremst, als den schweizerischen Banken verboten wurde, mit Gebietsfremden Terminkontrakte in Landeswährung mit einer Laufzeit von unter einem Monat abzuschliessen. Auch die Dollarkäufe der Schweizerischen Nationalbank hatten nur eine begrenzte Wirkung, obwohl sie im dritten Vierteljahr höher waren als die Dollarabgaben an die ausländischen Schweizerfranken-Anleihernehmer. Die Kapitalzuflüsse in die Schweiz umfassen wahrscheinlich in nicht unbedeutendem Umfang Rückzahlungen, die Gebietsfremde auf früher aufgenommene Anleihen leisteten.

Der Yen hat sich ebenfalls gegenüber dem US-Dollar stark befestigt, obwohl die Bank von Japan im Oktober hohe Dollarkäufe tätigte. Sein jetziges Kursniveau ist das höchste seit dem letzten Weltkrieg. Fiskal- und geldpolitische Massnahmen haben nicht verhindert, dass der Yen Gegenstand einer spekulativen Nachfrage war, die im wesentlichen von der japanischen Wettbewerbsfähigkeit auf den ausländischen Handelsmärkten beflügelt wird.

Andere Währungen stiegen gegenüber dem US-Dollar weniger deutlich an und schlossen gegenüber der Gesamtheit der Verbundwährungen praktisch unverändert ab. Dies trifft auf den französischen Franken und die schwedische Krone zu, die beide in New York um ungefähr 1,50% höher bewertet wurden. Während jedoch die Bank von Frankreich mehrmals mit Dollar- und DM-Verkäufen intervenierte, konnte die Schwedische Reichsbank weiterhin ihre Währungsreserven auffüllen, ohne dass sich der effektive Wechselkurs der Krone um den Abwertungssatz vom 29. August 1977 verschlechtert hätte.

Der Kurs des Pfund Sterlings entwickelte sich bis zum 28. Oktober in gleicher Weise; die Stabilisierung des effektiven Wechselkurses des

Pfund Sterlings konnte jedoch nur um den Preis extrem hoher Dollarkäufe der Bank von England erreicht werden. Die schrittweise Herabsetzung des Leitzinssatzes von 7 auf 5% konnte die Kapitalzuflüsse nach Grossbritannien nicht dauerhaft abschrecken. Mit Rücksicht auf die Rückwirkungen, welche die Fortführung der Interventionen auf die Entwicklung der Geldmenge gehabt hätte, beschloss die britische Regierung schliesslich, die Hausse des Pfundes nicht mehr zu bremsen. Auf Dollarbasis gerechnet notierte das Pfund am 31. Oktober um 3,50% höher als am vorangegangenen Geschäftstag und um etwas mehr als 5% seit dem 31. August. Seit dem historischen Tiefstand vor ungefähr einem Jahr ergibt sich eine Kurssteigerung von fast 18%. Der Index des effektiven Pfundwechsellkurses (Leitkurse von Ende 1971 = 100) veränderte sich mit einem Anstieg von 62,33 von vor zwei Monaten auf 64,30 weniger einschneidend.

Die italienische Lira notierte fast unverändert gegenüber dem Dollar, dessen Kursschwankungen sie weitgehend folgte. Unter diesen Bedingungen konnte die Bank von Italien in beachtlichem Masse Dollar erwerben.

Der kanadische Dollar dagegen schwächte sich trotz der Stützungsoperationen der Bank von Kanada erneut sehr deutlich an allen Plätzen ab. In New York wurde er am Ende der zwei vergangenen Monate um 2,80% niedriger bewertet. Zum ersten Mal seit Mai 1970 ist er unter seine frühere Parität gefallen und hat den niedrigsten Stand seit den dreissiger Jahren erreicht. Die politische Lage, die verminderte Begebung von Anleihen im Ausland und die Verringerung des Zinsabstands zwischen den Vereinigten Staaten und Kanada sind einige der Gründe für die Schwäche des kanadischen Dollars.

II. INTERVENTIONEN GEGEN DOLLAR

Die Interventionen der an der Konzertation teilnehmenden Zentralbanken gegen Dollar überstiegen wiederum die des vorangegangenen Zweimonatszeitraums. Die stark angestiegenen Käufe beliefen sich auf \$ 17,1 Mrd. und die Verkäufe auf \$ 5,6 Mrd.

Die bei weitem höchsten Nettokäufe tätigte die Gruppe der Zentralbanken mit floatender Währung, obwohl die Bank von Frankreich und die Bank von Kanada netto Dollar verkauften. Die in dieser Gruppe vertretenen EWG-Mitglieder erwarben per saldo \$ 7,6 Mrd., während die anderen \$ 2,9 Mrd. aufkauften.

Die Verbundzentralbanken erwarben netto \$ 1 Mrd., wobei der grösste Teil der Käufe von der Bundesbank getätigt wurde.

III. INTERVENTIONEN IN EUROPÄISCHEN WÄHRUNGEN

Die Interventionen der Verbundzentralbanken in europäischen Währungen beschränkten sich auf insgesamt EWRE 120 Mio. Ungefähr ein Viertel dieses Betrages wurde dafür aufgewandt, den Abstand zwischen der dänischen Krone einerseits, und der DM, dem belgischen Franken und dem Gulden andererseits nicht auf 2,25% anwachsen zu lassen. Die restlichen Interventionen erfolgten an den unteren Interventionspunkten des belgischen Frankens und der DM gegenüber der dänischen Krone; ein geringer Teil dieser Interventionen wurde vorübergehend unter Einschaltung des EFWZ finanziert.

Die Bank von Frankreich und die Schweizerische Nationalbank intervenierten für insgesamt ungefähr EWRE 180 Mio. in DM, wobei erstere verkaufte und letztere kaufte.

* * *

Während der ersten vier Werktage im November galt die Aufmerksamkeit weiterhin einerseits dem US-Dollar, der wiederum Gegenstand von zahlreichen Presseverlautbarungen war, und andererseits der Auswirkung der Entscheidung, das Pfund Sterling frei floaten zu lassen.

Nach erneuter ausgeprägter Abschwächung am 1. November hat sich der Dollar ausser in Tokio und Zürich an den meisten Plätzen spürbar erholt.

Zu beträchtlichen Kursschwankungen, zuerst nach oben und anschliessend nach unten, kam es beim Pfund Sterling. Im Vergleich mit dem 31. Oktober hat sich sein Kursniveau an allen Plätzen, wenn auch in veränderlichem Masse, erniedrigt. Die Kursabschwächung beläuft sich auf 1 1/4% gegenüber dem Dollar, so dass der Kursanstieg, der am Tage nach der Entscheidung der britischen Behörden erzielt wurde, auf 1,75% geschrumpft ist.

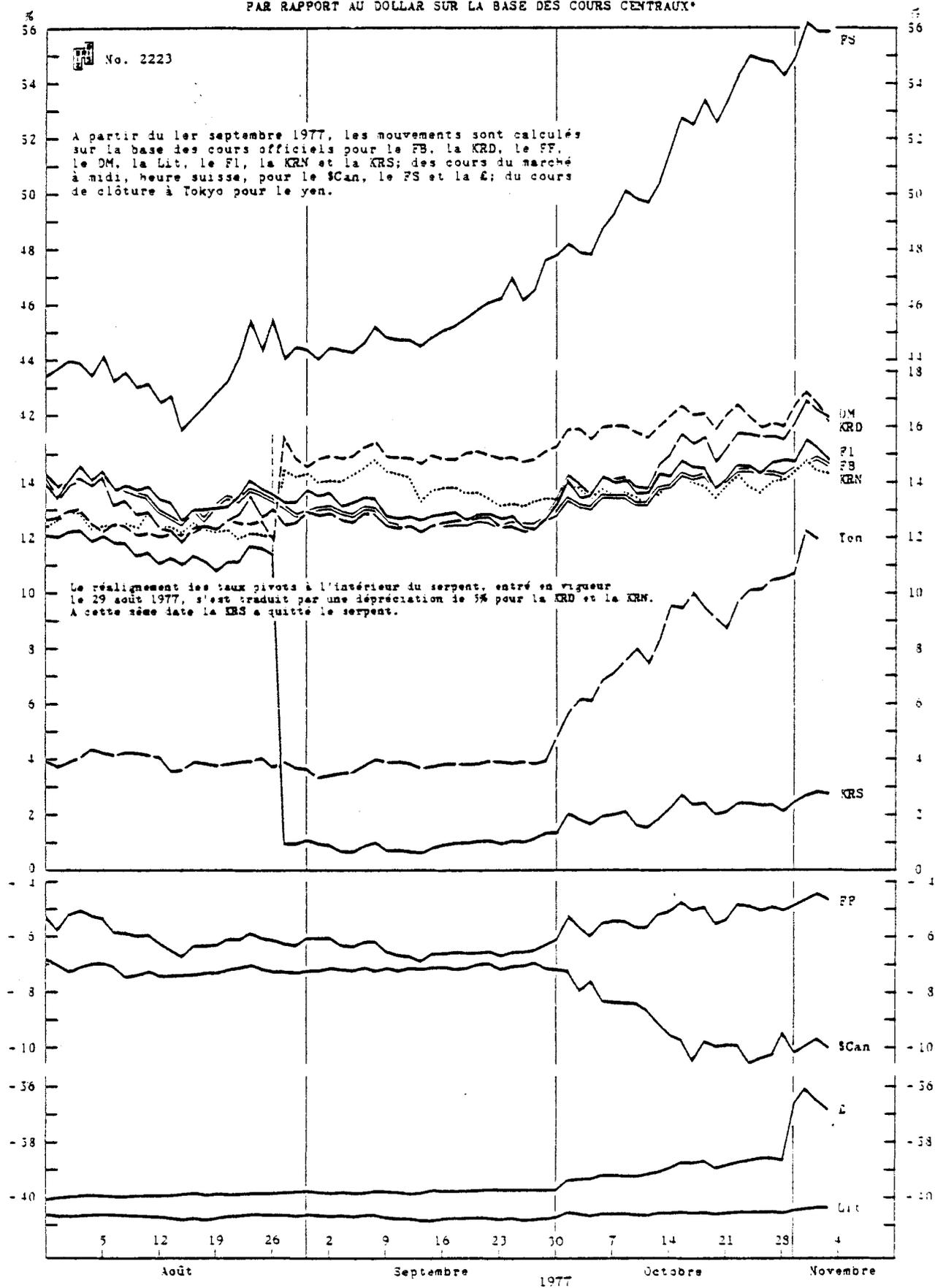
In der Gruppe der Verbundwährungen haben die dänische und die norwegische Krone gegenüber den drei anderen Teilnehmerwährungen etwas nachgegeben. Der Abstand zwischen den zwei skandinavischen Kronen, der die Ausdehnung der "Schlange" darstellt, betrug am 4. November etwas mehr als 2%.

Während sich der französische Franken im Durchschnitt parallel zu den Verbundwährungen entwickelte, konnte sich die Lire gegenüber letzteren gleich stark wie der US-Dollar befestigen. Der Schweizer Franken und vor allem der Yen erfuhren wiederum an allen Plätzen eine manchmal recht deutliche Höherbewertung.

Die Interventionen der Zentralbanken in Dollar haben an Umfang verloren. Ausnahmefälle stellten die Käufe der Bank von Japan und der Bank von Italien dar. Mehrere andere Zentralbanken griffen dagegen mit einigen Verkäufen ein, die sich insgesamt jedoch auf wenig bedeutende Beträge beliefen.

Eine Zentralbank der Gemeinschaft ausserhalb des Währungsverbunds ergänzte ihre Dollarverkäufe durch Abgabe von DM in relativ gemässigtem Umfang.

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



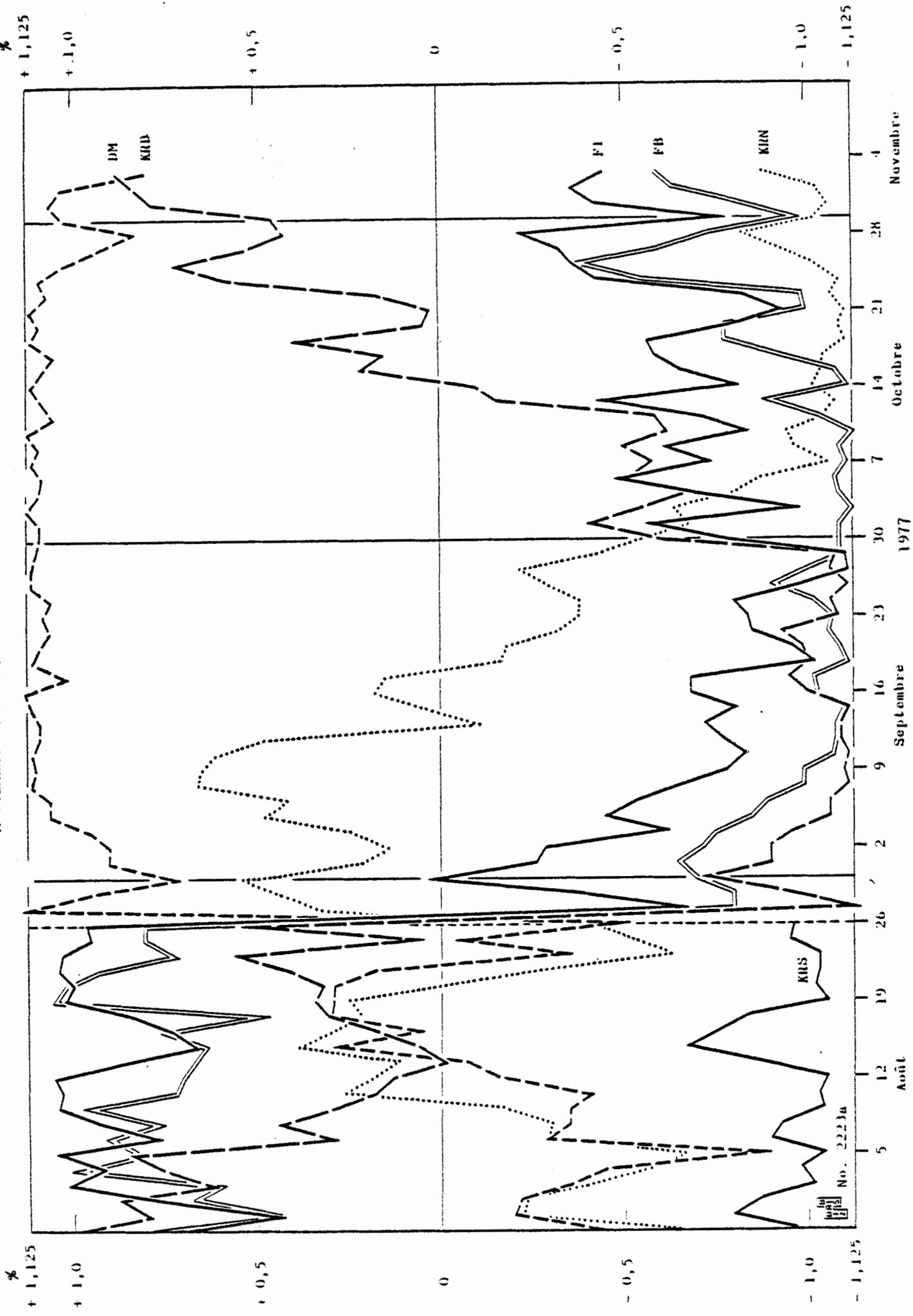
*En vigueur jusqu'au 26.8.1977:
Effectifs, 1 dollar EU =
FB 40,3344; FF 4,60414; FI 2,78113.
Théoriques, 1 dollar EU =
KR 6,74615; DM 2,6167; Lit 523,35;
Yen 277,20; KN 5,93154; KRS 4,90;
FS 3,456. £1 = \$2,3952.

*En vigueur à partir du 29.8.1977:
Effectifs, 1 dollar EU =
FB 40,3344; FF 4,60414; FI 2,78113.
Théoriques, 1 dollar EU =
KR 7,10121; DM 2,6167; Lit 523,35;
Yen 277,20; KN 5,24373; KRS 4,90;
FS 3,456. £1 = \$2,3952.

3 novembre 1977

Pour le dollar canadien, cours d'ouverture du marché au 19 mars 1973: 1\$Can = SEU 1,0030.

MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DU "SERPENT"



3 novembre 1977

Le réajustement des taux pivots à l'intérieur du serpent, entré en vigueur le 29 août 1977, s'est traduit par une dépréciation de 5% pour la KMD et la KRN. A cette même date la KUS a quitté le serpent.

Note: A partir du 1er septembre 1977, les mouvements sont calculés sur la base des cours officiels.