

PROTOKOLL \*  
DER EINHUNDERTSIEBENUNDZWANZIGSTEN SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER  
PRAESIDENTEN DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN  
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT  
BASEL, DIENSTAG, 14. NOVEMBER 1978, 10.00 UHR

---

Anwesend sind: der Gouverneur der Banque Nationale de Belgique und Ausschussvorsitzende, Herr de Strycker, begleitet von den Herren Janson, Vanden Branden und Rey; der Gouverneur der Danmarks Nationalbank, Herr Hoffmeyer, begleitet von Herrn Mikkelsen; der Präsident der Deutschen Bundesbank, Herr Emminger, begleitet von den Herren Gleske und Rieke; der Gouverneur der Banque de France, Herr Clappier, begleitet von den Herren Théron und Lefort; der Generaldirektor der Central Bank of Ireland, Herr Breen, begleitet von Herrn Reynolds; der Gouverneur der Banca d'Italia, Herr Baffi, begleitet von den Herren Sarcinelli und Magnifico; der Präsident der Nederlandsche Bank, Herr Zijlstra, begleitet von den Herren van Hellenberg Hubar, Boot und de Swaan; 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 Ortoli, begleitet von den Herren Mosca, Boyer de la Giroday und Kees; Herr Jaans, Kommissar für die Bankenaufsicht des Grossherzogtums Luxemburg; die Herren Bastiaanse und Floc'h (letzterer in Vertretung von Herrn Heyvaert), Vorsitzende der Expertengruppen; ebenfalls anwesend sind der Generalsekretär des Ausschusses, Herr Schleiminger, sein Beigeordneter, Herr Bascoul, die Herren Scheller und Mortby sowie Herr Lamfalussy.

Der Gouverneur der Bank von Norwegen, Herr Getz Wold, nimmt in Begleitung von Herrn Lie an der Diskussion über Punkt II der Tagesordnung teil.

I. Billigung des Protokolls der 126. Sitzung

Wegen der verspäteten Uebergabe des Protokollentwurfs wird die Billigung auf die Sitzung vom 12. Dezember 1978 verschoben.

---

\* Endgültige, in der Sitzung vom 12. Dezember 1978 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige Aenderungen redaktioneller Art aufweist.

II. Entwicklung auf den Devisenmärkten der Konzertationsteilnehmer in den Monaten September, Oktober sowie in den ersten Novembertagen 1978: Kurzbericht über die Konzertation; Verabschiedung des Ausschussberichts an die Finanzminister der EWG-Länder

A. Kurzbericht über die Konzertation

In Vertretung von Herrn Heyvaert, der zur Zeit krank ist, fasst Herr Floc'h kurz die wesentlichen Punkte des diesem Protokoll beiliegenden Berichts zusammen.

Ferner nimmt der Ausschuss zur Kenntniss, dass die Konzertationsvertreter der EWG-Zentralbanken und der Bank von Norwegen am 13. November eine Sitzung mit dem Ziel abgehalten haben, eine einstimmige Auslegung von Artikel 7 des Mustervertrages zwischen den dem Währungsverbund angehörenden EWG-Zentralbanken und den der assoziierten Länder zu erreichen.

Dieser Artikel, dessen Inhalt mehrmals zu Meinungsverschiedenheiten Anlass gegeben hat, lautet wie folgt: "Falls die Gläubigerwährung gegenüber der Schuldnerwährung auf- oder abgewertet wird oder floatet, verkauft der Gläubiger dem Schuldner gegen Dollar einen ausreichenden Betrag seiner Währung, der dem Schuldner ermöglicht, seine Verbindlichkeiten aus den in diesem Abkommen vorgesehenen Finanzierungsoperationen zu erfüllen. Dieser Verkauf, der auf Wunsch des Schuldners entweder per Kasse oder auf Termin erfolgen kann, wird zum repräsentativen Dollarkurs am letzten Werktag vor dem betreffenden Ereignis am Platz des Gläubigers abgeschlossen. Der Schuldner informiert den Gläubiger vor Ablauf des ersten Werktages, an dem die Aenderung in Kraft getreten ist, ob er die Gläubigerwährung per Kasse oder auf Termin zurückzukaufen wünscht. Falls der Schuldner seine Absicht nicht pünktlich zu erkennen gibt, wird angenommen, dass er die Gläubigerwährung per Fälligkeit der ursprünglichen Vertrages zurückkaufen möchte."

Der Meinungs austausch der Experten ergab eine einstimmige Auslegung der fraglichen Bestimmungen: es wurde klarge stellt, dass der Schuldner im Sinne von Artikel 7 des Mustervertrages nicht auf die ihm in diesem Artikel eingeräumte Wechselkursgarantie verzichten kann. Das heisst, dass er diese Garantie ausnützen muss, indem er die Gläubigerwährung gegen Dollar zurückkauft, wobei der am letzten Werktag vor den in Artikel 7 aufgezählten

Ereignissen gegebene repräsentative Dollarkurs am Platz des Gläubigers zugrundelegen ist. Das Wahlrecht, das der Schuldner nach dem Wortlaut dieses Artikels ausüben kann, beschränkt sich auf die Entscheidung, ob er seine Schulden am ersten Werktag nach Inkrafttreten des betreffenden Ereignisses oder am ursprünglichen Fälligkeitsdatum begleicht.

In Anbetracht des Umstands, dass das normale Verfahren zur Aenderung der bilateralen Assoziierungsverträge durch Brief- oder Telexaustausch langwierig ist, Paritätsänderungen innerhalb der "Schlange" nicht sehr häufig sind und die bilateralen Assoziierungsverträge sowieso komplett revidiert werden müssen, wenn das neue Europäische Währungssystem in Kraft tritt, waren die Experten der Auffassung, dass es genüge, ihr Einvernehmen den Zentralbankpräsidenten zur Kenntnis zu bringen und in Protokoll über die Ausschussberatungen festzuhalten.

#### B. Aussprache des Ausschusses

Der Vorsitzende dankt Herrn Floc'h für seinen Vortrag und begrüsst Herrn Getz Wold.

Herr Getz Wold führt aus, die letzten Monate seien von starken Marktturbulenzen gekennzeichnet gewesen. Wenn die Schwierigkeiten auch im Augenblick anscheinend überwunden seien, gäbe es weiterhin gewisse Spannungen. Ursache der neuen Währungskrise sei wieder einmal die Dollarbaisse gewesen, die zu einer Aufwärtsbewegung der DM geführt habe. Die Spannungen hätten sich noch verschlimmert, als Gerüchte über eine Aufwertung dieser Währung im Währungsverbund aufgetaucht seien. Die häufigen Wechselkurskrisen der Vergangenheit hätten übrigens dazu geführt, dass fast jeder Exporteur, Importeur und Produzent, ob gross oder klein, zum Devisenspekulant geworden sei, was einen destabilisierenden Faktor für die Devisenkursentwicklung darstelle.

Bis zur letzten Anpassung der Verbundleitkurse habe die norwegische Zentralbank für nahezu US\$ 1 Mrd. intervenieren müssen. Angesichts der Höhe des norwegischen Zahlungsbilanzdefizits in laufender Rechnung sei dieser Betrag zwar nicht ungewöhnlich, das "timing" der Interventionen sei aber von der Devisenmarktsituation stark beeinträchtigt worden. Im Anschluss an die Paritätsänderungen habe man schon beobachten können, dass spekulative Positionen glattgestellt worden seien, und die norwegische Zentralbank habe bis zum 10. November für US\$ 220 Mio. Devisen zurückkaufen können.

Die "Schlange" habe erneut gut funktioniert, und die Anpassung der Leitkurse, welche für jeden Beteiligten eine schwierige Wahl gewesen sei, habe sich als erfolgreich erwiesen.

C. Verabschiedung des Berichts des Ausschusses an die Finanzminister der EWG-Länder

Der Ausschuss verabschiedet den Bericht in der diesem Protokoll beigefügten Fassung; wie gewöhnlich wird dieser Bericht anschliessend den Finanzministern übermittelt werden.

III. Prüfung und Verabschiedung des Berichts an den Rat über das Europäische Währungssystem

Der Vorsitzende weist darauf hin, die Stellvertreter hätten am 13. November den Berichtsentwurf vom 1. November 1978 geprüft und einen mit dem 13. November datierten revidierten Text erstellt, der den Zentralbankpräsidenten übergeben worden sei. Er dankt den Stellvertretern für ihre Arbeit, welche die Aufgabe der Zentralbankpräsidenten erleichtert haben dürfte. Deren Aufgabe bestände nun darin, die Sachfragen zu prüfen, über welche noch Meinungsverschiedenheiten beständen, um soweit wie möglich zu einstimmigen Ansichten zu kommen. Dies sei bei Fragen, die direkt in die Zuständigkeit der Zentralbanken fielen, besonders wünschenswert.

Der Ausschuss prüft anschliessend Seite für Seite den Berichtsentwurf, der ihm von den Stellvertretern unterbreitet worden ist. Die bei dieser Prüfung gemachten wesentlichen Bemerkungen sind nachstehend wiedergegeben\*.

A. Bemerkungen über die Funktionen der EWE

Herr Richardson schlägt vor, im vierten Gedankenstrich auf Seite 4 die Wörter "as a basis for the settlement of liabilities arising in the context of very short term financing" durch "as a means of settlement" zu ersetzen.

---

\* Die Darstellung der Interventionen weicht zuweilen von der zeitlichen Reihenfolge ab, um eine Gliederung nach den einzelnen Problemen zu erreichen. Die in diesem Bericht erwähnten Seitenzahlen beziehen sich auf die englische Fassung des Berichtsentwurfs vom 13. November 1978.

Herr Emminger ist nicht für diese Aenderung und gibt der bestehenden Fassung den Vorzug; die Verwendung der EWE als Zahlungsmittel erfordere nämlich eine ausreichende juristische Grundlage, die aber erst in der endgültigen Phase des Europäischen Währungssystems verfügbar sein werde.

Herr Clappier unterstützt den Vorschlag von Herrn Richardson; der Vorschlag entspreche mehr dem Geist von Bremen, als es die restriktive Formel der Stellvertreter tue. Es verstehe sich, dass die Verwendung der EWE als Zahlungsmittel nur unter den juristischen Bedingungen erfolgen könne, die zum Zeitpunkt des Saldenausgleichs gegeben seien.

Herr Zijlstra interpretiert den Text der Stellvertreter dahingehend dass die EWE die im betreffenden Paragraphen aufgeführten Funktionen im Endstadium, nicht aber unbedingt schon im Anfangsstadium erfüllen würde. Er regt an, diese Interpretation durch eine geeignete Textänderung klarzumachen.

Der Ausschuss einigt sich schliesslich darauf, dass die EWE "initially as a basis for the settlement of liabilities arising in the context of very short term financing and ultimately as a means of settlement" verwendet würde.

Herr Ortoli gibt seiner Sorge darüber Ausdruck, dass der Ausschuss eine Formel gewählt habe, welche die Aussichten auf einen schnellen Aufbau des Europäischen Währungssystems zu sehr beschränke.

Herr Emminger fragt sich, ob man nicht im Bericht die Konsequenzen erwähnen müsse, welche das Ausscheren einer Währung für die verschiedenen Funktionen der EWE hätte, und ob man nicht sagen sollte, dass für diese Fälle geeignete Bestimmungen vorzusehen seien; eine solche Erwähnung befinde sich im Bericht des Währungsausschusses, und der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten könnte sich daran inspirieren.

Herr Clappier versteht Herrn Emmingers Sorge, hält es aber nicht für angebracht, im jetzigen Stadium dieses Problem zu erwähnen, da dieser Bericht von der Annahme ausgehe, dass alle Währungen am System teilnehmen.

Der Vorsitzende erinnert daran, dass der Ausschuss bei der letzten Sitzung übereingekommen sei, die Eventualität eines "opting out" nicht zu erwähnen, da eine solche Erwähnung als Zweifel an der Fähigkeit gewisser Länder, am System teilzunehmen bzw. die Teilnahme aufrechtzuerhalten, interpretiert werden könne. Wenn der gesamte Bericht auf der Annahme beruhe, dass alle EWG-Mitgliedsländer von Anfang an am neuen Europäischen Währungssystem teilnehmen würden (vgl. Seite 2 des Berichtsentwurfs), sei es

selbstverständlich, dass für den Fall eines "opting out" praktische Vorkehrungen getroffen werden müssten.

#### B. Bemerkungen zum Funktionieren des Divergenzindikators

Herr Emminger ist der Ansicht, dass die auf den Seiten 4 und 5 erwähnte Anlage, welche das Funktionieren des EWE-Divergenzindikators darlege, selbst nicht zu Illustrationszwecken den Finanzministern vorgelegt werden solle. Der Text müsse noch einmal von den Zentralbankpräsidenten überprüft werden; dies könne aber erst zu einem späteren Stadium geschehen.

Herr Ortoli meint, die Tragweite der Vermutung zum Handeln sei eine der Hauptfragen, über welche die Finanzminister bei ihrer Tagung vom 20. November 1978 diskutieren würden; nur in voller Kenntnis der Tragweite dieser Vermutung könnte der Europäische Rat im Dezember eine Entscheidung treffen.

Herr Clappier erinnert daran, dass der Ministerrat die Zentralbankpräsidenten ausdrücklich aufgefordert habe, das Funktionieren des EWE-Divergenzindikators zu studieren; dieser Aufforderung müsse der Ausschuss nachkommen. Er schlägt daher vor, den Text, welchen die Belgische Nationalbank mit dem Ziel erarbeitet habe, die Meinungsverschiedenheiten zu überbrücken, beizubehalten, dabei aber die Vorbehalte einiger Zentralbankpräsidenten gegenüber diesem Text hinzuzufügen. Die Bank von Frankreich selber habe mehrere Vorbehalte; der Hauptvorbehalt betreffe die Frist von fünf Werktagen.

Diese Bestimmung würde dazu führen, dass die intramarginalen Interventionen im neuen System noch weniger häufig wären, als sie es in der jetzigen "Schlange" seien. Alle Simulationsrechnungen zeigten nämlich, dass die Fälle, in denen zwischen dem Läuten der Alarmglocke und der Auslösung von verbindlichen Interventionen an den Interventionspunkten fünf Tage vergingen, selten seien.

Der Vorsitzende führt aus, der Vermerk der Belgische Nationalbank sei in dem Bestreben geschrieben worden, zwischen den Anhängern eines Kreuzparitätensystems und denen eines Interventionensystems auf der Grundlage eines Währungskorbes einen gerechten Kompromiss zu suchen. Der Text sei verhältnismässig lang und nuanciert, um der Vielfalt der möglichen Umstände und den zwei unterschiedlichen Lösungswegen Rechnung zu tragen. Es sei müssig, eine Darstellung finden zu wollen, welche alle Parteien befriedige; andererseits

könne die Vermutung des Handelns nur von Wert sein, wenn ihr Inhalt präzisiert sei. Aus diesem Grund sei es notwendig, den Vermerk über die normative Tragweite der Vermutung zum Handeln in der einen oder der anderen Form beizubehalten; dabei verstehe es sich, dass es sich nicht um eine Entscheidung der Zentralbankpräsidenten zu Gunsten dieser Konzeption handele, da ja die endgültige Entscheidung erst vom Europäischen Rat im Dezember getroffen werde.

Herr Emminger räumt ein, es sei notwendig, den Ministern ein Dokument vorzulegen, das die Tragweite der Vermutung des Handelns illustriere, jedoch eigne sich der belgische Vermerk hierzu nicht. Die Deutsche Bundesbank habe einen Vermerk ausgearbeitet, welcher sich auf die wesentlichen Züge des Systems beschränke, da es müßig sei, im voraus alle möglichen Umstände definieren zu wollen. Man müsse im Auge behalten, dass das neue System einen experimentellen Charakter habe und daher nach einer gewissen Zeit im Lichte der Erfahrung überprüft und präzisiert werden müsse.

Herr Clappier meint, die Fünftagesfrist, welche sowohl das belgische Papier als auch der deutsche Vorschlag vorsehe, beinhalte das Risiko, dem Ziel, Spannungen innerhalb des Systems zu vermeiden, zuwiderzulaufen.

Der Vorsitzende ist der Ansicht, es sei wenig nützlich, eine Aktion auszulösen, ohne einen Beobachtungszeitraum abgewartet zu haben.

Herr Clappier versteht, dass eine Aktion erst nach Ablauf einer gewissen Beobachtungsperiode ausgelöst werden sollte, aber diese Beobachtungsperiode sollte eher Stunden als Tage betragen, da man sonst den eigentlichen Zweck des Divergenzindikators verfehle.

Herr Emminger macht den Ausschuss darauf aufmerksam, dass die von der Bundesbank vorgeschlagene Konzeption unverzügliche Konzertationen und Massnahmen vorsieht. Lediglich die formelle Konsultation zwischen Zentralbanken werde erst dann ausgelöst, wenn die Divergenz länger als an fünf aufeinanderfolgenden Tagen bestehe.

Herr Clappier erklärt, das deutsche Papier stelle keine Diskussionsgrundlage dar, da der Text keinerlei Kompromissbereitschaft erkennen lasse; es sei besser, dieses Papier nicht dem Bericht des Ausschusses beizufügen, sofern man nicht ebenfalls ein Papier hinzufüge, das die andere Extremposition darlege.

Herr Richardson schlägt vor,  
- auf Seite 4, 4. Zeile, nach "would be presumed" die Wörter "or, as some Governors consider, obliged" einzufügen,

- auf Seite 5 den jetzigen Text des letzten Absatzes durch folgenden Wortlaut zu ersetzen: "The views of the Governors still differ as regards the emphasis to be laid on interventions as the primary objective of the proposed presumption to act",
- das belgische Papier in der bestehenden Fassung als Illustration des belgischen Kompromisses beizulegen.

Herr Emminger wünscht, dass das Papier der Bundesbank als weitere Anlage dem Ausschussbericht beigelegt wird.

Der Vorsitzende stellt fest, der Ausschuss sei damit einverstanden, sowohl die Vorschläge von Herrn Richardson als auch diejenigen von Herrn Emminger zu berücksichtigen und den Berichtstext in diesem Sinne zu ändern. Der Ausschuss hält auch fest, dass die zwei Anlagen, wie Herr Richardson deutlich gemacht hat, nicht die Gesamtheit der Möglichkeiten decken, welche alle Zentralbankpräsidenten gutheissen könnten.

Herr Magnifico verlangt nicht, dass das Papier der Belgischen Nationalbank geändert wird, hält er aber für angebracht zu präzisieren, dass die Mindestfrist von fünf Tagen nur zur Anwendung käme, wenn es keine starken Spannungen im Wechselkurssystem gäbe.

#### C. Bemerkungen zum Umfang der Schwankungsbreiten

Herr Baffi schlägt hinsichtlich des Umfangs der Schwankungsbreiten, welche die Nichtverbundmitglieder wählen können, folgenden Text vor: "The Governors believe that, at least in the initial stage, non-"snake" members should have the option to apply wider margins. This option should be exercised on the understanding that wider spot margins do not exceed 6 per cent. and may not result in the creation of more than two bands of fluctuation in the new European monetary system."

Herr Clappier führt aus, die Anwendung von weiteren Schwankungsbreiten sei vom Bremer Europäischen Rat ausdrücklich vorgesehen worden. Er fürchtet allerdings, dass eine zu grosse Kluft zwischen den Margen Probleme mit sich bringen könnte, und möchte daher Herrn Baffis Formel nur dann akzeptieren, wenn klargestellt würde, dass diese weiteren Margen nach Massgabe der wirtschaftlichen Entwicklung nach und nach reduziert würden.

Herr Richardson unterstützt Herrn Clappiers Anregung, wobei er hinzufügt, dass er die Bezugnahme im Bericht auf zwei Schwankungsbreiten für nicht sehr zweckmässig ansieht. Das Ziel des Europäischen Währungssystems sei es,



bei der Wirtschaftspolitik, der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit und den Wechselkursen der EWG-Länder ein Annäherung zu erzielen. Von diesem Gesichtspunkt aus sei die Wahl einer mittleren Position innerhalb der Spanne von 2,25 und 6% ein Ergebnis, das nur willkommen sein könnte.

Herr Hoffmeyer fragt sich, ob die Anwendung einer so weiten Marge nicht das Funktionieren des Divergenzindikators beeinträchtigen müsse.

Herr Janson meint, die Anwendung von unterschiedlichen Margen kompliziere das Funktionieren des Divergenzindikators, wenngleich die Schwierigkeiten nicht unüberwindlich wären, insbesondere wenn nur ein Land eine grössere Bandbreite wähle. Man müsse jedoch im italienischen Fall entscheiden, ob die Abweichungsschwellen auf der Grundlage von 2.25 oder 6% berechnet werden sollten. Nach den Diskussionen im Währungsausschuss zu urteilen, seien die italienischen Behörden anscheinend für die zweite Lösung.

Herr Baffi erklärt, die italienischen Behörden hätten den unteren Wert der ursprünglich vorgetragenen Spanne in der Annahme gewählt, dass die Abweichungsschwellen bei 75% der erweiterten Schwankungsbreite liegen würden. Wenn eine andere Lösung gewählt würde, müssten sie ihre Position überprüfen.

Der Ausschuss einigt sich schliesslich auf den folgenden Text:  
"The Governors believe that, at least in the initial stage, non-"snake" countries should have the option to apply wider margins. This option should be exercised on the understanding that wider spot margins do not exceed 6 per cent. and would be progressively narrowed when economic conditions permitted."

#### D. Bemerkungen zur Koordinierung der Politik gegenüber Drittwährungen

Herr Richardson schlägt vor, den letzten Satz dieses Abschnitts wie folgt zu formulieren: "While the difficulties of pursuing a common policy with a view to stabilising the rates of a third currency are obvious, it is nonetheless desirable to avoid applying incohesive national policies in respect of interventions in third currencies."

Herr Emminger meint, Herrn Richardsons Formulierung mache den Eindruck, als ob eine Stabilisierung des Dollarkurses möglich sei, was aber in Wirklichkeit die Fähigkeit der EWG-Länder übersteige.

Der Ausschuss einigt sich schliesslich auf die folgende Formulierung:  
"While the difficulties of pursuing a common policy towards a third currency are obvious, it is nonetheless ...".

E. Bemerkungen zum Kreditsystem

Die Aussprache des Ausschusses konzentriert sich auf den letzten Satz des ersten Absatzes, der in eckigen Klammern steht und wie folgt lautet: "The Governors therefore, and because of legal and technical difficulties, agreed to propose for the immediate future that the support mechanisms be expanded in their present form pending solution of the problems to which implementation of a revamped system would give rise."

Herr Emminger schlägt vor, den Text ab "pending solution ..." zu streichen. Es sei ja schon klar gesagt worden, dass die augenblickliche Struktur des Beistandsmechanismus nur für die nahe Zukunft und nicht endgültig beibehalten werde.

Herr Clappier wünscht, dass der ganze zur Debatte stehende Satz gestrichen wird, um die bestehenden Meinungsverschiedenheiten unter den Zentralbankpräsidenten klarer herauszustellen und die Minister zu bitten, diese Frage zu entscheiden.

Der Vorsitzende führt aus, der fragliche Satz lasse die Frage einer strukturellen Anpassung des kurzfristigen Währungsbeistands in weiter entfernt liegender Zukunft offen, während man sich für die unmittelbare Zukunft angesichts der bestehenden Meinungsverschiedenheiten über das reformierte System für die Beibehaltung der bestehenden Struktur ausspreche.

Herr Clappier präzisiert, er halte es für machbar, das reformierte System in unmittelbarer Zukunft zu realisieren. Die Probleme seien mehr politischer als technischer und juristischer Natur und sollten von den Ministern gelöst werden.

Herr Richardson unterstützt den Vorschlag von Herrn Clappier.

Herr Emminger meint, juristische und technische Probleme seien einer der wichtigsten Gründe, weswegen die deutschen Behörden keine Möglichkeit zur Realisierung des reformierten Systems sähen; er verlangt, diesen Aspekt zu bewahren.

Der Ausschuss kommt schliesslich überein,

- den oben erwähnten Satz zu streichen,
- den vorangehenden Satz wie folgt zu ergänzen: "On the other hand, a number of the Governors saw in the system legal and technical difficulties and expressed concern ... (Rest unverändert)."

Hinsichtlich der Kredithöhe fragt der Vorsitzende, ob der Ausschuss den Kompromissvorschlag akzeptieren könne; dieser sehe vor, den kurzfristigen Währungsbeistand auf ein effektives verfügbares Kreditvolumen von EWE 15 Mrd. zu bringen,

Herr Emminger erklärt, er sei nicht in der Lage, diesen Vorschlag anzunehmen; die Bundesbank halte an ihrem Vorschlag fest, den sie in der Sitzung vom 9. Oktober 1978 gemacht habe.

Herr Zijlstra ist nicht in der Lage, sich über die im Kompromissvorschlag genannten Zahlen zu äussern. Er verspricht jedoch, dem Vorsitzenden noch vor dem 20. November die Position der Niederländischen Bank mitzuteilen; diese Position werde jedoch unabhängig davon formuliert, ob der mittelfristige Beistand eventuell erhöht würde; ausschlaggebend sei vielmehr, was die Niederländische Bank ihren Partnern an Kredit geben zu können glaube.

Herr Clappier unterstreicht, solange der mittelfristige Beistand nicht zwecks Erreichen eines Gesamtbetrags von EWE 25 Mrd. erhöht worden sei, würde der Vorschlag des Vorsitzenden nur einen Gesamtbetrag von EWE 20 Mrd. bei den kurz- und mittelfristigen Beistandskrediten ergeben.

Herr Richardson meint, die Frage einer Erweiterung des kurzfristigen Währungsbeistands sei eng mit dem Problem einer Erhöhung des mittelfristigen Beistands verbunden. Da letzterer aber in die Kompetenz der Minister falle, sei es für die Zentralbankpräsidenten sehr schwierig, einen Kompromiss zu erzielen.

Herr Hoffmeyer erklärt, er sei bereit, den Kompromissvorschlag des Vorsitzenden zu akzeptieren.

Im Anschluss an diese Wortmeldungen kommt der Ausschuss überein, im Bericht zu erwähnen, dass der Vorsitzende des Ausschusses einen Kompromissvorschlag gemacht habe, dem aber nur einige Zentralbankpräsidenten beigetreten seien; der Wortlaut des Berichtsentwurfs wird entsprechend geändert werden.

Hinsichtlich der Kreditdauer erklärt Herr Emminger, er sei nicht in der Lage, seinen Vorbehalt gegenüber der Ausdehnung der Laufzeit der sehr kurzfristigen Anfangsfinanzierung auf 60 Tage ab Monatsende aufzuheben; er sei durch eine Entscheidung des Zentralbankrats der Deutschen Bundesbank gebunden. Er bezweifelt ferner, dass sich der Ausschuss jemals darauf geeinigt habe, die kombinierte Maximallaufzeit der automatischen sehr kurzfristigen Finanzierung und des kurzfristigen Währungsbeistands von 10 bis 11 Monaten auf 14 bis 15 Monate auszudehnen.

Der Vorsitzende erinnert daran, dass kein Zentralbankpräsident gegen diese Formel, die im mündlichen Bericht des Ausschusspräsidenten bei der Ratstagung vom 16. Oktober 1978 gestanden hätte, Einwendungen erhoben habe.

Herr Zijlstra hält ebenfalls seinen Vorbehalt gegenüber der Ausdehnung der Laufzeit der sehr kurzfristigen Finanzierung aufrecht. Er hält es nicht für notwendig, die Möglichkeit eines Aufschiebs der Erstfälligkeit zu formalisieren; dies könne wie in der Vergangenheit im gegenseitigen Einvernehmen zwischen Schuldner und Gläubiger erfolgen.

Herr Hoffmeyer fragt sich, ob ein Kompromiss nicht darin bestehen könnte, zugunsten der Verlängerung der sehr kurzfristigen Finanzierung auf 60 Tage ab Monatsende auf die Möglichkeit einer zweiten Verlängerung im kurzfristigen Währungsbeistand zu verzichten; erstere Aenderung wäre nämlich von grösserer Wichtigkeit für die Möglichkeit, von einer eventuellen Umkehrung der Positionen der Währungen im Wechselkurssystem zu profitieren.

Herr Ortoli ist sehr enttäuscht über die Haltung, die einige Zentralbanken gegenüber einer Frage einnehmen, die für die Glaubwürdigkeit und das technische Funktionieren des Europäischen Währungssystems von wesentlicher Bedeutung sei.

#### F. Bemerkungen zum Saldenausgleichssystem

Herr Janson schickt voraus, dass sich die Stellvertreter während ihrer Sitzung vom 13. November selbst auf grundsätzlicher Ebene nicht über alle Implikationen des Saldenausgleichssystems hätten einigen können. Es sei daher angebracht, dass der Ausschuss die Heyvaert-Gruppe bittet, diese Implikationen gründlich zu studieren, damit die Zentralbankpräsidenten geeignete Vorkehrungen treffen könnten. Andererseits sei es nicht als nützlich angesehen worden, zum jetzigen Zeitpunkt den Ministern zu viele technische Einzelheiten vorzulegen.

Der Ausschuss beschliesst einige Aenderungen redaktioneller Art auf den Seiten 9 und 10; er kommt ausserdem überein, den in eckigen Klammern auf Seite 10 stehenden Text über die periodische Anpassung der EWE-Guthaben unverändert beizubehalten, wobei sich verstehe, dass die in diesem Paragraph aufgeworfenen Fragen von den Experten geprüft würden.

Herr Janson meint, die Anpassungen könnten nach zwei alternativen Methoden erfolgen, über die aber das Kommuniqué von Bremen keine eindeutigen Angaben mache. Trotz sehr langer Diskussionen hätten sich die Stellvertreter weder über die eine noch die andere verständigen können, und unter diesen Bedingungen dürfte mangels eindeutiger Direktiven hinsichtlich der zu wählender Methode die Aufgabe der Heyvaert-Gruppe praktisch unmöglich werden.

Herr Magnifico meint, die Verpfändung von Währungsreserven sei eine Technik, die für Kreditoperationen, aber nicht im Hinblick auf die Ziele des Kommuniqué von Bremen geeignet sei; im Einklang mit diesem Kommuniqué schlägt er vor, den Ausdruck "pledging" durch "depositing" zu ersetzen. Ferner fragt sich Herr Magnifico, welche Instanz über die Art der Reserveeinzahlungen entscheide.

Der Vorsitzende stellt fest, der Ausschuss habe keine Einwendungen gegen Herrn Magnificos Aenderungsvorschlag; zu dessen Frage sagt der Vorsitzende, dass es sich um eines der Probleme handle, über welche die Zentralbankpräsidenten als Mitglieder des EFWZ-Verwaltungsrats entscheiden würden, sobald die Errichtung des Europäischen Währungssystems beschlossen sein werde.

Herr Emminger führt aus, das für die EWE-Verzinsung vorgesehene Verfahren setze voraus, dass der EFWZ eigene Einnahmen hätte; dies hänge aber von der Form ab, in der die Reserveeinzahlungen in der Uebergangsperiode erfolgen würden, und diese Frage sei noch nicht entschieden.

Der Vorsitzende

- erinnert daran, dass in der letzten Sitzung vom 30. Oktober 1978 alle Zentralbankpräsidenten der vorgeschlagenen Methode zugestimmt hätten,
- meint, dass diese Methode nicht die Frage beeinträchtige, in welcher Form die Reserveeinzahlungen erfolgen würden; der entsprechende Wortlaut stelle lediglich klar, dass die Einnahmen des EFWZ an die Zentralbanken verteilt würden.

Herr Zijlstra interpretiert den Text dahingehend, dass die Verzinsungsformel dann Anwendung finden würde, wenn der EFWZ über eigene Einnahmen verfügen würde. Die einheitliche Behandlung der EWE-Guthaben hinsichtlich ihrer Verzinsung sollte nicht notwendigerweise einen einheitlichen Zinssatz bedeuten; dieser solle vielmehr nach Massgabe der Kreditdauer variieren.

Herr Emminger erklärt, er akzeptiere den vorliegenden Wortlaut, unter dem Vorbehalt, dass damit kein Präjudiz für die Frage geschaffen werde, in welcher Form die Reserveeinzahlungen erfolgen würden.

\* \* \*

Der Vorsitzende schliesst die Debatte mit dem Hinweis, dass die in dieser Sitzung beschlossenen Aenderungen in den endgültigen Text übernommen würden; der Bericht gehe sodann dem Vorsitzenden des Ministerrates zu.

IV. Prüfung des Berichts Nr. 13 der Expertengruppe Bastiaanse über die Geldpolitik in den EWG-Mitgliedsländern

Wegen der vorgerückten Stunde wird diese Prüfung auf die nächste Sitzung verschoben. Sie wird durch Vorträge von Herrn Bastiaanse und Herrn Lamfalussy eingeleitet werden.

V. Verlängerung der Swap-Abkommen zwischen der Federal Reserve Bank von New York und den EWG-Zentralbanken

Dieser Punkt wird auf die Dezembersitzung verschoben.

VI. Analyse der 113. Folge der Arbeitsdokumente (statistische Daten und Zusammenfassung der Ereignisse und Massnahmen in der Gemeinschaft)

Wegen der vorgerückten Stunde nimmt der Ausschuss diese Analyse nicht vor.

VII. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

Weitere Fragen stehen nicht an.

VIII. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Die nächste Sitzung findet am Dienstag, den 12. Dezember 1978, um 10.00 Uhr in Basel statt.

\* \* \*

Herr Richardson versichert dem Vorsitzenden im Namen des Ausschusses die Wertschätzung der Zentralbankpräsidenten für die Arbeit des Vorsitzenden und dessen Mitarbeiter sowie für die Souveränität und Liebenswürdigkeit, mit der jener die Debatten geführthabe. Alle Zentralbankpräsidenten dürften sicherlich die Enttäuschung des Vorsitzenden über das Ergebnis der heutigen Sitzung teilen.

Herr Clappier stimmt in die Dankesworte von Herrn Richardson ein. Als er im letzten Frühjahr den Vorsitz im Ausschuss ausschlug, habe er nichts vor Umfang und der Bedeutung der Arbeit gewusst, die auf den Vorsitzenden wartete.

Der Vorsitzende nutzt die Gelegenheit, um Herrn Clappier zu versichern, wie sehr sich die Zentralbankpräsidenten gefreut hätten, dass jener für ein weiteres Jahr als Gouverneur der Bank von Frankreich amtieren werde.

14. November 1978

Ausschuss der Präsidenten  
der Zentralbanken der Mitgliedstaaten  
der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft

VertraulichÜebersetzung

---

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

---

SEPTEMBER UND OKTOBER 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 September und Oktober sowie in den ersten Novembertagen 1978.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Die beiden abgelaufenen Monate waren von einer starken Akzentuierung der an den Devisenmärkten gegenüber dem US-Dollar vorherrschenden Vertrauenskrise gekennzeichnet.

Ohne Zweifel liess die amerikanische Währung einige Anzeichen von Widerstand insbesondere am Ende der ersten 10 Tage des Monats September und dann bei Abschluss der Konferenz von Camp David erkennen, oder auch aufgrund günstiger technischer Faktoren; die Grundtendenz blieb jedoch gefährlich gedrückt. Die historischen Tiefpunkte wurden nacheinander an vielen Marktplätzen unterschritten, wobei das Klima geprägt wurde von der Unruhe über die Verzögerung bei der Ankündigung des amerikanischen Antiinflationprogramms und von der Ungewissenheit über die Tragweite des Kompromisses hinsichtlich des Energieprogramms, das endlich vom amerikanischen Kongress verabschiedet worden war.

Weder die Erhöhung der Zinssätze in den USA und am Eurodollarmarkt, noch die - mitunter bedeutenden - Interventionen der Zentralbanken vermochten auf Dauer den Kurs des Dollars zu stabilisieren.

---

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



Die Abwärtsbewegung des Dollars war indessen sowohl zeitlich als auch an den verschiedenen Plätzen stark unterschiedlich ausgeprägt.

Während des Monats September fand sie insbesondere gegenüber dem Schweizer Franken statt. Nachdem der Bewertungsverlust am 26. September gegenüber Ende August ein Maximum von 12,5% erreicht hatte, verringerte er sich bis zum Monatsende auf 5,50%. Während des Monats beschränkte sich der Rückgang des Dollars gegenüber den Währungen der "Schlange" auf durchschnittlich 2,25% und gegenüber den anderen Währungen auf 1%.

Vor allem im Oktober beschleunigte sich dann die Abwärtsbewegung des US-Dollars: zunächst auf die Plätze der "Schlangen"-Währungen beschränkt, erfasste sie schliesslich auch alle übrigen Finanzzentren.

Für beide Monate zusammen genommen beläuft sich der Rückgang des US-Dollars im Durchschnitt auf 12,5% gegenüber den Verbundwährungen, 9,5% in Zürich, 8,5% in Paris, 7,4% in Stockholm und in Tokyo, 7% in London und 5,5% in Rom.

Die D-Mark wies eine sehr feste Haltung auf, wozu die Spekulation gegen den Dollar und die Ueberzeugung des Markts beitrugen, dass eine Anpassung der Paritäten vor der Errichtung des neuen europäischen Währungssystems unumgänglich wäre. Nachdem die deutsche Währung bereits Ende August die vorderste Position in der "Währungsschlange" einnahm, vergrösserte sie nach und nach den Abstand zwischen sich und ihren Partnern; es mussten beträchtliche Interventionen an den Limitkursen vorgenommen werden.

Diese Entwicklungen führten schliesslich zu dem von den Finanzministern der betreffenden Länder am 15. Oktober in Luxemburg gefassten Beschluss, die D-Mark um 4% und den Gulden sowie den belgischen Franken um 2% gegenüber der EWRE aufzuwerten.

Am Tage nach diesem Beschluss hatte sich die Physiognomie der "Währungsschlange" spürbar verändert: Die D-Mark notierte unterhalb ihres neuen Leitkurses gegenüber der dänischen und der norwegischen Krone, behielt jedoch ein leichtes Agio gegenüber dem Gulden und dem belgischen Franken. Diese Kurse wichen jedoch praktisch nicht von den Kursen am 13. Oktober ab.

In der Folge gesellten sich die norwegische Krone und die D-Mark zu den Benelux-Währungen und bildeten Ende Oktober eine Gruppe, der gegenüber die dänische Krone durchschnittlich ein Aufgeld von nahe 2% aufwies.

Der Schweizer Franken blieb sehr fest. Gegenüber dem Dollar erreichte er im Verlauf der letzten Septemberwoche einen historischen Höchstkurs von sfr 1,4510/1 \$. Angesichts des Ausmasses dieser Höherbewertung (+12,5%), ergriffen die Schweizer Währungsbehörden Massnahmen, die im wesentlichen einerseits eine energischere Interventionspolitik an den Devisenmärkten gegenüber dem Dollar und anderen Währungen und andererseits die Förderung von Ausleihungen und Investitionen in Schweizer Franken im Ausland beinhalteten. Die Wirkung trat sofort ein: das Kursverhältnis Schweizer Franken/DM, das am 26. September bei weniger als sfr 76/100 DM lag, hatte sich Anfang Oktober auf sfr 82,5/100 DM zurückgebildet. Ende Oktober lag es bei 85,50.

Der Wert des Pfund Sterlings erhöhte sich gegenüber dem Dollar, ging jedoch gegenüber zahlreichen anderen Währungen, insbesondere gegenüber den "Schlangen"-Währungen (etwa -5,50% im Durchschnitt) zurück. Der Index seines effektiven Wechselkurses lag Ende Oktober gleichwohl bei 63,31 gegenüber 62,40 Ende August (Washingtoner Währungskonferenz = 100).

Der französische Franken machte gegenüber dem Dollar Boden gut (+8,5%) und überschritt Ende Oktober sogar das Kursverhältnis von \$ 0,25/1 FF, wengleich er in gewissem Ausmass unter dem Einfluss des nach der Sommerpause in Frankreich vorherrschenden sozialen Klimas stand: gegenüber den Verbundwährungen wies er einen Rückgang von durchschnittlich 4% auf.

Nach den Dollarinterventionen der Bank von Italien zu urteilen, die im Unterschied zu den vorangegangenen Monaten nur einen leicht positiven Saldo im September und Nettoverkäufe im Oktober verzeichneten, sowie gemessen an der Kursentwicklung, hielt sich die italienische Lira weniger gut. Sie verzeichnete den geringsten Anstieg gegenüber dem Dollar, nämlich 5,8%, was ihren Kursrückgang an allen europäischen Plätzen erklärt. Gegenüber den Verbundwährungen beziffert sich die Abwertung der Lira auf durchschnittlich 7%. Es sei daran erinnert, dass die Bank von Italien ihren Diskontsatz von 11,50 auf 10,50% gesenkt hat.

Der Kursgewinn der schwedischen Krone gegenüber dem Dollar beläuft sich auf 7,90%; er wurde nahezu gänzlich während der zweiten Oktoberhälfte erzielt.

Der starke Aufwärtsdruck, dem der Yen während des Sommers ausgesetzt war, hat gegenwärtig nachgelassen; im Verlauf der ersten Septemberhälfte

hatte sich der US-Dollar sogar leicht in Tokyo befestigen können; bald kam es jedoch zu einer Umkehr der Kursentwicklung, die sich in der zweiten Oktoberhälfte beschleunigte, an deren Ende die Baisse ein Rekordtief von Yen 176,05/1 \$ erreichte. Die Höherbewertung des Yen gegenüber der amerikanischen Währung beläuft sich für die beiden Monatsmonate per saldo auf 7,90%.

Auch diesmal wieder war allein der kanadische Dollar in New York abwärts gerichtet. Angesichts dieser Situation erhöhte die Bank von Kanada ihren Diskontsatz in zwei Schritten von 9 auf 10,25%.

Nachstehend sind die in Prozent ausgedrückten Kursabstände zwischen den verschiedenen Notierungen des Dollars am 31. Oktober 1978, dem Tag vor seiner spektakulären Erholung, und jenen am 30. Dezember 1977 angegeben:

Brüssel	- 17,51
Frankfurt	- 17,50
Amsterdam	- 17,83
Kopenhagen	- 17,70
Oslo	- 9,43
Paris	- 15,25
London	- 8,80
Zürich	- 26,07
Rom	- 9,41
Stockholm	- 12,55
Tokyo	- 26,65
Ottawa	+ 6,37

## II. DIE INTERVENTIONEN GEGEN US-DOLLAR

Parallel zur Entwicklung der Dollarkurse wiesen die Interventionskäufe der Zentralbanken an den Devisenmärkten im Oktober ein sehr viel höheres Volumen als im September auf. Zudem saldierten sich die Interventionen im Oktober zu Käufen in Höhe von \$ 6 Mrd., während sie im Monat davor, was recht aussergewöhnlich war, Nettoverkäufe von insgesamt \$ 730 Mio. ergaben; letztere gingen im wesentlichen auf Verkäufe der Bank von Kanada zurück.

In beiden Monatsmonaten zusammengenommen betrugen die Käufe insgesamt \$ 12,1 Mrd. und die Verkäufe \$ 6,8 Mrd. Ihre Aufteilung unter die Zentralbanken ist sehr ungleich.

Die Schweizerische Nationalbank vor allem, die Federal Reserve Bank von New York und die Bank von Japan haben die bedeutendsten Nettokäufe am Markt getätigt.

Die Schweizerische Nationalbank hat übrigens nahezu 30% ihrer Käufe für die Konversion von ausländischen Schweizerfranken-Anleihen verwendet. Die Deutsche Bundesbank ihrerseits hat fast den gesamten Betrag ihrer Aufkäufe für die Konversion von ausländischen D-Mark-Anleihen bereitgestellt.

Die Bank von Italien, die Bank von Kanada und die Bank von England haben sowohl Käufe als auch Verkäufe zu hohen Beträgen getätigt. Der Saldo dieser Operationen wies für die Bank von England ein grosses Plus auf, war für die Bank von Italien leicht positiv, für die Bank von Kanada jedoch stark defizitär. Die Bank von Frankreich, die Schwedische Reichsbank und die Norwegische Bank haben in beiden Richtungen mit relativ weniger bedeutenden Beträgen interveniert. In allen drei Fällen saldierten sich die Operationen zu Nettoverkäufen von Dollar.

### III. DIE INTERVENTIONEN IN EUROPÄISCHEN WÄHRUNGEN

Im Währungsverbund wurden die Schwankungen der Kurse zwischen der Deutschen Mark und den vier Partnerwährungen während des Zeitraums vom 1. September bis zum 13. Oktober mittels bedeutender Interventionen im Gegenwert von insgesamt nahezu \$ 4 Mrd. innerhalb der vorgesehenen Bandbreiten gehalten. Diese waren in Höhe von 90% Gegenstand einer Finanzierung durch den EFWZ bzw. im Rahmen eines bilateralen Abkommens.

Nach der am 15. Oktober vorgenommenen Anpassung der Leitkurse kam es seitens der Niederländischen Bank innerhalb der Bandbreite zu einigen Abgaben von dänischen Kronen in Höhe eines geringen Gesamtbetrags. Auch diese Interventionen waren Gegenstand einer Finanzierung über den EFWZ. Auf der andern Seite waren die Belgische Nationalbank und die Bank von Dänemark während der zweiten Oktoberhälfte in der Lage, Devisen am Markt zurückzukaufen; den Gesamterlös in Höhe von umgerechnet über \$ 300 Mio. verwendeten sie zur Verminderung ihrer Verbindlichkeiten gegenüber dem EFWZ.

Zwei nicht dem Währungsverbund angehörende europäische Zentralbanken, insbesondere die Bank von Frankreich, haben ebenfalls D-Mark-Verkäufe zur Regulierung des effektiven Wechselkurses ihrer Währung getätigt. Zusammen machten diese Verkäufe etwas weniger als umgerechnet \$ 500 Mio. aus.

Die Schweizerische Nationalbank schliesslich hat in Durchführung ihrer neuen Interventionspolitik, die insbesondere auf eine Diversifizierung der verwendeten Währungen abzielt, belgische Franken und Gulden im Gesamtbetrag von umgerechnet fast \$ 200 Mio. erworben. Diese Währungen wurden in ihre Reserven eingebracht.

In New York hat die Federal Reserve Bank of New York im Oktober recht erheblich mit Abgaben von Schweizer Franken und hauptsächlich von D-Mark gegen Dollar am Markt interveniert. Insgesamt beliefen sich diese Interventionen auf umgerechnet fast \$ 1,9 Mrd.

\* \* \*

Angesichts der sich immer stärker beschleunigenden Abwertung des Dollars gaben die amerikanischen Währungsbehörden am 1. November ein Massnahmenpaket bekannt, das Massnahmen im monetären Bereich, die gesteigerte Mobilisierung der amtlichen Reserven der USA sowie den Rückgriff auf Anleihen in ausländischen Währungen umfasste.

Dieses Programm wurde anfangs durch massive Interventionen der Federal Reserve Bank und einiger Zentralbanken, deren Währungen besonders gegen Dollar gesucht waren, abgestützt. Das Zusammenwirken der vorgenannten Faktoren führte sofort zu einer allgemeinen Befestigung der amerikanischen Währung, insbesondere gegenüber den Währungen, gegenüber denen sie sich am meisten abgeschwächt hatte.

Diese Entwicklung hielt verstärkt bis zum 6. November an, als sich die Kursgewinne gegenüber dem 31. Oktober ungefähr zwischen 6 und 11% je nach Platz mit Ausnahme in Kanada beliefen. Danach freilich hat der Dollar erneut nachgegeben. Diese Reaktion trat an einem Tag auf, an dem der New Yorker Devisenmarkt geschlossen war. Verschiedentlich wurden aus Marktkreisen Zweifel an dem Willen der amerikanischen Behörden zur Durchführung ihres Programms geäussert; von anderen war zu hören, dieses Programm gehe nicht weit genug, um die Inflation zu bremsen und das Zahlungsbilanzdefizit der USA zu reduzieren.

Neue energische Interventionen der Federal Reserve Bank und der Partnerzentralbanken brachten sodann diese Rückwärtsbewegung zum Stillstand. Am 10. November näherten sich die Dollarnotierungen an den verschiedenen Marktplätzen den seit dem 1. November verzeichneten Höchstständen an.

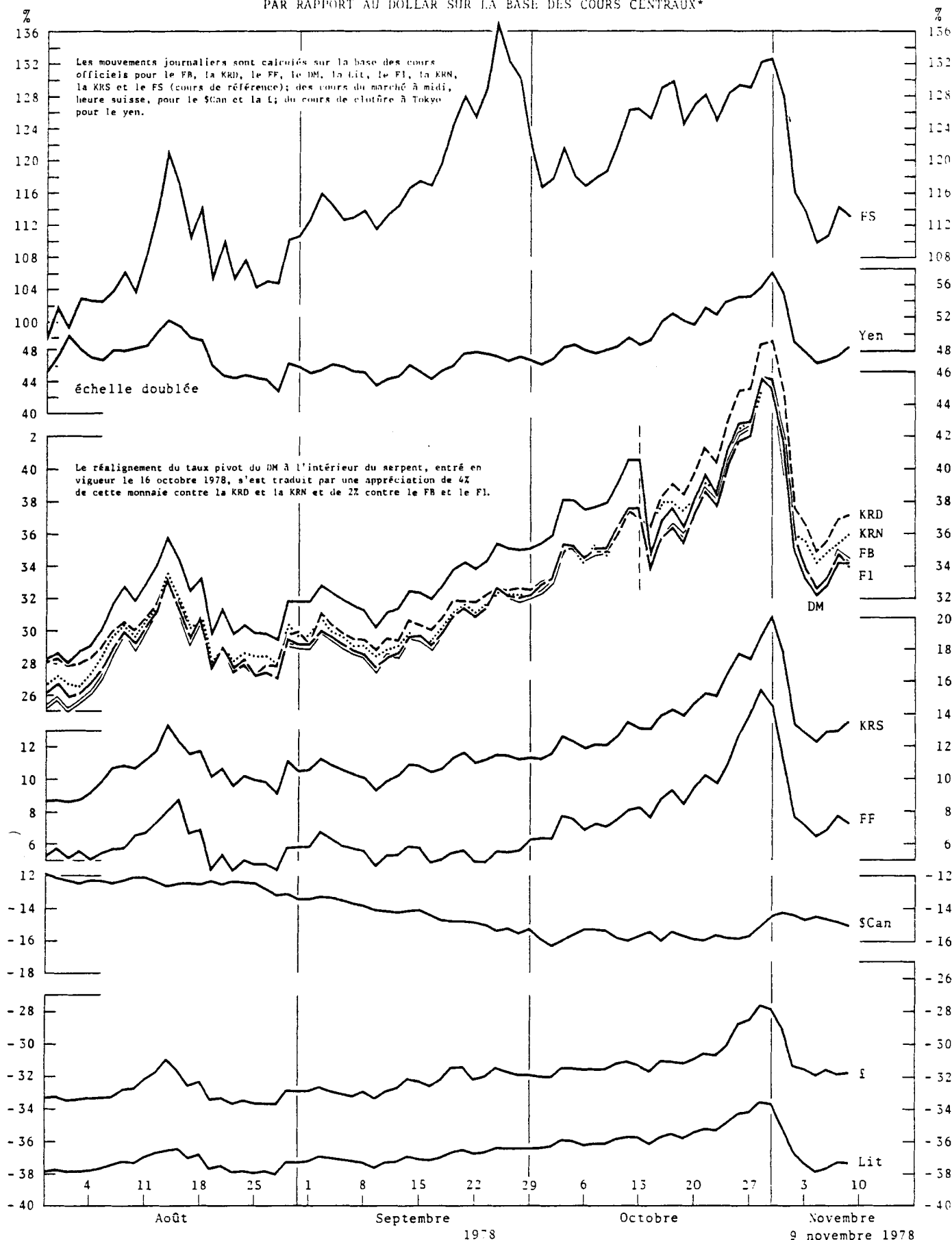
Tatsächlich beliefen sich die Operationen zur Stützung des Dollars in den ersten zehn Novembertagen auf nahezu US\$ 6 Mrd., wovon fast die Hälfte auf Initiative der Federal Reserve Bank von New York erfolgte.

Im Verlauf der ersten Novembertage festigte sich die norwegische Krone innerhalb der "Währungsschlange" ein wenig. Sie näherte sich der dänischen Krone, die weiterhin deutlich die oberste Position der gemeinschaftlichen Bandbreite mit einem durchschnittlichen Abstand von 2% zu den Benelux-Währungen und der D-Mark einnahm. Letztere befand sich fast ständig am entgegengesetzten Interventionspunkt zur dänischen Krone, oder nicht sehr weit davon: einige Interventionen wurden an den Interventionspunkten zu geringen Beträgen getätigt. Die Belgische Nationalbank und die Dänische Nationalbank konnten aufgrund der generellen Haltung ihrer Währungen die Rückzahlung der beim EFWZ eingegangenen Verbindlichkeiten mittels Rückkäufen am Markt fortsetzen. Die Niederländische Bank hat ihrerseits einen geringen DM-Betrag zurückgezahlt, hat jedoch innerhalb der Schwankungsmargen mit Abgaben von dänischen Kronen interveniert.

Die Bank von Frankreich und die Schwedische Reichsbank haben ebenfalls einige DM-Käufe vorgenommen.

Anzumerken ist, dass die Bank von Kanada erneut ihren Diskontsatz um  $1/2\%$  auf  $10 \frac{3}{4}\%$  angehoben hat und dass der Mindestausleihesatz der Bank von England auf 12,50% (gegen 10% zuvor) erhöht wurde.

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

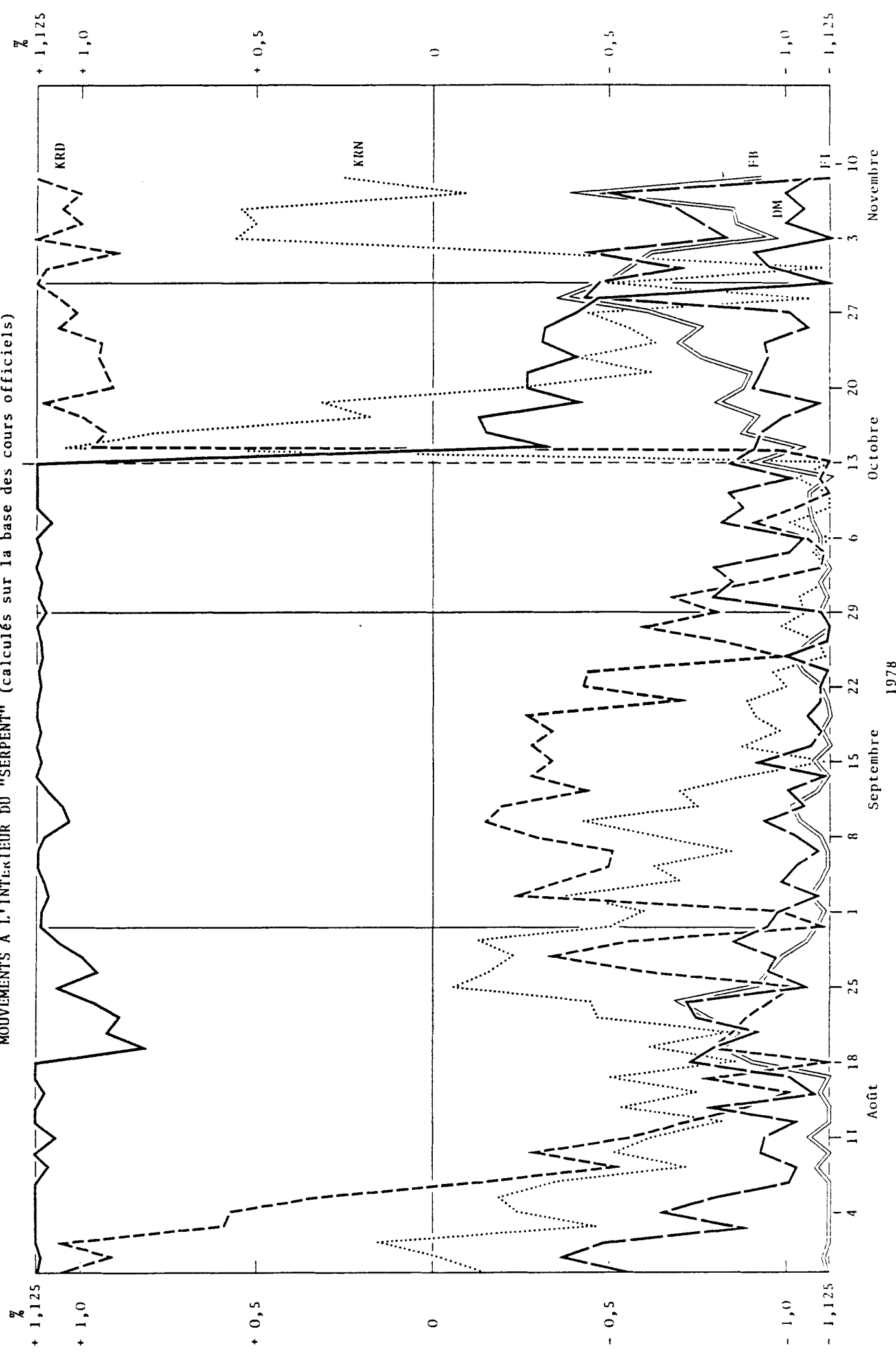


\* Effectif, 1 dollar EU = FF 4,60414.

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

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

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



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