

PROTOKOLL\*  
DER HUNDERTVIERTEN SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER  
PRAESIDENTEN DER ZENTRALBANKEN DER  
MITGLIEDSTAATEN DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT  
BASEL, DIENSTAG, 14. SEPTEMBER 1976, 10 UHR

---

Anwesend sind: der Gouverneur der Bank of England und Ausschussvorsitzende, Herr Richardson, begleitet von den Herren McMahon und Balfour; der Direktor bei der Banque Nationale de Belgique, Herr Janson; der Gouverneur der Danmarks Nationalbank, Herr Hoffmeyer, begleitet von Herrn Mikkelsen; der Präsident der Deutschen Bundesbank, Herr Klasen, begleitet von den Herren Gleske und Jennemann; der Gouverneur der Banque de France, Herr Clappier, begleitet von den Herren Théron und Lefort; der Gouverneur der Central Bank of Ireland, Herr Murray, begleitet von Herrn Breen; der Gouverneur der Banca d'Italia, Herr Baffi, begleitet von den Herren Ercolani, Sarcinelli und Magnifico; der Präsident der Nederlandsche Bank, Herr Zijlstra, begleitet von den Herren Szász und Boot; Herr Webb, Abteilungsleiter in der Direktion Geld und Kredit bei der Kommission der Europäischen Gemeinschaften; der Kommissar für die Bankenaufsicht des Grossherzogtums Luxemburg, Herr Dondelinger; zugegen ist ferner Herr Heyvaert, Vorsitzender der Expertengruppe. 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 103. Sitzung

Der Vorsitzende erklärt, dass das Sekretariat einige Aenderungsvorschläge erhalten habe, die im allgemeinen redaktioneller Art seien und die Erklärungen der Herren Heyvaert (Seite 2), Nash (Seite 4), Lamfalussy (Seite 5) und Théron (Seite 7) betreffen.

Unter Berücksichtigung der gewünschten Aenderungen, die in der endgültigen Fassung vorgenommen werden, billigt der Ausschuss einstimmig das Protokoll der 103. Sitzung.

---

\* Endgültige, in der Sitzung vom 9. November 1976 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige Aenderungen redaktioneller Art aufweist.

II. Entwicklung auf den Devisenmärkten der Konzertationsteilnehmer in den Monaten Juli und August und in den ersten Septembertagen des Jahres 1976: Kurzbericht über die Konzertation; Verabschiedung des Ausschussberichts an die Finanzminister der EWG-Länder

A. Kurzbericht über die Konzertation

Nachdem Herr Heyvaert kurz die wesentlichen Punkte des als Anlage diesem Protokoll beigefügten Berichts zusammengefasst hat, lenkt er die Aufmerksamkeit des Ausschusses einerseits auf die bedeutenden Auslandsanleihen Dänemarks und Englands, andererseits auf die Rückzahlung von 500 Mio. Dollar, welche die Bank von Italien auf den goldgedeckten Kredit von 2 Mrd. Dollar geleistet hat, der ihr im September 1974 von der Deutschen Bundesbank gewährt worden war.

Herr Heyvaert führt ferner aus, dass die Konzertation im Beobachtungszeitraum sehr aktiv und fruchtbar gewesen sei, ohne aber immer einfach zu sein. Es habe sich nämlich wiederholt und, wenn der Dollarkurs sank, zuweilen sogar mit Schärfe das Problem gestellt, welche Mittel bei den Interventionen einzusetzen gewesen seien. Einige Zentralbanken, insbesondere die zwei dem Währungsverbund angeschlossenen Institutionen, hätten bekundet, dass sie intramarginale Interventionen in Dollar und europäischen Währungen bevorzugten, doch habe die Vereinbarung von 1974 nicht so leicht angewandt werden können, als man es sich erhofft habe; die Deutsche Bundesbank sei nämlich gegenüber einer vollen Ausschöpfung der in dieser Vereinbarung vorgesehenen Beträge recht zurückhaltend.

Der Vorsitzende dankt Herrn Heyvaert für seinen Bericht.

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

Herr McMahon erklärt, die Stellvertreter hätten zu dem Entwurf, der von Herrn Heyvaert erstellt und von den Experten der Konzertationsgruppe überprüft worden sei, keine Bemerkungen.

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

III. Verlängerung des kurzfristigen Währungsbeistands an die Bank von Italien

Herr Baffi erklärt, dass Italien in den letzten zwei Monaten bedeutende Devisenzuflüsse zu verzeichnen hatte, die jedoch vorübergehender Natur gewesen seien und auf folgende Faktoren zurückgingen:

- saisonale Schwankungen;
- Erlöse aus den Krediten ausländischer Exporteure im Zusammenhang mit der Verpflichtung der italienischen Importeure zur Unterhaltung von Lira-Einlagen für jeden Devisenkauf;
- die Aussenverschuldung des italienischen Bankensystems hauptsächlich infolge der Vorschrift vom Mai dieses Jahres, welche die italienischen Exporteure, die ihren ausländischen Kunden Zahlungsfristen eingeräumt hatten, 30% des Verkaufsgegenwertes sofort und in Devisen zu finanzieren. Die Auslandsposition des italienischen Bankensystems weist augenblicklich ein Minussaldo von 2,5 Mrd. Dollar auf.

Da die oben erwähnten Faktoren umkehrbar seien, müsse man sich für die nächsten Monate auf bedeutende Devisenverluste gefasst machen. Einerseits dürfte nämlich der grösste Teil des Defizits in laufender Rechnung, das noch mehr als 3 Mrd. Dollar betragen dürfte, gegen Jahresende anfallen; andererseits sei klar, dass jede Verringerung der Reserven spekulative Kapitalbewegungen auslöse, die die Wirkung der ursprünglichen Bewegung verschärfen würden. Unter diesen Bedingungen beantrage er, die Fazilität noch einmal um drei Monate zu verlängern. Die Bank von Italien könnte damit im Dezember auf den Kredit ziehen und somit bei einer Inanspruchnahme von zweimal drei Monaten die Gemeinschaftshilfe in der für Italien schwierigsten Zeit geniessen. Selbstverständlich werde die Fazilität nur in dem Masse in Anspruch genommen, als die Bank von Italien gewiss sei, sie durch eine mittelfristige Finanzierung konsolidieren zu können.

Die Präsidenten nehmen von der Absicht der Bank von Italien, den kurzfristigen Währungsbeistand nur insoweit in Anspruch zu nehmen, als er bei Fälligkeit konsolidiert werden könne, zur Kenntnis und beschliessen, diesen Währungsbeistand für einen Zeitraum, der in Abweichung von Artikel VI, 2, des Abkommens drei Monate beträgt und am 13. Dezember endet, zu verlängern. Die Verlängerung erfolgt zu den Bedingungen und gemäss den Modalitäten, die in dem Schreiben festgehalten sind, das Gouverneur Richardson am 12. Mai 1976 an Gouverneur Baffi gerichtet hat.

Die Präsidenten kommen ferner überein, dass sie anlässlich der Sitzung des Ausschusses die Frage einer eventuellen Verlängerung der Fazilität zu den gleichen Bedingungen prüfen würden, sofern der Beistand

innerhalb dieser Frist weder ganz noch teilweise in Anspruch genommen worden sei.

IV. Analyse der 92. Folge von Arbeitsdokumenten (statistische Angaben und Zusammenfassung der Ereignisse und Massnahmen in der Gemeinschaft)

Auf Einladung des Vorsitzenden hält Herr Lamfalussy einen kurzen Vortrag, der sich auf die augenblicklichen Tendenzen bezüglich der Inflation konzentriert.

Wie auch von der OECD verlautbart worden sei, hätten die Konsumentenpreise in dem Ende Juli endenden Dreimonatszeitraum seit langem die mit Abstand befriedigendste Entwicklung aufgewiesen, da sich in den meisten EWG-Ländern wie auch in Japan und Kanada der Preisanstieg verlangsamt habe. Wenn man jedoch den durchschnittlichen Anstieg im zweiten Vierteljahr 1976 betrachte, stelle man fest, dass die Tendenz zur Verlangsamung des Anstiegs zum Stillstand gekommen sei. Bei den Grosshandelspreisen und den industriellen Input- und Output-Preisen sei ein leichtes Anziehen des Anstiegs zu verzeichnen, der in Italien und Frankreich besonders sichtbar sei; in anderen Ländern, wie zum Beispiel Deutschland, trage die Entwicklung der Grosshandelspreise nicht mehr wie im vergangenen Jahr zur Inflationsbekämpfung bei. Die Verlangsamung des Lohnanstiegs schein ebenfalls, mit Ausnahme von Grossbritannien, fast überall ein Ende genommen zu haben. Die Rohstoffpreise schliesslich stiegen seit dem Wirtschaftsaufschwung wieder an; kürzlich sei jedoch wieder eine gewisse Beruhigung eingetreten.

Die obige Analyse der augenblicklichen Lage lege den Gedanken nahe, dass man nicht mit einer weiteren Verlangsamung, sondern vielmehr mit einer Beschleunigung des Konsumentenpreisanstiegs rechnen müsse. Eine solche Entwicklung werfe jedoch eine Reihe von wirtschaftspolitischen Problemen auf, zu denen er den Zentralbankpräsidenten drei Ueberlegungen zur Betrachtung unterbreite:

- Könne man sich in der jetzigen Situation eines an Kraft verlierenden Aufschwungs bemühen, die Inflation durch den Einsatz der traditionellen Mittel der Begrenzung der Gesamtnachfrage zu mildern?
- Die Einkommenspolitik dürfte den Charakter des Kriseninstruments verlieren und ein ständig angewandtes wirtschaftspolitisches Mittel werden.

- Sollte man nicht, falls die Inflation trotz der wirtschaftspolitischen Bemühungen fortbestehe, vielleicht die Möglichkeit der Indexierung des Geldvermögens neu überdenken?

Der Vorsitzende dankt Herrn Lamfalussy für seinen interessanten Vortrag.

Herr Clappier freut sich über die klaren Ausführungen von Herrn Lamfalussy. Zu der Analyse macht er die Bemerkung, dass einerseits die Grosshandelspreisstatistik in Frankreich wie in anderen Ländern nicht sehr verlässlich sei, andererseits die Aussichten günstiger seien, wenn man die wahrscheinlichen Auswirkungen der in der gegenwärtigen Konjunkturphase beobachteten Produktivitätsverbesserung berücksichtige.

Hinsichtlich der Schlussfolgerungen von Herrn Lamfalussy gibt Herr Clappier jedoch seiner Befürchtung Ausdruck, dass die Inflation ein ständiges Phänomen bleiben dürfte. In Frankreich sei zum Beispiel die Inflationsrate von Zyklus zu Zyklus angestiegen, und wenn dieses Resultat auch teilweise auf die Unzulänglichkeiten der französischen Wirtschaftspolitik zurückgehe, könne man doch nicht umhin, festzustellen, dass es sich um ein weltweites Problem handle. Der Kampf gegen dieses Phänomen erfordere sicherlich, sich ständig einer Politik zur freiwilligen Beschränkung des Lohnanstiegs zu bedienen. Man müsse diese Ueberlegung bei der Aufstellung der wirtschaftspolitischen Programme der nächsten Jahre berücksichtigen.

Herr Lamfalussy antwortet Herrn Clappier mit der Bemerkung, dass er nicht den Aspekt der Produktivität vergessen habe; die verfügbaren Statistiken seien aber international nicht leicht zu vergleichen. Die Produktivität zeige sicherlich zur Zeit eine deutliche Verbesserung; dies dürfe jedoch nicht zu einer weiteren Verlangsamung des Preisanstiegs führen, sondern lediglich erlauben, die Beschleunigung der Inflation, die in einigen Ländern noch recht kräftig sei, um einige Monate zu verzögern.

Herr Zijlstra kann nicht die These akzeptieren, wonach man sich mit einer ständigen Inflation abzufinden habe. Indem sie die Preise unterschiedlich berühre, erzeuge die Inflation Verzerrungen wirtschaftlicher und sozialer Art und müsse schliesslich zur Zerstörung des westlichen Wirtschafts- und Sozialsystems führen. Der Rückgriff auf die Indexierung könne diese Schwierigkeiten nicht lösen, und man müsse daher den Kampf gegen die Inflation fortsetzen.

Herr Klasen teilt die Ansicht von Herrn Zijlstra. Nicht nur die Verbesserung der Produktivität, sondern auch die Aenderung in der Einstellung der Lohn- und Gehaltsempfänger zur Inflation, wie dies in Dänemark und in Grossbritannien zutage getreten sei, liessen auf eine günstigere als die von Herrn Lamfalussy vorhergesehene Entwicklung hoffen. Die Vereinbarungen mit den englischen und dänischen Gewerkschaften hätten Modellcharakter und würden die Richtung weisen, in der man fortfahren müsse. Die Indexierung dagegen sei überhaupt kein Heilmittel.

Herr Baffi erklärt, dass in Perioden starker Inflation fehlende Indexierungsmöglichkeiten für das Finanzvermögen dem Gleichgewicht auf dem Kapitalmarkt entgegenstehen könne. So sei in Italien, wo die langfristigen Zinssätze nicht genügend auf den Preisanstieg reagiert hätten, die Finanzierungsoperationen auf den kurzfristigen Markt verlagert worden. Die italienischen Behörden fragten sich daher, ob man die Indexierung von langfristigen Geldforderungen nicht erlauben oder sogar fördern sollte, und zur Zeit denke man über die Ausgabe einer indexierten Anleihe der öffentlichen Hand nach. Ihre Entscheidung für diesen Plan würde erleichtert, wenn sie die Ansicht anderer Mitgliedsländer zur Indexierung kennen würden, und sie hätten mit grossem Interesse von ähnlichen Vorhaben der britischen Behörden Kenntnis genommen. Die Inflation bewirke eine Vermögensumverteilung zu Lasten des Bürgertums, und diese Umverteilung sei umso ungerechter, als deren Nutzniesser im allgemeinen über höhere Einkommen als die von der Inflation Benachteiligten verfügen würden.

Herr Janson teilt sowohl die Ansicht von Herrn Zijlstra als auch die Ueberlegungen von Herrn Baffi über die Ungerechtigkeit der Inflation. Die Inflation könne nur überwunden werden, wenn man sich über eine Einkommenspolitik verständige. Dies sei jedoch schwer zu realisieren. In Belgien zum Beispiel hätten sich die Gewerkschaften stets bereit erklärt, im Kampf gegen die Inflation mitzuarbeiten, doch sei die Verwirklichung einer Einkommenspolitik regelmässig am Widerstand derselben Gewerkschaften gescheitert; diese seien der Meinung, dass eine solche Politik im wesentlichen die Arbeiter träfe. So seien einerseits die kürzlich als vorübergehende Massnahmen eingeführten Restriktionen hinsichtlich der Tarifverträge und andererseits die Begrenzung der Einkommensindexierung auf lebhaft Kritik gestossen. Diese Fragen würden Ende des Jahres wieder aufgenommen werden, und es sei zu fürchten, dass die Verhandlungen schwierig seien, da jede Gruppe sich dagegen wehre, von den beabsichtigten einkommenspolitischen Massnahmen selbst betroffen zu sein.

Herr Janson schliesst mit der Bemerkung, dass er die Befürchtungen von Herrn Lamfalussy teile. Das Inflationsproblem sei nämlich in der Praxis schwer zu lösen, selbst wenn hinsichtlich der Prinzipien vollständige Uebereinstimmung bestehe.

Herr Zijlstra stellt klar, dass die Indexierung nicht in allen Fällen schädlich sei und dass man zwischen den verschiedenen Formen unterscheiden müsse: Indexierung der Gehälter, des Geldvermögens, der Fiskaleinkünfte. In den Niederlanden habe man zum Beispiel die Indexierung der Löhne als ein Instrument der Einkommenspolitik eingeführt. Mit der Festlegung einer realen Lohnsteigerungsrate auf nationaler Ebene vermeide man, dass der voraussichtliche Preisanstieg bei den Lohnverhandlungen vorweggenommen werde. Dieses globale Vorgehen unterscheide sich aber von einer Politik, welche die Lohnindexierung auf sektorieller Ebene zulasse.

Die Zweckmässigkeit der Indexierung von Geldvermögen andererseits hänge von der Grössenordnung der Inflation ab. Wenn die Inflation nämlich in ihre galoppierende Phase eingetreten sei, könne die Indexierung unvermeidlich werden, sofern man keine Hoffnung habe, die Inflationsrate reduzieren zu können; wenn es aber noch Hoffnung gebe, solle man dieses Instrument nicht anwenden, da die Behörden mit einer solchen Politik öffentlich zugeben würden, dass sie keinerlei Chancen für eine Abschwächung der Inflation sähen.

Herr Klasen antwortet auf die Frage von Herrn Baffi, dass seiner Ansicht nach jegliche Voll- oder Teilindexierung eine schlechte Lösung sei. Die Indexierung böte insbesondere den Nachteil, dass sie eine Reihe von Schwierigkeiten nach sich ziehen und das Spiel der Marktkräfte verhindern würde. Die Erfahrungen, die man in Deutschland während der Phase hoher Inflationsraten gemacht habe, hätten gezeigt, dass die Marktkräfte durch Erhöhung des Zinsniveaus und Verkürzung der Anleihelaufzeiten den besten Sparschutz gewährleisteten hätten.

Der Vorsitzende meint, der Vortrag von Herrn Lamfalussy hätte einen regen Gedankenaustausch provoziert, den man nützlicherweise bei einer späteren Sitzung fortsetzen solle.

#### V. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

##### Arbeiten der neuen Expertengruppe "Länderrisiken"

Der Vorsitzende führt aus, die Zentralbankpräsidenten der Zehnergruppe hätten am Vortag die ersten Ergebnisse der Studien über die Länderrisiken

geprüft und seien zu den gleichen Schlussfolgerungen gelangt wie Herr Lamfalussy in seiner Zusammenfassung der Arbeiten der Expertengruppe. Die nächste Sitzung dieser Gruppe finde am 26. und 27. Oktober 1976 in Basel statt.

Herr Lamfalussy trägt vor, der Vorschlag an die Zentralbankpräsidenten sei eine Kompromissformel, die zwei widersprüchliche Erfordernisse in Einklang bringe:

- Einerseits verursachten die Sammlung und die Uebermittlung der neuen Statistiken für alle Beteiligten eine zusätzliche Anstrengung; dies könne jedoch nur in dem Masse gerechtfertigt werden, als ein solches Unternehmen im Vergleich mit den Informationen, die man aus den jetzigen Meldungen entnehmen könne, ein Minimum zusätzlicher Informationen liefere.
- Andererseits müsse man vermeiden, das Unternehmen mit zu vielen Einzelheiten zu überlasten, da es wichtig sei, so schnell wie möglich über die betreffenden Angaben zu verfügen.

Unter Berücksichtigung dieser Grundsätze sollte das Minimum zusätzlicher Informationen folgende Angaben umfassen:

- Angaben der meldenden Banken über die Forderungen ihrer Tochterbanken und Filialen an den Offshore-Plätzen; solche Informationen seien zur Zeit nur für die an diesen Plätzen tätigen Töchter der amerikanischen Banken erhältlich;
- eine Aufteilung der Forderungen der meldenden Banken gegen die einzelnen Länder nach Fälligkeiten;
- Auskünfte über bestätigte, aber nicht ausgenutzte Kreditlinien.

Hinsichtlich der Frage, welche Länder in die Statistik einzubeziehen seien, seien die Experten einstimmig der Ansicht gewesen, dass man nicht im voraus wissen könne, in welchen Ländern besorgniserregende Vorgänge zu erwarten seien, und dass man sich daher nicht auf bestimmte Zonen beschränken, sondern wenigstens alle Länder ausserhalb der Meldezone erfassen sollte. Einige Experten seien sogar für die Einbeziehung der Meldezone gewesen. Hinsichtlich dieser letzten Frage sei dann gestern bei den Präsidenten ein Kompromiss erzielt worden, demzufolge die Statistiken in einer ersten Phase nur die Länder ausserhalb der Meldezone betreffen würden; die Länder der Meldezone selber würden erst einbezogen, wenn man eine gewisse Vorstellung von der dadurch bedingten Mehrarbeit haben werde.

VI. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Der Ausschuss behält sich vor, in Verbindung mit der Generalversammlung des IWF in Manila am Montag, den 4. Oktober um 17 Uhr zusammenzutreten, soweit sich eine solche Sitzung in den kommenden Wochen als notwendig erweisen sollte.

Sollte der Ausschuss nicht im Oktober zusammentreten, so findet die nächste Sitzung am Dienstag, den 9. November 1976, um 10 Uhr in Basel statt. Für diese Sitzung, an der auch die Gouverneure der Zentralbanken Norwegens und Schwedens teilnehmen, werden die Stellvertreter gemäss dem ihnen im Mai erteilten Mandat einen Bericht über die Wechselkurspolitik der EWG und der dem Wechselkursverbund assoziierten Länder vorlegen.

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

---

Juli und August 1976

Der vorliegende Bericht gibt einen Ueberblick über die Entwicklung auf den Devisenmärkten der Länder der an der Konzertation beteiligten Zentralbanken (EWG, Norwegen, Schweden, Schweiz, Japan, USA, Kanada) und über deren Interventionsgeschäfte im Juli und August 1976 sowie in den ersten Septembertagen.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Auf den Devisenmärkten waren erneut kräftige Auf- und Abwärtstendenzen zu verzeichnen, die ganz besonders alle Verbundwährungen sowie einige der frei schwankenden Währungen betrafen. Sie wirkten sich sowohl in ziemlich ausgeprägten Kursbewegungen als auch in bedeutenden Zentralbankinterventionen aus. Meistens hielten diese Spannungen mehrere Wochen unverändert an, wobei es erst am Ende des Berichtszeitraums zu Änderungen in der Richtung oder wenigstens im Umfang kam. Sie veranlassten die Behörden einiger Länder, geldmarktpolitische Massnahmen zu ergreifen, und beschleunigten manchmal die Verabschiedung oder Vorbereitung von Wirtschafts- und Finanzprogrammen.

Nachdem sich Mitte Juli der französische Franken plötzlich abgeschwächt und Oesterreich die freiwillig aufrechterhaltene Bindung zwischen seiner Währung und den Verbundwährungen aufgegeben hatte, mussten sich die Verbundwährungen einer Spekulation erwehren, die die bestehende Paritätsstruktur und sogar das Ueberleben des Wechselkursverbunds bedrohte.

Aufgrund dieser Bewegung vergrösserte sich zuallererst der Abstand, der bereits vorher zwischen der Deutschen Mark und den übrigen fünf Währungen bestanden hatte. Letztere hatten sich Anfang Juli in einer Zone von etwas weniger als 1% im unteren Teil der Bandbreite befunden; sie näherten sich nun mehr oder weniger stetig ihrem unteren Interventionspunkt in Frankfurt; mehrere von ihnen erreichten ihn sofort nach Monatsende. In den drei ersten Augustwochen hielten sie sich auf diesem Niveau, wobei sie im allgemeinen um weniger als 1/2% voneinander getrennt waren.

Nachdem die betroffenen Zentralbanken zuerst die Kursentwicklung ihrer Währungen durch Dollarinterventionen gebremst hatten, intervenierten sie im weiteren Verlauf hauptsächlich in europäischen Währungen. Wenn auch die Spannung allgemeiner Natur war, so waren doch der belgische Franken, der Gulden und die dänische Krone am härtesten betroffen. Die erstere Währung, die sich bereits Ende Juni am unteren Ende der "Schlange" befunden hatte, blieb dort fast ununterbrochen bis zum 20. August. Noch bevor der maximale Abstand von 2,25% gegenüber der Deutschen Mark erreicht war, wurde sie von der Belgischen Nationalbank ab Mitte Juli gestützt. Der Gulden legte eine gewisse Widerstandsfähigkeit an den Tag und erholte sich zeitweilig in mehr oder weniger ausgeprägter Weise. Aber auch er musste im zweiten Augustdrittel erheblich gestützt werden. Die Interventionen zur Stützung der dänischen Krone schliesslich verringerten sich erst, nachdem das dänische Parlament ein Programm zur Wirtschaftsgesundung verabschiedet hatte.

Während diese Stützungsoperationen getätigt wurden, verzeichnete die Deutsche Mark einen Kursanstieg gegenüber den frei schwankenden Währungen und zog die übrigen Verbundwährungen in ihrem Kielwasser mit sich fort.

Ab 23. August hat sich die Lage in der "Schlange" fühlbar verändert. Dies beruht insbesondere auf den extrem hohen kurzfristigen Zinsen für die bedrohten Währungen, die sich sowohl aus der Verringerung der Bankenliquidität infolge der Devisenmarktinterventionen als auch aus quantitativen geldpolitischen Massnahmen sowie aus der Verteuerung der Kreditinanspruchnahme bei den betreffenden Zentralbanken ergaben. Unter diesen Bedingungen erholte sich der Gulden kräftig auf allen Märkten und näherte sich schnell der Deutschen Mark, von der ihn Ende August nur noch ungefähr 1/4% trennte. Diese unvermittelte Wende erlaubte es der Niederländischen Bank, in breitem Umfang Dollar zu kaufen. Der belgische Franken löste sich ebenfalls, zuerst

nur ganz leicht, später aber etwas deutlicher von seinem unteren Interventionspunkt in Frankfurt. Die skandinavischen Kronen blieben zwar nahe bei ihrem Interventionspunkt in Deutscher Mark, mussten jedoch nur noch geringfügig gestützt werden. Gegenüber dem Dollar verzeichneten die verschiedenen europäischen Währungen mit begrenzter Schwankungsbreite per Ende August Kursgewinne gegenüber dem 30. Juni 1976 von durchschnittlich etwas weniger als 2%.

Mehrere frei schwankende Währungen verzeichneten ebenfalls sehr ausgeprägte Bewegungen. Insbesondere der französische Franken schwächte sich in den ersten Julitagen unvermittelt ab. Die Bank von Frankreich versuchte zuerst, diese Tendenz durch Dollarverkäufe abzuschwächen. Anfangs der zweiten Monatshälfte liess sie diese Tendenz sich mehr in den Kursen auswirken. Abgesehen von einer vorübergehenden Besserung nach der Diskonterhöhung und dem Ansteigen der Geldmarktzinsen in Paris, verstärkte sich somit der Kursrückgang des französischen Frankens an allen Plätzen. In der zweiten Augushälfte und insbesondere nach der Kabinettsumbildung in Frankreich konnte man jedoch eine gewisse Erholung des Frankens beobachten. Von da an konnte der Kursrückgang gegenüber dem Dollar seit Ende Juni 1976 von 5,65% am 13. August auf 3,65% am Ende des Berichtszeitraums verringert werden. Der auf der Basis der Leitkurse vom 18. Januar 1974 berechnete gewogene Durchschnitt der Aufwertung der Verbundwährungen gegenüber dem französischen Franken erhöhte sich von 5,50% am 30. Juni auf 11,50% am 31. August, nachdem er am 18. August fast 13% erreicht hatte.

Der kanadische Dollar war, insbesondere Anfang August, ebenfalls deutlich rückläufig. Im Vergleich mit dem 30. Juni dieses Jahres hat er gegenüber dem US-Dollar um 1% nachgegeben, so dass der Anstieg vom Juni dieses Jahres völlig verloren ging.

Dank des bedeutenden Ueberschusses der japanischen Handelsbilanz und der Kapitalzuflüsse befestigte sich dagegen der Yen deutlich und sogar noch stärker als die meisten Verbundwährungen. Wenn auch die Bank von Japan einige Male bremsend eingriff, ergab sich für die zwei vergangenen Monate ein Kursanstieg gegenüber dem Dollar von mehr als 3 1/4%.

Die italienische Lira, das Pfund Sterling und der Schweizer Franken wiesen gegenüber dem Dollar Ende August ungefähr die Kursstände vom 30. Juni auf. Folglich haben sie gegenüber den Verbundwährungen um ungefähr 2% nachgegeben.

Es sei allerdings erwähnt, dass das Pfund Sterling manchmal fühlbare, wenn auch nur vorübergehende Bewegungen in beiden Richtungen verzeichnete, die die Bank von England durch häufige Interventionen zu mässigen vermochte.

Andererseits muss die Tatsache, dass sich die italienische Lira kaum gegenüber dem Dollar veränderte, parallel zu den täglichen Stabilisierungsinterventionen der Bank von Italien gesehen werden.

## II. INTERVENTIONEN IN DOLLAR

Die Dollarinterventionen aller Konzertationsteilnehmer beliefen sich auf ein relativ hohes Gesamtvolumen. In den zwei vergangenen Monaten erreichten sie bei den Käufen insgesamt 4,3 Mrd. und bei den Verkäufen 3,8 Mrd.

Die Zentralbanken, für deren Währungen keine Begrenzung der Schwankungsbreiten besteht, zeigten sich bei weitem als die aktivsten. Unter ihnen waren es die EWG-Mitglieder, auf die 52% des Gesamtbetrags entfielen, während der Anteil der Verbundzentralbanken mit Einschluss der zwei assoziierten skandinavischen Zentralbanken lediglich knapp 16% beträgt.

Netto ergibt sich für jede dieser Gruppen folgende Aufteilung:

- 1/2 Mrd. Dollar wurde von den Verbundzentralbanken verkauft, obwohl die Niederländische Bank Ende August beträchtliche Rückkäufe tätigte;
- ungefähr 100 Mio. Dollar wurden von den EWG-Zentralbanken, die nicht dem Währungsverbund angehören, gekauft, wobei die bedeutenden Käufe der Bank von Italien die Nettoverkäufe der Bank von Frankreich und der Bank von England in dieser Höhe übersteigen;
- fast 900 Mio. Dollar wurden von den übrigen Konzertationsteilnehmern gekauft; massgeblich waren dabei die Interventionen der Schweizerischen Nationalbank und der Bank von Japan, während die der Bank von Kanada mit einem geringen Minus abschlossen.

## III. INTERVENTIONEN IN EUROPÄISCHEN WÄHRUNGEN

Alle Verbundzentralbanken intervenierten in europäischen Währungen, wobei diese Interventionen zum grössten Teil während der drei ersten Augustwochen getätigt wurden. Die Stützung durch Einsatz von Deutschen Mark beläuft sich insgesamt auf 1,3 Mrd. EWRE; davon entfallen 85% auf den belgischen Franken, den Gulden und die dänische Krone.

Wenn man zwecks Bestimmung der Gesamtkosten für die Einhaltung der Bandbreite die Dollarinterventionen hier hinzufügt, die von den betreffenden Zentral

banken bis zu der Ende August eingetretenen Beruhigung getätigt wurden, erhält man einen Gesamtbetrag im Gegenwert von 2,1 Mrd. EWRE. Die entsprechenden Zahlen für Februar und März zusammen lauten, unter Berücksichtigung der Tatsache, dass der französische Franken bis zum 12. März der "Schlange" angehörte, 3,3 Mrd. bzw. 5,9 Mrd. EWRE.

Praktisch alle Interventionen in europäischen Währungen fanden an den Interventionspunkten statt, und in diesem Falle waren sie meistens Gegenstand einer Finanzierung. Nur die Bank von Norwegen machte hiervon keinen Gebrauch.

Die intramarginalen Interventionen in europäischen Währungen beschränken sich auf einen Betrag von etwas mehr als 30 Mio. EWRE. Sie wurden zu Lasten der Reserven beglichen.

Die Federal Reserve Bank von New York hat sich ihrerseits wenig aktiv gezeigt. Die Käufe von belgischen Franken und die DM-Interventionen in beiden Richtungen erreichen insgesamt den Gegenwert von 70 Mio. Dollar.

\* \* \*

#### Die ersten Septembertage

Die ersten Septembertage waren durch einen erneuten Schwächeanfall des Pfund Sterlings geprägt, der zuerst die Bank von England zu umfangreichen Interventionen veranlasste, sich dann aber in einem raschen Kursverfall äusserte, als diese Interventionen unterbrochen wurden. Ausgelöst wurde diese Bewegung durch das Bekanntwerden von Streikdrohungen in der Handelsmarine und in einer bedeutenden Gruppe des Automobilbaus. Sie belief sich auf mehr als 2% gegenüber dem Dollar.

Gleichzeitig gab der Dollar praktisch gegenüber allen anderen Devisen nach. Auf den Plätzen der Verbundwährungen hatten die Veränderungen ein unterschiedliches Ausmass: Während sie mit 0,80% in Frankfurt und Amsterdam am grössten waren, waren sie mit 0,30% in Brüssel am geringsten. Die Veränderungen gegenüber dem Yen und dem kanadischen Dollar waren von gleicher Grössenordnung wie die gegenüber den Verbundwährungen. In Zürich, Rom und Paris waren sie jedoch viel geringer.

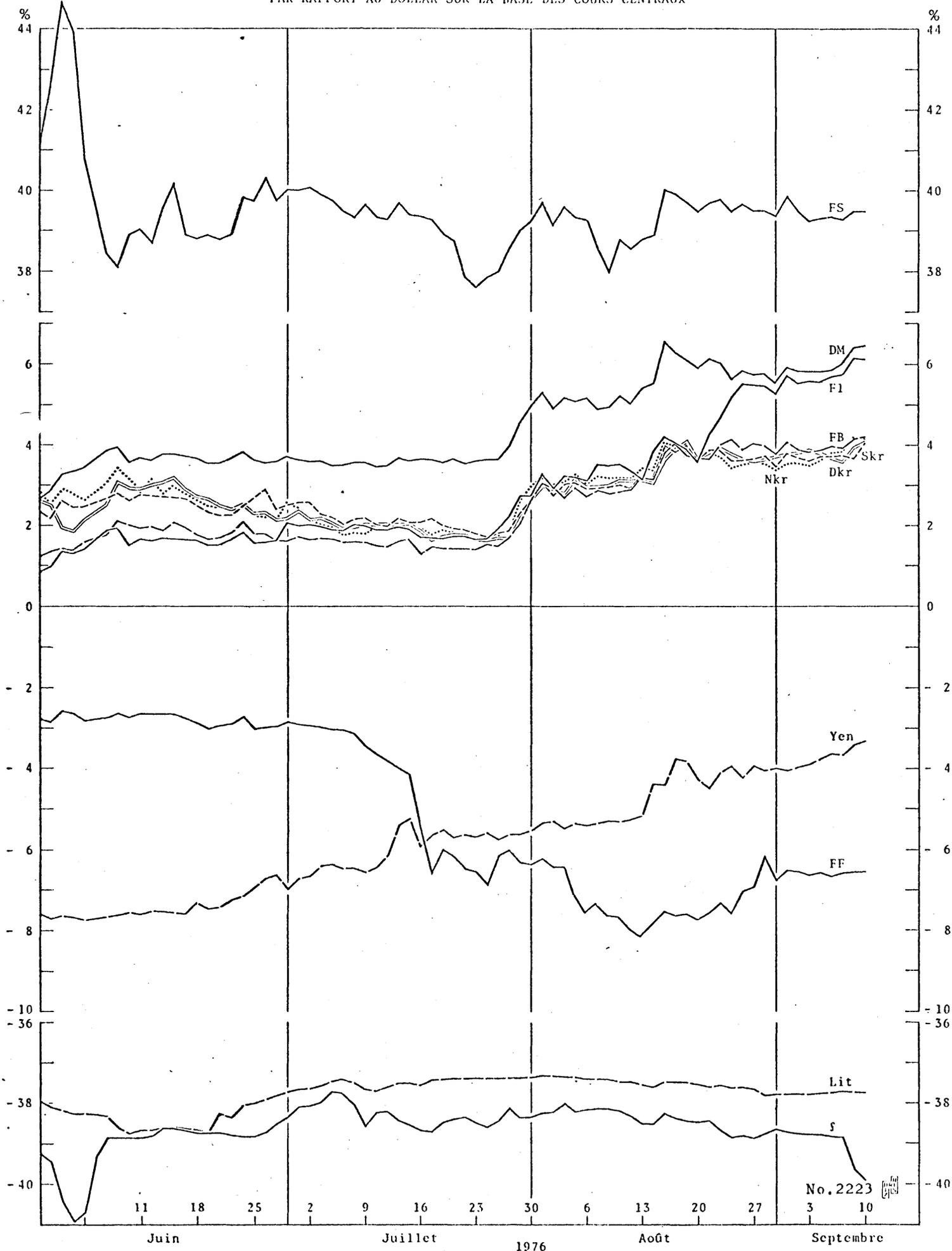
Die Deutsche Mark und nicht weit von ihr entfernt der Gulden zeichneten sich somit durch eine sehr feste Haltung in der Spitzengruppe der "Schlange" aus, während die vier anderen Währungen sich einander näherten und in den letzten Tagen gleichzeitig oder abwechselnd ihren unteren Interventionspunkt in Frankfurt erreichten.

Andererseits verlor das Pfund Sterling ungefähr 2,75%, der französische Franken, die Lira und der Schweizer Franken ca. 3/4% gegenüber der Gesamtheit der Verbundwährungen. Dagegen haben sich der Yen und der kanadische Dollar letztlich kaum von dem Durchschnitt der Verbundwährungen entfernt.

Zu den Interventionen sei gesagt, dass die Niederländische Bank weiterhin ausländische Währungen, insbesondere Dollar, in grossem Umfang zurückkaufte. Dagegen mussten die Zentralbanken der vier schwachen Währungen zur Verteidigung der Schwankungsbreiten umgerechnet ungefähr 100 Mio. Dollar aufwenden, wovon rund ein Drittel auf Dollarinterventionen und der Rest auf Interventionen in Deutschen Mark entfiel. Bei den anderen Konzertationsteilnehmern seien einerseits die umfangreichen Dollarverkäufe der Bank von England und andererseits die relativ bescheidenen Käufe der Bank von Italien, der Schweizerischen Nationalbank und der Bank von Kanada hervorgehoben. Die Bank von Japan intervenierte nur sehr wenig, während die Bank von Frankreich überhaupt nicht eingriff.

Vergleicht man die Dollarinterventionen der einzelnen Gruppen miteinander, stellt man fest, dass die Nettokäufe der Verbundzentralbanken praktisch die Nettoverkäufe der übrigen EWG-Zentralbanken kompensieren, während die Zentralbanken ausserhalb der EWG netto nur in relativ geringem Umfang Dollar gekauft haben.

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



\* Effectifs, 1 dollar EU =  
 FB 40,3344; Dkr 6,2805; FF 4,60414; DM 2,6690; F1 2,7812; Nkr 5,69606; Skr 4,56.  
 Théoriques, 1 dollar EU =  
 Lit 523,35; Yen 277,20; FS 3,456. £1 = \$2,8952.