

PROTOKOLL* DER
EINHUNDERTVIERUNDVIERZIGSTEN SITZUNG DES AUSSCHUSSES
DER PRAESIDENTEN DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN
DER EUROPAEISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT
BASEL, DIENSTAG, 15. APRIL 1980, 10 UHR

Anwesend sind: der Gouverneur der Danmarks Nationalbank und Ausschussvorsitzende, Herr Hoffmeyer, begleitet von den Herren Mikkelsen und Dalgaard; der Gouverneur der Banque Nationale de Belgique, Herr de Strycker, begleitet von Herrn Janson; der Präsident der Deutschen Bundesbank, Herr Pöhl, begleitet von den Herren Gleske, Rieke und von Rosen; der Gouverneur der Banque de France, Herr de la Genière, begleitet von Herrn Lefort; der Gouverneur der Central Bank of Ireland, Herr Murray, begleitet von Herrn Reynolds; der Gouverneur der Banca d'Italia, Herr Ciampi, begleitet von den Herren Sarcinelli und Magnifico; der Präsident der Nederlandsche Bank, Herr Zijlstra, begleitet von den Herren Szász, Timmermann und de Boer; der Gouverneur der Bank of England, Herr Richardson, begleitet von den Herren Loehnis und Balfour; zugegen sind ferner der Vizepräsident der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Herr Ortoli, begleitet von den Herren Boyer de la Giroday und Kees; der Kommissar für die Bankenaufsicht des Grossherzogtums Luxemburg, Herr Jaans; der Vorsitzende der Expertengruppe, Herr Heyvaert. Ebenfalls anwesend sind der Generalsekretär des Ausschusses, Herr Schleiminger, sein Beigeordneter, Herr Bascoul, die Herren Scheller und Mortby sowie die Herren Lamfalussy und Dagassan.

I. Billigung des Protokolls der 143. Sitzung

Der Ausschuss billigt das Protokoll der 143. Sitzung vom 11. März 1980 einstimmig vorbehaltlich einiger redaktioneller Aenderungen, die im endgültigen Text vorgenommen werden.

* Endgültige, in der Sitzung vom 13. Mai 1980 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige geringfügige Aenderungen redaktioneller Art aufweist.

II. Gedankenaustausch über das Funktionieren der innergemeinschaftlichen Konzertation sowie die monetäre Entwicklung in den EWG-Ländern: Präsentation des Berichts über die Entwicklung an den Devisenmärkten der an der Konzertation beteiligten Länder im März und in den ersten Apriltagen 1980 durch Herrn Heyvaert; Verabschiedung des Ausschussberichts an die EWG-Finanzminister; monatliche Statistiken

A. Ausführungen von Herrn Heyvaert

Herr Heyvaert erläutert zusammenfassend die wesentlichen Punkte des dem Protokoll beigefügten Berichts. Zum Funktionieren der Konzertation zwischen den Zentralbanken führt er aus, die Koordinierung der Interventionen hätte besser sein können, und gewisse Bemühungen um die Einberufung von Konzertationssitzungen hätten keine Ergebnisse gezeigt. Als der Dollarkurs gestiegen sei, hätten die europäischen Zentralbanken massiv an den Märkten interveniert, ohne allerdings einen starken Kursanstieg der amerikanischen Währung verhindern zu können, während sich die Interventionen der amerikanischen Behörden in einem sehr bescheidenen Rahmen gehalten hätten. Als grösste Dollarverkäufer seien jene Zentralbanken aufgetreten, deren Währungen im EWS eine relativ schwache Position einnahmen. Hingegen hätten die Zentralbanken mit starken Währungen aufgrund der Position ihrer Währungen im europäischen Wechselkursmechanismus von Interventionen mit Dollar absehen müssen. Unter den gegebenen Umständen hätte ein verstärkter Rückgriff auf Interventionen mit europäischen Währungen die Spannungen im EWS abschwächen können.

Als der Dollar unlängst wieder schwächer tendiert habe, sei die Reaktion der Federal Reserve etwas entschiedener gewesen, aber noch immer begrenzt; indes hätten sich die europäischen Zentralbanken sehr viel zurückhaltender gezeigt; jene mit starken Währungen im EWS hätten nur mit unerheblichen Beträgen interveniert, während es den Zentralbanken Belgiens und Deutschlands nicht möglich gewesen sei, Dollar zu kaufen, weil dadurch ihre Währungen, die bereits einer Stützung durch französische Franken im europäischen Wechselkursmechanismus bedurften, noch mehr geschwächt worden wären.

B. Ausführungen von Herrn Lamfalussy

Herr Lamfalussy führt aus, es sei sehr schwer, eine qualitative Beurteilung des Kursniveaus des Dollars vorzunehmen, weil über die Entwick-

lung der Grundfaktoren Ungewissheit herrsche und nicht abzusehen sei, wie die Öffentlichkeit die amerikanische Geldpolitik deuten werde.

- Die Leistungsbilanz der Vereinigten Staaten habe sich 1979 spürbar verbessert, dürfte sich aber in diesem Jahr unter der Auswirkung des neuen Oelschocks verschlechtern. Hingegen hätten Deutschland und Japan in der gleichen Zeit eine starke Verschlechterung ihrer Leistungsbilanz zu verzeichnen gehabt, doch sei eine Rückkehr zu einer ausgeglicheneren Position nicht ausgeschlossen. Im übrigen sei festzustellen, dass die Länder mit relativ niedriger Inflationsrate die grössten Leistungsbilanzdefizite aufwiesen, während sich die Länder mit starker Teuerung in einer relativ günstigen Lage befänden. Natürlich werde diese paradoxe Situation kaum lange anhalten; es sei jedoch schwer, aus den Zahlungsbilanzverhältnissen zwingende Schlüsse auf einen als wünschenswert zu betrachtenden Dollarkurs zu ziehen.

- Ungewiss sei auch die voraussichtliche Preisentwicklung. Die wichtigsten Länder verfolgten zur Zeit eine Politik der Inflationsbekämpfung mit geldpolitischen Massnahmen, und alles hänge davon ab, welches Land die besten Voraussetzungen habe, um bei der Anwendung dieser orthodoxen Politik am erfolgreichsten abzuschneiden.

- Einen dritten Unsicherheitsfaktor bildeten die Änderungen, die bei der Technik der amerikanischen Geldpolitik eingetreten seien. Im Oktober 1979 seien die amerikanischen Behörden davon abgekommen, auf das Geldmengenwachstum durch die Festsetzung des Zinssatzes für Guthaben bei den Bundeszentralbanken einzuwirken, um sich auf eine Beeinflussung der monetären Basis zu verlegen, die mit starken Zinssatzschwankungen vereinbar ist. Somit spiegle die Zinssatzentwicklung nicht mehr notwendigerweise die Absichten der Währungsbehörden und die Kursänderungen ihrer Politik wider. Dadurch würden die Märkte verunsichert, wie die Reaktionen auf eine gewisse Zinssatzabflachung unlängst gezeigt hätten, und es sei natürlich mit einer ziemlich langen Anpassungszeit zu rechnen, bis die Märkte es sich abgewöhnt hätten, in den Zinssätzen Indikatoren der Geldpolitik zu sehen. Ueberdies hätten die Vereinigten Staaten im März quantitative Massnahmen eingesetzt, die einer Kreditbegrenzung ähnlich sähen. Dazu sei man geschritten, weil sich die überaus heftigen Zinssatzschwankungen als unwirksam erwiesen hätten - die amerikanische Konjunktur sei davon nicht genügend beeinflusst worden -, und weil die Zinssätze auf ein übertrieben hohes Niveau geschraubt werden müssten, wenn man sich lediglich der Zinspolitik bedienen wolle.

Herr Lamfalussy schliesst mit der Bemerkung, aufgrund dieser Faktoren werde an den Märkten ziemlich lange Unsicherheit herrschen, und es sei infolgedessen sehr schwer, die Entwicklung des Dollarkurses zu bewerten und unter Umständen Empfehlungen vorzuschlagen.

C. Aussprache des Ausschusses

Herr Pöhl teilt die von Herrn Heyvaert gezogenen Schlussfolgerungen nicht und sagt, die Konzertation habe Anfang April sogar sehr zufriedenstellend funktioniert. Als die D-Mark gegenüber dem französischen Franken ihren unteren Interventionspunkt erreicht habe und die Deutsche Bundesbank von Dollarkäufen habe absehen müssen, sei zwischen der Federal Reserve und der Banque de France eine Konzertation erfolgt, die namentlich dazu geführt habe, dass innerhalb von wenigen Stunden das zwischen diesen beiden Institutionen bestehende Swapabkommen aktiviert worden sei.

Ausserdem gehe der brüske Dollarsturz nicht auf Entwicklungen in Europa und auf ein Versagen der Konzertation zurück; er habe bereits an den fernöstlichen Märkten eingesetzt. Ferner habe dieser Sturz eine heilsame Schockwirkung auf diejenigen Kreise in Deutschland gehabt, die während der vorangegangenen Monate auf einen Kursanstieg des Dollars spekuliert und massiv Kapital exportiert hätten.

Herr de la Genière meint, man dürfe den Ereignissen nach Ostern nicht allzu grosse Bedeutung beimessen; diese Ereignisse seien zufällig eingetreten und insofern Ausnahmeerscheinungen gewesen, als die beiden grossen Währungen, d.h. der US-Dollar und die D-Mark, zur gleichen Zeit schwach notiert hätten, während es jahrelang an der Tagesordnung gewesen sei, dass sich die Kurse dieser beiden Währungen in entgegengesetzten Richtungen bewegten. Der Dollarsturz vom Dienstag, dem 8. April, sei innerhalb weniger Stunden erfolgt und bereits im Gang gewesen, als die europäischen Märkte ihre Geschäfte aufnahmen. Die Aktivierung des Swapabkommens mit der Federal Reserve sei sehr rasch erfolgt, habe sich jedoch auf bescheidene Beträge beschränkt, weil der Markt für französische Franken in New York recht klein sei. Zu massiveren Interventionen in Höhe von etwa einer Milliarde Dollar sei es bisher nur sehr selten gekommen, bei regelrechten Wechselkurskrisen des französischen Frankens und in Erwartung tiefergreifender Massnahmen. Auf die vorgebrachte Kritik könne man antworten, es sei eine Konzertation erfolgt, die wegen der umfassenden Bewegungen an den Märkten und wegen der aussergewöhnlichen Umstände nicht zu völlig zufriedenstellenden Ergebnissen geführt habe.

Andererseits dürfte das wichtigste Ereignis der letzten Wochen nicht die spektakuläre Baisse des Dollars nach Ostern gewesen sein, sondern eher die starke Hausse Ende März und Anfang April, die eine abrupte Anpassung nach sich ziehen musste. Ohne beurteilen zu wollen, ob der hohe Dollarkurs von Anfang April gerechtfertigt gewesen sei, müsse man doch klar festhalten, dass eine derart rapide Hausse nicht normal sei. Trotz beträchtlicher Interventionen sei es den an der Konzertation beteiligten Zentralbanken nicht gelungen, diese Bewegung hinlänglich in den Griff zu bekommen, und es sei nicht gesagt, dass eine noch engere Konzertation und die Anwendung anderer Interventionsmethoden bessere Ergebnisse gezeitigt hätten. Offensichtlich sei hingegen, dass die Wirksamkeit der Konzertation und die Steuerung der erratischen Wechselkursschwankungen die Annahme gewisser Verhaltensregeln in der täglichen Wechselkurs- und Interventionspolitik erforderten. Es wäre demnach zweckmässig, Leitlinien oder Verhaltensregeln zu entwickeln, die an die Stelle der zwingenden 1%-Abweichungsregel treten könnten, die gewisse Zentralbanken nicht anzunehmen bereit seien.

Weiter sei festzuhalten, dass durch den Einsatz der Zinswaffe bei der Inflationsbekämpfung in den Vereinigten Staaten die Zinssätze in den USA und in Europa, das sich der amerikanischen Politik habe anschliessen müssen, ein sehr hohes Niveau erreicht hätten. Somit verfügten die Währungsbehörden nicht mehr über einen Spielraum, um einem Zurückfallen der Wechselkurse ihrer Währungen mit einem Anheben der Zinssätze zu begegnen; also sei mit einem zunehmenden Interventionsvolumen oder mit grösseren Wechselkursschwankungen zu rechnen.

Herr Pöhl legt dar, er ziehe aus den jüngsten Ereignissen andere Schlüsse als Herr de la Genière. Tatsächlich hätten die massiven Interventionen der Zentralbanken, insbesondere der Deutschen Bundesbank, das starke Anziehen des Dollars nicht verhindert; überdies verringerten sie das Wechselkursrisiko der Marktteilnehmer und tendierten mithin dazu, das gegebene Zinsgefälle zu verstärken und somit im Sinne zusätzlicher Kapitalbewegungen zu wirken. Hierbei sei daran erinnert, dass Anfang 1978 ein starkes Zinsgefälle zugunsten des Dollars zu verzeichnen war, das jedoch keine grösseren Kapitalabzüge aus Deutschland bewirkt habe, weil damals ein hohes Wechselkursrisiko bestand. In den letzten Monaten habe das Zinsgefälle zugunsten des Dollars massive Kapitalabzüge ausgelöst, weil die Marktteilnehmer mit einem Kursanstieg des Dollars gerechnet und

folglich das Wechselkursrisiko im Verhältnis zum Zinsgewinn für unbedeutend gehalten hätten. Die Wechselkursschwankungen, z.B. der jüngste Dollarsturz, seien demnach geeignet, den Händlern das Wechselkursrisiko bewusst zu machen und den Umfang der Kapitalbewegungen einzuschränken.

Ausserdem seien die Auswirkungen der Wechselkursschwankungen auf die Realwirtschaft relativ begrenzt, da es die verschiedenen Sektoren der deutschen Wirtschaft verstanden hätten, sich während der letzten Jahre geschmeidig darauf einzustellen. Ueberdies würden nahezu 60% des deutschen Aussenhandels mit Ländern getätigt, mit denen Deutschland durch feste oder relativ feste Wechselkurse verbunden sei.

Herr Pöhl schliesst mit der Bemerkung, die Erfahrungen der letzten Monate hätten gezeigt, dass es besser wäre, den Umfang der Interventionen zu beschränken. Erneut sei nämlich deutlich geworden, dass die Märkte in der Lage seien, sich übertriebenen Bewegungen in der einen oder anderen Richtung anzupassen. Ferner sollte man sich für die Steuerung der Wechselkurse eher auf wirtschafts- und geldpolitische Instrumente als auf Interventionen stützen.

Der Vorsitzende stellt fest, dass sich im Ausschuss zwei Möglichkeiten der Wechselkurspolitik abzeichnen: nach der einen sollte man den Umfang der Interventionen begrenzen und abrupte Kursschwankungen in Kauf nehmen, bei der zweiten sollten kurzfristige Schwankungen ausgeglättet werden.

Herr de Strycker ist erstaunt, dass man im Ausschuss der Zentralbankpräsidenten hier anscheinend geteilter Meinung sei. Er habe gedacht, man sei seit langen Jahren allgemein von der Zweckmässigkeit überzeugt gewesen, eine grössere Stabilität der Wechselkurse anzustreben. Aus dieser Ueberzeugung habe man sowohl das Europäische Währungssystem errichtet als auch den im Jahre 1978 angekündigten Versuch der amerikanischen Behörden, die Entwicklung des Dollarkurses wieder in den Griff zu bekommen, begrüsst. Die Auffassung, die Zentralbanken sollten weniger intervenieren und stärkere Wechselkursschwankungen hinnehmen, sei deshalb recht erstaunlich, und es stehe fest, dass ein grundlegender Meinungsunterschied zwischen den Zentralbankpräsidenten bei Fragen allgemeiner Art das Funkzionieren der täglichen Konzertation auf Expertenebene ungemein erschwere. Also müsse alles unternommen werden, um eine Annäherung der Standpunkte zu erreichen.

Davon abgesehen, dass es bezüglich der allgemeinen Grundsätze der Wechselkurs- und der Interventionspolitik Meinungsunterschiede gebe, könne die von Herrn Heyvaert festgestellte Unzulänglichkeit der Konzertationsergebnisse nach Ostern auch gewissen Faktoren eher technischer Natur zugeschrieben werden:

- Der Kursrückgang des Dollars sei insofern unter aussergewöhnlichen Umständen erfolgt, als das traditionelle Gegenstück zu dieser Währung, die D-Mark, im Vergleich zu anderen europäischen Währungen ebenfalls relativ schwach tendiert habe. Diese noch nie dagewesene Situation, auf die die Zentralbanken nicht vorbereitet gewesen seien, habe eine angemessene Antwort auf die bruske Bewegung des Dollarkurses erschwert.
- Manchmal seien den Massnahmen gegenüber dem Dollar durch die interne Situation im EWS Grenzen gesetzt, und die Abstimmung der Erfordernisse des EWS auf jene der "Dollarpolitik" sei schwierig.
- Bei der Eröffnung der Märkte am Mittwoch, dem 9. April 1980, hätten sich die Zentralbanken einer Abwärtsbewegung des Dollarkurses gegenübergesehen, die auf den fernöstlichen Märkten bereits mehrere Punkte betragen habe. Es frage sich, ob man nicht geeignete Vorkehrungen ins Auge fassen sollte, um zu verhindern, dass man durch die Entwicklung auf den fernöstlichen Märkten vor vollendete Tatsachen gestellt werde.

Die Sachverständigen sollten sich mit diesen drei Problemen befassen und Abhilfe und Lösungen vorschlagen.

Herr Zijlstra ist der Ansicht, die Meinungsunterschiede seien nicht so gross, wie es scheine. Alles hänge von der konkreten Situation ab, mit der die Währungsbehörden jeweils fertigwerden müssten. In der Ausnahmesituation nach Ostern sei es angezeigt gewesen, einen deutlichen Kursrückgang der amerikanischen Währung zuzulassen, der den übertriebenen Kursanstieg von Ende März und Anfang April korrigiert habe. Unter normaleren Umständen scheine es richtig, eine grössere Stabilität der Wechselkurse anzustreben, und zwar sowohl durch Interventionen als auch durch den Einsatz zweckmässiger geldpolitischer Massnahmen.

Herr Richardson greift den von den zwei Vorrednern geäusserten Gedanken auf und hält fest, man habe in Europa im allgemeinen die Festigung des Dollars begrüsst, die bis Anfang April erfolgt sei, wobei das Zinsge-

fälle, namentlich gegenüber der D-Mark, den Ausschlag gegeben habe. Die Ereignisse am 8. und 9. April hätten, wie Herr de Strycker gesagt habe, wahrscheinlich mit der gleichzeitigen Schwäche von Dollar und D-Mark eine neuartige Situation aufgezeigt.

Der 8. April sei noch relativ ruhig gewesen, und die Interventionen der verschiedenen Zentralbanken gäben zu keinen Bemerkungen Anlass, ausser vielleicht, dass die Federal Reserve Bank ihre Stützungsaktion mit Kaufaufträgen auf den fernöstlichen Märkten fortgesetzt habe. Auf den letzteren sei bei Eröffnung am 9. April die Lage ruhig gewesen. Schwierigkeiten habe es erst einige Stunden später bei der Eröffnung der europäischen Märkte gegeben. In dem Moment habe die Federal Reserve ihre Währung nicht mehr gestützt und, wie bemerkt worden sei, seien sich die europäischen Zentralbanken unschlüssig darüber gewesen, wie stark die zu ergreifenden Massnahmen sein müssten. Allerdings sei es leicht, hinterher zu sagen, der abrupte Dollarsturz sei ein heilsamer Schock gewesen, aber im Zeitpunkt der Handlung selbst, d.h. am Mittwoch, dem 9. April vormittags, sei es schwierig gewesen, den Umfang des Umschwungs zu überblicken, und es habe anscheinend noch keine gemeinsame Linie bestanden, den Dollarkurs abrupt fallen zu lassen.

Herr Ciampi teilt die Auffassung von Herrn Zijlstra; der scheinbar beträchtliche Meinungsunterschied zwischen Herrn de la Genière und Herrn Pöhl sei in Wirklichkeit nicht so gross. Vom System der festen Wechselkurse sei man in der Ueberzeugung abgekommen, dass Kursschwankungen nicht zu vermeiden, ja sogar, bis zu einem gewissen Grade, heilsam seien. In der Auffassung von Herrn de la Genière könne wohl der Wunsch nach einer Verstärkung der Konsultation zwischen Zentralbanken zur Verringerung von Häufigkeit und Umfang der Interventionen gesehen werden; in jener von Herrn Pöhl komme die realistische Einsicht zum Ausdruck, man könne die Schwankungen nicht in jedem Fall verhindern, und in gewissen Fällen könnten sie auf die Spekulanten ernüchternd wirken. So oder anders gelte es, die Konzertation zu verstärken, jedoch ohne präzise Verpflichtungen einzugehen, die zugunsten der Spekulanten spielen könnten.

Herr Lamfalussy legt dar, ihn habe im Verlauf der letzten Wochen weniger die unzulängliche Konzertation in der EWG überrascht als vielmehr die Asymmetrie in der Haltung zwischen den Vereinigten Staaten einerseits und der übrigen Welt andererseits. Bei steigendem Dollarkurs hätten gewisse Länder interveniert, um die Hausse zu bremsen, während

diese Länder bei fallendem Kurs praktisch nichts unternommen hätten und die Federal Reserve eingegriffen habe. Daraus müsse man schliessen, die Länder intervenierten zwar, um einem Kursrückgang ihrer Währungen zu begegnen, nicht aber, um einen Kursanstieg zu vermeiden. Diese Art Asymmetrie berge Gefahren in sich und rufe nach einer handfesten Konzertation in Fragen der Wechselkurspolitik und nicht nur bezüglich der Interventionsmodalitäten.

Auf die Frage von Herrn de la Genière, weshalb diese Asymmetrie gefährlich sei, antwortet Herr Lamfalussy, er sehe darin Ansätze zu einem Aufwertungswettlauf oder, auf jeden Fall, den Willen, Abwertungen zu verhindern. Wenn sich alle Länder so verhielten, dann sei mit einer Zinssatzeskalation und unter Umständen mit wesentlichen Auswirkungen auf die Weltwirtschaft zu rechnen.

Herr Pöhl erinnert daran, die Bundesbank habe an jenem berühmten Ostermittwoch rund \$ 100 Mio. gekauft, doch habe sie diese Aktion schnell abbrechen müssen, als die D-Mark am untersten Ende des gemeinschaftlichen Währungsbandes angelangt sei. Die Schweizerische Nationalbank habe nach Massgabe der DM/Sfr-Relation in mässigem Umfang Dollar verkauft, diese Verkäufe aber eingestellt, als die Dollarkurstendenz klar ersichtlich wurde. Dank einer gut funktionierenden Konzertation habe man sehr schnell erreicht, dass die Banque de France Dollar kaufte, wodurch der Kurssturz des Dollars allerdings nicht habe gebremst werden können.

Mit Bezug auf die Bemerkungen von Herrn de Strycker führt Herr Pöhl aus, es sei nicht so, dass er heftige und abrupte Kursschwankungen befürworte - das gehe aus der Praxis der Deutschen Bundesbank mit aller Deutlichkeit hervor -, er stelle nur fest, massive Interventionen vermöchten gewisse Entwicklungen nicht zu steuern oder zu verhindern. Manchmal könnten sie sogar Kapitalbewegungen verstärken oder sogar auslösen, indem sie das Wechselkursrisiko ausschalteten.

Herr de la Genière bemerkt zu den Ausführungen von Herrn Lamfalussy, in der gegenwärtigen Phase der Inflationsbekämpfung sei eine gewisse Aufwertungstendenz der Währungen eine unausweichliche Folge, und eine Beeinträchtigung des internationalen Währungssystems sei eher dann zu befürworten, wenn allen Ländern ein Abwertungswettlauf vorschweben würde.

Ferner unterstreicht Herr de la Genière, sein eigener Standpunkt und jener von Herrn Pöhl lägen gar nicht so weit auseinander. Die Deutsche Bundesbank habe bisher, vor allem aber seit Jahresbeginn, ver-

schiedentlich gezeigt, dass sie massiv intervenieren könne, während man der Banque de France unlängst vorgeworfen habe, sie interveniere nicht stark genug.

Herr Heyvaert ergänzt seine Bemerkungen über die Unzulänglichkeit der Konzertation:

- Wie Herr Lamfalussy betont habe, seien die Interventionen im Verlauf der letzten Wochen schlecht verteilt gewesen: bei steigendem Dollarkurs habe die Federal Reserve nichts unternommen, während die anderen Länder energisch interveniert hätten; bei fallendem Dollarkurs sei es gerade umgekehrt gewesen. Ueber eine bessere Konzertation mit der Federal Reserve hätte man die Interventionslast vielleicht besser verteilen können.
- Bei den aussergewöhnlich starken Schwankungen des Dollars hätten es die Mitglieder des EWS versäumt, gleichzeitig auf den Dollar und im Sinne eines besseren Zusammenhalts im EWS zu wirken; so hätte etwa, als keine D-Mark verkauft werden konnten, der französische Franken vermehrt eingesetzt werden können. Nun habe aber die Federal Reserve an den entscheidenden Tagen, am 8., 9. und 10. April, D-Mark im Gegenwert von \$ 650 Mio. verkauft, als sich die D-Mark am untersten Ende des EWS bewegt und gleichzeitig der Stützung durch den französischen Franken bedurft habe. Den Verhältnissen entsprechend seien die Dollarinterventionen der Banque de France, und erst recht die Interventionen der Federal Reserve mit französischen Franken, sehr schwach gewesen.

Der Vorsitzende bemerkt abschliessend, es sei für die Aussprache im Ausschuss sehr gut gewesen, dass Herr Heyvaert die Probleme, die bei der Konzertation aufgetreten seien, offen und klar dargelegt habe.

Die Diskussion habe folgendes gezeigt: Wenn auch Stabilität und Zusammenhalt im EWS das Ziel der EWG-Länder bleibe, so könne es doch manchmal richtig und heilsam sein, abrupte Schwankungen in den Wechselkursrelationen zwischen den Währungen des EWS und dem Dollar hinzunehmen. Bei der Interventionspolitik stehe man gelegentlich vor einer schwierigen Wahl, wenn es um die Höhe der einzusetzenden Beträge gehe, und hier könne es zwischen den Zentralbanken Meinungsunterschiede geben. Gewisse Zentralbanken, wie die Deutsche Bundesbank, könnten sich hinterher sogar fragen,

ob die massiven Interventionen, die beim Anziehen des Dollarkurses vorgenommen wurden, das bestmögliche Verhalten gewesen seien.

Schliesslich stellt der Vorsitzende die Annahme des Berichts an die Finanzminister der EWG-Länder durch den Ausschuss fest.

III. Wiederaufnahme des Gedankenaustauschs über die Koordinierung der Wechselkurspolitik der EWG-Zentralbanken gegenüber dem US-Dollar

Der Vorsitzende erteilt Herrn Heyvaert das Wort, der kurz die wesentlichen Punkte des Berichts Nr. 45 darlegt, den die Expertengruppe unter seinem Vorsitz zur Koordinierung der Wechselkurspolitik der EWG-Zentralbanken gegenüber dem US-Dollar ausgearbeitet hat.

Herr Mikkelsen erklärt, die Stellvertreter hätten sich bei der Vorbereitung der Diskussion der Zentralbankpräsidenten auf die periodische Bewertung der Kurstendenz des Dollars konzentriert, die von den Experten auf Seite 6 des Berichts Nr. 45 angeregt werde. Nach Auffassung der Stellvertreter sollte eine derartige Bewertung in der Arbeit des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten eine Konstante bilden. Obwohl es sich um eine heikle und schwierige Aufgabe handle, erscheine es doch angezeigt, sich damit zu befassen, und es wäre vielleicht gut, Herrn Lamfalussy daran zu beteiligen, den man bitten könnte, eine gewisse Bewertung des Dollars vorzulegen.

Der Vorsitzende stellt fest, dass nach Auffassung der Stellvertreter eine qualitative und periodische Bewertung der amerikanischen Währung die Grundlage für eine Verstärkung der Bemühungen zur Koordinierung der Wechselkurspolitik gegenüber dem Dollar bilden sollte. Er regt an, der Ausschuss möge in dieser Richtung weiterarbeiten; die Einzelheiten könnten unter Umständen zu einem späteren Zeitpunkt festgelegt werden.

Der Vorsitzende nimmt zur Kenntnis, dass der Ausschuss mit der Anregung der Stellvertreter einverstanden ist.

IV. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

- Rolle des Ausschusses im Verfahrensablauf bei EWS-Leitkursänderungen

Der Vorsitzende erinnert daran, dass diese Frage an der Oktober-sitzung 1979 von Herrn Zijlstra aufgeworfen worden sei, und er bittet Herrn Mikkelsen, das Ergebnis der Diskussion der Stellvertreter vorzulegen.

Herr Mikkelsen führt aus, nach der ersten EWS-Leitkursänderung vom September 1979 habe man eine Verbesserung des Verfahrensablaufs für notwendig erachtet. Die Zentralbankpräsidenten hätten sich am 1. Oktober in Belgrad mit dieser Frage befasst, und von den Stellvertretern sei sie im November und im Dezember kurz erörtert worden. Seither habe der Währungsausschuss eine Stellungnahme zu gewissen technischen Aspekten der Leitkursänderungen (Dokument II/82/80 endgültig) verabschiedet und den Entwurf einer Stellungnahme an den Rat (über das Konsultationsverfahren, das vor jeder Paritätsänderung durchgeführt werden muss) vorbereitet, der den Entwurf vom 8. März 1974 ersetze.

Da die Zentralbanken in die Arbeiten des Währungsausschusses miteinbezogen seien, scheine sich eine erneute Ueberprüfung dieser Frage und eine diesbezügliche schriftliche Stellungnahme des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten zu erübrigen. Vielleicht wünschten die Zentralbankpräsidenten zur Kenntnis zu nehmen, dass ihre am 1. Oktober aufgenommenen Gespräche auf praktischer Ebene zu konkreten Ergebnissen geführt hätten, und dass dem Vorsitzenden des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten im Konsultationsverfahren eine Rolle zugedacht worden sei.

Der Vorsitzende stellt fest, dass der Ausschuss die von Herrn Mikkelsen im Namen der Stellvertreter vorgetragene Empfehlung gutheisst.

V. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Die nächste Sitzung findet am Dienstag, dem 13. Mai 1980, um 10 Uhr in Basel statt.

Anlage

Ausschuss der Präsidenten
der Zentralbanken der Mitgliedstaaten
der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft

15. April 1980

Vertraulich
Uebersetzung

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

MAERZ 1980

Der vorliegende Bericht gibt einen Ueberblick über die Entwicklung auf den Devisenmärkten der Länder der an der Konzertation beteiligten Zentralbanken* und über deren Interventionen im März sowie in den ersten Apriltagen 1980.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Hauptmerkmal der Devisenmarktentwicklung im März war der anhaltende und rasche Anstieg der Notierungen für den US-Dollar. In der Tat gewann die amerikanische Währung, deren Kursanstieg nach der Diskontsatz-erhöhung von Mitte Februar eingesetzt hatte, bereits von den ersten Märztagen an stark an Wert, im wesentlichen infolge des Anstiegs der kurzfristigen Marktzinsen, eine Entwicklung, die aufgrund der Erwartung weiterer geld- und kreditpolitischer Restriktionen im Rahmen des in Vorbereitung befindlichen neuen Anti-Inflationsprogramms Auftrieb erhielt. Das Massnahmenpaket, das am 14. März bekanntgegeben wurde, umfasste nicht nur wichtige finanz-, haushalts- und energiepolitische, sondern auch verschiedene geld- und kreditpolitische Massnahmen. Als Reaktion hierauf stiegen die Zinsen weiter (die Prime rate wurde kurz hintereinander in mehreren Stufen auf 19,50% erhöht) und zogen einen Anstieg des Dollarkurses an allen Märkten nach sich, obwohl fast alle Zentralbanken erheblich und

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

beständig intervenierten und mehrere Länder restriktive geld- und kreditpolitische Massnahmen ergriffen.

Der Wechselkurs des US-Dollars wies im März die folgenden prozentualen Veränderungen auf:

Amsterdam	+ 9,0
Brüssel	+ 8,3
Kopenhagen	+ 9,3
Dublin	+ 7,3
Frankfurt	+ 9,6
London	+ 4,9
Oslo	+ 5,5
Ottawa	+ 3,8
Paris	+ 7,8
Rom	+ 9,4
Stockholm	+ 6,1
Tokio	- 0,2
Zürich	+ 8,8

Im europäischen Wechselkursmechanismus schwankten die Positionen der teilnehmenden Währungen in der zweiten Monatshälfte erheblich, während sie, abgesehen von einer leichten Abwertung der italienischen Lira, in den ersten beiden Wochen des Monats wenig verändert waren. Die dänische Krone und insbesondere die D-Mark setzten sich in Richtung auf das untere Ende des Währungsbandes in Bewegung. In der Tat gesellte sich die deutsche Währung in den letzten Tagen des Monats zum belgischen Franken und lag damit zusammen mit diesem dem französischen Franken gegenüber, der inzwischen allein die erste Stelle im System einnahm, nachdem sich unterdessen auch der holländische Gulden abgeschwächt hatte.

Ende März stellte sich die Lage innerhalb des gemeinschaftlichen Währungsbandes wie folgt dar: Die D-Mark, der belgische Franken und die dänische Krone befanden sich am unteren Ende des Bandes, die Lira, der holländische Gulden und das irische Pfund hielten sich in der Mitte, und der französische Franken lag am oberen Rand des Bandes.

Diese Verschiebung beeinflusste natürlich die Entwicklung des Divergenzindikators. Von Bedeutung war die rasch zunehmende Divergenz der D-Mark nach dem 17. März, während der französische Franken sich gleichzeitig dem oberen Schwellenwert näherte. Der belgische Franken anderer-

seits, der während der ersten drei Wochen des Monats an der unteren Schwelle lag, verbesserte dann allmählich seine Position.

Trotz der Ende Februar beschlossenen Diskontsatzserhöhung stand die D-Mark seit Anfang März unter einem starken Abwärtsdruck. Umfangreiche und beständig vorgenommene Dollarabgaben der Bundesbank vermochten die Abwertung der D-Mark gegenüber dem US-Dollar in der ersten Märzhälfte etwa in der Grössenordnung des Wertverlustes der übrigen EWS-Währungen zu halten. Die Bekanntgabe des amerikanischen Anti-Inflationsprogramms am 14. März, der nachfolgende erneut starke Anstieg der Dollar-Zinssätze und die daraus resultierende Erhöhung des Zinsgefälles zu Lasten der D-Mark führten zu einer weiteren Zunahme des Abflusses kurzfristigen Kapitals. Obwohl die Bundesbank ständig Dollar an den Markt abgab und die für Gebietsfremde geltenden Anlagebeschränkungen in bezug auf deutsche Schuldverschreibungen am 28. März gelockert wurden, gesellte sich die D-Mark zum belgischen Franken am unteren Ende des EWS-Bandes.

In der ersten Märzhälfte geriet der belgische Franken unter starken Druck, so dass die Nationalbank sich genötigt sah, ständig in verschiedenen Währungen zu intervenieren, um den Divergenzindikator auf den Wert 75 zurückzubringen. Trotz einer starken Erhöhung des Zinssatzes für Sonderkredite am 14. März von 14,5 auf 18% hielt der Druck bis zum 19. März an, als die belgischen Währungsbehörden beschlossen, auch die Diskontsätze und den Lombardsatz anzuheben. Diese Massnahmen im Verein mit der allmählichen Abschwächung der D-Mark und anderen Währungen ermöglichten es dem belgischen Franken, sich beträchtlich von der Abweichungsschwelle zu entfernen, und setzten die Belgische Nationalbank in die Lage, ihre Interventionen auf sehr geringe Beträge zu beschränken.

Die dänische Krone hielt sich im März zunächst, teilweise mit Unterstützung geringer aber ständig vorgenommener Dollarabgaben seitens der Dänischen Nationalbank, in der Mitte des Kursbandes, schwächte sich dann jedoch während der letzten 10 Tage des Monats fortlaufend ab und bewegte sich auf die untere Grenze des Bandes zu. In dieser Situation intervenierte die Zentralbank ergänzend zu den erneuten Interventionen in US-Dollar auch mit Abgaben von französischen Franken. Der Druck auf die Krone liess in den letzten beiden Tagen des Monats deutlich nach.

Das irische Pfund war die zweitschwächste Währung im System während der ersten Monatshälfte; später befestigte es sich, um am Monats-

ende die Position der zweitstärksten Währung innezuhaben. Zum Monatsende betrug der Kurs irisches Pfund/Pfund Sterling 89,67 und lag damit um 1,95% unter dem von Ende Februar.

Die Lira schwächte sich im März allmählich ab, wobei sie sich vom oberen Ende der engen Schwankungsbreite von 2,25% nahe zu dessen Mitte hinbewegte. Am 14. März verschärfte die Bank von Italien die bestehenden Kreditbeschränkungen, und die Lira stabilisierte sich bei der zu diesem Zeitpunkt eingenommenen Position. Die Bank von Italien nahm im März keinerlei Interventionen vor; Liraverkäufe wurden zu Beginn des Monats von der Belgischen Nationalbank getätigt.

Der holländische Gulden nahm während der ersten Monatshälfte zunächst eine gute Position in der oberen Hälfte des Währungsbandes ein. Während dieses Zeitraums wurden in Belgien von der dortigen Notenbank Gulden abgegeben. Diese Verkäufe sowie hohe Regierungsausgaben lockerten den Geldmarkt auf, so dass die fälligen Dollarswaps nicht mehr erneuert werden brauchten. Ein gewisser Zinsrückgang liess den Gulden in der zweiten Monatshälfte bis zur Bandmitte absinken.

Der französische Franken befestigte sich im Monatsvergleich gegenüber den anderen EWS-Währungen mit Ausnahme des irischen Pfundes und des Pfund Sterling. Diese Stärke, die teilweise durch Leads and lags und ohne Zweifel auch durch Kapitaleinfuhren erklärt werden kann, war in der zweiten Monatshälfte trotz beträchtlicher Interventionen besonders ausgeprägt.

Mit einem durchschnittlichen Kursanstieg von 4% gegenüber den anderen EWS-Währungen blieb das Pfund Sterling recht fest im März, was teilweise auf die günstige Energiesituation Grossbritanniens und das hohe Niveau der kurzfristigen Zinsen zurückzuführen war. Die Bank von England intervenierte in begrenztem Ausmass (Käufe und Verkäufe von US-Dollar), um einige relativ starke Kursschwankungen des Pfundes zu korrigieren.

Trotz einer Diskontsatzserhöhung Ende Februar war die Kurstendenz des Schweizer Frankens in den ersten beiden Märzwochen stark abwärts gerichtet, so dass sich die Schweizerische Nationalbank zu hohen Dollarabgaben veranlasst sah. Die zunehmend schwächere Tendenz der D-Mark in der zweiten Märzhälfte versetzte die Schweizerische Nationalbank in die Lage, mit weiteren Interventionen bis zu den letzten Tagen im Monat zu warten, als der Dollar sich wiederum recht unvermittelt befestigte. Die

Behörden fuhren fort, schrittweise die im letzten Jahr verhängten Beschränkungen der Kapitaleinfuhr abzubauen.

Der Kurs des Yen war gegenüber dem US-Dollar anscheinend recht stabil, aber dies muss auf die folgenden Faktoren zurückgeführt werden: sehr hohe Dollarverkäufe seitens der Bank von Japan, geld-, devisenmarkt- und kreditpolitische Beschlüsse der japanischen Behörden und die Aktivierung der mit der Federal Reserve und der Schweizerischen Nationalbank getroffenen Vereinbarung über abgestimmte Interventionen zur Stützung des Yen.

Die schwedische und insbesondere die norwegische Krone wiesen im Vergleich zu den EWS-Währungen eine stabilere Haltung auf. Die Schwedische Reichsbank schritt freilich in der ersten Monatshälfte wiederholt zu Dollarabgaben, während die norwegische Zentralbank nach der Monatsmitte Dollar erwarb; dies spiegelt die sehr feste Haltung der Krone gegenüber ihrem Währungskorb wider, die wiederum auf hohe Exporteinnahmen zurückging.

Der kanadische Dollar verzeichnete im März die geringste Abwertung gegenüber dem US-Dollar, was teilweise auf hohe Abgaben von US-Dollar seitens der Bank von Kanada und einen beträchtlichen Zinsanstieg der kanadischen Zinsen gegen Ende des Monats zurückging. Um die Flexibilität des kanadischen "monetary management" zu erhöhen, beschloss die Bank von Kanada, mit Wirkung vom 13. März den Diskontsatz $\frac{1}{4}$ Prozentpunkt über dem letzten auf der wöchentlichen Versteigerung von Schatzwechseln mit 91tägiger Laufzeit gebildeten Durchschnittszinssatz festzusetzen.

II. INTERVENTIONEN IN US-DOLLAR

Im März saldierten sich die Dollarinterventionen der an der Konzertation teilnehmenden Zentralbanken zu Abgaben in Höhe von \$ 13,8 Mrd.; die Verkäufe beliefen sich brutto auf \$15,2Mrd. und die Verkäufe auf \$ 1,4 Mrd.

Dollarverkäufe wurden während des gesamten März getätigt, jedoch waren die Beträge insbesondere sehr hoch in der ersten Woche und in den letzten Tagen des Monats. Die grössten Abgaben tätigten die Deutsche Bundesbank und die Bank von Japan, aber auch die Interventionen der Schweizerischen Nationalbank und der Bank von Kanada waren erheblich.

Die Federal Reserve gab auf dem US-Markt Dollar gegen D-Mark, Yen und Schweizer Franken ab. Unter den anderen Zentralbanken, die in geringerem Umfang intervenierten, waren lediglich die Zentralbank von Norwegen und die Bank von Frankreich Nettokäufer von US-Dollar.

III. INTERVENTIONEN IN EUROPÄISCHEN WÄHRUNGEN

Die Bruttointerventionen der am EWS-Wechselkursmechanismus teilnehmenden Zentralbanken in Partnerwährungen waren im Vergleich mit denen in vergangenen Monaten bedeutend und erreichten den Gegenwert von \$ 1,4 Mrd. Hinzu kommen einige Käufe von Schweizer Franken gegen französische Franken sowie kleine Käufe von Pfund Sterling durch die Zentralbank von Irland.

Die Interventionen in europäischen Währungen der zum EWS gehörenden Zentralbanken resultierten in Käufen von belgischen Franken, D-Mark und dänischen Kronen gegen Verkauf von französischen Franken, niederländischen Gulden und italienischen Lire. Nur 10% dieser Interventionen erfolgten an den Interventionspunkten, während der Rest intramarginale Interventionen darstellte.

Der Saldenausgleich erfolgte per Kasse: 75% in ECU und 25% in Währung.

* * *

Während der ersten zehn Tage im April kam der seit Mitte Februar bestehende Aufwärtstrend des US-Dollars zunächst zum Stillstand und kehrte sich dann eindeutig um. In der Tat erreichte der US-Dollar seinen Kursgipfel am 1. April, als die US-Banken ihre Prime rate um einen weiteren 1/2 Prozentpunkt auf 20% erhöhten.

Die plötzliche Zuspitzung der Krise zwischen den USA und dem Iran und eine allgemeine Verschlechterung der politischen Lage im Nahen Osten lösten am 9. April im Verein mit einem Rückgang der kurzfristigen Zinsen in den USA einen steilen Kursfall des Dollars aus, der durch die

Glattstellung von offenen Positionen zugunsten des Dollars noch verstärkt wurde. An dem genannten Tag büsste der US-Dollar gegenüber den anderen grossen Währungen rund 4% an Wert ein. Am 11. April hatte der Dollar, gemessen an seinem Kursstand am 1. des Monats, gegenüber der D-Mark 5%, dem Schweizer Franken 6,5% und gegenüber dem französischen Franken 4,5% an Wert verloren.

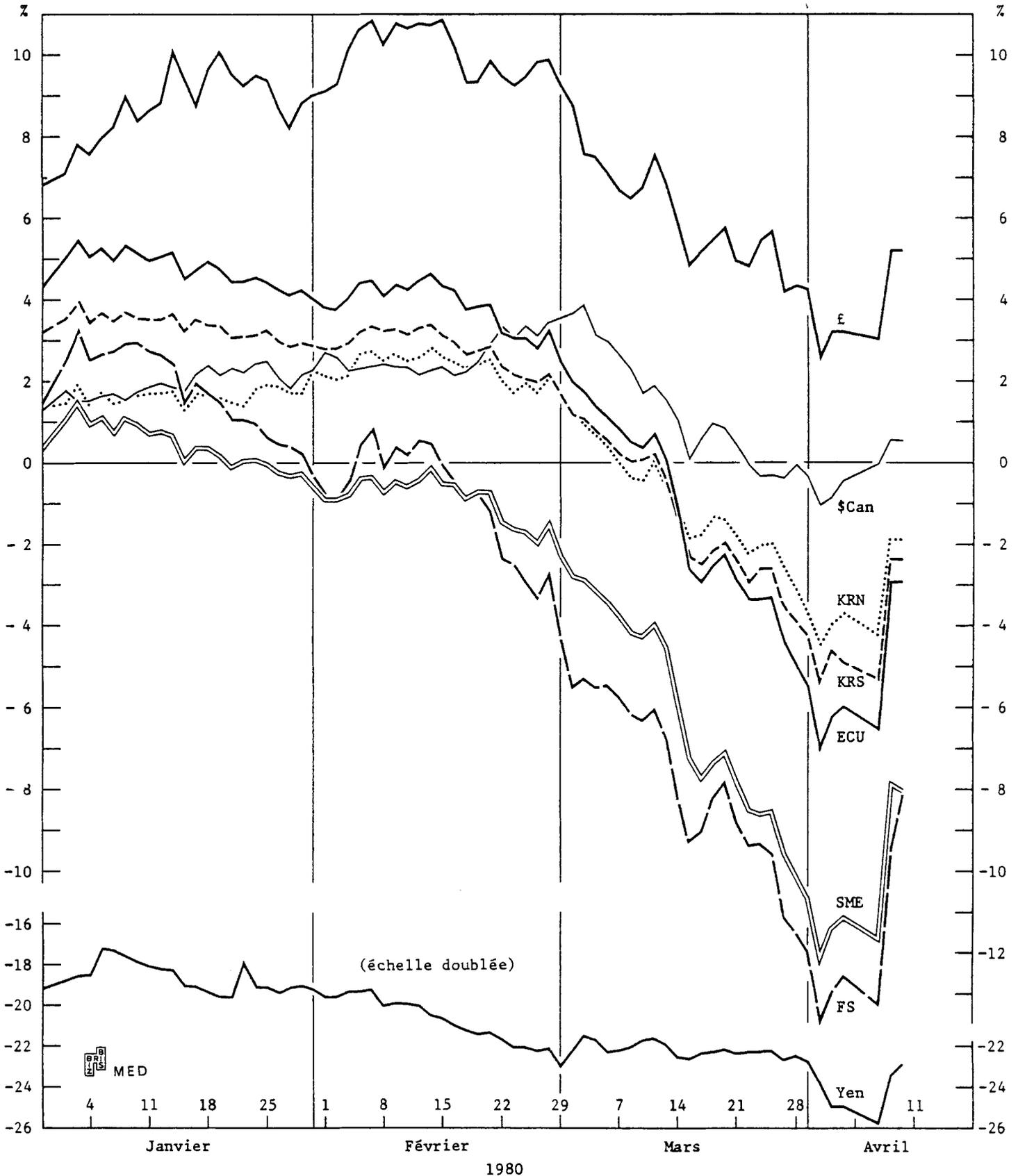
Auch innerhalb des EWS veränderten sich die bilateralen Positionen der einzelnen Teilnehmerwährungen infolge der veränderten Situation. In der Tat blieben die D-Mark, der belgische Franken und in geringerem Ausmass die dänische Krone bis zum 9. April nahe dem unteren Rand des engen Kursbandes in Opposition zum französischen Franken. Auch die Lira, der holländische Gulden und das irische Pfund hielten unter einigen Schwankungen ihre Position. Als die Tendenzwende beim Dollar eintrat, löste sich die D-Mark vom unteren Rand, während der belgische Franken dort blieb. Auch die dänische Krone verbesserte ihre Position, während die Lira und das irische Pfund Schwächetendenzen aufwiesen.

Diese Verschiebungen wurden vom Divergenzindikator bestätigt: die D-Mark wies am 11. April nur noch eine Abweichung von 37% auf, während die negativen Abweichungen der Lira, des irischen Pfundes und des belgischen Frankens grösser wurden.

Für die ersten zehn Tage im April saldierten sich die Dollarinterventionen zu Abgaben in Höhe von \$ 1,1 Mrd. Die Abgaben, die brutto \$ 2,3 Mrd. betragen, waren auf die ersten vier Tage des Monats konzentriert, also bevor die Dollarschwäche einsetzte. Die Interventionen in der zweiten Woche des Monats hatten im allgemeinen die Form von Käufen, die vor allem von der Federal Reserve Bank von New York getätigt wurden.

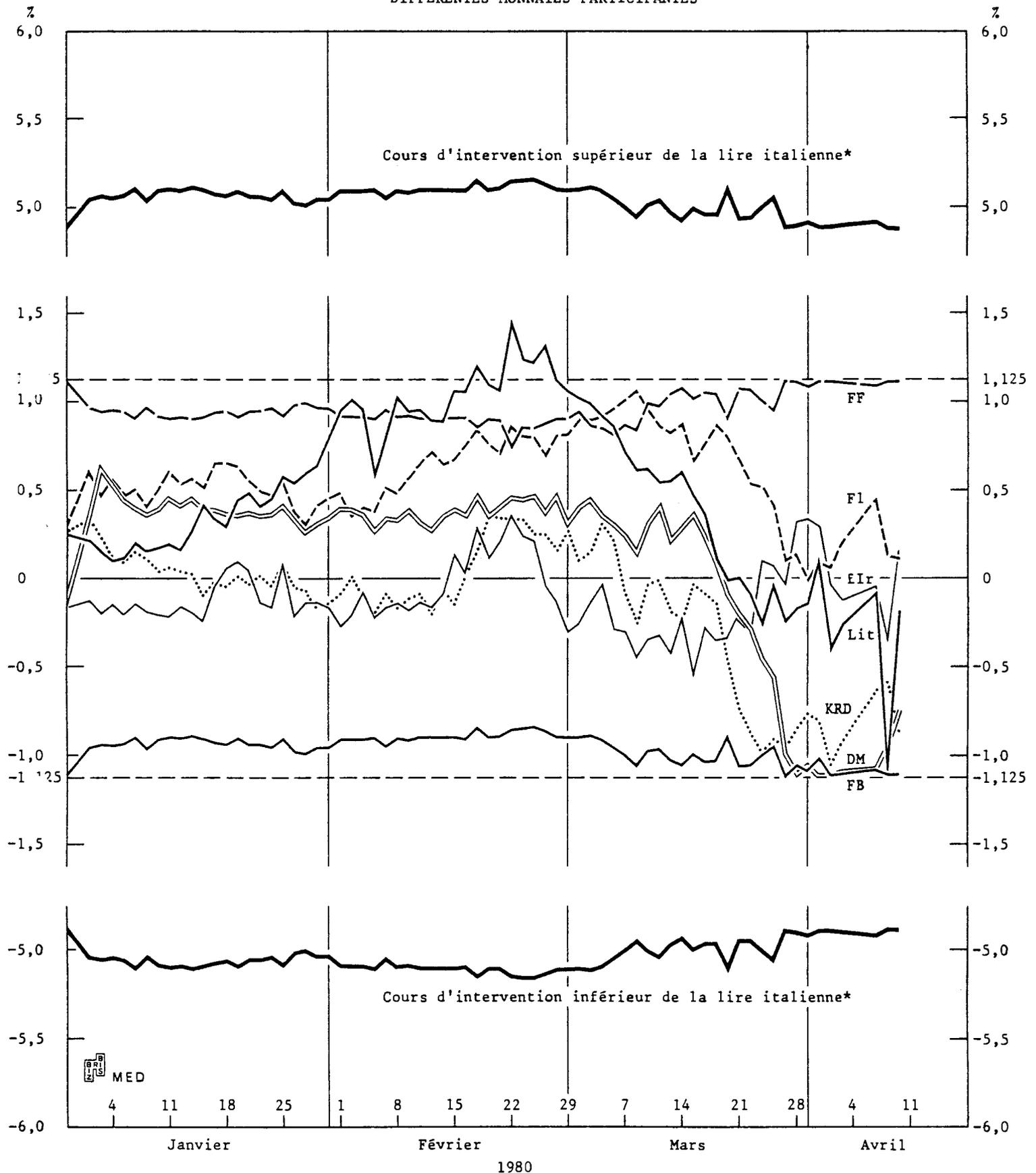
Die Interventionen in europäischen Währungen bestanden zumeist aus Käufen von D-Mark und belgischen Franken gegen französische Franken an den Interventionspunkten im Gesamtgegenwert von ungefähr US-\$ 0,6 Mrd.

EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU SME
 ET DES MONNAIES DES AUTRES BANQUES CENTRALES PARTICIPANT A LA
 CONCERTATION SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE 28 DECEMBRE 1978
 VIS-A-VIS DU \$EU*



*ECU 1,37773; cours médian des monnaies participant au SME 1,3806;
 £ 0,48040; \$Can 1,18652; FS 1,6215; KRS 4,2850; KRN 4,9910; Yen 193,30.

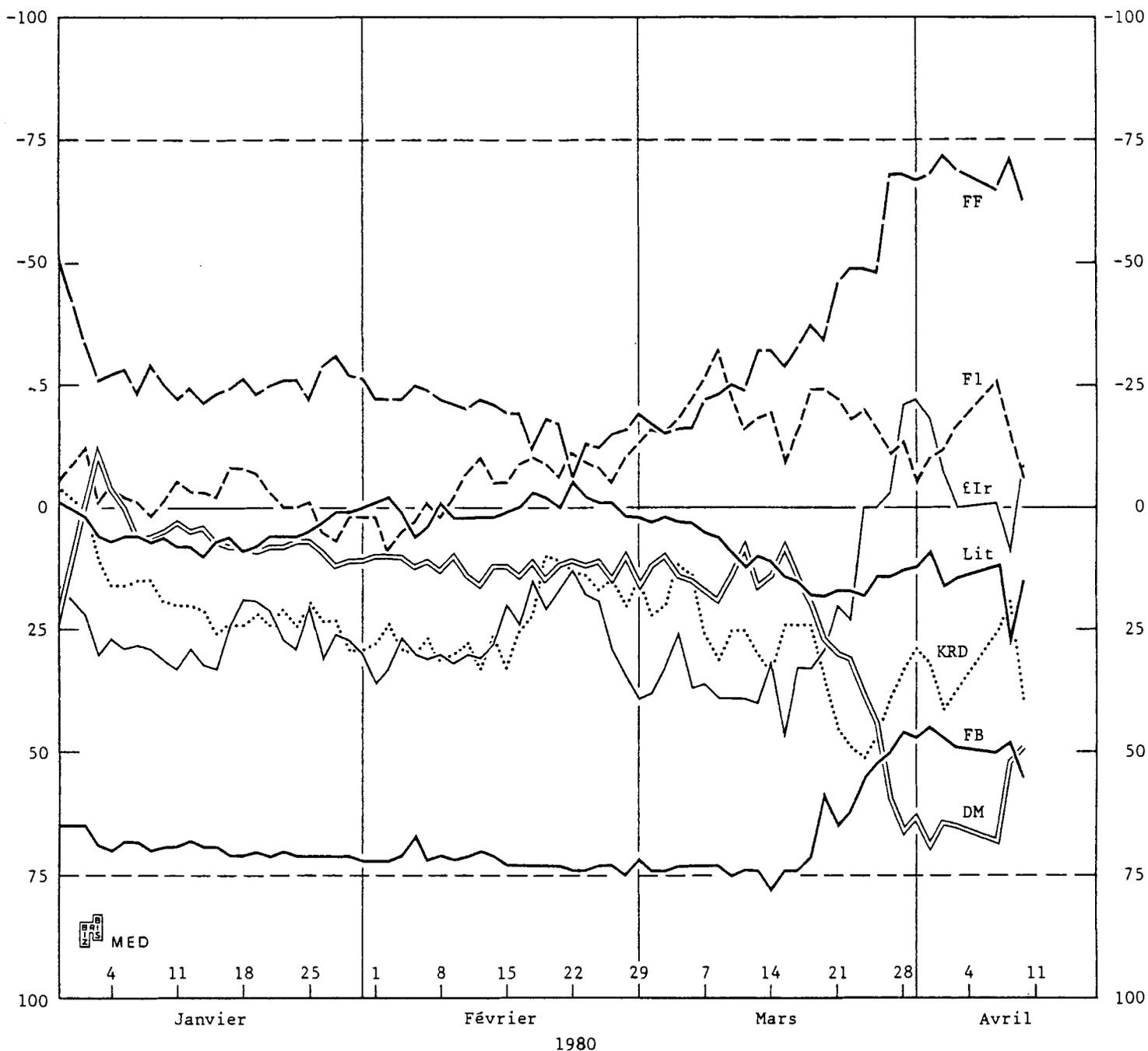
MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DE LA GRILLE DE PARITES DU SME
CALCULES SUR LA BASE DES COURS OFFICIELS DE L'ECU DANS LES
DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



* Les cours d'intervention supérieur et inférieur de la lire italienne représentent l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible respectivement la plus forte dans la bande de fluctuation étroite de $\pm 2,25\%$.

10 avril 1980

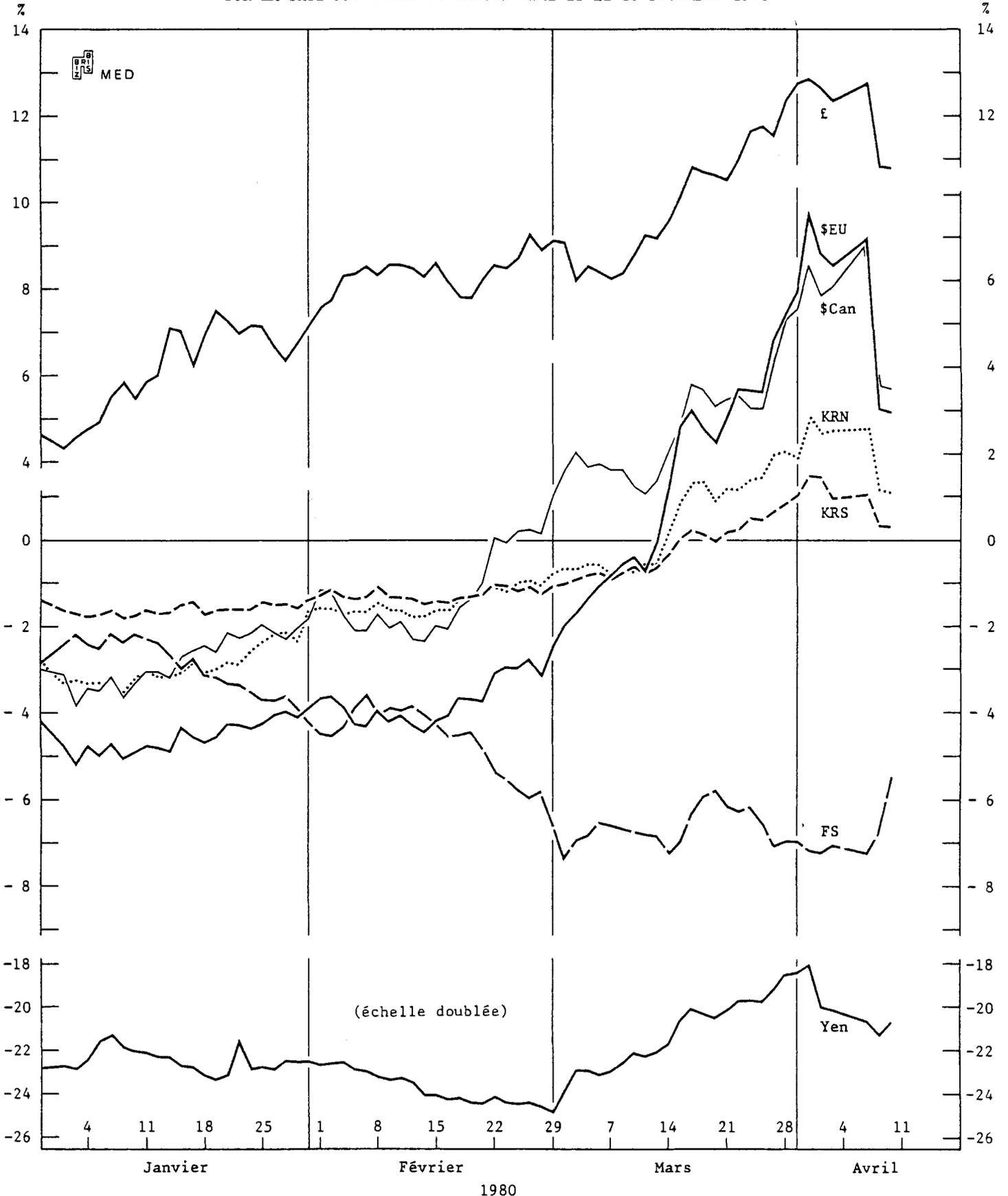
EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE*



* L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot Ecu. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'Ecu dans chaque monnaie peut s'apprécier ou se déprécier par rapport à son cours-pivot Ecu; il est exprimé par ± 100 , le seuil de divergence étant ± 75 . Les données qui ont servi de base à l'établissement de ce graphique sont les cours de l'Ecu exprimés en termes de diverses monnaies, cours qui sont toutefois corrigés des effets des fluctuations de la lire italienne et de la livre sterling au-delà de la marge de 2,25% vis-à-vis des autres monnaies participant au SME.

10 avril 1980

EVOLUTION DE LA LIVRE STERLING ET DES MONNAIES TIERCES DES BANQUES
CENTRALES PARTICIPANT A LA CONCERTATION PAR RAPPORT A L'ECU
SUR LA BASE DES COURS DU MARCHE RELEVES LE 28 DECEMBRE 1978*



*£ 0,677119; \$Can 1,63377; FS 2,23280; KRS 5,88910; KRN 6,88210; Yen 266,000; \$EU 1,37773.