

Vertraulich  
Uebersetzung

PROTOKOLL \*

DER EINHUNDERTDREIUNDDREISSIGSTEN SITZUNG DES AUSSCHUSSES  
DER PRAESIDENTEN DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN  
DER EUROPAEISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT  
BASEL, DIENSTAG, 10. APRIL 1979, 10 UHR

---

Anwesend sind: der Gouverneur der Banque de France und Ausschussvorsitzende, Herr Clappier, begleitet von den Herren Théron und Lefort; der Gouverneur der Banque Nationale de Belgique, Herr de Strycker, begleitet von Herrn Janson; der Gouverneur der Danmarks Nationalbank, Herr Hoffmeyer, begleitet von Herrn Mikkelsen; der Präsident der Deutschen Bundesbank, Herr Emminger, begleitet von den Herren Pöhl und Rieke; der Gouverneur der Central Bank of Ireland, Herr Murray, begleitet von Herrn Breen; der Wirtschaftsberater der Banca d'Italia, Herr Magnifico, begleitet von den Herren Maserà und Mazzinghi; der Präsident der Nederlandsche Bank, Herr Zijlstra, begleitet von den Herren Szász und de Boer; der Gouverneur der Bank of England, Herr Richardson, begleitet von den Herren McMahon und Balfour; zugegen sind ferner der Vizepräsident der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Herr Ortoli, begleitet von den Herren Mosca, 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.

Der Vorsitzende eröffnet die Sitzung, indem er Gouverneur Baffi, der Basel vorzeitig verlassen musste, entschuldigt. Er bittet Herrn Magnifico, Gouverneur Baffi noch einmal die Wertschätzung der in Basel versammelten Gouverneure der Zentralbanken, insbesondere derjenigen der EWG, und die Sympathie, die sie ihm entgegenbringen, zu übermitteln und ihm auszurichten,

---

\* Endgültige, in der Sitzung vom 8. Mai 1979 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige Aenderungen redaktioneller Art aufweist.

dass sie hoffen, die unglückliche Angelegenheit möge rasch zu einem guten Ende geführt werden.

Herr Magnifico dankt dem Vorsitzenden für seine freundlichen Worte und Wünsche an die Adresse von Gouverneur Baffi und der Bank von Italien und erklärt, er werde sie sehr gerne an Gouverneur Baffi weiterleiten.

I. Billigung des Protokolls der 132. Sitzung

Der Vorsitzende teilt mit, dass das Sekretariat einen Abänderungsantrag redaktioneller Art betreffend eine Erklärung von Herrn Richardson auf Seite 8 des Entwurfs des Protokolls erhalten hat; er stellt fest, dass, nachdem die Mitglieder keine weiteren Bemerkungen dazu haben, das Protokoll der 132. Sitzung vom Ausschuss einstimmig angenommen wird, wobei die vorgeschlagene Aenderung im endgültigen Text aufgenommen wird.

II. Entwicklung der Devisenmärkte der an der Konzertation beteiligten Länder im März und in den ersten Apriltagen 1979: Kurzbericht über den Verlauf der Konzertation; Verabschiedung des Ausschussberichts an die Finanzminister der EWG-Länder

A. Kurzbericht über die Konzertation  
-----

Herr Heyvaert fasst kurz die wesentlichen Punkte des dem Protokoll beigefügten Berichts zusammen und kommentiert sie; er verweist insbesondere auf die Folgen der Entwicklung, welche das irische Pfund infolge des starken Kursanstiegs des Pfund Sterlings durchlaufen hat. In Uebereinstimmung mit ihrem Wunsch haben die irischen Behörden versucht, das feste Verhältnis zwischen ihrer Währung und dem Pfund Sterling so lange wie möglich aufrechtzuerhalten; zu diesem Zweck haben sie Interventionen vorgenommen, welche das irische Pfund an sein Limit gegenüber dem belgischen Franken geführt und die Belgische Nationalbank verpflichtet haben, in entgegengesetzter Richtung in irischen Pfunden zu intervenieren.

Der Vorsitzende dankt Herrn Heyvaert für seine Ausführungen.

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

Der Vorsitzende bittet Herrn Théron, die Ergebnisse der Diskussion der Stellvertreter über den Bericht mitzuteilen.

Herr Théron erklärt:

1. dass die Stellvertreter den Gouverneuren empfehlen, den Bericht in der von den Experten erarbeiteten Fassung gutzuheissen. Der Ausschuss folgt dieser Empfehlung und verabschiedet den Bericht in der dem Protokoll als Anlage beigefügten Fassung; der Bericht wird wie üblich anschliessend den Finanzministern der EWG-Länder übermittelt.

2. dass die Stellvertreter lange die neuen graphischen Darstellungen geprüft haben, wie sie vom Sekretariat vorgeschlagen wurden, um die Einführung des Europäischen Währungssystems zu erfassen; sie regen an, diesen Monat dem Bericht drei der vier vorgelegten graphischen Darstellungen beizufügen, wobei sie darauf hinweisen, dass diese in provisorischer Form vorliegen und möglicherweise noch geändert werden, und dass eine vierte graphische Darstellung über die Entwicklung der ECU gegenüber den wichtigsten Drittwährungen hinzugefügt wird.

3. dass sich die Stellvertreter mit dem Problem der Konzertation befasst haben. Nachdem es dabei anfänglich um einen Austausch von Erklärungen und Anträgen auf Bewilligung für gewisse Interventionen ging, beschränkt sich die Konzertation nun zunehmend auf einen Informationsaustausch zwischen Devisenhändlern. Anfangs April schlug die Bank von Frankreich vor, tägliche Konzertationen auf einer höheren Ebene durchzuführen. Die Stellvertreter kamen zu dem Schluss, dass dies zu häufig wäre, und vereinbarten schliesslich, den Gouverneuren vorzuschlagen:

- die an der Konzertation teilnehmenden Devisenhändler anzuweisen, ausführlicher insbesondere über die Gründe der Interventionen zu berichten und Bitten um Informationen zu entsprechen,
- regelmässige Konzertationen auf der höheren Ebene der Leiter der Devisenabteilungen durchzuführen, in der Regel jeden Donnerstag, da der Zentralbankrat verschiedener Zentralbanken an diesem Tag zusammenkommt; auf diese Weise wäre es möglich, sich gegenseitig rasch über möglicherweise getroffene Massnahmen zu informieren,

- eine solche Konzertation auf dieser Ebene jeweils auf Antrag einer Zentralbank durchzuführen.

Der Vorsitzende dankt Herrn Théron für seine Ausführungen und erklärt, dass er persönlich mit den Vorschlägen der Stellvertreter einverstanden sei; in Zusammenhang mit der Konzertation, die jeden Donnerstag auf einer höheren Ebene stattfinden sollte, stellt er klar, dass ein Leiter der Devisenabteilung, der abwesend oder an der Teilnahme verhindert ist, eher durch einen ranghöheren als durch einen rangniedrigeren Verantwortlichen ersetzt werden sollte.

Herr de Strycker hebt hervor, dass die Konzertation ein sehr wichtiges Thema darstellt und dass sie durch das Europäische Währungssystem verglichen mit der "Schlange" noch zusätzliche Bedeutung gewonnen hat, zumal dieses System das ehrgeizige Ziel verfolgt, in den Wechselkursbeziehungen zwischen allen Ländern der EWG grössere Stabilität zu schaffen und ein besseres Funktionieren der Gemeinschaft zu gewährleisten. Selbst wenn dieses Ziel nicht ausschliesslich mit Hilfe einer Koordination der Währungspolitik und der Konzertation erreicht werden kann, kann es sich bei dieser letzteren doch nicht länger lediglich um einen Informationsaustausch handeln; sie soll einen Gedankenaustausch zwischen Zentralbanken ermöglichen, um die Wechselkurs- und Marktinterventionspolitiken zu bestimmen, und sie muss der grossen Verantwortung gerecht werden, welche die Zentralbanken nun aufgrund des EWS der Gemeinschaft und den Mitgliedstaaten gegenüber haben. In diesem Geist unterstützt Herr de Strycker voll und ganz die Anregungen der Stellvertreter, weist aber darauf hin, dass sie nicht ausreichen: die Konzertation muss in erster Linie im Rahmen des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten abgewickelt werden, und zwar anlässlich der monatlichen Sitzungen, die einen Gedankenaustausch über die Politik ermöglichen sollen, welche die Gouverneure zu verfolgen gedenken. Die sehr umfangreichen und manchmal gegenläufigen Interventionen, von denen im Bericht über die Konzertation die Rede war, zeigen, wie nützlich und notwendig eine vorgängige gegenseitige Information ist; sie lassen es auch ratsam erscheinen, dass die Gouverneure der Zentralbanken, welche Aktionen von dieser Tragweite unternommen haben, diese Massnahmen und insbesondere ihre Beweggründe erklären.

Der Vorsitzende schliesst sich persönlich den Bemerkungen und Anregungen von Herrn de Strycker an.

Herr Richardson gibt die nachstehenden Erklärungen ab über die neueste Situation im Vereinigten Königreich und die monetären Massnahmen, die in den vergangenen Wochen ergriffen wurden. In einer Situation, die gekennzeichnet war durch den Umstand, dass die Erhöhung der Erdölpreise für das Vereinigte Königreich, das über nationale Ressourcen verfügt, weniger stark ins Gewicht fällt, und mit der Wahlkampagne zusammenfiel, kam es zu einer gewissen Spannung zwischen der Art, wie die interne Geldpolitik geführt wird und der Entwicklung der Auslandsposition. Das verkündete geldpolitische Ziel sieht für M3 eine jährliche Zunahme um 8-12% vor, und auf der Grundlage der neuesten verfügbaren Zahlen lag diese Zunahme im Februar bei 10%. Trotz der umfangreichen Verkäufe von Wertpapieren weist das monetäre Wachstum jedoch die Tendenz auf, im oberen Teil der Spanne zu liegen; dies infolge der Steuererleichterungen, die im Januar gewährt wurden, und einer Entwicklung der Bankenkredite, die stärker war als vorgesehen. Die jüngste Entwicklung der monetären Grössen mahnt also zu einer gewissen Vorsicht, zumal das Festhalten am geldpolitischen Ziel weiterhin ein wichtiges Element in der Inflationsbekämpfung darstellt. Das hohe Zinsniveau, das beibehalten wurde, entsprach den internen Erfordernissen, hat aber dadurch, dass es den Kapitalzustrom verstärkte, letztlich in gewissem Sinne die geldpolitischen Ziele gefährdet. Als Folge davon wurden verschiedene Massnahmen ergriffen, die unter Berücksichtigung der Tatsache, dass ein eigentlicher Haushalt nicht bestand, vor allen Dingen eine dreimonatige technische Verlängerung der zusätzlichen Sondereinlagen vorsahen; eine Verminderung der "minimum lending rate" von 13 auf 12%; neue Emissionen von Staatspapieren, die insbesondere das monetäre Wachstum im Mai und im Juni dämpfen werden sowie eine neue Taktik für den Devisenmarkt, um das Volumen der Kapitalzuflüsse zu begrenzen.

Herr Murray erklärt, er habe den Bericht von Herrn Heyvaert und dessen Bemerkungen über die Bewegungen des irischen Pfundes mit Interesse angehört. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt sieht er davon ab, zusätzliche Kommentare hinzuzufügen, da die detaillierten Erklärungen, die der Vertreter der Irischen Zentralbank am Montag anlässlich der Sitzung der "Konzertations"-Gruppe abgegeben hat, die Zentralbanken der EWG anscheinend zufriedenstellten, da die Frage des irischen Pfundes auf der Ebene der Stellvertreter nicht wiederaufgegriffen wurde.

Herr Ortoli schliesst sich dem Standpunkt von Herrn de Strycker an; dieser hat vorgeschlagen, dass die Gouverneure einerseits die Ereignisse der Vergangenheit und die jeweils angewandte oder geplante Politik diskutieren und andererseits Massnahmen ergreifen, um eine aktivere Konzertation auf einer höheren Ebene zu ermöglichen. Herr Ortoli erinnert daran, dass er in diesem Kreis früher schon eine wöchentliche Konzertation auf hoher Ebene vorgeschlagen hat und dass es nach seinem Dafürhalten unerlässlich ist, dass die Gouverneure, selbst wenn keinerlei Schwierigkeiten oder Spannungen bestehen, monatlich eingehende Diskussionen durchführen, um ein vermehrtes Bewusstsein der Problemstellung zu wecken und die Gewohnheit zu schaffen, die angewandten oder geplanten Politiken zu diskutieren.

Herr Emminger erklärt sich voll und ganz einverstanden mit den Vorschlägen von Herrn de Strycker, insbesondere was die monatlichen Sitzungen des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten betrifft, die Gelegenheit nicht nur zum Informationsaustausch, sondern insbesondere zum Gedanken- und Meinungs austausch bieten sollten. Er erinnert daran, dass im März - mehr noch als im Laufe der Vormonate - der Dollar unter Haussedruck und die D-Mark unter Baissedruck gerieten. Die Bundesbank und die "Federal" von New York vereinbarten, die Aufwärtsbewegung des Dollars mit Hilfe von Marktinterventionen zu glätten und abzuschwächen; diese Interventionen haben es der "Federal" ermöglicht, D-Mark zu kaufen und einen grossen Teil ihrer Schulden im Rahmen der Swapvereinbarungen zurückzuzahlen; es verbleibt nur noch ein Betrag von ungefähr \$ 1 Mrd., während der Swap mit dem amerikanischen Schatzamt bereits vor einiger Zeit vollständig zurückbezahlt wurde. Diese Devisenabflüsse, die auf die starken Zuflüsse von 1978 folgten, wurden als erwünscht und begrüssenswert betrachtet; sie haben jedoch zu einer starken und plötzlichen Liquiditätsabschöpfung geführt, die bis zu einem gewissen Grade ausgeglichen und abgeschwächt werden musste.

Die deutschen und die amerikanischen Behörden erachteten es als angebracht, die Höherbewertung des Dollars und den Kursverlust der D-Mark zu bremsen (diese hatte seit Beginn des Jahres 1979 bereits 4% erreicht). Tatsächlich wirkt sich die Dollarhausse auf die Einfuhrpreise aus, was nicht nur für die Bundesrepublik, sondern auch für die anderen europäischen Länder hinderlich ist, deren Reaktionen übrigens ähnlich ausfielen.

Andererseits wissen die Vereinigten Staaten selber nicht, ob der Kursanstieg ihrer Währung von Dauer sein wird, und es steht zu befürchten, dass in einigen Monaten eine Zickzack-Bewegung und eine brutale Tendenzwende eintritt, wenn diese Bewegung nicht gebremst wird. Ein grosser Teil der Bewegungen auf den Devisenmärkten ist auf die Liquidation von spekulativen Positionen und "leads and lags" zurückzuführen und hat sich in den Auslandsverbindlichkeiten der Banken niedergeschlagen, die im vierten Quartal 1978 um DM 14,5 Mrd. zunahmen und sich im ersten Quartal von 1979 um 11 Mrd. verringerten.

Herr Emminger weist abschliessend darauf hin, dass die amerikanischen Behörden bei der Einleitung dieses Kapitalrückflusses diesmal aktiver waren, dass sie ihre Massnahmen jedoch in vollem Einverständnis mit den deutschen Behörden durchführten.

Herr de Strycker bemerkt, dass die Interventionspolitik der Bundesbank, deren Zweck es ist, die Kursentwicklung des Dollars zu glätten und die Liquidität in der Bundesrepublik zu vermindern, zwar sinnvoll erscheint, dass es in Zukunft jedoch vielleicht gut wäre, eine solche Politik mit den Gouverneuren der EWG zu besprechen und nicht nur mit den amerikanischen Behörden, denn sämtliche Mitgliedstaaten sind von der relativen Position des Dollars in bezug auf die Gemeinschaftswährungen und insbesondere in bezug auf die wichtigste unter ihnen betroffen. Er möchte ausserdem wissen, ob die Bundesbank und die "Federal" von New York ihre Aktionen fortsetzen werden, ob die erstere also weiterhin Dollar verkaufen und die letztere weiterhin D-Mark aufkaufen wird - auch wenn die D-Mark-Verbindlichkeiten der "Federal" fast vollständig zurückbezahlt sind, wodurch einer der Hauptgründe für diese Käufe entfällt. Man kann sich tatsächlich fragen, ob solche Massnahmen in den kommenden Wochen gerechtfertigt sind und welche Auswirkungen sie auf das EWS haben könnten.

Herr Emminger ist jederzeit bereit, über die Zukunft zu sprechen; er betont jedoch, wie schwierig es ist, Vorhersagen zu machen und erwähnt dabei, dass im März nichts auf das hinwies, was in den darauffolgenden Wochen geschah.

Es ist also nicht möglich, schon jetzt zu sagen, ob die Liquidation der spekulativen Positionen im gleichen Rhythmus weitergehen wird; einerseits kann man jedoch sagen, dass wenn die Dollarhausse andauern sollte, die Bundesbank weiterhin vorsichtig versuchen würde, diese Bewegung

zu glätten; und andererseits lässt sich feststellen, dass die Vereinigten Staaten, nach der fast vollständigen Tilgung ihrer D-Mark-Verbindlichkeiten anscheinend ein Interesse daran haben, die SZR zurückzukaufen, welche sie der Bundesrepublik verkauft haben, und zu einem späteren Zeitpunkt sogar ihre Verschuldung im Rahmen der Allgemeinen Kreditvereinbarungen abzubauen. Amerikanischerseits erwartet man tatsächlich eine Wende in der Dollarentwicklung, und in dieser Erwartung versucht man, sich die Mittel zu beschaffen, die für umfassende Interventionen erforderlich sind.

Herr Magnifico erklärt, die Bank von Italien sei einverstanden, die Konzertationsverfahren im Sinne der Ausführungen von Herrn Théron auszubauen; ein solcher Ausbau sollte jedoch nicht zu einem Abbau der Möglichkeiten führen, die sich den Zentralbanken im Bereich der Interventionen bieten, solange diese Möglichkeiten nicht unvereinbar mit dem Buchstaben, dem Geist und dem reibungslosen Funktionieren des EWS sind. Die Interventionen der Bank von Italien von vergangener Woche standen weitgehend in Zusammenhang mit dem Zufluss von kurzfristigen Geldern, der seinerseits auf zwei Hauptursachen zurückzuführen war: die Tendenz der Deviseninländer, ihren Finanzbedarf in Fremdwährungen zu decken, weil die Höchstgrenzen der Lirakredite der Banken erreicht waren, und wegen des Zinsgefälles zwischen Italien und dem Ausland. Den italienischen Behörden stellt sich das folgende Dilemma: um den Kapitalzustrom zu bremsen, der die Kontrolle der internen Liquidität erschwert, müssten die Zinssätze gesenkt werden; doch dies ist nicht möglich in einer Situation, in der man mit einer Beschleunigung der Inflation rechnet, was eher eine Erhöhung der Zinssätze erfordern würde. Eine andere Methode, die darin bestehen würde, einen Kursanstieg der Lira zuzulassen, wäre mittelfristig gesehen kaum gerechtfertigt, weil die Entwicklung der grundlegenden wirtschaftlichen Variablen in Italien ungünstig verläuft. Administrative Kontrollen der Kapitalzuflüsse scheinen auch nicht günstig zu sein; sollten diese Kontrollen andauern, so würde man die ganze Frage noch einmal aufwerfen, insbesondere die des Funktionierens der Höchstgrenzen für die Ausweitung der Bankenkredite; diese Höchstgrenzen werden insbesondere im Zusammenhang mit den wichtigen Tarifverhandlungen, die gegenwärtig laufen, höher angesetzt werden.

Der Vorsitzende kommt auf die Äußerungen von Herrn Emminger zurück, der das wichtige Problem der Dollarpolitik der EWG-Zentralbanken hervorge-



hoben hat; dieses Problem weist verschiedene Aspekte auf, die zwar nicht unbedingt in Widerspruch zueinanderstehen, aber auch nicht automatisch miteinander in Einklang gebracht werden können. Unter diesen Aspekten wurden erwähnt:

- der Wille der Vereinigten Staaten, ihre Schulden zu tilgen und für die Zukunft sogar Reserven aufzubauen,
- die interne Geldpolitik der Bundesrepublik Deutschland,
- das Interesse sämtlicher Mitgliedstaaten, einen allzu heftigen, starken und dauerhaften Kursanstieg des Dollars zu vermeiden.

Der Vorsitzende ist der Auffassung, dass im Lichte dieser verschiedenen Aspekte die Interventionspolitik der Bundesbank korrekt war, und er stellt fest, dass die Gouverneure diese Auffassung teilen. Er bittet sie, auf zwei Ereignisse zurückzukommen, die im Rahmen des EWS im Laufe des ersten Monats seines Funktionierens vorgekommen sind, d.h. die Loslösung des irischen Pfundes vom Pfund Sterling und die Tatsache, dass der belgische Franken und die dänische Krone sich gegenüberstanden, ohne dass zuvor eine Divergenzschwelle überschritten worden wäre.

Herr Murray bemerkt, er habe schon im Dezember 1978 darauf hingewiesen, dass Irland die Verpflichtungen, die es im Rahmen des EWS übernimmt, als vorrangig betrachte und das feste Verhältnis zum Pfund Sterling nur so lange beibehalten werde, als es nicht in Widerspruch stehe zu den Regeln des EWS. Die Verfolgung dieses doppelten wechsellkurspolitischen Ziels entzog sich weitgehend der Kontrolle der irischen Behörden und konnte nicht lange andauern.

Tatsächlich hat das irische Pfund am 30. März seinen oberen Limitkurs gegenüber dem belgischen Franken erreicht, und nach einer kurzen Zeit der Unsicherheit und der Schliessung des Marktes während 12 Minuten wurde die Notierung auf der Grundlage gesteuerter Kurse gegenüber dem Pfund Sterling wiederaufgenommen, wodurch das irische Pfund ein wenig über das Limit in bezug auf den belgischen Franken hinausgeführt wurde. Diese Methode der gesteuerten Kurse soll nur vorübergehend angewendet werden, nämlich bis der Devisenmarkt in Irland sich entwickelt.

Herr Murray erinnert daran, dass für die Mehrzahl der Iren der entscheidende Wechselkurs der Kurs in bezug auf das Pfund Sterling ist und nicht derjenige in bezug auf die Währungen der EWS-Partner und dass diese Einstellung sich aus der Tatsache erklärt, dass mehr als 50% des Aussenhan-

dels mit dem Vereinigten Königreich abgewickelt werden und dass das feste Verhältnis zwischen den beiden Währungen 150 Jahre lang bestanden hat. Er bekräftigt einmal mehr das klare Bekenntnis der Irischen Zentralbank zum EWS, fragt sich jedoch, welche Probleme sich für die Politik der irischen Regierung ergeben könnten, wenn der Abstand zwischen den beiden Währungen noch grösser werden und weiterbestehen sollte.

Herr de Strycker weist die Mitglieder auf die besondere Situation innerhalb des EWS hin, insofern nämlich als zwei Währungen, der belgische Franken und die dänische Krone, sich praktisch gegenüberstehen, ohne dass eine von beiden ihre Divergenzschwelle erreicht hätte. Diese Situation ist interessant als eine Erfahrung mit dem Funktionieren des Systems und insbesondere mit dem Divergenzindikator; sie widerspiegelt natürlich die relative Stärke der dänischen Krone und die relative Schwäche des belgischen Frankens, aber sie hätte ganz anders aussehen können, hätten andere Zentralbanken der EWG sich auf den Devisenmärkten anders verhalten. Hätte z.B. die Bundesbank einen weiteren Kursanstieg des Dollars und damit einen weiteren Kursrückgang der D-Mark zugelassen, so würde vielleicht die D-Mark der dänischen Krone gegenüberstehen. Dieses Beispiel zeigt deutlich, dass die Dollarpolitik der Zentralbanken für die Partner und für die jeweilige Stellung der Währungen im EWS nicht gleichgültig ist und dass sie daher in einer Konzertation zwischen den Teilnehmern am System behandelt werden sollte.

Die Gegenüberstellung von belgischem Franken und dänischer Krone hätte vermieden werden können, wenn die Dänische Nationalbank - so wie die Bank von Italien und die Bank von England - ihre Währung durch Dollar-käufe ein wenig abgeschwächt hätte (die Belgische Nationalbank hätte auch Dollar verkaufen können); aber die wirkliche Lösung besteht nicht in Interventionen, denn die relative Stärke der dänischen Krone ist im wesentlichen auf das hohe Zinsniveau zurückzuführen, das nach wie vor bedeutende Geldmittel anlockt. Es ist dies nicht das erste Mal, dass diese Feststellung im Zusammenhang mit der Geldpolitik und den Zinssätzen in Dänemark gemacht wird, entsprechen doch diese letzteren nicht mehr den Zinssätzen, welche in den anderen EWG-Ländern praktiziert werden.

Herr Hoffmeyer weist darauf hin, dass die dänischen Währungsbehörden erst seit Ende März wieder über einen gewissen Spielraum verfügen, der, wie bereits im Februar erwähnt wurde, durch eine besonders schwierige

politische und soziale Situation eingeengt war. Dennoch aber ist das Defizit der Bilanz der laufenden Posten mit 2,5-3% des BSP sowie das Haushaltsdefizit der Zentralregierung noch immer zu hoch; darin widerspiegelt sich eine ungenügende Spartätigkeit in Dänemark, was die Beibehaltung von hohen Zinssätzen erforderlich macht.

In bezug auf die Zinssätze muss deutlich unterschieden werden zwischen den kurzfristigen Zinsen einerseits, die weitgehend gesteuert sind und die seit dem vergangenen Jahr beträchtlich gesenkt wurden, insbesondere im Bestreben, die Wechselkurse zu beeinflussen, und den langfristigen Zinsen andererseits, die aufgrund einer seit mehreren Jahren praktizierten Politik die Spannungen in der Wirtschaft widerspiegeln sollen. In diesem Bereich haben die Restriktionen, denen im Februar der Verkauf von Regierungspapieren unterworfen wurde, keine nennenswerten Wirkungen gezeitigt, denn die Ausländer haben andere langfristige Papiere erworben. Die dänischen Behörden sind zwar nicht bereit, die langfristigen Zinsen zum Preis einer Erhöhung der Liquidität der Wirtschaft zu senken, sie sind jedoch gewillt, auf den Devisenmärkten vermehrt in Dollar zu intervenieren, um die Spannungen innerhalb des EWS zu vermindern; sie heben allerdings hervor, dass solche Interventionen nicht in Einklang mit den Regeln des Systems stehen.

Herr de Strycker weist darauf hin, dass gerade die Konzertation Gelegenheit bietet darzulegen, welche Art von Interventionen man bevorzugt, und er erklärt, dass es der Belgischen Nationalbank gegenwärtig lieber wäre, wenn die Dänische Nationalbank vermehrt in Dollar intervenierte, damit der belgische Franken nicht an seine untere Interventionsgrenze gedrängt wird. Er fügt hinzu, dass es ihn sehr freut zu erfahren, dass Herr Hoffmeyer bereit ist, in diesem Sinne vorzugehen.

Der Präsident stellt fest, dass Herr de Strycker Interventionen in Dollar bevorzugt und nimmt den Hinweis von Herrn Hoffmeyer bezüglich der Priorität, die den Interventionen in Gemeinschaftswährungen einzuräumen ist, zur Kenntnis. Er betont einerseits, dass sich die amerikanischen Behörden in dieser Frage ganz besonders besorgt gezeigt haben und andererseits, dass der Präzedenzfall der "Schlange" - in der die Interventionen in Gemeinschaftswährungen anfänglich die Regel darstellten, dann aber immer mehr verdrängt wurden durch Dollarinterventionen - zeigt, wie wichtig es ist, dass in den Anfängen des EWS den Interventionen in Gemeinschaftswährungen Priorität eingeräumt wird. Natürlich schliessen die

Vereinbarungen Dollarinterventionen nicht aus, und der Präsident ist der Meinung, dass die Belgische und die Dänische Nationalbank in der Frage der Interventionen einen angemessenen Kompromiss finden werden zwischen den Bedenken und den Präferenzen, die sie zum Ausdruck gebracht haben.

Herr de Strycker erinnert daran, dass die wichtigsten, im Verlauf der vergangenen Wochen von den Zentralbanken der EWG getätigten Interventionen in Dollar durchgeführt wurden.

In Beantwortung der Frage von Herrn Jaans, ob es in Dänemark denkbar und möglich ist, den Kauf von anderen Wertpapieren als Regierungstiteln durch Ausländer Restriktionen zu unterwerfen, erläutert Herr Hoffmeyer, dass eine solche Massnahme in Widerspruch zu den Verpflichtungen im Rahmen der EWG und der OECD stünden. Er fügt hinzu, dass die Regierung in jüngster Zeit zweifellos keine Gelegenheit hatte, sich mit Massnahmen dieser Art zu befassen und dass vielleicht andere Formeln möglich sind.

Der Präsident schliesst die Diskussion über Punkt II der Tagesordnung ab:

- indem er den Nutzen künftiger Diskussionen dieser Art auf der Grundlage des Konzertationsberichts und der Ueberlegungen der Stellvertreter hervorhebt,
- indem er darauf hinweist, dass in bezug auf das Verfahren der Ausschuss den Vorschlag der Stellvertreter annimmt, jeden Donnerstag gegen Abend eine Konzertation auf höherer Ebene als die üblichen täglichen Konzertationen durchzuführen und, was diese letzteren anbelangt, die Devisenhändler aufzufordern, sich ein wenig ausführlicher zu äussern.

### III. Gedankenaustausch über die Entwicklung der einzelnen Komponenten des Europäischen Währungssystems, insbesondere im Lichte eines - vor der Sitzung verteilten - Zwischenberichts über die Unterredungen mit dem Internal Revenue Service der Vereinigten Staaten

Der Vorsitzende eröffnet den Meinungs austausch, indem er dem Ausschuss vorschlägt, den Agenten, d.h. der Generaldirektor der BIZ, Herrn Larre, und den Rechtsberater, Herrn Klein, zur Teilnahme an der Debatte einzuladen und indem er Herrn Théron bittet, die Ergebnisse der Diskussion der Stellvertreter über diese Frage mitzuteilen.

Herr Théron erinnert daran, dass alle Teilnehmer an der Sitzung des Ausschusses eine Aufzeichnung des Agenten über den Steuerstatus der auf US-Dollar lautenden Reserveaktiva, die in den Vereinigten Staaten hinterlegt und dem FECOM abgetreten worden sind, erhalten haben. Gewisse Zentralbanken konnten nämlich dem FECOM nur 2-4% statt der festgelegten 20% ihrer Dollarguthaben übertragen, weil sie ihre Einzahlung nicht vollumfänglich in Aktiva vornehmen konnten, welche in den Vereinigten Staaten möglicherweise steuerfrei sind. Der Agent hat Kontakt mit den amerikanischen Behörden aufgenommen, um für den FECOM die Bewilligung zu erhalten, wie die Zentralbanken Dollarguthaben zu halten, die in den Vereinigten Staaten steuerfrei sind. Für eine solche Bewilligung ist ein formeller Antrag erforderlich, und die Fristen sind zweifellos recht lang. Die BIZ hat die Idee gehabt, bis dahin Swaps zu tätigen zwischen auf Dollar lautenden steuerfreien Wertpapieren, die sie in ihrem Portefeuille hält, und Wertpapieren, die möglicherweise steuerpflichtig sind und die ihr von den betroffenen Zentralbanken übergeben würden. Die amerikanischen Behörden haben den Agenten inoffiziell wissen lassen, dass es nach ihrer Meinung für Operationen dieser Art nicht erforderlich sei, vorgängig den International Revenue Service zu konsultieren, und die betroffenen Stellvertreter haben erklärt, ihre Zentralbanken seien bereit, diese Operationen vorzunehmen, sofern die praktischen Einzelheiten mit der BIZ geregelt werden können, was im Verlauf des gegenwärtigen Treffens in Basel geschehen sollte.

Herr Emminger führt in Zusammenhang mit den geplanten Swapoperationen aus, dass die Aktiva, welche die Zentralbanken in den Vereinigten Staaten hinterlegen, natürlich nicht steuerpflichtig sind, solange sie Eigentum der Zentralbanken bleiben. Er erkundigt sich, ob die inoffizielle Stellungnahme der Behörden zu diesen Operationen von der "Federal" oder vom Schatzamt abgegeben wurde.

Herr Larre teilt mit, dass die Kontakte mit den amerikanischen Behörden in erster Linie über die Herren Wallich, Volcker und Oltman, Rechtsberater der "Federal" von New York, liefen. Die Behörden der "Federal" haben erklärt, dass das geplante Vorgehen in Zusammenhang mit den Einzahlungen in den FECOM für sie annehmbar sei und dass eine Rücksprache mit dem IRS ergeben habe, dass der "Federal" als Agent, der die Quellensteuer zu erheben hat, in Zusammenhang mit den geplanten Operationen keinerlei

steuerliche Verpflichtungen erwachsen würden und sie sogar die volle Verantwortung für die Steuerbefreiung tragen würde. Wenn z.B. durch einen höchst unwahrscheinlichen Zufall ein Agent der IRS eine Steuer einfordern sollte, könnte er ausschliesslich die "Federal" von New York belangen, und folglich wären weder die Zentralbanken noch der FECOM oder die BIZ haftbar.

Herr Klein teilt mit, dass seine Gespräche mit Herrn Oltman, der mit Steuersachverständigen der Rechtsabteilung des Schatzamtes und anderer Stellen Kontakt aufgenommen hat, zu den von Herrn Larre dargelegten Schlussfolgerungen geführt haben, insbesondere zu der, den IRS nicht um einen Entscheid anzufragen.

Herr Larre fügt hinzu, dass die BIZ vom Ausschuss der Zentralbankpräsidenten beauftragt worden ist, in nächster Zeit die erforderlichen Schritte zu unternehmen, um die Steuerbefreiung des FECOM als solcher zu erreichen, d.h. für die Operationen, die er in den nächsten zwei Jahren mit den Zentralbanken der EWG abwickeln könnte; es handelt sich dabei um Operationen in Zusammenhang mit Akiva unterschiedlicher Herkunft, einschliesslich diejenigen, die in den Vereinigten Staaten gehalten werden. In Ausführung dieses Mandats hat die BIZ eine Aufzeichnung verfasst, in der der FECOM, sein Rechtsstatus und die geplanten Operationen beschrieben sind; diese Aufzeichnung hat sie Herrn Oltman zukommen lassen, damit dieser den Antrag auf einen Entscheid des Internal Revenue Service in die Wege leiten kann. Die BIZ hat klargestellt, dass die amerikanischen Behörden den FECOM für die zwei kommenden Jahre nicht von den Steuern befreien sollte, wobei sie davon ausgeht, dass es sich um fiktive Operationen handelt; diese Argumentation könnte sich in zwei oder drei Jahren nämlich nachteilig für die EWG auswirken, dann nämlich, wenn man zu realeren Operationen übergeht. Die "Federal" von New York sollte diesen Antrag auf einen Entscheid demnächst übermitteln, und die BIZ wird ihn den Gouverneuren der EWG unterbreiten, damit diese sich zu der Argumentation äussern. Für ein solches Begehren sind zwei Arten von Schicksal denkbar:

- entweder - eine Hypothese, die wenig wahrscheinlich, aber doch nicht ganz von der Hand zu weisen ist - erklärt sich der IRS in der Lage, eine Entscheidung zu fällen und beschliesst, in der Annahme, dass der FECOM eine Institution der Zentralbanken ist, ihm Steuerfreiheit zu gewähren, wobei diese Entscheidung vielleicht zwei oder drei Monate in Anspruch nehmen könnte,

- oder der IRS ist der Auffassung, dass ein solcher Entscheid über seinen Zuständigkeitsbereich hinausgeht und dass nur der Kongress darüber befinden kann; in diesem Falle muss für den Entscheid mit einer Frist von möglicherweise zwei oder drei Jahren gerechnet werden, und man kann nicht vorhersagen, ob er positiv oder negativ ausfallen wird.

Herr de Strycker fragt sich, ob es wirklich angebracht ist, sich weiterhin um die Steuerbefreiung des FECOM zu bemühen, nachdem der Europäische Währungsfonds in zwei Jahren anders sein wird als der FECOM und fürs erste eine Lösung über die BIZ besteht; neue Schritte könnten unternommen werden, wenn der EWF geschaffen sein wird.

Der Vorsitzende fordert die Mitglieder des Ausschusses auf, sich zu der Anregung von Herrn de Strycker zu äussern.

Herr Zijlstra meint, es wäre besser, die Bemühungen fortzusetzen, fürchtet er doch, dass eine Unterbrechung zu einem späteren Zeitpunkt noch schwierigere Probleme mit den amerikanischen Behörden mit sich bringen könnte.

Herr Ortoli teilt die Auffassung von Herrn Zijlstra; er schlägt vor, dass die Stellvertreter die Frage gemeinsam mit der BIZ noch einmal überprüfen, und meint, dass man wahrscheinlich ein Verfahren in die Wege leiten kann, das sowohl den FECOM wie auch eine mögliche Nachfolgeorganisation umfasst.

Herr Emminger schliesst sich ebenfalls der Auffassung der Herren Zijlstra und Ortoli an.

Herr de Strycker ist der Meinung, dass die amerikanischen Behörden sehr wohl wissen, dass das Europäische Währungssystem vorübergehender Natur ist und dass für die Einbringungen im FECOM eine Uebergangslösung vorgesehen ist, eine Lösung, gegen die er nichts einzuwenden hat; und dass sie sich darüber hinaus der Tatsache bewusst sind, dass dieses System in zwei Jahren umgestaltet werden soll, insbesondere durch die Schaffung eines Europäischen Währungsfonds, dessen Status im Augenblick noch nicht festliegt. Unter diesen Bedingungen, meint er, könnte man es sich ersparen, in zwei Jahren ein neues Verfahren einzuleiten, wenn man das laufende unterbricht.

Herr Larre ist der Meinung, es wäre unvorsichtig, das laufende Verfahren zu unterbrechen. Denn entweder führt es zu einer Steuerbefreiung

des FECOM und dann ist anzunehmen, dass diese Freistellung zu gegebener Zeit auf den neuen Europäischen Währungsfonds ausgedehnt wird, oder das Verfahren nimmt ein bis zwei Jahre in Anspruch, wodurch die Angelegenheit nicht 1980, sondern erst 1981 oder sogar 1982 geregelt werden könnte, oder aber es wirft grosse Schwierigkeiten auf, die dann diplomatische Schritte oder politische Bemühungen erfordern würden, die ihrerseits langwierig wären.

Der Vorsitzende schlägt dem Ausschuss vor, erst in der Maisitzung zu beschliessen, ob das Verfahren fortgesetzt oder eingestellt wird, denn die Gouverneure sollten dann, wie Herr Larre erklärt hat, auf der Grundlage des offiziellen Antrags auf Steuerbefreiung und den dazugehörigen Begründungen entscheiden können.

Der Ausschuss erklärt sich mit dem Vorschlag des Vorsitzenden einverstanden.

#### IV. Prüfung der wirtschaftlichen und monetären Situation in der Gemeinschaft anhand der Angaben der 118. Folge von Arbeitsdokumenten

Der Vorsitzende schlägt in Anbetracht der vorgerückten Stunde vor, diesen Punkt vor allem unter dem Gesichtspunkt des Verfahrens zu behandeln. Er ruft in Erinnerung, dass die Gouverneure anlässlich ihres Nachtessens am Montagabend auf Initiative von Herrn Zijlstra und gestützt auf ein sehr interessantes Referat von Herrn Ortoli einen Meinungs austausch durchführten, demzufolge der Erfolg des EWS für alle Gouverneure von einer immer intensiveren Koordination der Wirtschaftspolitik im allgemeinen und, in diesem Rahmen, der Geldpolitik der verschiedenen Länder abhängt. Die Koordination der Währungspolitik wird somit ein sehr wichtiger Punkt auf der Tagesordnung der Ausschusssitzungen der kommenden Monate darstellen, und der Vorsitzende fordert Herrn Ortoli auf, kurz zu erläutern, welche Vorschläge er in nächster Zeit für diesen Bereich im Namen der Kommission vorzulegen gedenkt.

Herr Ortoli teilt mit, dass er das allgemeine Problem der Konvergenz dem letzten Europäischen Rat vorgetragen hat und dass vereinbart wurde, dass der Finanzministerrat sich wahrscheinlich in der Sitzung vom 14. Mai 1979 mit der Koordination der Wirtschaftspolitik im allgemeinen und der Währungspolitik beschäftigen wird. Diese Koordination - gleichgültig, auf



welchen Bereich sich die Politik bezieht - setzt voraus, dass die Mitgliedstaaten die Möglichkeit erhalten, Bemerkungen vorzubringen, sich miteinander zu unterhalten und gegebenenfalls die nationalen Entscheidungen zu beeinflussen, welche Auswirkungen auf die Partner haben. Was den Haushalts- und Steuerbereich anbelangt, besteht die Absicht, dem Begriff der Orientierung vermehrtes Augenmerk und grösseres Gewicht zuzumessen und über den eigentlichen Haushalt hinaus den ganzen Bereich der öffentlichen Hand zu erfassen. In bezug auf das Verhalten der Wirtschaftssubjekte und insbesondere auf die Einkommenspolitik wird die Kommission in ihren Ueberlegungen weniger weitgehen, weil hier die Aktionsmittel fehlen und die Auswirkungen relativ gering sind. Im Gebiet der Koordination der Geldpolitik sollte das Kommissionsdokument kurz sein und in groben Zügen bereits vorgelegte Ideen neu aufgreifen. Diese Koordination, die in erster Linie Aufgabe des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten ist und die auch im Währungsausschuss vorangetrieben wird, sollte umfassen:

- eine Koordination der Interventionen auf den Devisenmärkten, für welche die Gouverneure die Verfahren festgelegt haben,
- vorgängige Kontakte der Kommission mit den Behörden der Mitgliedstaaten im Hinblick auf die Festlegung der grossen geldpolitischen Ziele,
- eine Konzertation im Bereich der Zinspolitik, die praxisbezogen sein soll und die Bedeutung dieser Politik für das EWS sowie die Notwendigkeit, sie als Angelegenheit von gemeinsamem Interesse zu behandeln, berücksichtigen muss.

Die Kommission gedenkt auch, Ueberlegungen vorzulegen über die Anpassung des geldpolitischen Instrumentariums der einzelnen Staaten an den neuen Tatbestand des EWS und der daraus resultierenden Zwänge, die sich von denjenigen der "Schlange" unterscheiden. Schliesslich wird sie dem Ausschuss der Zentralbankpräsidenten und dem Währungsausschuss vorschlagen, regelmässig die angewandten Politiken im Hinblick auf die festgelegten Ziele und deren Vereinbarkeit mit dem EWS, so wie es funktioniert, zu beurteilen.

Der Vorsitzende wünscht, dass der Ausschuss sich im Mai eingehend über die Koordination der Geldpolitik der verschiedenen Länder unterhält und sich über das Instrumentarium Gedanken macht.

Er schlägt vor, dass Herr Lamfalussy, parallel zum Bericht der "Bastiaanse-Gruppe", die Geldpolitik jedes Mitgliedstaates der EWG analysiere.

V. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

Es liegen keine weiteren Fragen vor.

VI. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Die nächste Sitzung findet am Dienstag, dem 8. Mai 1979, um 10 Uhr in Basel statt.

10. April 1979

Vertraulich

Uebersetzung

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

---

MAERZ 1979

---

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 März sowie in den ersten Apriltagen 1979.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Das Ingangsetzen des Europäischen Währungssystems (EWS) am 13. März, ein gewisser Kapitalrückfluss in den US-Dollar und teilweise erhebliche Einflüsse, die daraus resultierten, für wie anfällig der Markt die einzelnen Volkswirtschaften angesichts der Erhöhung der Erdölpreise hielt, waren die Hauptakzente an den Devisenmärkten im abgelaufenen Monat.

---

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

Die spekulativen Kapitalbewegungen, mit denen man bei Inkrafttreten des neuen europäischen Wechselkurssystems noch rechnen konnte, hielten sich sowohl zeitlich als auch ihrem Umfang nach in Grenzen.

Während des dem Ingangsetzen des EWS vorangehenden Zeitraums hat sich die Position der vier Währungen der Währungsschlange mit Ausnahme der dänischen Krone, deren bereits Ende Februar zu beobachtender Rückgang sich fortgesetzt hat, nicht fühlbar verändert. Das Band der Währungsschlange verengte sich dadurch auf nur wenig mehr als 1%, wobei die dänische Krone und der Gulden vom belgischen Franken am weitesten entfernt lagen. Die Mark nahm weiterhin eine mittlere Position ein, lag allerdings etwas näher bei den zwei erstgenannten Währungen.

Die italienische Lira und der französische Franken entwickelten sich parallel zu den Währungen im Verbund. Während jedoch die Banca d'Italia Dollarkäufe tätigen konnte, hat die Bank von Frankreich einige Tage lang französische Franken gegen D-Mark gekauft, um den Kurs des Franken gegenüber der Gesamtheit der Verbundwährungen zu stabilisieren. Das irische Pfund seinerseits wurde von der steilen Aufwärtsbewegung des Pfund Sterlings, das an allen Märkten trotz bedeutender Dollaraufkäufe seitens der Bank von England und einer Herabsetzung des Mindestausleihesatzes von 14 auf 13% am 1. März 1979 kräftig anstieg, mitgezogen.

Die Leitkurse der am EWS teilnehmenden Währungen gegenüber der ECU und ein entsprechendes Gitter bilateraler Paritäten oder Leitkurse traten mit Wirkung vom 13. März in Kraft. Bei der Berechnung dieser Kurse wurden für die Währungen der "Schlange" deren bereits bestehende gegenseitige bilaterale Leitkurse und für die drei anderen Währungen deren Marktkurs zugrunde gelegt. Die Abstände zwischen den aus den Marktgegebenheiten resultierenden ECU-Kursen und den ECU-Leitkursen waren von Anfang an gering.

Einzig der Abweichungsindikator des belgischen Frankens und jener, auf der entgegengesetzten Seite, der dänischen Krone zeigten einen nennenswerten Stand.

An den darauffolgenden Tagen befestigte sich die dänische Krone, kurz danach gefolgt von der italienischen Lira, rasch, während mehrere Teilnehmerwährungen eine gleichgerichtete Entwicklung nahmen. Das irische Pfund festigte sich ebenfalls, nachdem es einige Tage lang spürbar an Wert verloren hatte. Am Monatsende befanden sich alle drei Währungen im oberen Teil des Währungsbandes, mit eindeutigem Abstand zu den vier anderen Währungen. Der Abstand zwischen ihnen und dem belgischen Franken weitete sich auf 2,25% aus, obwohl die Danmarks Nationalbank einige Dollarkäufe tätigte. Die Lira, der eine grössere Schwankungsbreite zuerkannt wurde, setzte ihre Kurssteigerung noch etwas fort. Der rapide und kräftige Kursanstieg des Pfund Sterlings, an das das irische Pfund traditionsgemäss mit der Parität 1/1 gekoppelt war, veranlasste die irischen Behörden, diese Beziehung aufzugeben, um ein Ueberschreiten der Bandbreite von 2,25% im EWS zu vermeiden. Danach begann die Zentralbank von Irland im Rahmen einer Uebergangsvereinbarung, deren Fortbestehen von der Entwicklung des irischen Devisenmarkts abhängig gemacht wurde, den Wechselkurs des irischen Pfunds zu steuern. Seit dem 30. März wurde dieser nahe am oberen Rand des EWS-Bands gehalten, um die Auswirkungen aus der Aufhebung der Parität mit dem Pfund Sterling so weit wie möglich zu begrenzen.

Der Gulden und der französische Franken hielten sich in der Mitte des Bandes, gefolgt im kurzen Abstand von der D-Mark. Der französische Franken profitierte vom Abbau der am Vortag des Ingangsetzens des Europäischen Währungssystems eingegangenen Baissepositionen, so dass die Banque de France einen Teil der zuvor abgegebenen Devisen zurückkaufen konnte. Die D-Mark ihrerseits profitierte von den beträchtlichen Käufen mehrerer Zentralbanken sowie von der Anhebung der Zinssätze der Deutschen Bundesbank.

Dieses Geschehen spiegelte sich in der Entwicklung der ECU-Kurse wider. Gegenüber dem belgischen Franken, dem Gulden, dem französischen Franken und der D-Mark erhöhte sich der Wert der ECU, während er sich gegenüber den anderen Währungen verringerte. Ende März lag keine der festgestellten Abweichungen nahe der zulässigen Maximalwerte. Die bedeutendsten Abweichungen gaben den Anstieg der dänischen Krone und des irischen Pfundes sowie den Kursrückgang des belgischen Frankens wieder. Bei den beiden erstgenannten Währungen machte die Abweichung weniger als zwei

Drittel, und bei der dritten drei Viertel der festgesetzten Schwelle aus. Die Abweichungsindikatoren der anderen Währungen liessen geringere Abstände erkennen, oder lagen, so beim Gulden und beim französischen Franken, praktisch bei Null.

Die positive Tendenzwende beim US-Dollar seit Anfang November 1978, die in der Zwischenzeit durch sich abwechselnde Perioden des Anstiegs und des Rückgangs gekennzeichnet war, trat diesmal verhältnismässig eindeutig zutage. Zwar war der Kursanstieg der amerikanischen Währung an den meisten Plätzen im März, von einigen Ausnahmen abgesehen, keineswegs bedeutend. Man muss jedoch in Rechnung stellen, dass einige Zentralbanken das erste Mal seit langer Zeit sich veranlasst sahen, sehr hohe Dollarbeträge zu verkaufen. Diese Wertsteigerung des US-Dollars fand immerhin vor dem wenig günstigen Hintergrund einer nach wie vor hohen Inflationsrate in den USA und einer spürbaren Erhöhung des Preises für Erdöl statt. Sie hat ihre Ursache in einer Verringerung des Defizits der amerikanischen Handelsbilanz und vor allem in einer für den Dollar insgesamt äusserst günstigen Zinsdifferenz, die noch um so mehr zum Tragen kommt, als die Aussichten auf Wechselkursgewinne mit den starken Währungen nunmehr kurzfristig gesehen als weniger sicher erscheinen.

Der Kursanstieg des US-Dollars, der zunächst sehr zögernd war, beschleunigte sich in den letzten Märztagen. Dieser Anstieg fiel gegenüber jenen Währungen, denen gegenüber der Dollar im vergangenen Jahr am meisten an Wert verloren hatte, am kräftigsten aus: über 3,5% gegenüber dem Yen, 1,5% in Schweizer Franken und fast 1% in Mark. Gegenüber dem kanadischen Dollar und gegenüber dem irischen und dem britischen Pfund, die ebenfalls von einem hohen Zinsniveau profitierten, hat der US-Dollar indessen an Wert verloren. Gegenüber der ECU hält sich sein Kursanstieg in Grenzen, was auf die feste Haltung der beiden Pfunde und, im geringeren Umfang, auf jene der italienischen Lira zurückzuführen ist: er beläuft sich auf nicht mehr als 3/8% seit Ende Februar.

Beim kanadischen Dollar begann der Abwärtstrend, der einige Monate angehalten hatte, umzuschlagen. Die Währung befestigte sich um fast 3% gegenüber dem US-Dollar. Diese Befestigung ging vor allem auf das wieder-

erwachte Interesse der Gebietsfremden für Aktiva in kanadischen Dollar sowie auf die Konversion des Erlöses von Kreditaufnahmen kanadischer Banken im Ausland zurück. Der kanadische Bundeswahlkampf, der im März begann, schien keinen nennenswerten Einfluss auf den Devisenmarkt zu haben.

Das Pfund Sterling wurde stark begünstigt durch die geringere Abhängigkeit Grossbritanniens von Oeleinfuhren sowie die Reaktion des Marktes auf die Nachricht von Neuwahlen. Es stieg gegenüber dem US-Dollar um 2 1/4% an, obwohl die Bank of England die Aufwärtsbewegung mittels zuweilen bedeutenden Dollarinterventionskäufen bremste, wobei sie die Sonderdepotverpflichtung auf einigen Verbindlichkeiten der Banken erleichterte.

Der von der Bank of England errechnete effektive Aussenwert des Pfundes stieg infolgedessen von 64,31 Ende Februar auf 66,41 Ende März und damit auf den höchsten Stand seit etwas mehr als einem Jahr.

Die Verteuerung des Erdöls hat demgegenüber zu einer starken Wertverringerung des Yen geführt. Japan hängt in der Tat sehr stark von Energielieferungen aus dem Ausland ab. Der bereits zuvor zu beobachtende Kapitalrückfluss schwoll rapide an. Die Erwartung einer Verringerung des japanischen Handelsbilanzüberschusses verstärkte noch die Abwärtsbewegung des Yen. Als Folge dieser Entwicklung kam es zu Verschiebungen in den Zahlungsterminen. Die massiven Interventionen der Bank von Japan im März konnten die Entwicklung ebensowenig aufhalten, wie die Lockerung der restriktiven Massnahmen gegen Kapitalzuflüsse im Februar. Gegenüber dem Dollar verlor der Yen 7% seit Jahresanfang und 16% seit Ende Oktober 1978, kurz vor Bekanntgabe der amerikanischen Massnahmen.

Der Schweizer Franken stand ebenfalls unter dem Einfluss bedeutender Kapitalabflüsse. Die Schweizerische Nationalbank hat zum ersten Mal seit mehreren Monaten mit bedeutenden Dollarverkäufen am Markt interveniert, ausserdem hat sie erhebliche Beträge an ausländische Kreditnehmer abgegeben. Wenn sich auch der Rückgang des Schweizer Frankens gegenüber dem Dollar im März mit etwa 1,5% in engen Grenzen hielt, so erreichte er doch immerhin

12% seit Ende Oktober 1978. Gegenüber der D-Mark hat sich der Wert des Schweizer Frankens in den letzten fünf Monaten um 6% verringert.

Die norwegische und die schwedische Krone schliesslich sind leicht gegenüber dem Dollar angestiegen. Ihr effektiver Aussenwert ist praktisch unverändert. Die Sveriges Riksbank stützte ihre Währung, während demgegenüber die Norges Bank einige Dollarkäufe tätigen konnte.

## II. DIE INTERVENTIONEN IN US-DOLLAR

Einige Zentralbanken haben äusserst umfangreiche Dollarinterventionen vorgenommen.

Auf der Verkäuferseite waren im wesentlichen die Bank von Japan und die Schweizerische Nationalbank zu finden. Das Volumen ihrer Abgaben ist gegenüber den beiden Vormonaten stark angewachsen. Die Nettoverkäufe der Deutschen Bundesbank und der Sveriges Riksbank sind zwar eindeutig weniger hoch, aber nicht unbedeutend.

Die Nettokäufe der anderen Zentralbanken, d.h. vornehmlich der Bank of England, und in geringerem Ausmass der Banca d'Italia und der Bank of Canada waren insgesamt weniger bedeutend.

Das Gesamtvolumen der Abgaben einschliesslich dem Pendant der Käufe europäischer Währungen durch die Federal Reserve Bank of New York beläuft sich im abgelaufenen Monat auf \$ 9,5 Mrd.; die Käufe belaufen sich auf insgesamt \$ 4,0 Mrd. Damit ergibt sich zum ersten Mal seit langem ein Nettoabgabesaldo von insgesamt \$ 5,5 Mrd.

Das Inkrafttreten des neuen europäischen Währungssystems hat offenbar zu keiner Aenderung der Politik der Zentralbanken in diesem Bereich geführt. Freilich waren die ersten Wochen seit dem Anlaufen des Europäischen Währungssystems durch Ruhe an den Märkten gekennzeichnet; lediglich die Bank von Japan, die Schweizerische Nationalbank und die Bank of England mussten sich mit relativ erheblicheren Kapitalbewegungen auseinandersetzen, die ihre Währung an den Devisenmärkten berührte.



### III. DIE INTERVENTIONEN IN EUROPÄISCHEN WÄHRUNGEN

Mit Ausnahme einer Intervention am 30. März am oberen Interventionspunkt des irländischen Pfundes gegenüber dem belgischen Franken fanden alle Marktinterventionen in europäischen Währungen innerhalb der Margen statt. Sie betrafen fast ausschliesslich die D-Mark.

Die Banque Nationale de Belgique am Anfang des Monats und in der Folge die Danmarks Nationalbank, die Banca d'Italia sowie die Sveriges Riksbank kauften einige zehn Millionen D-Mark. Die belgische Notenbank hat den Erlös zur Verringerung ihrer Verbindlichkeit gegenüber dem EFWZ verwandt.

Die Banque de France hat sehr viel aktiver in D-Mark interveniert, zunächst mit Abgaben und dann mit Käufen. Insgesamt ergibt sich ein negativer Saldo, dessen grösserer Teil bei der Deutschen Bundesbank gegen Dollar gedeckt wurde.

Die Federal Reserve Bank ihrerseits hat Käufe von D-Mark, Schweizer Franken und Yen in geringer Höhe am Markt getätigt. Daneben hat sie von anderen Zentralbanken beträchtliche D-Mark- und Schweizer-Franken-Beträge von umgerechnet mehr als \$ 2 Mrd. erworben. Die Beträge der Ziehungen im Rahmen der Swapvereinbarungen mit der Deutschen Bundesbank und der Schweizerischen Nationalbank wurden beträchtlich zurückgeführt.

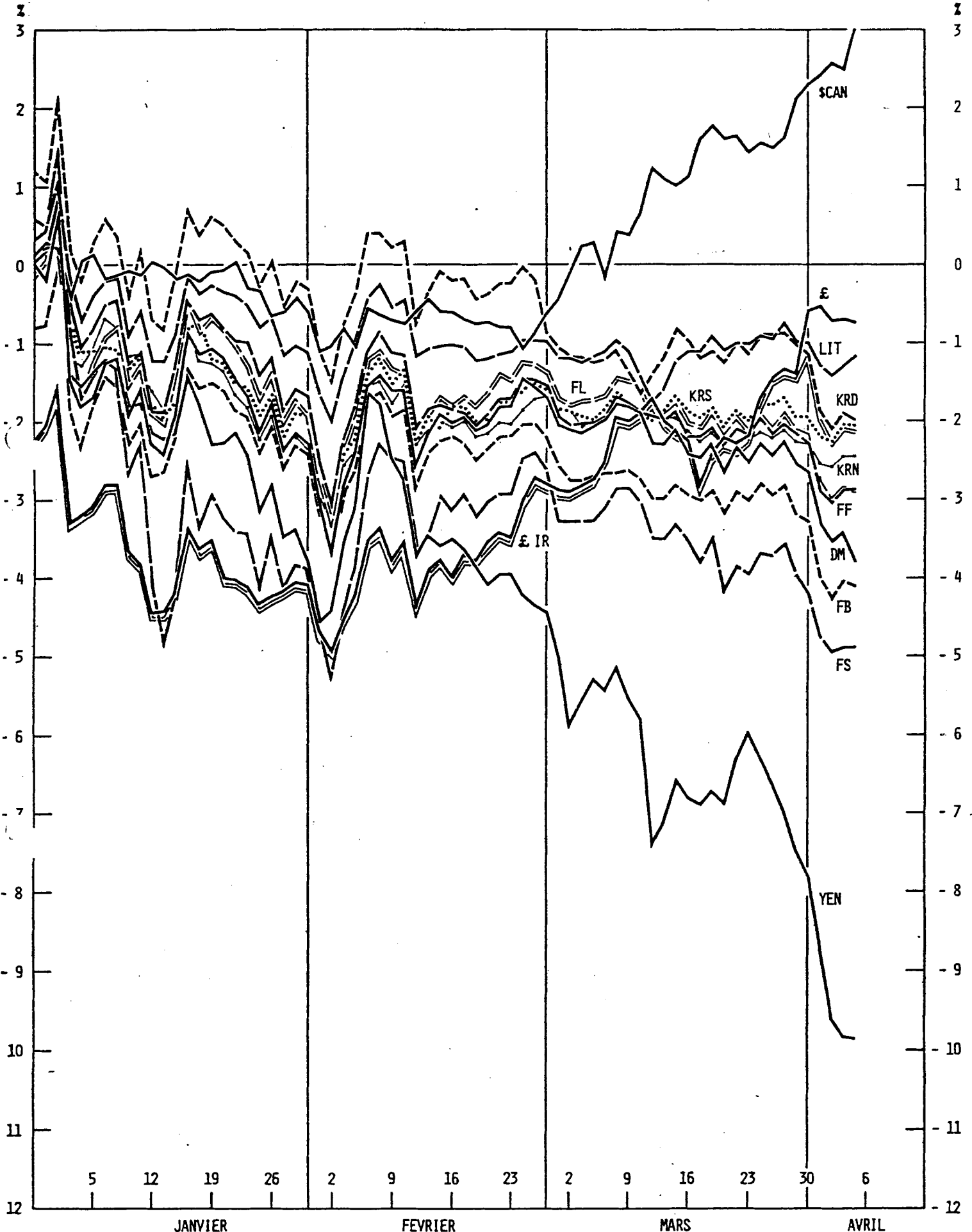
\* \* \*

Die im März aufgetretenen Tendenzen haben sich in den ersten Apriltagen verstärkt fortgesetzt. Das Pfund Sterling und der kanadische Dollar setzten ihren Anstieg an allen Märkten fort. In New York betrug ihr Kursgewinn etwas mehr als 3/4%. Der effektive Aussenwert des Pfund Sterlings stieg von 66,20 auf 67,21. Die Bank of England bremste diese Aufwärtsbewegung durch Dollarkäufe und setzte erneut die "minimum lending rate" um 1 Prozentpunkt herab. Gegenüber den anderen Währungen hat sich der US-Dollar weiter befestigt. Erneut war die Höherbewertung besonders ausgeprägt

gegenüber den vordem am meisten nachgefragten Währungen. Dementsprechend mussten die Notenbanken Japans, der Schweiz und Deutschlands gemeinsam mit der Federal Reserve Bank of New York äusserst aktiv intervenieren, um den Kursanstieg des Dollars in Schranken zu halten. In Tokyo stieg dieser um 2 3/4%. An den meisten Plätzen in Europa beläuft sich die Aufwertung auf über 1%, in Paris jedoch nur auf 3/4% und in Mailand, Oslo und Stockholm auf 1/4%.

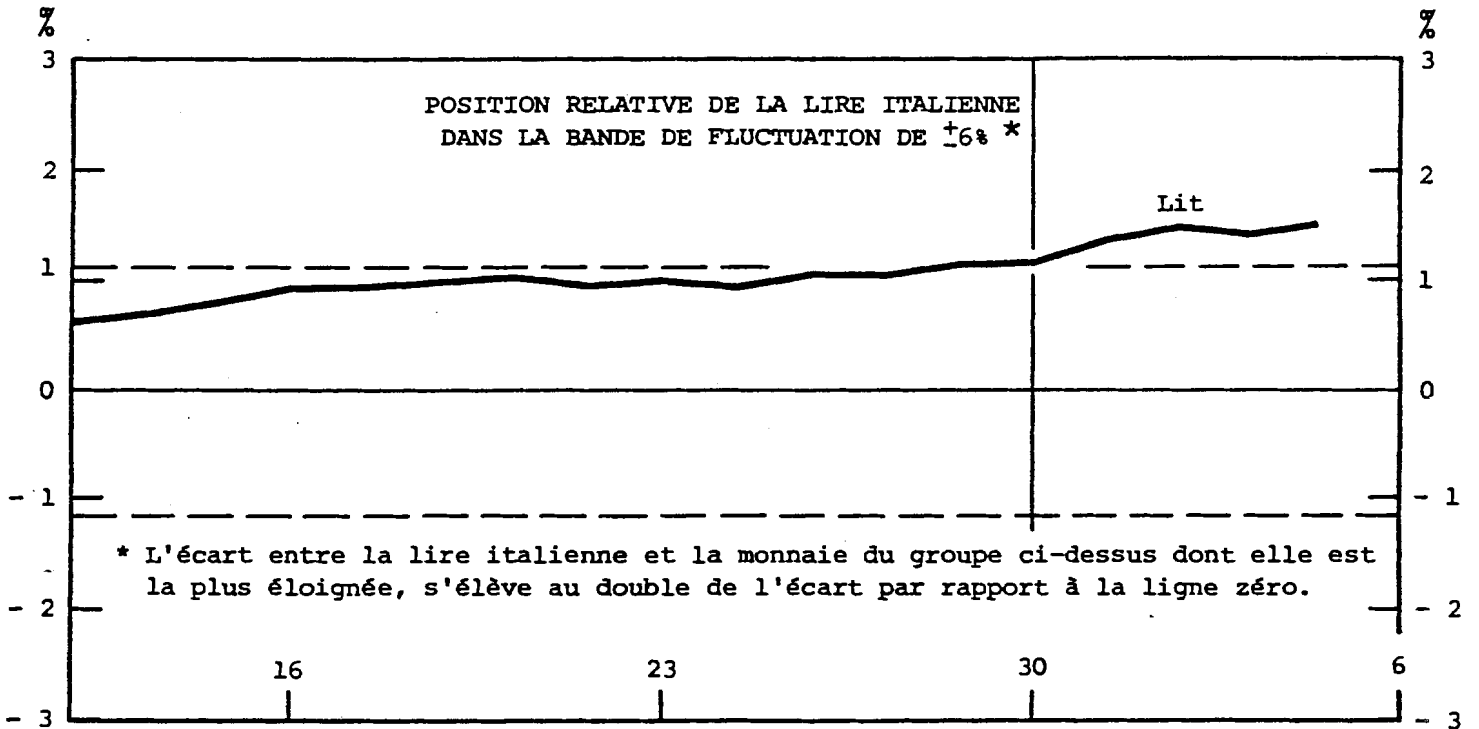
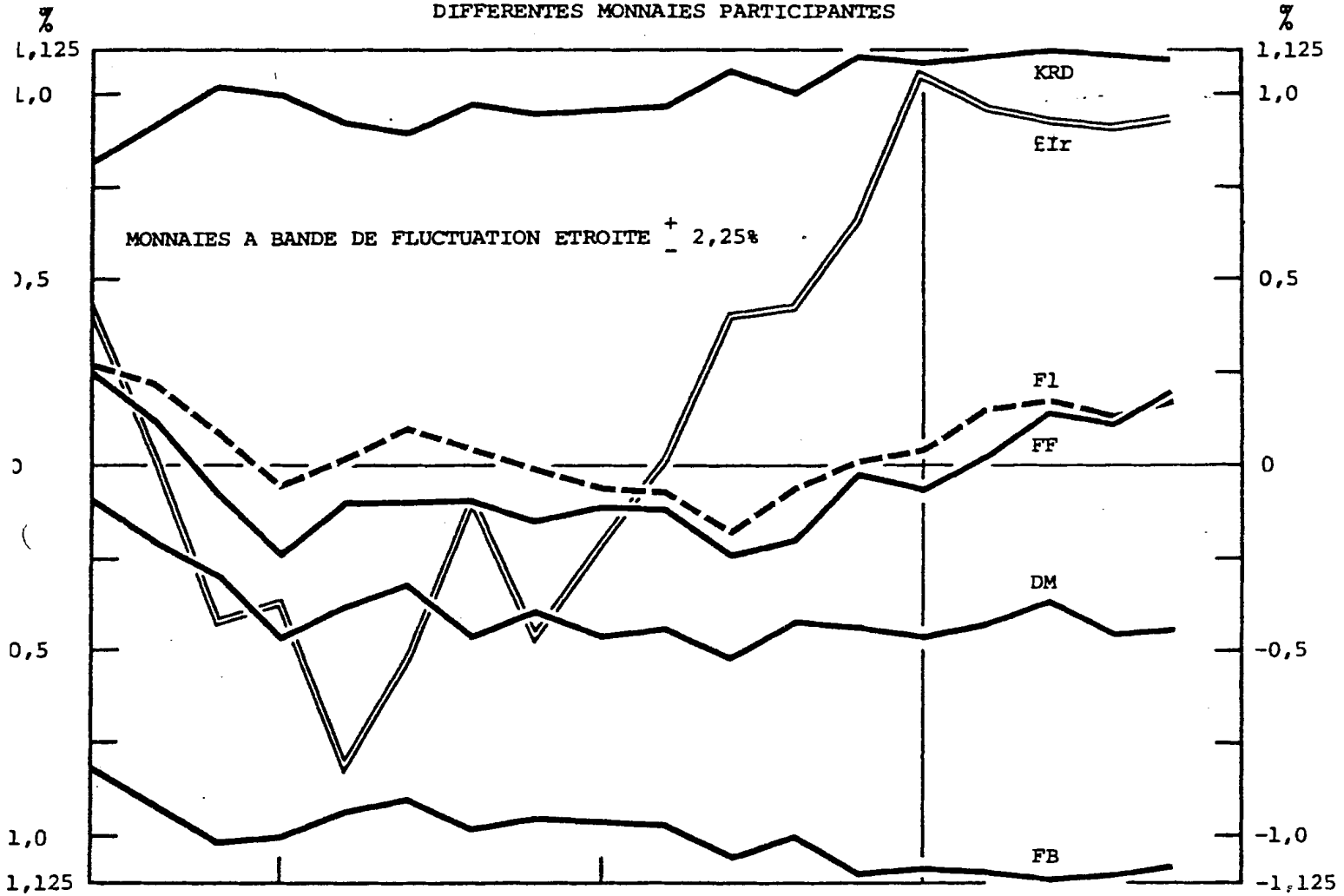
Die Position der Währungen im Europäischen Währungssystem hat sich kaum verändert. Die italienische Lira, die gegenüber allen Währungen an Wert gewann, zeigte weiterhin die festeste Haltung. Der Abstand zwischen ihr und dem belgischen Franken hat sich von 2,35% auf 3,25% vergrössert. Hingegen hat sich das irische Pfund leicht abgeschwächt. Sein Abschlag gegenüber dem Pfund Sterling beläuft sich gegenwärtig auf geringfügig über 2,5%. Die dänische Krone schliesslich hat ihren Höchstkurs gegenüber dem belgischen Franken erreicht. Die Interventionen in Dollar saldieren sich unter Einschluss des Erwerbs ausländischer Währungen durch die Federal Reserve Bank of New York zu Nettoabgaben von nahezu \$ 3,7 Mrd. Die Danmarks Nationalbank und die Banque de France kauften noch einige D-Mark zu Kursen innerhalb der Margen. Daneben kann es zum Höchstkurs der dänischen Krone gegenüber dem belgischen Franken zu Interventionen im Gegenwert von insgesamt etwa ECU 80 Mio.

EVOLUTION DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES PARTICIPANT A LA CONCERTATION  
 SUR LA BASE DES COURS THEORIQUES OU EFFECTIFS RELEVES LE 28 DECEMBRE 1978 A 14H30  
 VIS-A-VIS DU \$EU\*



\*FB 28.5803; KRD 5.13246; DM 1.8185; FF 4.19983; £ IR 0.47996; LIT 831.626;  
 FL 1.97070; £ 0.48040; \$CAN 1.18652; FS 1.6215; KRS 4.2850; KRN 4.9910; YEN 193.30.

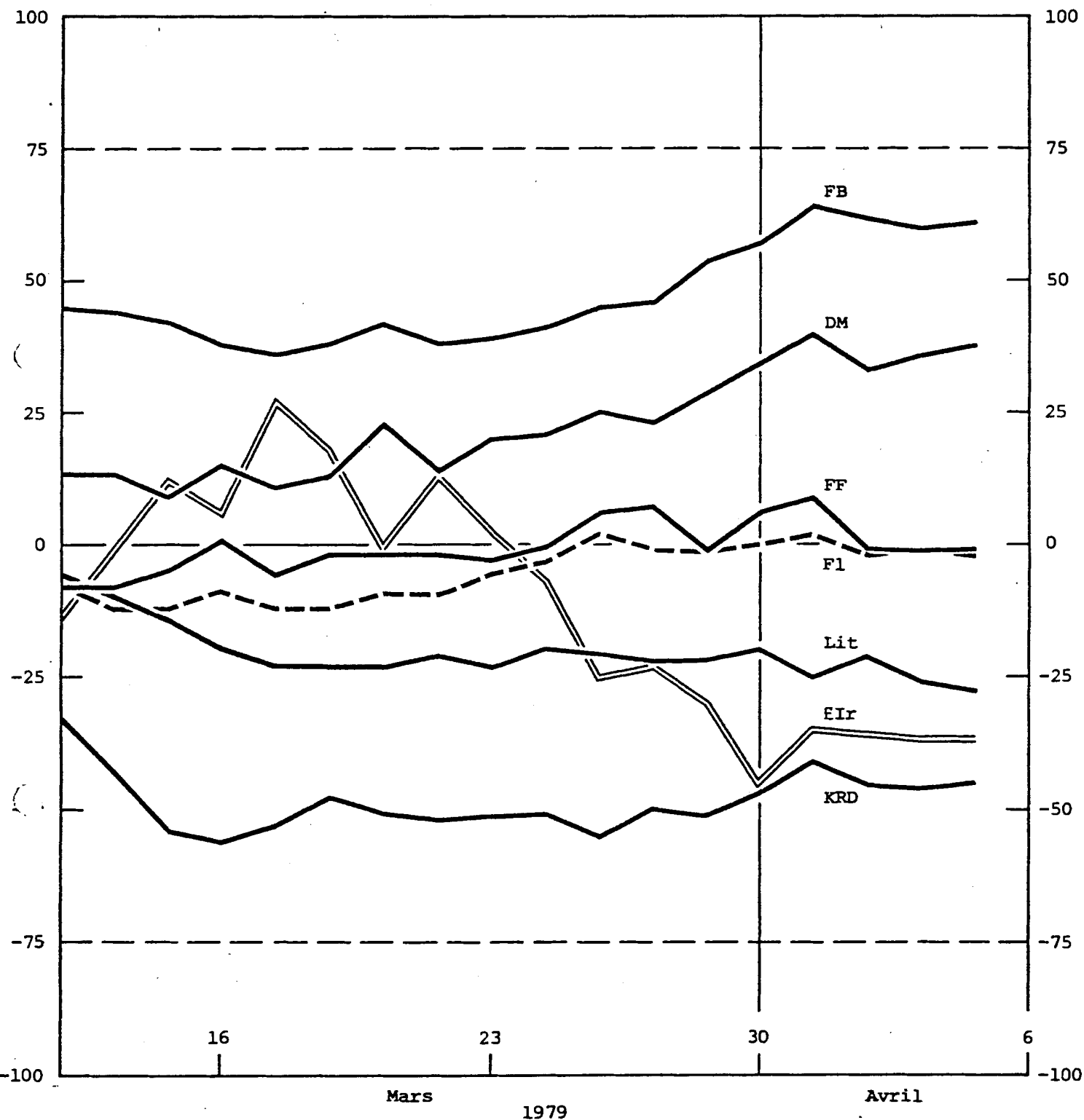
MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DE LA GRILLE DE PARITES DU SME  
 CALCULES SUR LA BASE DES COURS OFFICIELS DE L'ECU DANS LES  
 DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



\* L'écart entre la lire italienne et la monnaie du groupe ci-dessus dont elle est la plus éloignée, s'élève au double de l'écart par rapport à la ligne zéro.

Mars 1979 Avril

EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE  
DE CHACUNE DES MONNAIES PARTICIPANT AU MECANISME DE CHANGE EUROPEEN\*



\* Le signe - traduit une appréciation de la monnaie indiquée vis-à-vis de l'Ecu, le signe + une dépréciation vis-à-vis de l'Ecu; l'écart maximal de divergence de chaque monnaie dans les deux sens est exprimé par  $\pm 100$ , le seuil de divergence par  $\pm 75$ .

5 avril 1979/MED