

PROTOKOLL\* DER  
EINHUNDERTNEUNUNDDREISSIGSTEN SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER  
PRAESIDENTEN DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN DER  
EUROPAEISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT  
BASEL, DIENSTAG, 13. NOVEMBER 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, Gleske und Rieke; der Gouverneur der Central Bank of Ireland, Herr Murray, begleitet von Herrn Breen; 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, Boot 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 Padoa-Schioppa, 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 der Protokolle der 137. und der 138. Sitzung

Der Ausschuss billigt die Protokolle der 137. und der 138. Sitzung einstimmig, vorbehaltlich einiger Aenderungen redaktioneller Art

---

\* Endgültige, in der Sitzung vom 8. Januar 1980 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige Aenderungen redaktioneller Art aufweist.

- zum Vortrag von Herrn Heyvaert, Seite 2 und 3 des Protokollentwurfs der 137. Sitzung,
- zu den Erklärungen der Herren Emminger, Andersen und Murray auf den Seiten 1, 4, 7 bzw. 10 des Protokollentwurfs der 138. Sitzung.

Diese Aenderungen werden im endgültigen Text aufgenommen werden.

## II. Entwicklung der Devisenmärkte der an der Konzertation beteiligten Länder im September und Oktober und in den ersten Novembertagen 1979

### A. Vorlage des Berichts an die Finanzminister der EG-Länder und Verabschiedung dieses Berichts durch den Ausschuss

Herr Heyvaert fasst kurz die wesentlichen Punkte des dem Protokoll beigefügten Berichts zusammen und kommentiert sie.

Der Vorsitzende dankt Herrn Heyvaert für seinen Vortrag; er stellt fest, dass der Entwurf des Berichts an die Finanzminister keine Fragen aufwirft und somit vom Ausschuss verabschiedet ist.

### B. Ueberprüfung des Funktionierens der innergemeinschaftlichen Konzertation

Auf Bitte des Vorsitzenden kommentiert Herr Lamfalussy die jüngste Zinsentwicklung in den westlichen Industrieländern. Die zwei statistischen Tabellen, die vom Sekretariat vorbereitet worden sind, liessen erkennen, dass sich die Zinshausse, die bereits mehrfach im Ausschuss diskutiert worden war, im September und Oktober fast überall fortgesetzt habe. Dies gelte insbesondere für die kurzfristigen Zinsen, während die langfristigen Zinsen etwas geringer gestiegen seien. Die daraus resultierenden Zinsdifferenzen zwischen den EWG-Ländern untereinander und gegenüber den Vereinigten Staaten trügen anscheinend zum derzeitigen Zusammenhalt der Währungen im EWS bei; dagegen könne man sich fragen, ob das augenblickliche Durchschnittsniveau der Zinsen angebracht sei. Dieses werde allgemein durch die Beschleunigung der Inflation gerechtfertigt, aber diese Beschleunigung gehe auf externe (Preishausse für Erdöl und andere Rohstoffe) und interne Faktoren (Nachfrageüberhang z.B. in Deutschland im Bausektor und allgemeiner in den Vereinigten Staaten) zurück; in dem Masse wie man der Ansicht sei, dass die externen Faktoren

von überwiegendem Einfluss seien, könnte eine Politik, die über eine Zinserhöhung die inflationistischen Erwartungen zu brechen und die Erdölpreise zu beeinflussen versuche, ihr Ziel nur um den Preis einer Stagnation der Weltwirtschaftsentwicklung erreichen. Eine solche Stagnation sei besonders schädlich für die Entwicklungsländer, die bereits beträchtlich verschuldet seien und ihre Verschuldung noch mehr erhöhen müssten.

Herr Lamfalussy führt abschliessend aus, dass das augenblickliche Zinsniveau noch keinen Anlass zur Unruhe gebe. Anders wäre es aber, wenn in Zukunft die Währungsbehörden auf einen neuen Inflationsstoss externen Ursprungs (mit dem man rechnen müsse) mit weiteren Zinserhöhungen antworten würden, da dies nicht ohne Folgen für das ökonomische und finanzielle Gleichgewicht auf weltweiter Ebene sowie insbesondere für das Funktionieren des EWS bleiben würde.

Der Vorsitzende dankt Herrn Lamfalussy für seinen Vortrag. Seiner Meinung nach müsse man neben der Sachfrage "Zinsniveau" auch das Problem der vorherigen Konzertation über die nationalen geld- und insbesondere zinspolitischen Zielsetzungen im Ausschuss der Zentralbankpräsidenten erörtern. Während im Juli Herr Pöhl die Zentralbankpräsidenten im voraus von den Absichten der Deutschen Bundesbank informiert und somit seinen Kollegen ermöglicht habe, ihre Meinung über diese Absichten zu sagen, seien seitdem neue Massnahmen ergriffen worden, ohne dass es eine vorherige Benachrichtigung gegeben habe. Eine solche Benachrichtigung sei aber unabhängig von ihrem Resultat ausserordentlich nützlich im Hinblick auf die Koordinierung der Geldpolitiken.

Herr Ortoli macht darauf aufmerksam, dass die Kommission kraft eines Auftrags, Möglichkeiten zur besseren Koordinierung der Wirtschaftspolitik zu prüfen, beabsichtige, dem Ministerrat demnächst ein Dokument vorzulegen, in dem für die grossen geld- und insbesondere zinspolitischen Entscheidungen eine gegenüber heute viel klarere Prozedur vorgeschlagen werde. Diese Prozedur, die auch das Funktionieren der Ausschüsse berühre, gehe von der Idee aus, dass die geldpolitischen Entscheidungen, insbesondere im Falle eines grösseren Landes, nicht ohne Einfluss auf die Entwicklung innerhalb des EWS blieben, und schlage daher vor, diese Entscheidungen einer Vorkonsultation auf hohem Niveau zu unterwerfen. Diese Konsultation würde es erlauben, die wahrscheinlichen Auswirkungen der betreffenden Massnahme zu analysieren und den Partnern Gelegenheit

geben, ihre Meinung zu äussern und dem betreffenden Land eventuell alternative Massnahmen oder Instrumente vorzuschlagen. Die von den übrigen EWG-Zentralbanken geäusserte Meinung würde sodann den entscheidungsbefugten nationalen Instanzen zur Kenntnis gebracht. Auf diese Weise würden bei allem Respekt der nationalen Kompetenz im Bereich der Geldpolitik die gemeinschaftlichen Anliegen mehr und mehr in Betracht gezogen; dies sei unabdingbar, denn ohne eine bessere Koordinierung der Geldpolitik werde das Funktionieren des EWS gefährdet.

Auf eine Frage von Herrn Emminger stellt Herr Ortoli klar, dass man die Konsultationen

- entweder im Rahmen des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten oder eines Unterausschusses desselben,
- oder im Währungsausschuss

stattfinden lassen könne, wobei zu beachten sei, dass die Verantwortlichkeiten in den Ländern unterschiedlich zwischen Zentralbank und Regierung aufgeteilt seien. Im übrigen, so Herr Ortoli, werde er vorschlagen, dass die Mitglieder des Währungsausschusses alle von hohem Rang sein sollten, d.h. die Vertreter der Finanzministerien und der Zentralbanken in diesem Ausschuss sollten Persönlichkeiten sein, die in der Hierarchie direkt hinter dem Minister bzw. Zentralbankpräsident ständen.

Herr Emminger stellt fest, man neige dazu, ausschliesslich die geldpolitischen Massnahmen Deutschlands herauszustellen, während man stillschweigend über die Tatsache hinweggehe, dass andere Behörden der Gemeinschaft in den letzten Monaten ebenfalls Massnahmen ohne Vorkonsultation ergriffen hätten. Nun seien aber die Massnahmen der Deutschen Bundesbank nicht so aussergewöhnlich und wichtig, dass Sonderbestimmungen gerechtfertigt seien. Es sei daher notwendig zu betonen, dass jede eventuelle Verpflichtung, die geldpolitischen Beschlüsse einer Vorkonsultation auf Gemeinschaftsebene zu unterwerfen, auf alle Länder und nicht auf Deutschland alleine Anwendung finden müsse.

Die Deutsche Bundesbank sei eine der wenigen EWG-Zentralbanken gewesen, die in der Vergangenheit ihre Partner von ihren Absichten unterrichtet habe, so mehrmals in den Jahren 1978 und 1979, und nicht nur im Juli 1979; sie werde diese Praxis soweit wie möglich auch weiter fortsetzen. Die Tatsache, dass es bei der Erhöhung des Diskont- und Lombardsatzes am 31. Oktober keine Vorausinformation - im Rahmen einer Sitzung des Zentral-

bankpräsidentenausschusses oder auf telefonischem Wege - gegeben habe, erkläre sich aus verschiedenen Schwierigkeiten technischer und prozeduraler Art: erstens habe die letzte Sitzung des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten schon am 1. Oktober stattgefunden; damals habe sich die Notwendigkeit, die deutschen amtlichen Sätze an die Marktzinsen anzupassen, noch nicht abgezeichnet. Später habe die Ungewissheit über den Emissionskalender der "Carter-Bonds" eine Rolle gespielt. Auf jeden Fall sei es nicht korrekt und angebracht, alle Aufmerksamkeit auf zinspolitische Massnahmen zu richten. Heutzutage ziele nämlich die Geldpolitik auf die quantitative Steuerung der monetären Aggregate ab; dies bleibe nicht ohne Auswirkung auf die Marktzinsen, an welche die amtlichen Sätze von Zeit zu Zeit angepasst werden müssten. So sei die letzte Erhöhung der amtlichen Sätze in Deutschland eine Massnahme gewesen, die eine bereits eingetretene Entwicklung bestätigt, nicht aber versucht habe, das Niveau der kurzfristigen und langfristigen Zinsen zu beeinflussen.

Herr Emminger sagt abschliessend, unter Berücksichtigung der soeben dargelegten Betrachtungen gelte es, regelmässig die allgemeine Entwicklung der Geldpolitik aller EWG-Länder zu prüfen, aber nicht eine Zentralbank oder bestimmte Massnahmen besonders hervorzuheben.

Der Vorsitzende meint persönlich:

- Es sei selbstverständlich, dass die Bemerkung, die auf die Deutsche Bundesbank abgezielt habe, allgemein gemeint sei und auf jede Zentralbank Anwendung finden könne; bei den Bemühungen um eine bessere Koordinierung der Geldpolitik seien alle EWG-Zentralbanken gleichermassen angesprochen. Wenn die Massnahmen der Bundesbank besonders betont worden seien, so deshalb, weil die von den anderen Zentralbanken beschlossenen Zinserhöhungen eine direkte Konsequenz der deutschen Politik gewesen seien.

- Auf prozeduraler Ebene müsse man in Zukunft für die von Herrn Emminger erwähnten Schwierigkeiten Lösungen finden. In Erwartung der u.a. diesbezüglichen Vorschläge der Kommission könne eine vorläufige Lösung darin bestehen, dass bei Fehlen einer Ausschusssitzung eine Zentralbank, die eine zinspolitische Massnahme zu ergreifen beabsichtige, entweder die anderen Zentralbankpräsidenten oder den Ausschussvorsitzenden vorher benachrichtige; letzterer würde dann die Meinung seiner Kollegen einholen und diese an die betreffende Zentralbank übermitteln.

Herr de Strycker teilt die Befürchtungen von Herrn Lamfalussy über die künftige Entwicklung der Erdölpreise und der Geldpolitik. Man könne sich fragen, ob eine Geldpolitik triftig sei, die auf eine Erdölverteuerung mit einer Zinserhöhung antworte; eine solche Politik könne auf den Erdölpreis nur über eine Abschwächung der Weltwirtschaftskonjunktur mit entsprechendem Rückgang der Nachfrage nach Erdöl Einfluss nehmen. Dies sei aber eine recht brutale Politik, und man könne sich fragen, ob es nicht andere Mittel gebe, die Erdölpreishaussage zu parieren, z.B. durch spezifische Massnahmen bei der Energieversorgung. In den Vereinigten Staaten und in Deutschland rechtfertigten interne Faktoren in einem bestimmten Masse eine restriktive Geldpolitik, aber in anderen Ländern würde eine weitere Verschärfung des geldpolitischen Kurses schwerwiegende konjunkturelle Risiken beinhalten. Unter diesen Bedingungen obliege es vielleicht dem Ausschuss der Zentralbankpräsidenten, den Rat der Finanzminister auf die Gefahren dieser Situation aufmerksam zu machen.

Herr Richardson führt aus, das bedeutendste Ereignis in Grossbritannien im Laufe der letzten zwei Monate sei die vollständige Abschaffung der Devisenkontrolle gewesen, die bereits im Sommer teilweise abgebaut worden sei; diese Massnahme sei nicht ohne Wichtigkeit für die Verfolgung der Geldpolitik. In den letzten drei Monaten habe die Wachstumsrate von £M3 am oberen Rand des Zielkorridors gelegen, der auf Jahresbasis umgerechnet ein Wachstum von 7 bis 11% zwischen Juni 1979 bis April 1980 vorsehe; unter Berücksichtigung der die Kreditvermittlung vermindernenden Effekte ("leakage") des "corset" ergebe sich sogar eine Ueberschreitung. Die neuen Statistiken über die ausgewählten Bankverbindlichkeiten ("eligible liabilities") und die Bankkreditvergabe in Pfund Sterling für den Monat Oktober (diese Statistiken kommen ungefähr eine Woche vor den £M3-Daten heraus) legte die Vermutung nahe, dass sich das monetäre Wachstum erneut beschleunigt habe.

Die Märkte hätten auf die Publikation diese Zahlen mit einer kräftigen Erhöhung der Geldmarktsätze geantwortet. Der Dreimonatssatz für Interbank-einlagen zum Beispiel, meint der Redner, liege zur Zeit bei 15 3/4%, d.h. deutlich über dem Mindestausleihesatz der Bank von England.

Diese Entwicklung sowie die offiziellen Reaktionen, die diese Entwicklung sofort hervorzurufen musste, würden zeitlich mit anderen Entscheidungen zusammenfallen, die die Währungsbehörden treffen müssten. Es handle sich dabei in erster Linie um die Verlängerung des £M3-Ziels. Mehrere Optionen seien möglich, ob nun aber das Ziel auf der Grundlage der Juni- oder der höheren

Oktoberzahlen fortgeschrieben werde, eine Abschwächung des Restriktionsgrads stehe überhaupt nicht zur Debatte. Eine Entscheidung müsse auch über die Weiterführung des "corset", dessen Anwendung Ende des Jahres auslaufe, getroffen werden. Da dieses Instrument zur Zeit zum dritten Mal angewandt werde, hätten die Banken inzwischen Mittel gefunden, durch verstärkte Gewährung von Akzeptkrediten die Kreditrestriktionen zu umgehen. Die Währungsbehörden hätten darauf verzichtet, dieses Loch zu stopfen, um nicht Umgehungen weniger transparenter Art zu provozieren. In Wissenschaftskreisen halte man das "corset" für nicht nützlich und ineffizient, insbesondere nachdem die Abschaffung der Devisenkontrolle weitere Umgehungsmöglichkeiten eröffnet habe.

Die Debatte über die Frage, ob das "corset" beibehalten werden solle, werde im Rahmen einer Generaldiskussion geführt, die die Möglichkeiten untersuche, wie das Wachstum der Geldmenge durch die Steuerung der monetären Basis beeinflusst werden könne; diese Diskussion sei jedoch noch nicht zu definitiven Resultaten gekommen.

Herr Zijlstra meint wie Herr Emminger, man müsse die fundamentalen Fragen der Geldpolitik betrachten und nicht die Massnahmen, die nur der Reflex der Orientierung der Geldpolitik seien.

Alle stimmten anscheinend darüber ein, dass es gelte, das Wachstum der Geldaggregate zu steuern, um das innere Gleichgewicht zu bewahren, aber die Praktiken und die Ansichten seien sehr unterschiedlich hinsichtlich der Wahl der Instrumente, die zu diesem Zweck eingesetzt würden. Einige Länder steuerten die monetäre Basis, aber eine solche Politik werfe die Frage auf, wie stabil die Relation zwischen der monetären Basis und dem Geldvolumen sei. Während sich in Italien diese Relation als ziemlich stabil erwiesen habe, hätten die Studien im Falle der Niederlande eine grosse Instabilität ergeben; aus diesem Grunde steuere letzteres Land sein Geldvolumen mehr durch quantitative Massnahmen.

Die Anwendung einer Politik, welche die monetäre Basis steuere, in einem Land, in dem die Relation zwischen dieser Grösse und dem Geldvolumen instabil sei, beinhalte das Risiko, dass die Geldpolitik zu stark dosiert werde. Dies könne in einem System fester Wechselkurse insbesondere Spannungen auf den Devisenmärkten und somit nachteilige Effekte für andere Länder hervorrufen. Als Beispiel könne man den deutschen und den niederländischen Fall nennen. Die Niederlande seien hinsichtlich der

fundamentalen Faktoren in einer sehr ähnlichen Lage wie Deutschland, und der Wechselkurs des Gulden sollte deshalb eng dem der D-Mark folgen. Auf monetärem Gebiet sei zu bemerken, dass in den Niederlanden die Geldmenge seit drei Jahren ununterbrochen schwächer gewachsen sei als das Bruttoinlandsprodukt zu Marktpreisen. Der Unterschied zwischen Deutschland und den Niederlanden liege insbesondere in der Tatsache, dass letzteres Land direktere Methoden benutze, dank derer die Zinssteigerung beträchtlich geringer sei, als es bei der Realisierung eines gegebenen Zwischenziels über die Steuerung der monetären Basis notwendig wäre.

Herr Zijlstra führt abschliessend aus, er halte die deutsche Politik zur Dämpfung des monetären Wachstums für berechtigt; er lege jedoch Wert auf die Feststellung, dass eine Politik, die sich ausschliesslich auf die Steuerung der monetären Basis stütze, Risiken insbesondere für die Wechselkursbeziehungen beinhalte, da die Beziehung zwischen monetärer Basis und Geldvolumen instabil sei. Die Zentralbankpräsidenten sollten daher nicht nur die geldpolitischen Zwischenziele (über die es anscheinend keine Meinungsverschiedenheiten gebe), sondern auch die Instrumente diskutieren, die die Währungsbehörden in Verfolgung ihrer Zwischenziele einsetzen.

Bevor er Herrn Ciampi das Wort erteilt, heisst der Vorsitzende den neuen Gouverneur der Bank von Italien herzlich willkommen und versichert ihm, wie sehr die Gouverneure sich freuen, ihn im Ausschuss sitzen zu sehen. Diese Freude sei doppelt, einerseits wegen des Talents von Herrn Ciampi und seiner zahlreichen Kontakte mit seinen Freunden von den anderen Zentralbanken, andererseits deshalb, weil die Präsenz von Herrn Ciampi und von Herrn Sarcinelli bewiesen, dass wieder Ruhe in die Führung der Bank von Italien eingetreten sei.

Herr Ciampi dankt dem Vorsitzenden für seine freundlichen Worte und allen Gouverneuren für die Sympathie, die jene stets der Bank von Italien in ihrer besonderen Situation entgegengebracht hätten. Er teilt die Auffassung von Herrn de Strycker. Es sei nämlich vergeblich, gegen die Erdölpreishausse mit einer Politik der Zinserhöhungen zu kämpfen. Eine solche Politik sei für die italienische Wirtschaft um so gefährlicher, als die italienischen Unternehmen hoch verschuldet seien. Diese Betrachtungen sowie der Leistungsbilanzüberschuss und die Dollarschwäche hatten die Währungsbehörden veranlasst, eine Zinserhöhung bis Mitte



September hinauszuschieben. Im Oktober sei der amtliche Satz von 10,5 auf 12% und der Schatzwechselferversteigerungssatz von 11,5 auf 13% heraufgesetzt worden. Die Weiterführung der Kreditplafondierung, die ab jetzt noch strenger gehandhabt werde, sollte bis Ende des Jahres die Kreditnachfrage bremsen und eine Erhöhung der Debitorenzinsen nach sich ziehen.

Herr Hoffmeyer führt aus, die Dänische Nationalbank habe im September ihren Diskontsatz kräftig heraufgesetzt, ohne dass es zu einer Vorkonsultation mit den anderen Zentralbanken gekommen sei. Sie habe aber unter klassischen Bedingungen gehandelt, d.h. unter dem Zwang des Baissedrucks, der auf der dänischen Krone gelegen habe. Die Marktsätze seien bereits kräftig angestiegen, und die Massnahme der Zentralbank sei daher nur eine Anpassung an die Marktkräfte gewesen. Dieser Fall zeige, dass man sehr vorsichtig sein müsse, wenn man Regelungen für die Vorkonsultation über geldpolitische Massnahmen aufstellen wolle.

Hinsichtlich der Unterscheidung, die Herr Lamfalussy zwischen der extern und intern verursachten Inflation getroffen habe, meint Herr Hoffmeyer, dass im Falle Dänemarks ein wachsender Druck auf den Güter- und Arbeitsmärkten beobachtet worden sei; dies mache es notwendig, die restriktive Geldpolitik beizubehalten. Wenn man über das hohe Niveau der nominalen Zinsen besorgt sei, müsse man die Inflationsrate berücksichtigen.

Herr Ortoli meint, alle EWG-Länder räumten dem Kampf gegen die Inflation Priorität ein. Zu diesem Zweck müsse die Budgetpolitik weniger expansiv sein als in der Vergangenheit, während die Geldpolitik ziemlich restriktiv zu bleiben habe. Die öffentliche Meinung müsse ferner überzeugt werden, dass sich der Transfer realer Ressourcen im Gefolge der Erdölverteuerung auf die Einkommen durchschlagen müsse, aber dieses Unterfangen werde in einem von Land zu Land unterschiedlichen Masse durch Mechanismen zur Einkommensanpassung, insbesondere die Einkommensindexierung, erschwert. Die Energiepolitik müsse ebenfalls einen Beitrag leisten. Wenn die Kommission empfehle, dem Kampf gegen die Inflation den Vorrang einzuräumen, sei sie sich nichtsdestoweniger bewusst, dass man im Jahre 1980 auf eine Konjunkturabschwächung gefasst sein müsse; diese Konjunkturabschwächung könnte noch deutlicher ausfallen, wenn sich die Erdölpreise nochmals beträchtlich erhöhen würden. Augenblicklich sehe man ein reales Wachstum von 2% in der Gemeinschaft insgesamt voraus.

Die Geldpolitik, die nach Ansicht der Kommission eine wichtige Rolle zu spielen habe, müsse nach Ingangsetzung des EWS und einer stärker koordinierten europäischen Wirtschaftspolitik einer viel kontinuierlicheren und genaueren Wertung unterzogen werden: zu diesem Zweck müsse man die grossen Ziele und Entscheidungen der Geldpolitik einer Vorkonsultation unterwerfen. Ausserdem, wie Herr Zijlstra aufgezeigt habe, mache die Interdependenz der europäischen Wirtschaften es ganz besonders notwendig, die geldpolitischen Instrumente einander anzunähern; diese Annäherung scheine trotz institutioneller und struktureller Unterschiede zwischen den Ländern nicht ausgeschlossen zu sein.

Herr Ortoli erkennt an, dass die Veränderung der amtlichen Sätze manchmal nur eine Anpassung an die Marktkräfte sei, aber man solle nicht der Versuchung erliegen, alle geldpolitischen Entscheidungen als perfekt und vollkommen durch die Umstände diktiert anzusehen. Die grossen geldpolitischen Entscheidungen insbesondere der grossen Länder hätten unvermeidlich Rückwirkungen auf das EWS und müssten einer Vorkonsultation unterworfen werden; hierbei sei anzumerken, dass die Kommission in ihrem Papier keine präzise Prozedur vorschlagen werde.

Herr Emminger regt an, dass die Kommission dem Ausschuss das von Herrn Ortoli erwähnte Papier unterbreite, bevor sie es an den Rat schicke; dieses Papier spreche nämlich zum Teil die Geldpolitik an und berühre damit den Verantwortungsbereich der Zentralbanken. Zu der von Herrn de Strycker und Herrn Lamfalussy erwähnten Sachfrage sei zu sagen, dass die deutschen Behörden nicht glaubten, man könne die Erdölverteuerung durch eine Zinshausse eliminieren; sie meinten dagegen, dass der interne Inflationsdruck, der sich nicht nur in Deutschland, sondern auch in anderen Ländern verstärkt habe, durch die Geldpolitik bekämpft werden müsse, wenn auch zugegebenerweise die anderen Politiken ebenfalls eine Rolle zu spielen hätten. Die deutsche Geldpolitik ziele nicht auf eine Zinserhöhung ab, sondern versuche, das - 1978 und Anfang 1979 - sehr starke Wachstum des Geldvolumens zu bremsen. Die Zinserhöhungen auf dem Markt erforderten von Zeit zu Zeit eine Erhöhung der amtlichen Sätze und seien daher nur eine Resultante der Geldpolitik; letztere messe übrigens seit Anfang 1979 der Entwicklung des Inlandskredits mehr und mehr Bedeutung bei, da diese Entwicklung ein Indikator für den internen Inflationsdruck sei.

Herr de Strycker

- bezweifelt, dass alle EWG-Länder mit dem Problem eines Ueberhangs der Inlandsnachfrage konfrontiert seien, denn dies sei nicht mit der Perspektive einer realen Wachstumsrate von 2% im Jahre 1980 vereinbar,
- fragt sich, ob das Erdölproblem nicht durch spezifische energiepolitische Massnahmen, insbesondere Energiesparmassnahmen, bekämpft werden müsse, aber eine solche Orientierung setze kollektive und abgestimmte Anstrengungen voraus.

Herr Zijlstra unterstützt die Anregung von Herrn Emminger, das Dokument der Kommission durch die Gouverneure diskutieren zu lassen, bevor es dem Rat unterbreitet werde.

Herr Ortoli meint, man stehe einer Inflationsbeschleunigung (10%) gegenüber, die nur in einzelnen Fällen durch Sonderfaktoren erklärt werden könne (z.B. in Grossbritannien, wo es sich um die Auswirkungen einer Politik handele, die die Besteuerung der Situation in den anderen Ländern angenähert habe). Es sei auch klar, dass die Nachfrage sich etwas schneller als vorausgesehen entwickelt habe. Andererseits habe die Steuer- und Abgabelast Proportionen erreicht, die für die Entwicklung der privaten Wirtschaftstätigkeit, insbesondere die privaten Investitionen, welche mit der wesentlichen Ausnahme Deutschlands stationär geblieben seien, keinen ausreichenden Spielraum lasse. Es handele sich dabei um einen der Gründe für die Verschlechterung der Produktivität und der Wettbewerbsfähigkeit der Gesamtheit der EWG-Länder. Weitere Betrachtungen über diese sehr komplexe Situation fänden sich in einem Memorandum, das die Kommission zur Zeit erarbeite.

Zu dem Antrag der Herren Emminger und Zijlstra erklärt Herr Ortoli, die Kommission werde zwei verschiedene Dokumente erstellen: das erste handele entsprechend dem Mandat, das die Kommission erhalten habe, von den verschiedenen Ausschüssen, während das zweite, das weitgehend politischer Natur sei, vorschlage, die grossen Entscheidungen der Wirtschafts- und Währungspolitik einer Vorkonsultation zu unterwerfen; abgesehen von dem Vorschlag hinsichtlich des Währungsausschusses präzisiere es nicht die Prozeduren, die im Hinblick auf diese Konsultationen festzulegen seien.

Herr Ortolì verspricht, die zwei obenerwähnten Dokumente dem Ausschussvorsitzenden zu übermitteln; diese Texte dürften jedoch für die Zentralbankpräsidenten keine Probleme aufwerfen.

Der Vorsitzende folgert,

- dass der Ausschuss wünsche, am 11. Dezember die Dokumente der Kommission zu besprechen, so dass jeder Zentralbankpräsident anschliessend seinen Finanzminister vor der Tagung des Rates am 17. Dezember 1979 informieren könne,
- dass man im Interesse der Qualität der Aussprache im Ausschuss die Möglichkeit vorsehen müsse, von Zeit zu Zeit zu längeren Sitzungen zusammenzukommen.

III. Fortsetzung des Meinungsaustausches über die Position der EWG-Zentralbanken gegenüber den Währungen von Drittländern und über die Koordinierung der gegenüber Drittländern praktizierten Wechselkurspolitik

Der Vorsitzende bittet Herrn Théron, die Schlussfolgerungen zusammenzufassen, zu denen die Stellvertreter anlässlich ihrer Diskussion über dieses Problem gelangt sind.

Herr Théron erklärt, dass die Beratungen der Stellvertreter die folgenden Punkte umfassten:

- die Vorgeschichte der gemeinsam gegenüber dem Dollar eingeschlagenen Politik;
- die gemeinsame Position der EWG-Zentralbanken gegenüber dem Dollar;
- die Koordinierung der Wechselkurspolitik gegenüber dem Dollar.

Als Ergebnis ihrer Diskussion haben die Stellvertreter die nachstehenden Bemerkungen und Vorschläge formuliert, die sie den Zentralbankpräsidenten unterbreiten.

1) In der Sache selbst sind sich die Stellvertreter in den folgenden zwei Punkten einig:

- Zum einen können die Interventionen allein die mit der Entwicklung des Dollarkurses für die einzelnen EWG-Länder und für den Zusammenhalt im EWS verbundenen Probleme nicht lösen;
- zum anderen sind für das Dollarproblem vor allem die USA zuständig und verantwortlich.

Hier sind die Stellvertreter der Meinung, dass die Massnahmen zur Regularisierung der erratischen Kursschwankungen bei Vermeidung eines Angehens gegen die Grundtendenzen, dem Hauptziel der Vereinbarungen von 1975, zunächst innerhalb der EWG und anschliessend in Zusammenarbeit mit den amerikanischen Behörden neu definiert werden müssten. Selbstverständlich müsste man bei der Diskussion mit den Amerikanern mit der notwendigen Behutsamkeit vorgehen. Diese Neubelebung der Prinzipien von 1975 müsste indessen geschmeidiger und pragmatischer ausfallen, als es die ursprünglichen Vereinbarungen vorsahen. Hingegen könnte sie sich an einem neuen Element im Rahmen des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten orientieren, nämlich an der qualitativen Bewertung des Dollarkursniveaus, die periodisch von den Zentralbankpräsidenten vorgenommen würde.

Die Stellvertreter regen in der Tat an, dass die Zentralbankpräsidenten anlässlich ihrer monatlichen Sitzungen im Anschluss an den Konzertationsbericht nicht nur Wechselkurs- und Interventionspolitik sowie die im abgelaufenen Berichtszeitraum praktizierte Geldpolitik erörtern, sondern auch das Kursniveau des Dollars, mit dem Ziel, möglichst zu einer gemeinsamen qualitativen Bewertung zu gelangen, die als Bezugsbasis für die Dollar-Interventionspolitik der darauffolgenden Wochen dienen könnte.

In diesem Zusammenhang stellten die Stellvertreter fest, dass die Stabilisierung des realen Wechselkurses ein Hauptgrundsatz der Wechselkurspolitik einiger Zentralbanken zu sein scheine, und sie fragen sich, ob eine erste Diskussion über dieses Prinzip seitens der Zentralbankpräsidenten nicht nützlich wäre.

2) Zum Verfahren schlagen die Stellvertreter den Zentralbankpräsidenten vor, die "Heyvaert-Gruppe" zu beauftragen, die verschiedenen in den Ausarbeitungen der Zentralbanken enthaltenen Punkte und Vorschläge, einschliesslich jener, über die kein Konsensus besteht, zu prüfen. Insbesondere sollten die folgenden Punkte behandelt werden:

- die Reduzierung der Schwellen der täglichen Interventionen gegenüber dem Dollar, bezogen auf den derzeitigen Wert von 0,75-1%;
- die Verwendung asymmetrischer Schwellen oder Margen in Verbindung mit der allgemeinen Dollarbewertung;
- den Ausbau der intramarginalen Interventionen in Gemeinschaftswährungen und eine grössere Flexibilität auf diesem Gebiet, um

Dollarinterventionen zu vermeiden, die in bestimmten Situationen wenig zweckmässig sind oder dem Zusammenhalt im EWS abträglich seien können;

- die teilweise und schrittweise Uebernahme jener Risiken seitens der USA, die durch Interventionen mittels Verschuldung in den Interventionswährungen verbunden sind;
- die Multilateralisierung der sich aus den konzertierten Interventionen ergebenden Forderungen und Verbindlichkeiten der "Fed".

Der Expertenbericht wird den Stellvertretern zur Prüfung vorgelegt, bevor er an die Zentralbankpräsidenten geht.

Der Vorsitzende erklärt abschliessend, dass der Ausschuss für die nächste Sitzung über ein Arbeitsdokument oder einen Bericht über die von Herrn Théron angesprochenen Punkte verfügen und anhand dieser Unterlagen seinen Meinungsaustausch fortführen könnte. Er stellt das Einverständnis der Zentralbankpräsidenten mit dem Verfahrensvorschlag der Stellvertreter fest.

#### IV. Erneuerung der zwischen der Federal Reserve Bank von New York und den EWG-Zentralbanken abgeschlossenen Swap-Vereinbarungen

Der Vorsitzende erinnert daran, dass die Stellvertreter anlässlich der Ausschusssitzung vom Juli 1978 ein Verfahren vorgeschlagen hatten, um die Möglichkeiten einer Harmonisierung innerhalb der EWG der Swap-Vereinbarungen mit der "Fed" zu überprüfen, und zwar im wesentlichen die Bestimmung über die Risikoverteilung, die von Zentralbank zu Zentralbank unterschiedlich sind. Diese Ueberprüfung hat angesichts der von einigen Zentralbanken eingenommenen Position nicht stattgefunden. Diese Zentralbanken haben offenbar ihre Meinung seither nicht geändert, weshalb diese Frage nur der Ordnung halber auf die Tagesordnung gesetzt wurde.

VIII. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

1. Ergänzender Bericht des EFWZ-Agenten an die Präsidenten der Zentralbanken der EWG über die steuerliche Behandlung der in den USA befindlichen und dem EFWZ übertragenen US-Dollar-Reserveaktiva

Herr Théron erklärt, die Stellvertreter hätten zu diesem in Basel verteilten Dokument vom 10. November 1979 keine Bemerkungen. Der Bericht bestätigt, dass die Federal Reserve Bank von New York beim Internal Revenue Service der USA mit Datum vom 28. September 1979 einen Antrag auf eine Grundsatzentscheidung ("ruling") gestellt hat, der sich entsprechend dem von den Zentralbankpräsidenten in ihrer Sitzung im Mai 1979 geäußerten Wunsch auf die steuerliche Befreiung der ausländischen Zentralbanken gemäss Artikel 895 des Internal Revenue Code stützt. Die Entscheidung über diesen Antrag dürfte in einigen Monaten bekannt werden.

2. Verbesserung des Verfahrens zur Neuordnung der Leitkurse im Rahmen des EWS

Herr Théron erklärt, dass sich die Stellvertreter nicht sehr lange mit diesem Punkt beschäftigen konnten, den die Gouverneure im Anschluss an ihren kurzen Meinungsaustausch anlässlich der Belgrader Tagung auf die heutige Tagesordnung gesetzt hatten. Die kurze Diskussion der Stellvertreter habe Meinungsverschiedenheiten hinsichtlich der Zweckmässigkeit einer Aenderung des gegenwärtigen Verfahrens zutage treten lassen.

Es erscheine angebracht, dass die niederländische Delegation, die diese Frage aufgeworfen habe, ihren Standpunkt präzisiert, um den Stellvertretern zu ermöglichen, den Zentralbankpräsidenten auf einer der nächsten Sitzungen Bericht zu erstatten.

Herr Szász betont, dass Herr Zijlstra nicht die Absicht hatte, genaue Vorschläge zu machen, sondern vielmehr einen Meinungsaustausch über die verschiedenen Verbesserungsmöglichkeiten herbeiführen wollte. Er schlägt vor, diese Frage auf die Tagesordnung der nächsten Sitzung zu setzen, wobei Präsident Zijlstra bereit sei, die Diskussion durch einige einleitende Bemerkungen in Gang zu bringen.

Der Vorsitzende stellt das Einverständnis des Ausschusses mit dem von Herrn Szász angeregten Verfahren fest.

3. Uebermittlung der Protokolle des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten an die Finanzminister

Herr Théron erklärt, dass es die niederländische Delegation in der Sitzung der Stellvertreter am Montag für nützlich hielt, den Ausschuss der Zentralbankpräsidenten darauf aufmerksam zu machen, dass einige Finanzminister die Protokolle des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten erhalten.

Der Vorsitzende ist der Ansicht, dass die diesbezüglich unterschiedlichen Praktiken der einzelnen Zentralbanken gewisse Probleme aufwerfen; seiner persönlichen Auffassung nach sollten die Protokolle in ihrer gegenwärtigen Form allein der Verwendung durch die Zentralbanken vorbehalten sein, um einen wesentlichen Vorzug des Ausschusses bewahren zu können, nämlich die Atmosphäre des Vertrauens, in der die Aussprache der Zentralbankpräsidenten stattfindet. Es wären zwei Arten von Lösungen möglich:

- Jeder Zentralbankpräsident übernimmt es, das Finanzministerium seines Landes in der Weise, die er für die beste hält und die von Land zu Land verschieden ausfallen kann, mündlich zu informieren;
- es würden zwei Arten von Protokollen über jede Sitzung erstellt: eine würde die gegenwärtige Form beibehalten und wäre ausschliesslich für den Gebrauch der Zentralbanken bestimmt, während das zweite Protokoll ein sehr kurz gefasstes Dokument wäre, das den Finanzministerien übermittelt werden könnte.

Die zweite Lösung erscheine nicht sehr befriedigend, da sie einerseits den Finanzministerien nicht genügen würde und andererseits das Sekretariat mit zusätzlicher Arbeit belasten würde. In jedem Fall müsste man über dieses Problem nachdenken und die Frage auf einer der nächsten Sitzungen wieder aufgreifen.

Herr Szász äussert sich dahingehend, ohne einen formellen Vorschlag machen zu wollen, dass eine dritte Lösung, mit der man zwei Arten von Protokollen vermeiden würde, darin bestehen könnte, dass man die Protokolle kürzt.

Der Ausschuss erklärt sein Einverständnis mit dem Verfahrensvorschlag des Vorsitzenden.



#### 4. Diskussion des Ausschusses über die Fragen betreffend die Errichtung des Europäischen Währungsfonds

Herr Murray verweist darauf, dass die irländische Delegation anlässlich der Sitzung der Stellvertreter angeregt hat, im Rahmen erster Ueberlegungen die Fragen im Zusammenhang mit der Errichtung des Europäischen Währungsfonds zu prüfen, und dass die Stellvertreter offenbar im grossen und ganzen sich über die Notwendigkeit einer solchen Untersuchung einig sind.

Die persönliche Ansicht des Vorsitzenden ist, dass sich die Gouverneure durchaus mit dieser Frage befassen müssten. Allerdings könne diese nicht in den monatlichen Sitzungen des Ausschusses behandelt werden, auf denen bereits eine Fülle anderer Probleme ansteht. Es wäre deshalb zweckmässig, in den nächsten Monaten eine oder mehrere längerè Sitzungen vorzusehen.

#### VI. Vorsitz im Ausschuss

Der Vorsitzende erklärt, dass er, wie er bereits anlässlich seiner Ernennung zum Vorsitzenden des Ausschusses im März 1979 angekündigt hatte, in einigen Tagen als Gouverneur der Bank von Frankreich in den Ruhestand treten werde. Der Ausschuss müsse sich daher einen neuen Vorsitzenden geben und die Dauer seines Mandats festlegen.

Was den ersten Punkt betreffe, so wäre nach dem seit 1971 geltenden Grundsatz der Uebernahme des Vorsitzes durch das amtsälteste Mitglied Herr Zijlstra zu ernennen. Dieser habe jedoch den Vorsitz aufgrund seiner Belastung als Präsident der BIZ abgelehnt. Der nächste in dieser Reihenfolge wäre Herr Hoffmeyer, der sich als Kandidat zur Verfügung stellt.

Zu Punkt 2 schreibt Artikel 4 der Geschäftsordnung des Ausschusses vor, dass "der Ausschuss im Falle einer vorzeitigen Beendigung des Mandats für die restliche Amtszeit einen neuen Vorsitzenden wählt". Dies würde bedeuten, dass die Amtszeit von Herrn Hoffmeyer am 31. März 1980 enden würde; die Einhaltung dieser Bestimmung wäre jedoch für die Kontinuität der Arbeit des Ausschusses kaum förderlich. Der Vorsitzende schlägt daher vor, eine Amtszeit von 13 Monaten vorzusehen (die im übrigen eine Besonderheit von Herrn Hoffmeyer sei, weil sein erstes Mandat bereits 13 Monate

dauerte), um von nun an die Amtszeit mit dem Kalenderjahr zusammenfallen zu lassen, was z.B. bereits für den Vorsitz im Währungsausschuss gilt.

Der Ausschuss billigt die Vorschläge des Vorsitzenden und ernennt Herrn Hoffmeyer einstimmig zum Vorsitzenden des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten für die Dauer von 13 Monaten bis zum 31. Dezember 1980.

Der Vorsitzende dankt seinen Kollegen für ihre Zusammenarbeit und insbesondere Herrn de Strycker für seine herausragende Rolle, die er als Vorsitzender des Ausschusses 1978/79 bei der Errichtung des EWS gespielt hat. Er dankt den Stellvertretern für die wertvolle und unersetzliche Hilfe, die sie dem Ausschuss unter dem Vorsitz von Herrn Théron zuteil werden liessen. Er dankt ebenfalls dem Sekretariat für seine bemerkenswerte Arbeit und seine diskrete aber unverzichtbare Funktion sowie den Dolmetschern für ihre sehr hohe fachliche Leistung.

Herr Hoffmeyer spricht Herrn Clappier den Dank des Ausschusses für seine geschickte und von Ideenreichtum getragene Leitung des Ausschussvorsitzes aus. Während seiner Amtszeit hätten die Zentralbankpräsidenten bedeutende Probleme, wie die Ueberprüfung des EWS, die Neuordnung der Paritäten sowie die gemeinsame Politik gegenüber dem Dollar, behandelt.

Herr Hoffmeyer unterstreicht, wie sehr der Ausschuss den Weggang von Herrn Clappier bedaure, der während vieler Jahre eine sehr aktive Rolle auf dem Gebiet der internationalen Zusammenarbeit gespielt habe und den man als einen der Architekten des Europäischen Währungssystems betrachten müsse. Er wünscht Herrn Clappier, dessen Tätigkeit der internationalen Zusammenarbeit verbunden bleibt, für die Zukunft alles Gute und nimmt die Gelegenheit wahr, Herrn Théron für seine erfolgreiche und äusserst wertvolle Tätigkeit als Vorsitzender der Stellvertreter zu danken.

Herr Ortoli unterstreicht die bedeutende Rolle, die Herr Clappier im Rahmen der Schaffung und des Ausbaus der Europäischen Gemeinschaft zunächst als Mitarbeiter von Herrn Schumann und unlängst anlässlich der Errichtung des Europäischen Währungssystems gespielt habe. Er fügt hinzu, dass der Weggang von Herrn Clappier ihn umso mehr bewegt, als dieser sein erster Direktor war, unter dem er vor 26 Jahren seine Karriere begonnen hat.

VIII. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Die nächste Sitzung findet am Dienstag, dem 11. Dezember 1979,  
um 10.00 Uhr in Basel statt.

Ausschuss der Präsidenten  
der Zentralbanken der Mitgliedstaaten  
der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft

13. November 1979

Vertraulich  
Uebersetzung

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

---

September und Oktober 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 September und Oktober sowie in den ersten Novembertagen 1979.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Das Hauptmerkmal an den Devisenmärkten im September und während der ersten Oktoberwoche war die anhaltende Ungewissheit über das Wechselkursniveau des US-Dollars. Trotz umfangreicher Interventionen schwächte sich der Dollar um 4% gegenüber den EWS-Währungen und dem Schweizer Franken ab, so dass die US-Währung Anfang Oktober gegenüber der D-Mark einen Stand erreichte, der nahe dem vorangegangenen Kurstief vom Oktober 1978 lag.

Am 8. Oktober beschlossen die US-Behörden ein neues Massnahmenpaket zur Inflationsbekämpfung und Dollarstützung. Der Diskontsatz (der bereits im September um 1/2 Prozentpunkt angehoben worden war) wurde um einen weiteren Prozentpunkt auf den historischen Höchstwert von 12% heraufgesetzt, es wurde ein Mindestreservesoll in Höhe von 8% auf den Zuwachs bestimmter "gesteuerter" Verbindlichkeiten eingeführt. Ferner kündigten die US-Behörden eine Neuorientierung der Geldpolitik an, die eine stärkere Betonung auf die Bankenliquidität legen und grössere Zinschwankungen erlauben soll. Diese Massnahmen, die einen starken Zinsanstieg nach sich zogen, wirkten sich stabilisierend auf den Dollarkurs aus. Ende

---

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

Oktober hatte der Dollar gegenüber den meisten anderen Währungen fast oder praktisch wieder das Niveau erreicht, das er Anfang September innehatte, und lag sogar gegenüber Yen und Pfund Sterling um etwa 8% darüber. Nach diesem Massnahmenpaket der USA kam es zu keinen dollarstützenden Interventionen mehr.

Eine weitere bemerkenswerte Entwicklung an den Devisenmärkten war die zunehmende Spannung innerhalb des europäischen Wechselkursmechanismus in den ersten drei Septemberwochen, teilweise wegen des Aufwärtsdrucks auf die D-Mark als Folge des Dollarrückgangs. Am 23. September beschlossen die Teilnehmerländer eine Neufestsetzung der Leitkurse und der Interventionspunkte. Die D-Mark wurde gegenüber der dänischen Krone um 5% und gegenüber allen anderen Teilnehmerwährungen um 2% aufgewertet. Nach dem Realignement entspannte sich die Lage im Währungssystem, wenn auch die Spannungen nicht sofort völlig verschwanden. Ende Oktober betrug die Spanne zwischen der stärksten Währung des engen Bandes, zu diesem Zeitpunkt der französische Franken, und der schwächsten Währung, dem belgischen Franken, jedoch nur noch 1,25%.

Der belgische Franken und die dänische Krone waren bis zum 23. September unter Druck und wurden beide an oder nahe den Interventionspunkten gegenüber der D-Mark erheblich gestützt. Nachdem der dänische Diskontsatz am 17. September um 2 Prozentpunkte auf 11% angehoben worden war, hörte der Druck auf die dänische Krone fast völlig auf; diese übernahm nach der Leitkursanpassung den ersten Platz im System, und es kam zu einem begrenzten Kapitalrückfluss. Im Oktober schwächten dann die Ungewissheit über die Wirtschaftspolitik der neuen dänischen Regierung die dänische Krone erneut. In den ersten Tagen nach der Anpassung wurde zugunsten des belgischen Frankens interveniert, der sich noch immer am unteren Rand des Währungsbandes befand. Am 4. Oktober wurde der belgische Basisdiskontsatz um 1 Prozentpunkt auf 10% angehoben, während der Sonderdiskontsatz von 11 auf 12% erhöht wurde. Der belgische Franken festigte sich allmählich etwas, und in der letzten Oktoberwoche konnte die Belgische Nationalbank in geringem Umfang D-Mark-Käufe zur Rückführung ihrer Verschuldung beim EFWZ tätigen.

Die D-Mark blieb während der ersten drei Septemberwochen weiterhin die stärkste Währung im engen EWS-Band. Während dieser Zeit kam es zu erheblichen D-Mark-Interventionen zur Stützung der dänischen Krone und

des belgischen Frankens sowie gegenüber dem französischen Franken. Nach der Aufwertung am 23. September schwächte sich die D-Mark bis zu einer Position um die Mitte des Währungsbandes ab, befestigte sich jedoch gegen Ende Oktober erneut. Während dieser Zeit wurden geringe Beträge von D-Mark gegen andere EWS-Währungen, wie insbesondere dänische Kronen, französische Franken und belgische Franken, zurückgekauft. Vor dem Beschluss der neuen Massnahmen in den USA gab es hohe D-Mark-Interventionen gegen US-Dollar, insbesondere in Form von D-Mark-Abgaben der Federal Reserve Bank, während die US-Dollar-Käufe der Deutschen Bundesbank nur einen begrenzten Umfang hatten. Danach kam es im Oktober zu keinen Interventionen zur Stützung des Dollar/D-Mark-Kurses mehr.

Der französische Franken wurde im September von der Bank von Frankreich durch erhebliche Interventionen insbesondere in D-Mark gestützt. Nach der Kursanpassung im EWS konnte die Bank von Frankreich den grössten Teil der vorangegangenen Abflüsse wieder am Markt zurückkaufen. In der letzten Oktoberwoche stiess der französische Franken zur Spitze des engen EWS-Bandes vor.

Der holländische Gulden bewegte sich während der gesamten Periode im unteren Teil des Währungsbands und war gegen Ende Oktober gelegentlich die schwächste Währung. Bis zum 23. September kam es zu keinen Interventionen, später stützte jedoch die Niederländische Bank den Kurs gelegentlich mit Interventionen geringen Umfangs.

Das irische Pfund wurde weiterhin während des gesamten Zeitraums von der Zentralbank von Irland mittels Interventionen nach beiden Seiten in Pfund Sterling und US-Dollar gesteuert.

Die Lira schwächte sich im Berichtszeitraum ab, nahm jedoch immer noch eine gute Position im System ein, selbst wenn ihr Agio gegenüber der schwächsten Währung auf weit unter 2,25% zurückging. Die Bank von Italien nahm nur sehr kleine Interventionen vor. Gegenüber dem US-Dollar schwächte sich die Lira im Zeitraum um rund 2% ab.

Das Pfund Sterling verzeichnete im Berichtszeitraum gegenüber den EWS-Währungen und dem US-Dollar eine Abschwächung um 7-8%. Der Kurs gegenüber dem US-Dollar ermässigte sich dadurch auf den Stand von Mitte Juni dieses Jahres und kehrte den übertriebenen Kursanstieg um, der auf die Bekanntgabe des neuen Regierungsbudgets im Juni gefolgt war. Die Bank von England intervenierte nur zur Glättung der mehr erratischen Kurs-

ausschläge. Ungefähr 3% des Kursrückgangs erfolgten in der letzten Oktoberwoche im Anschluss an den Beschluss der Regierung, die verbleibenden devisenrechtlichen Beschränkungen mit sofortiger Wirkung aufzuheben, und nach Berichten über die Streckung der Erdölförderung aus der Nordsee.

Im September und Oktober überschritt lediglich die dänische Krone während einer kurzen Zeit unmittelbar nach dem EWS-Realignment am 24. September geringfügig ihre Abweichungsschwelle. Keine andere Währung divergierte während dieser Zeit (vgl. Graphik Nr. 3). Was die nicht am EWS teilnehmenden Währungen anbelangt, so schwächte sich die ECU gegenüber dem US-Dollar leicht ab, während sie gegen Pfund Sterling und Yen deutliche Gewinne verzeichnete (vgl. Graphik Nr. 4).

Wie bereits ausgeführt, schwächte sich der US-Dollar bis eingangs Oktober ab, festigte sich jedoch dann wieder gegenüber den meisten Währungen nahezu auf sein Niveau von Ende August. Bis zur Verabschiedung des Massnahmenpakets am 8. Oktober wurden erhebliche Interventionen zur Stützung des Dollars vorgenommen. Seit dieser Zeit kam es zu keinen Stützungsinterventionen für den Dollar mehr. Vielmehr verkauften die Bank von Japan und die Bank von England erhebliche Dollarbeträge während der zweiten Oktoberhälfte.

Der kanadische Dollar notierte im September weiterhin recht fest, aber als die kurzfristigen Zinssätze in den Vereinigten Staaten über die kanadischen Sätze weiter hinausgingen und die Erwartung einer schwachen Leistungsbilanz Kanadas und höherer Inflation weitere Bestätigung erfuhr, kam die Währung im Oktober und Anfang November unter erheblichen Baissedruck. Der Diskontsatz wurde in drei Schritten von  $11 \frac{3}{4}$  auf 14% angehoben (am 10. September um  $\frac{1}{2}$  Prozentpunkt, und am 9. und 25. Oktober um  $\frac{3}{4}$  bzw. 1 Prozentpunkt).

Der Yen schwächte sich im gesamten Zeitraum trotz erheblicher Interventionen seitens der Bank von Japan um rund 8% gegenüber dem US-Dollar ab. Ursächlich für diese Entwicklung waren die Anhebung des Ölpreises und ein durch ein relativ niedriges Zinsniveau hervorgerufener Kapitalabfluss.

Der Schweizer Franken notierte im Endeffekt nahezu unverändert gegenüber dem US-Dollar, nachdem er innerhalb des Berichtszeitraums recht stark fluktuiert hatte. Die Schweizerische Nationalbank erwarb im September und in den ersten Oktobertagen erhebliche Beträge in US-Dollar.

Die schwedische Krone wurde bis zu einem gewissen Grad von der September-Unruhe auf den Devisenmärkten in Mitleidenschaft gezogen. Die Interventionen der Schwedischen Reichsbank in Form von Dollar- und einigen DM-Abgaben reflektierten jedoch weiterhin in der Hauptsache das Leistungsbilanzdefizit. Im Oktober waren lediglich kleinere Interventionen in beiden Richtungen notwendig, die sich zu geringen Nettoabgaben saldierten. Am 27. September wurde der Diskontsatz um 1 Prozentpunkt auf 8% angehoben. In den zwei Monaten schwächte sich die schwedische Krone um 1% gegenüber dem US-Dollar ab, während der effektive Wechselkurs der Krone stabil blieb.

Die Kursbewegungen der norwegischen Krone hielten sich in engen Grenzen; ihr Kursniveau gegenüber dem US-Dollar war von Ende August auf Ende Oktober nahezu unverändert.

## II. INTERVENTIONEN IN DOLLAR

Die Interventionen der an der Konzertation teilnehmenden Zentralbanken hatten unterschiedliche Richtungen: Im September saldierten sie sich zu einem Nettokauf von \$ 3,4 Mrd. Dieser Betrag entspricht ungefähr dem Gegenwert der DM-Verkäufe der Federal Reserve Bank von New York gegen Dollar, während sich die Abgaben und Käufe der anderen Zentralbanken weitgehend kompensierten. Bei letzteren sind vor allem die Käufe der Schweizerischen Nationalbank einerseits und die Verkäufe der Bank von Japan und von vier anderen europäischen Zentralbanken andererseits hervorzuheben.

Im Oktober ergab sich dagegen ein Nettoverkauf von \$ 3,1 Mrd., der im wesentlichen aus den folgenden Aktionen resultierte: einerseits Verkäufe der Bank von Japan und in geringerem Ausmass der Bank von England, andererseits Käufe geringeren Ausmasses der Bank von Frankreich, der Schweizerischen Nationalbank und Anfang Oktober der Federal Reserve Bank von New York.

## III. INTERVENTIONEN IN EUROPÄISCHEN WÄHRUNGEN

Die Interventionen in EWS-Währungen beliefen sich im September auf umgerechnet US-\$ 2,9 Mrd. gegenüber nur US-\$ 0,3 Mrd. im August und US-\$ 1,0 Mrd. im Juli. Die Interventionen im September waren im wesentlichen auf D-Mark-Abgaben zurückzuführen, die vor der Anpassung der Leit-



kurse am 23. September gegenüber dem belgischen und dem französischen Franken innerhalb der Bandbreite und gegen die dänische Krone praktisch nur am Interventionspunkt erfolgten. Als in der letzten Septemberwoche die dänische Krone am oberen Ende des engeren EWS-Bandes lag, waren einige kleinere Verkäufe dieser Währung gegen belgische Franken am Interventionspunkt notwendig. Die Zentralbank von Irland verkaufte netto Pfund Sterling in Höhe von umgerechnet US-\$ 0,2 Mrd. Die Federal Reserve Bank von New York gab D-Mark im Gegenwert von US-\$ 3,4 Mrd. und einen geringen Betrag an Schweizer Franken ab.

Im Oktober lag das Interventionsvolumen in EWS-Währungen viel niedriger und belief sich netto auf nur US-\$ 0,3 Mrd. Diese Interventionen bestanden hauptsächlich aus D-Mark-Rückkäufen der Bank von Frankreich, der Dänischen Nationalbank und der Belgischen Nationalbank. Kleinere Abgaben von dänischen Kronen gegen belgische Franken waren in der ersten Hälfte des Monats Oktober noch notwendig. Die Interventionen der Federal Reserve Bank von New York beliefen sich auf nur US-\$ 0,3 Mrd. in D-Mark. Die Zentralbank von Irland tätigte im Oktober Abgaben von Pfund Sterling in Höhe von umgerechnet US-\$ 0,1 Mrd.

\* \* \*

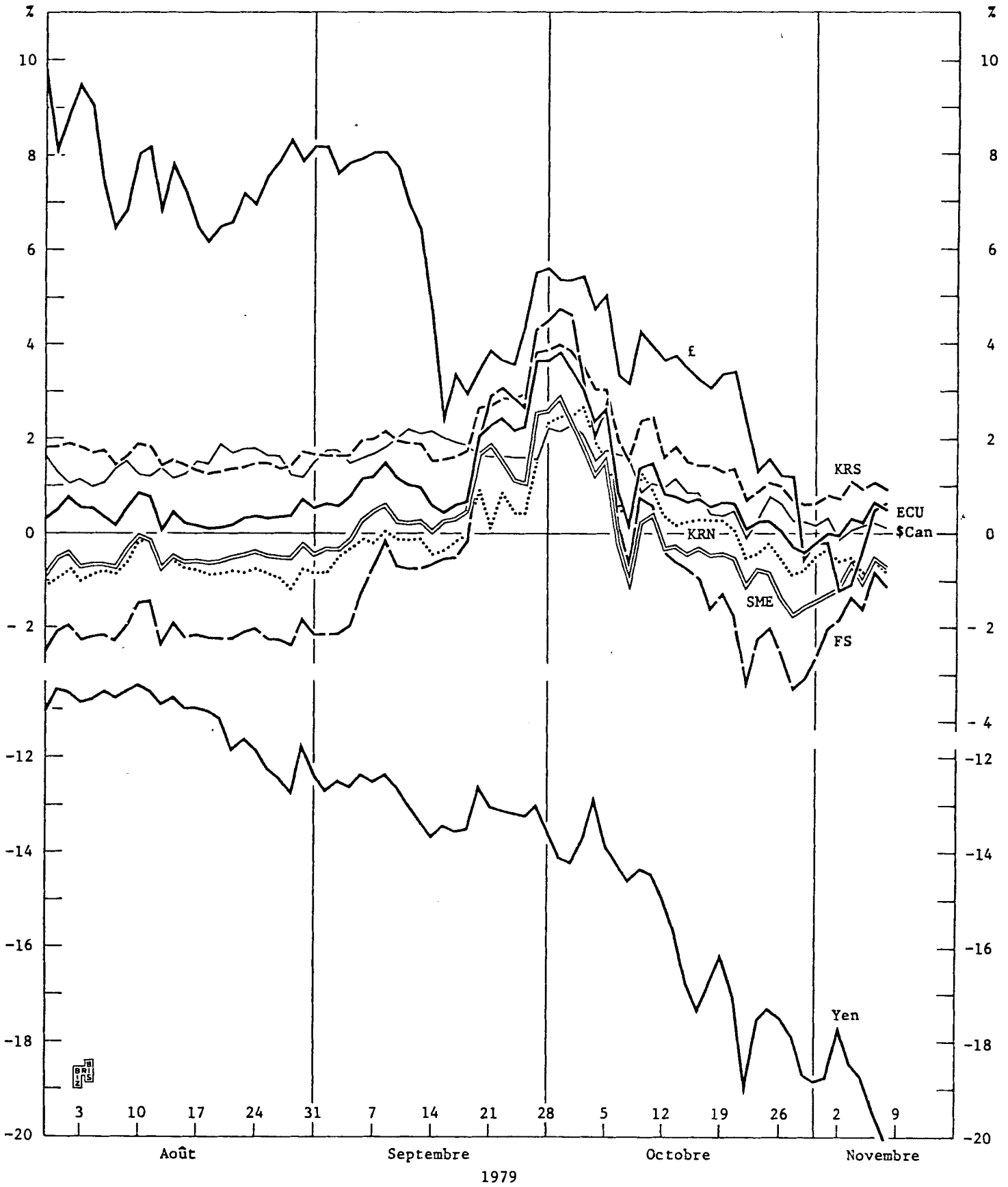
Während der ersten Novemberwoche verlor der Dollar gegenüber den EWS-Währungen durchschnittlich ca. 0,5% und gegenüber dem Schweizer Franken etwa 1% an Wert, worin unter anderem die steigenden Zinsen in Europa und eine Verringerung des Negativzinssatzes auf Auslandskonten in der Schweiz zum Ausdruck kamen. Auf der anderen Seite schwächte sich der Yen trotz erheblicher Interventionen seitens der Bank von Japan erneut um ca. 1,8% gegenüber dem US-Dollar ab. Diese Kursbewegung war primär durch die Ereignisse im Iran und deren wahrscheinliche Auswirkung auf die Oelversorgung beeinflusst. Die dänische Krone wurde weiterhin von der Dänischen Nationalbank durch Dollarinterventionen geringen Umfangs zur Glättung erratischer Kursbewegungen bei geringen Umsätzen gestützt, wobei die Unsicherheit über den künftigen Kurs der neuen Regierung ursächlich war.

Das internationale Zinsniveau war weiterhin aufwärts gerichtet. Mehrere Teilnehmerzentralbanken hoben ihren Diskontsatz an: die Deutsche

Bundesbank erhöhte am 1. November ihren Diskontsatz um 1 Prozentpunkt auf 6%. Am selben Tag setzte die Niederländische Bank ihren Diskontsatz um 1/2 Prozentpunkt auf 8,5% und ihren Lombardsatz um 1 Prozentpunkt auf 9,5% herauf. Die Bank von Japan erhöhte am 2. November ihren Diskontsatz um 1 Prozentpunkt auf 6,25%. Am 5. November schliesslich erhöhte die Schweizerische Nationalbank den Diskontsatz um 1 Prozentpunkt auf 2%. In den USA setzten die Marktzinsen ihren Anstieg fort; die Prime rate z.B. erreichte 15,5%.

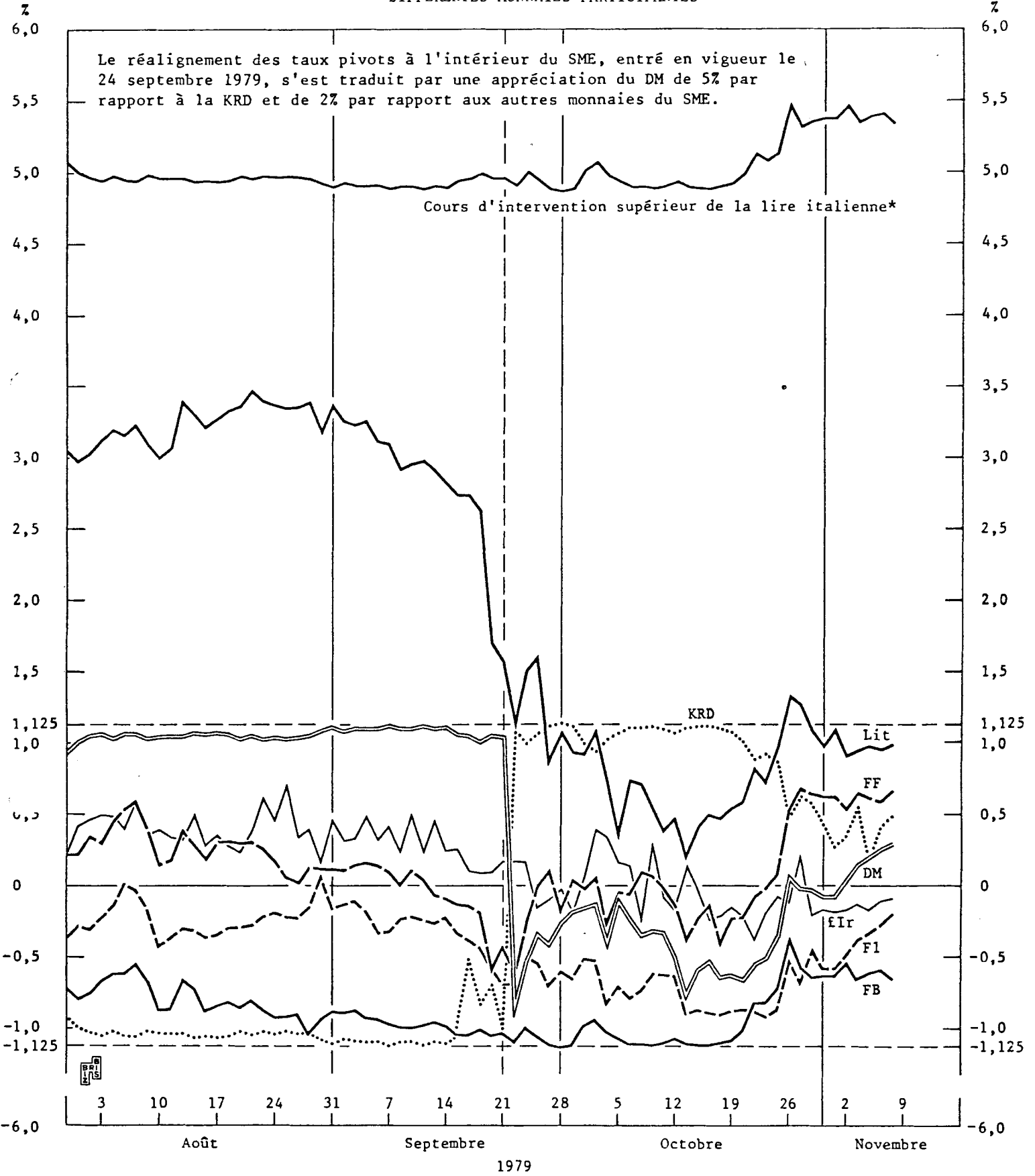
Interventionen erheblichen Umfangs tätigte nur die Bank von Japan, die über \$ 1 Mrd. verkaufte. Im übrigen erreichten die Interventionen nur geringe Beträge, und es gab keine Interventionen in EWS-Währungen.

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



Le réalignement des taux pivots à l'intérieur du SME, entré en vigueur le 24 septembre 1979, s'est traduit par une appréciation du DM de 5% par rapport à la KRD et de 2% par rapport aux autres monnaies du SME.

Cours d'intervention supérieur de la lire italienne\*

KRD

Lit

FF

DM

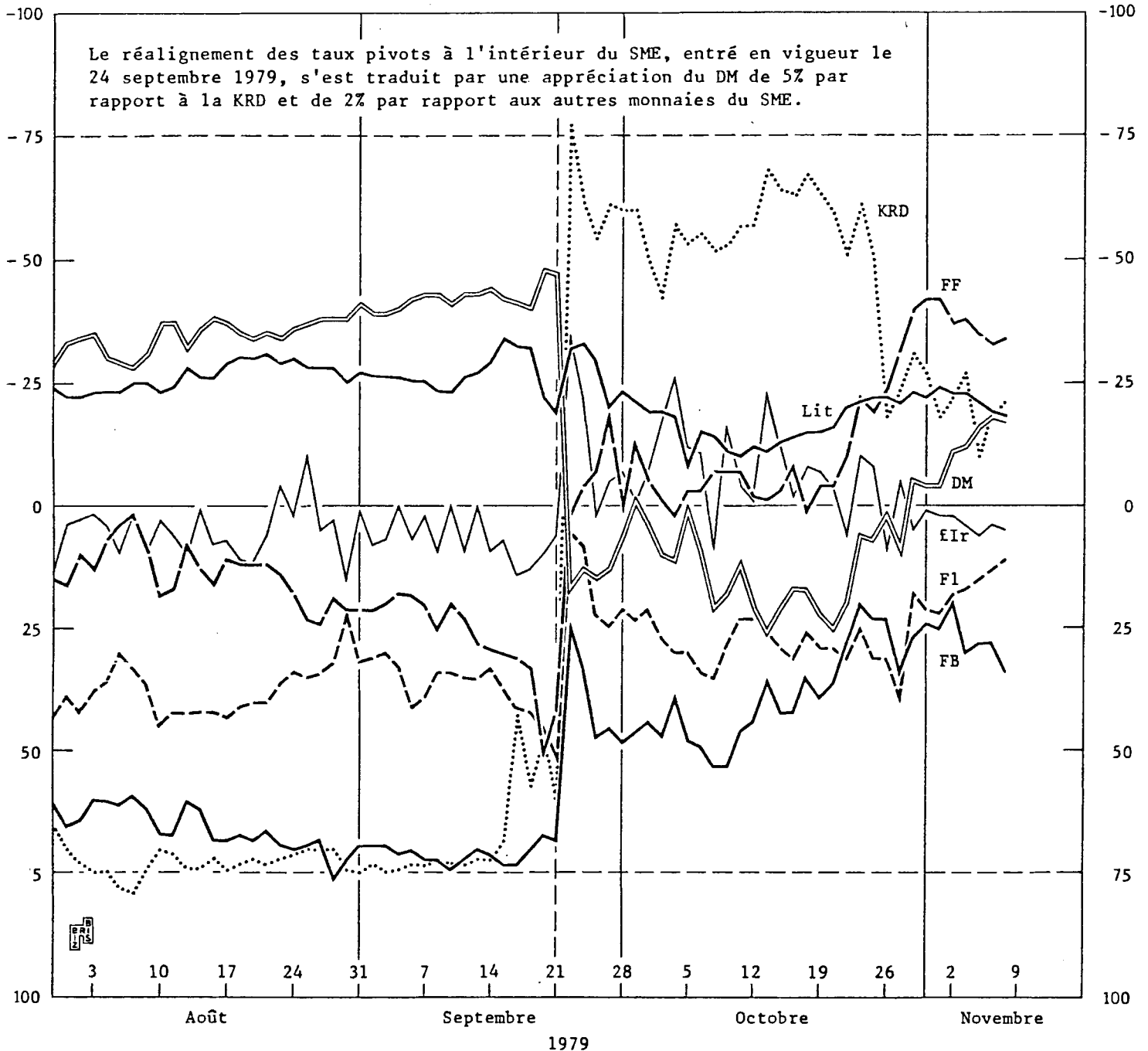
£Ir

Fl

FB

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

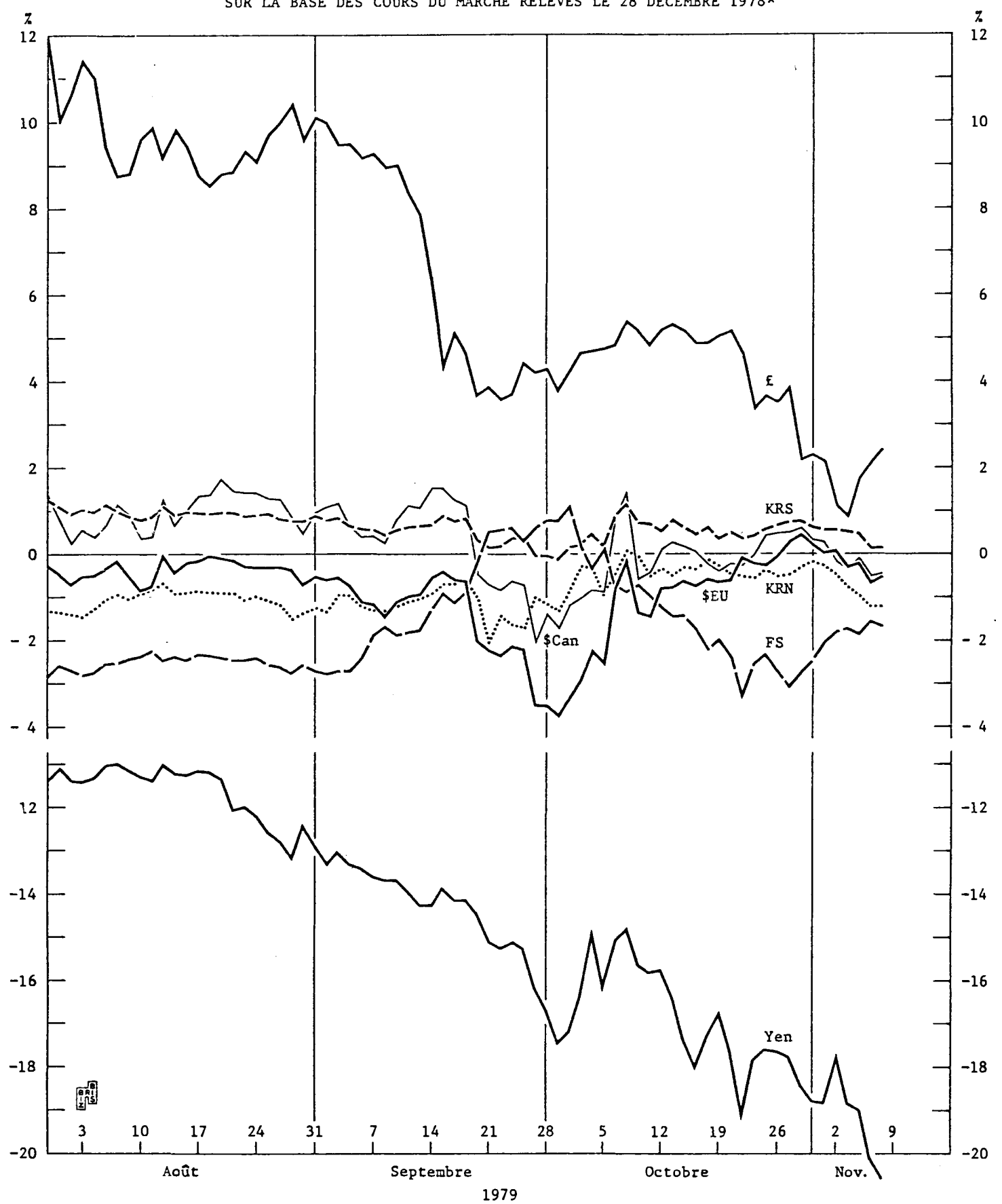
## EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE\*



\* 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  $\pm 100$ , le seuil de divergence étant  $\pm 75$ . 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.

8 novembre 1979/MED

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 MARCHÉ RELEVÉS LE 28 DECEMBRE 1978\*



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