

PROTOKOLL\*

DER HUNDERTELFTEN SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER PRAESIDENTEN  
DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN  
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT  
BASEL, DIENSTAG, 10. MAI 1977, 10.00 UHR

---

Anwesend sind\*\* der Gouverneur der Central Bank of Ireland und Ausschussvorsitzende, Herr Murray, begleitet von den Herren Breen und Reynolds; 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 Vizepräsident der Deutschen Bundesbank, Herr Emminger, begleitet von den Herren Gleske und Jennemann; der Gouverneur der Banque de France, Herr Clappier, begleitet von den Herren Théron und Lefort; der Gouverneur der Banca d'Italia, Herr Baffi, begleitet von den Herren Ercolani und Magnifico; der Präsident der Nederlandsche Bank, Herr Zijlstra, begleitet von den Herren Szász, Timmerman und Sillem; der Gouverneur der Bank of England, Herr Richardson, begleitet von den Herren McMahon und Balfour; zugegen sind ferner Herr Ortoli, Vizepräsident der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, begleitet von den Herren Mosca und Boyer de la Giroday; Herr Jaans, Kommissar für die Bankenaufsicht des Grossherzogtums Luxemburg; die Herren Bastiaanse und Heyvaert, Vorsitzende der Expertengruppen, ebenfalls anwesend sind der Generalsekretär des Ausschusses, Herr d'Aroma, sein Beigeordneter, Herr Bascoul, Herr Scheller und Herr Freeland.

---

\* Endgültige, in der Sitzung vom 12. Juni 1977 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurfstext nur einige geringfügige Änderungen redaktioneller Art aufweist.

\*\* Der Gouverneur der Norges Bank, Herr Getz Wold und der Gouverneur der Sveriges Riksbank, Herr Nordlander, begleitet von Herrn Lundström, nehmen an der Diskussion über Punkt II der Tagesordnung teil.

Der Vorsitzende eröffnet die Sitzung mit der Begrüßung der Zentralbankgouverneure Norwegens und Schwedens, die zur Diskussion des Punktes II der Tagesordnung gekommen sind.

#### I. Billigung des Protokolls der 110. Sitzung

Der Vorsitzende weist darauf hin, das Sekretariat habe von Herrn Heyvaert einen Aenderungsvorschlag erhalten. Danach solle der Bericht über die Konzertation (auf Seite 2 des Protokolls) ergänzt und seine Antwort an Gouverneur Clappier bezüglich der Indiskretionen auf dem Gebiete der Zentralbankinterventionen (Seite 4 des Protokolls) geändert werden.

Vorbehaltlich diese Aenderungen, die im endgültigen Text berücksichtigt werden, wird das Protokoll der 110. Sitzung einstimmig vom Ausschuss gebilligt.

#### II. Entwicklung auf den Devisenmärkten der Konzertationsteilnehmer im Monat April und in den ersten Maitagen: Kurzbericht über die Konzertation; Verabschiedung des Ausschussberichts an die Finanzminister der EWG-Länder

##### A. Kurzbericht über die Konzertation

Herr Heyvaert fasst kurz die wesentlichen Punkte des als Anlage diesem Protokoll beigefügten Berichts zusammen und weist auf die bemerkenswertesten Bewegungen in den Bruttoreserven der Konzertationsteilnehmer hin.

Hinsichtlich der Indiskretionen bezüglich des Umfangs der Zentralbankinterventionen führt Herr Heyvaert aus, dass dieses Problem Gegenstand eines Meinungsaustauschs innerhalb der Konzertationsgruppe gewesen sei; diese sei zu der Schlussfolgerung gekommen, dass die Indiskretionen folgende Ursachen hätten:

- die guten Beziehungen zwischen der Presse und den Nachrichtendiensten einerseits und den Geschäftsbanken und Maklern andererseits;
- in einem geringeren Masse, die Erklärungen und Kommentare der Zentralbankverantwortlichen;
- Mithörmöglichkeiten und undichte Stellen im Telefonnetz; in dieser Hinsicht sei an den seltsamen Fall erinnert, der sich im November 1976 ereignet habe: nachdem die Schweizerische Nationalbank eine bevorstehende Aktion in der Konzertation angekündigt habe, hätte sie gesehen, wie sich die gewünschte Bewegung auf dem Devisenmarkt unverzüglich und ohne ihr Zutun ereignet hätte.

Je nach Ursache gebe es verschiedene Mittel, mit denen erreicht werden könnte, dass die Zentralbanken Herr über die Informationen bezüglich ihres Interventionsvolumens bleiben (die schliesst gegebenenfalls gezielte Informationen als Beitrag zum Erfolg einer Aktion nicht aus). Gegen die Indiskretionen, die aus den guten Beziehungen zwischen den Nachrichtendiensten einerseits und den Banken und den Maklern andererseits resultierten, könne man wenig machen. Man könne lediglich immer mehr Interventionen über Vertrauensbanken abwickeln. Ein solches System privilegiere jedoch gewisse Banken und löse nicht das Problem, dass beim Fixing Interventionen bekannt würden.

Hinsichtlich der zweiten Ursache der Indiskretionen sollte man allen Zentralbankbediensteten mit Zugang zu Informationen über Interventionen empfehlen, die Daten strikt vertraulich zu behandeln und die Dienststellen der Ministerien, an die Auskünfte gegeben würden, auf deren Vertraulichkeit hinzuweisen. Hierzu sei noch gesagt, dass von den aussereuropäischen Konzentationsmitgliedern die Zentralbanken Kanadas und Japans den Finanzministerien überhaupt keine Auskünfte gäben, während in den Vereinigten Staaten die Federal Reserve Bank von New York, die selber nur einen diskreten Gebrauch von diesen Daten mache, verpflichtet sei, sämtliche Interventionen der Konzentationsmitglieder mitzuteilen. Der Vertreter dieser Institution habe jedoch versichert, dass das Notwendige veranlasst würde, falls der Verdacht bestehe, dass diese Mitteilungen Ursache der Indiskretionen wären.

Schliesslich sei gesagt, dass sich die Gruppe vorgenommen habe, die technischen Mittel zu studieren, mit denen die Lauschanfälligkeit des Telefonnetzes behoben werden könnte, und den Zentralbankpräsidenten später über diese Frage zu berichten.

Der Vorsitzende dankt Herrn Heyvaert für seinen Bericht und bittet die Stellvertreter, die Entwicklung auf dem Gebiete der Geheimhaltung von Zentralbankinterventionen aufmerksam zu verfolgen.

#### B. Aussprache des Ausschusses

Herr Getz Wold führt hinsichtlich der Aussenposition der norwegischen Krone aus, die 3%ige Anpassung des Leitkurses der norwegischen Krone gegenüber der Deutschen Mark, dem Gulden und dem belgischen Franken habe nur zu einer nach den Aussenhandelsanteilen gewichteten Abwertung von ungefähr 1/2% geführt; die Dollar-Interventionen der Bank von Norwegen hätten im April mit einem kleinen Kaufüberschuss abgeschlossen. Dies sei eine Ausnahme gewesen, da Norwegen normalerweise ein Kapitalimportland sei und in den nächsten zwei

oder drei Jahren weitere beträchtliche Kapitalimporte tätigen werde, von denen ein grosser Teil auf Staatsanleihen entfalle, deren Erlös direkt an die Zentralbank abgetreten werde. Diese Mittel dienten der Erschliessung der Nordsee, und dieses kostspielige Unternehmen sei auch die Hauptursache für das Defizit der Bilanz der laufenden Posten. Gemäss sehr rohen Schätzungen werde dieses Defizit im Jahre 1977 in der Grössenordnung von \$3,5 Mrd. liegen und Interventionen in Höhe von ungefähr \$1,3 Mrd. erfordern.

Zum Abschluss weist Herr Getz Wold darauf hin, dass die Märkte keinerlei Nachwirkung von den Ereignissen in der Nordsee verspürt hätten, deren ökologische Auswirkungen gering und weniger schlimm wären, als man ursprünglich befürchtet hätte.

Der Vorsitzende dankt den Zentralbankgouverneuren Norwegens und Schwedens für ihr Kommen.

#### C. Verabschiedung des Ausschussberichts an die Finanzminister der EWG-Länder

Herr Breen führt aus, die Stellvertreter hätten keine Bemerkungen zu dem Entwurfstext, der den Zentralbankpräsidenten übergeben worden sei.

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

### III. Prüfung des Berichts Nr. 10 der Expertengruppe Bastiaanse über die geldpolitische Situation in den EWG-Ländern

Der Vorsitzende weist darauf hin, es sei nicht möglich gewesen, den Vorschlag einer Nachmittagsitzung in die Tat umzusetzen; es sei jedoch vorgesehen, die Morgensitzung zu verlängern, um über genügend Zeit für diesen Tagesordnungspunkt zu verfügen.

Ferner gibt er bekannt, dass Herr Lamfalussy krank sei und daher seinen Vortrag nicht halten könne.

#### A. Vortrag von Herrn Bastiaanse

Herr Bastiaanse führt aus, die Schlussfolgerungen der Experten im Bericht Nr. 10 zeugten von einem vorsichtigen Optimismus, der sich vor allem auf den Umstand gründe, dass die jetzige Geldpolitik der EWG-Mitgliedstaaten "den Willen der Währungsbehörden demonstrieren, früher oder später das Wachstum der Geld- und Kreditaggregate wieder in den Griff zu bekommen". Sie hätten jedoch erkannt, dass die Verwirklichung der Geldmengenziele der Mit-

gliedsstaaten oder eine Entwicklung gemäss den Vorhersagen eine schwierige Aufgabe für die Währungsbehörden der EWG-Länder darstelle.

Bezüglich der im vorliegenden Bericht gewählten statistischen Methode sei zu sagen, dass die Gruppe zum erstenmal saisonbereinigte Zahlen für gleitende Dreimonatsperioden benutzt habe. Diese Methode sei lehrreicher und entspreche dem Verfahren mehrerer Zentralbanken; sie beinhalte jedoch wegen der Unvollkommenheit der Saisonbereinigung das Risiko von Irrtümern. Ferner seien die Daten für M2 gemäss nationaler und harmonisierter Definition in einer einzigen Tabelle vereinigt worden.

Für die Aussprache des Ausschusses schlägt Herr Bastiaanse vor, einige der folgenden Punkte in Betracht zu ziehen:

- die Beschleunigung oder das hohe Niveau der Wachstumsrate von M2 in einigen Ländern,
- die Aussichten für 1977, die Ziele zu verwirklichen oder eine mit den Vorhersagen konforme Entwicklung zu erleben,
- die Erfahrungen mit den verschiedenen Plafondierungssystemen,
- die Vereinbarkeit der heutigen und künftigen Zinssätze mit den Zielen der Geldpolitik,
- die Ausrichtung der Geldpolitik bestimmter Länder an einer mittelfristigen Kontrolle des Geldvolumens und die Notwendigkeit eines solchen Ansatzes.

Der Vorsitzende beglückwünscht Herrn Bastiaanse zu der Qualität des Expertenberichts.

Herr Zijlstra schlägt vor, die Diskussion einerseits auf die aktuelle Situation, andererseits auf die Vorhersagen zu konzentrieren, um zu sehen, in welchem Masse die Geldpolitiken der EWG-Mitgliedsländer untereinander kompatibel sind und unerwünschte Entwicklungen auf den Devisenmärkten zu vermeiden vermögen.

Der Vorsitzende meint, man müsse tatsächlich die äussere Kompatibilität der nationalen Geldpolitiken studieren; man sollte dies aber auch tun hinsichtlich der inneren Kompatibilität dieser Geldpolitiken mit der allgemeinen Wirtschaftspolitik im Inneren eines Landes.

Herr Richardson erinnert daran, die britischen Behörden hätten sich verbindlich zu monetären Zielen verpflichtet. Einerseits hätten sie mit dem IWF einen Höchstbetrag für die Ausdehnung des Inlandkredits vereinbart, andererseits ein mit dem ersten Ziel kohärentes Ziel für das Wachstum des Geldvolumens M3 angekündigt. Danach solle M3, dem die Behörden eine grosse Bedeutung zumessen würden, 1977/78 um 9 bis 13% wachsen.

Die Entwicklung von M3 könne aber zufällige Schwankungen aufweisen, was Probleme aufwerfe. So sei zum Beispiel die Wachstumsrate sowohl des Inlandskredits wie von M3 im ersten Vierteljahr 1977 deutlich niedriger gewesen, als es den früheren Vorhersagen entspreche, da insbesondere der öffentliche Finanzbedarf und der Bankkredit an den privaten Sektor weniger umfangreich gewesen seien, als man vorhergesehen habe. Um heftige Ausschläge in der Entwicklung von M3 zu vermeiden, die möglicherweise schlecht informierte Kommentare in der Presse zur Folge hätten, emittierten die britischen Behörden seit einiger Zeit Staatstitel, die bei der Emission nur teilweise zu bezahlen seien und deren vollständige Einzahlung auf mehrere Monate verteilt würden. Andere, in die gleiche Richtung gehende Techniken würden im Augenblick studiert.

Die seit Anfang 1974 praktizierte Politik eines gemässigten Wachstums des Geldvolumens werde fortgesetzt; die britischen Behörden teilten nämlich die im Bericht Nr. 10 ausgedrückte Meinung, dass eine feste und klare Haltung der Währungsbehörden dazu beitragen könne, die Erwartungen der Öffentlichkeit zu beeinflussen.

Das System der zusätzlichen Sondereinlagen habe sich sowohl praktisch als auch psychologisch als sehr wirkungsvolles Instrument erwiesen. In seiner ersten Anwendungsperiode von 1973 bis 1975 habe es erlaubt, das exzessive Wachstum des Bankkredits zu brechen. Die augenblicklichen Effekte seien jedoch schwieriger zu messen, da der jüngste Zusammenbruch des Bankkreditwachstums dem Umstand zugeschrieben werden könne, dass gleichzeitig ein sehr hohes Zinsniveau bestanden habe.

Herr Emminger führt aus, das Ziel der Bundesbank für das Wachstum der Zentralbankgeldmenge (+ 8% im Jahresdurchschnitt 1977 im Vergleich mit dem Jahresdurchschnitt 1976) sei insbesondere vom Sachverständigenrat als zu grosszügig betrachtet worden; letzterer habe betont, dass dieses monetäre Aggregat im Jahre 1976 stärker als gewünscht gewachsen sei.

Seit dem letzten Dezember hat sich die Zentralbankgeldmenge wie übrigens auch M3 entsprechend dem für 1977 festgesetzten Ziel entwickelt. Die Fortsetzung dieser Entwicklung kann jedoch nur gesichert werden, wenn im Gegensatz zu heute die dauerhaften Bedürfnisse der Banken nach Zentralbankgeld anders befriedigt werden als im Rahmen der sehr kurzfristigen Zentralbankfazilitäten und der Offenmarktpolitik. Aus diesem Grunde habe der Zentralbankrat vor, sehr bald einen bedeutenden Betrag an Zentralbankgeld freizugeben, wobei entweder die Rediskontkontingente erhöht und/oder die Mindestreserven ermässigt würden.

Die geplante Massnahme sei dauerhafter Natur; sie stelle nicht auf die augenblickliche Verfassung des Geldmarktes, der im Augenblick eher flüssig sei, sondern auf längerfristige Perspektiven ab. Sie sei Teil einer Politik, die nicht nur ein Ueberschreiten, sondern auch ein Unterschreiten ihres Zwischenziels zu verhindern suche. Das Anwendungsdatum sei gewählt worden, um den Banken eine dauerhafte Liquiditätsstütze geben zu können, wenn sich Ende Juni der Geldmarkt aus saisonalen Gründen verknappen werde.

Die geplante Massnahme sei auch vereinbar mit der konjunkturellen Situation - die augenblicklich durch eine Verlangsamung des Konjunkturaufschwungs gekennzeichnet sei - und mit dem Ziel, das augenblickliche Niveau der kurz- und langfristigen Zinsen zu halten oder sogar noch nach unten zu drücken.

Zur aussenwirtschaftlichen Seite sei gesagt, dass die relativ niedrigen Zinsen zu bedeutenden Kapitalexporten beigetragen hätten, die auch der Grund für die augenblicklich schwache Position der Deutschen Mark in der "Schlange" sein dürften.

Herr Zijlstra führt aus, M2 sei im Jahre 1976 um mehr als 20% gewachsen und dies ginge fast ausschliesslich auf die Ausweitung des Bankkreditvolumens an den privaten Sektor zurück. Diese exzessive Ausweitung erkläre sich zum Teil aus der starken, durch fiskalische Massnahmen angeheizten Nachfrage nach Hypothekarkrediten, aber die kurzfristigen Ausleihungen seien auch um 20% gewachsen, was umso erstaunlicher sei, als die konjunkturelle Situation Zeichen der Schwäche zeige.

Die niederländischen Behörden würden daher den Bankkredit an den privaten Sektor mit Restriktionen belegen, wobei eine solche Massnahme im Rahmen des Ziels erfolge, die Liquiditätsrate (M2 im Verhältnis zum BSP) innerhalb von 3 Jahren um 3 Punkte zu senken. Die Verminderung um einen Punkt im Jahre 1977 würde bei einem ungefähr 10%igen Wachstum des BSP zu Marktpreisen eine Ausweitung von M2 in der Grössenordnung von 7% bedeuten. Der mittelfristige Charakter der niederländischen Geldpolitik dürfte jedoch genügend Spielraum bei der Reduzierung der Liquiditätsrate in den kommenden drei Jahren lassen.

In Anbetracht der beabsichtigten Aktion auf dem Gebiete des Bankkredits und eines gewissen Optimismus bezüglich des Finanzgebarens der öffentlichen Hand, gründe sich die Unsicherheit hinsichtlich der künftigen Entwicklung von M2 auf die Möglichkeit von Kapitalzuflüssen. Im Jahre 1976 sei es gelungen, Devisenzuflüsse zu vermeiden, aber im Jahre 1977 könnte sich die Situation weniger günstig entwickeln.

Hinsichtlich der Kompatibilität der Geldpolitiken der EWG-Länder untereinander bekundet Herr Zijlstra sein Verständnis für die von Herrn Emminger angekündigte Massnahme. Er fürchtet jedoch, dass das Zusammentreffen der Auflockerung der Geldpolitik in Deutschland und der monetären Restriktion in den Niederlanden ungünstige Auswirkungen auf die Devisenmärkte habe.

Herr Baffi erklärt, er hoffe, bei der neuen Aussprache im Herbst bessere Ergebnisse auf dem Gebiet der Inflationsbekämpfung vorlegen zu können. Nichtsdestoweniger stelle man fest, dass sich im Anschluss an die ersten Auswirkungen der restriktiven Wirtschaftspolitik die Inflationsrate kürzlich verlangsamt habe. So seien die Konsumentenpreise im März um 1,5% (gegenüber 2,3% im Februar) und die Grosshandelspreise um 0,8% (gegenüber 1,6% im Februar) gestiegen.

Das Gesamtvolumen des Inlandskredits sei als Zwischenziel der Geldpolitik gewählt worden, da diese Grösse für ein Land, das Zahlungsbilanzschwierigkeiten habe, einen besseren Bezugspunkt darstelle. Ein Geldmengenziel beinhalte nämlich die Gefahr, dass zahlungsbilanzbedingte Liquiditätsverluste durch neue Liquiditäten kompensiert würden. Ferner schliesse das Geldvolumen in einem bedeutenden, aber veränderlichen Verhältnis Sparfonds ein, da die Banken selbst auf Sichtkonten hohe Zinsen zahlten. Schliesslich sei die Aufteilung der Finanzströme auf Bankkonten und Kapitalmarkttitel sehr veränderlich, da sich in den letzten Jahren sehr starke Schwankungen beim durchschnittlichen Zinsniveau und im Verhältnis zwischen den Einlagenzinsen und den Kapitalmarktsätzen ergeben hätten. Daraus habe resultiert, dass das Gesamtvolumen des Inlandskredits (welches die Schuldverschreibungen einschliesse) ein stabileres Verhältnis zum Brutto-sozialprodukt aufgewiesen habe als das Bankkreditvolumen. Es erscheine daher gerechtfertigt zu sein, anstatt des Geld- oder Bankkreditvolumens das Inlandskreditvolumen als Ziel zu wählen.

Die Wachstumsrate des Bankkreditvolumens sei bereits zurückgegangen (die jährliche Rate sei von 25,7% im November 1976 auf 17,1% im Januar 1977 gesunken), aber eine noch stärkere Abschwächung sei notwendig, um den mit dem IWF vereinbarten Plafond von 13% für das Wachstum des Gesamtvolumens des Inlandskredits im Zeitraum April 1977 - März 1978 zu respektieren.

Die Verwirklichung dieses Ziels, das mit der Absicht kompatibel sei, die Inflationsrate von 20% im Jahre 1976 auf 13% im Jahre 1977 zu reduzieren,



hänge von verschiedenen Faktoren ab. Zuerst müsse das Defizit der öffentlichen Hand verringert werden. Die mit dem IWF vereinbarten Bedingungen sähen vor, dass vor allem dank der Erhöhung der indirekten Steuern das Defizit der Regierung von 9,7% des BSP im Jahre 1976 auf 7,5% im Jahre 1977 und das Defizit der gesamten öffentlichen Hand von 13% auf 9,7% des BSP zurückgeführt würden.

Die Fortschritte auf dem Gebiete der Indexierung seien weniger deutlich als die im Bereich der Budgetdefizite. Das Parlament sei nämlich nicht dem Vorschlag gefolgt, die Rückwirkung der Fiskalmassnahmen aus dem für die Lohnerhöhungen massgeblichen Lebenshaltungskostenindex auszuschliessen. Das Parlament habe auch nicht die Massnahme gebilligt, jede Lohnerhöhung, die ein Unternehmen individuell über die auf Sektorbasis abgeschlossene Erhöhung hinaus gewähre, als steuerbaren Profit zu betrachten; man habe sich mit der Verpflichtung der Gewerkschaften zufriedengeben müssen, auf Ansprüche ihrer Mitglieder in den Betrieben mässigend Einfluss zu nehmen.

Neben der Kreditplafondierung müssten die Banken die Beschränkungen bezüglich der Verwendung ihrer Mittel beachten. So müssten 30% des Einlagenzuwachses in Schuldverschreibungen und 15,75% in Pflichtreserven investiert werden. Der Rest könne nur in dem Masse zur Kreditgewährung verwandt werden, als der Kreditplafond noch nicht erreicht sei; der Mittelüberschuss werde in Schatzanweisungen angelegt, wodurch in entsprechender Höhe der expansive Effekt der Schatzamtoperationen auf die monetäre Basis annulliert werde. Der Restriktionsgrad der Geldpolitik, der in den zwölf folgenden Monaten gewahrt bleiben werde, drücke sich auch in der Zinsentwicklung aus. So hätten die kurzfristigen Zinsen ein hohes Niveau erreicht und die Kapitalmarktsätze seien von 10,60% im Dezember 1975 auf 14,90% im März 1977 gestiegen. Unter der Annahme einer Verlangsamung des Inflationstempos könnte der langfristige Realzins somit in einigen Monaten positiv werden.

Die Wirksamkeit der Kreditplafondierung könnte durch die Existenz von Schlupflöchern beeinträchtigt werden, z.B.

- Kreditübertragungen an Kreditinstitute mit langfristigem Geschäft im Austausch mit deren Schuldverschreibungen,
- Devisenkredite, die kein Kursrisiko beinhalten, wenn sie an einen Exporteur mit entsprechenden Devisenforderungen gewährt würden,
- verschiedene Buchungstechniken.

Diese Probleme seien jedoch von geringerer Bedeutung gegenüber der auf die Kreditplafondierung zurückgehenden Strukturverzerrung im Aktivgeschäft der Banken.

Man könne daraus die Schlussfolgerung ziehen, dass dieses System kein geeigneter Ersatz für die Lenkung der monetären Basis sei; nur letztere sei geeignet, ein befriedigendes Funktionieren der Kreditvermittlung zu gewährleisten.

Der Vorsitzende vermerkt die Bemerkungen von Herrn Baffi über die Kompatibilität der Kreditplafondierung mit dem Funktionieren der Wirtschaft. Er meint, das Problem der direkten Lenkung des Bankkredits könne von der Expertengruppe über die Harmonisierung des geldpolitischen Instrumentariums im Rahmen ihrer Studien behandelt werden.

Herr Emminger stellt bezugnehmend auf Herrn Zijlstras Bemerkung klar, die von der Bundesbank geplante Massnahme bedeute keine geldpolitische Auflockerung. Das geldpolitische Ziel bleibe nämlich unverändert, und nur die Art, wie der legitime Zentralbankgeldbedarf der Banken gedeckt werde, ändere sich ein wenig, um dem Umstand Rechnung zu tragen, dass die jetzige Methode nicht langfristig beibehalten werden könne.

Herr Zijlstra fürchtet, die Märkte würden sich an die von ihnen beobachteten Tatsachen halten und die geplante Massnahme der Bundesbank als eine geldpolitische Auflockerung in Deutschland betrachten. Es sei daher ein enger und häufiger Dialog notwendig, um in den nächsten Monaten die Stabilität auf den Devisenmärkten zu sichern.

Herr Clappier fragt sich, ob es in Deutschland und in den Niederlanden oder in anderen Industrieländern eine ähnliche Tendenz wie in Frankreich gebe, wo seit dem Kriegsende die Liquiditätsrate eine Tendenz zu einem stetigen, wenn auch gemässigten Anstieg zeige. Diese Tendenz kompliziere die Durchführung der Geldpolitik, welche die Behörden seit Jahren führten, und zwar im Sinne eines gemässigten Monetarismus, d.h. der Entwicklung der Geldmenge werde eine gewisse Bedeutung beigemessen, die man jedoch nicht übertreiben dürfe.

Einen neuen Tatbestand in der französischen Geldpolitik habe es dargestellt, dass im September 1976 ein Ziel für den Anstieg von M2 im Jahre 1977 angekündigt worden sei. Diese Massnahme hätte weniger darauf abgezielt, die öffentliche Meinung zu sensibilisieren - letztere sei noch sehr wenig empfänglich für monetäre Ziele -, als vielmehr die Bedeutung herauszustellen, welche die Regierung den Normen für die Ausweitung der Bankkredite und der strikten Neutralität der Schatzamtoperationen gegenüber der Geldschöpfung herauszustellen. Letzteres Ziel werde wegen des bedeutenden Defizits des öffentlichen Budgets schwierig zu realisieren sein.

Das Ziel von 12,5% für die Ausweitung von M2 im Jahre 1977 sei im September 1976 unter der Annahme festgesetzt worden, dass sich das reale Bruttosozialprodukt um 4,7% erhöhen werde und die Preise durchschnittlich um 8% steigen würden. Acht Monate später scheine es, dass diese Vorhersagen nicht zu verwirklichen wären: das reale Wachstum werde lediglich ungefähr 3,5% betragen und der Einzelhandelspreisindex dürfte etwas stärker als vorgesehen steigen. Die Kombination dieser zwei neuen Vorhersagen zeige jedoch, dass das Ziel von 12,5% für M2 im Jahre 1977 korrekt bleibe.

Hinsichtlich der Aussichten, dieses Ziel zu verwirklichen, sei gesagt, dass sich das Wachstum von M2 im Januar und Februar aus vorwiegend statistischen Gründen beschleunigt, im März jedoch fühlbar verlangsamt habe, so dass M2 im ersten Vierteljahr 1977 mit einer auf Jahreswachstumsrate gewachsen sei, die dem Ziel sehr nahe liege.

Trotz seiner dauerhaften Nachteile stelle die quantitative Begrenzung des Bankkredits, die man seit mehreren Jahren handhabt und deren Regeln nach und nach vervollkommen worden seien, ein wertvolles und nützliches Instrument dar. Seit Sommer 1976 sei der Mechanismus schrittweise angezogen worden, und seit Anfang 1977 "beisse" er ernstlich, da sich im Dezember letzten Jahres die Kreditnachfrage plötzlich und kräftig erhöht habe. Je nach Auffassung werde diese Erhöhung in Verbindung gebracht mit dem, allerdings von Sektor zu Sektor unterschiedlich starken Aufschwung der Industrieproduktion oder mit der Wiederauffüllung der Lager, die zu schnell und zum Teil aufgrund der mangelnden Nachfrage unfreiwillig erfolgte.

Zusammenfassend könne man sagen, dass die französische Geldpolitik den nationalen Notwendigkeiten angepasst sei und weder als solche noch durch ihre Wirkung auf die Zinssätze einen Mangel an Kohärenz mit der Geldpolitik der übrigen EWG-Länder aufweisen dürfte. Hinsichtlich der Zinssätze sei zu sagen, dass die langfristigen Zinssätze stabil auf einem verhältnismässig hohen Niveau geblieben seien, während die Geldmarktsätze kurze, aber recht bemerkenswerte Schwankungen gekannt hätten, da sie als Waffe zur Verteidigung des französischen Frankens eingesetzt worden seien.

Schliesslich regt Herr Clappier noch an, im Juli eine lange Sitzung abzuhalten, um die heutige Diskussion fortsetzen zu können.

Der Vorsitzende fragt sich, ob es nicht besser sei, die Diskussionen erst bei der Prüfung des nächsten Expertenberichts wiederaufzunehmen. Zur

Bemerkung von Herrn Clappier über das ständige Ansteigen der Liquiditätsrate der Wirtschaft sagt er, Tabelle 2 in der Anlage zum Expertenbericht zeige schon einige nützliche Statistiken, die jedoch keine Angaben über die Ursachen liefern würden.

Herr McMahon teilt die Auffassung von Herrn Clappier über das Interesse, das an der Veröffentlichung von geldpolitischen Zielen bestehe. In Grossbritannien habe die seit 1973 betriebene Politik real gesehen zu einer Abnahme der Geldmenge geführt, aber diese Politik habe nicht die notwendige Aufmerksamkeit erhalten. Deshalb habe die Bank von England bei der Regierung darauf bestanden, dass ein Ziel nicht nur für die Ausweitung des Inlandskredits, sondern auch für das Wachstum von M3 veröffentlicht werde. Die Erfahrung von 1976 zeige, dass die Ankündigung eines Ziels einen heilsamen Zwang auf die Regierung ausübe (diese könne schlecht von einer früher veröffentlichten Verpflichtung abrücken); die Ankündigung könne jedoch noch keine Rolle in der Einkommenspolitik und insbesondere in den Diskussionen mit den Sozialpartnern spielen. Der Bericht der Gruppe spiele auf diese Rolle an (vgl. Seite 13, 1. Absatz im französischen Text), doch sei die Wortwahl zweideutig.

Zum Abschluss macht Herr McMahon den Ausschuss darauf aufmerksam, dass die englischen Geld- und Kapitalmärkte besonders sensibel seien. Die Veröffentlichung von Zielen beinhalte somit das Risiko, dass die Märkte auf Abweichungen der effektiven Resultate von der Zielgrösse derart reagierten die Unstetigkeit der monetären Aggregate noch verstärkt würde. Es handle sich um ein ernstes Problem, welches die britischen Behörden beschäftige. Schliesslich sei noch zu sagen, dass die nächsten Monate für die Geldpolitik eine Bewährungsprobe mit sich bringen würden; man erwarte nämlich verstärkte Forderungen nach einer geldpolitischen Auflockerung und könne dann sehen, wie nützlich die Festsetzung und Veröffentlichung von Zielen für den Kampf gegen eine exzessive Expansion der Liquiditäten sei.

Herr de Strycker erläutert, die belgischen Behörden würden aus den folgenden zwei Gründen keine quantitativen Geldmengenziele festsetzen:

- Einerseits existiere keine sichere und stetige Relation zwischen dem Wachstum des Geldvolumens (ob es nun M1, M2 oder M3 sei) und dem des BSP.
- Andererseits beobachte man bedeutende, hauptsächlich zinsbedingte Verschiebungen zwischen den verschiedenen Aggregaten oder den Anlagemöglichkeiten.

Eine solche Haltung bedeute nicht mangelndes Interesse für die Entwicklung der monetären Aggregate (wie übrigens aus dem Expertenbericht hervorgehe, zähle Belgien zu den Ländern, wo die Geldschöpfung eine recht ausgeglichene Tendenz zeige), sondern erkläre sich dadurch, dass die Geldpolitik im wesentlichen die folgenden zwei Bereiche umfasse:

- die Manipulierung der Zinssätze, um zu verhindern, dass sich zwischen dem heimischen Niveau und den anderen Ländern Disparitäten bildeten, die kurzfristige Kapitalbewegungen und Verwirrung auf den Devisenmärkten auslösen könnten,
- die Lenkung des Kredits an den privaten Sektor.

Aus dem Bericht Nr. 10 gehe hervor, dass man augenblicklich in einer grossen Zahl von Ländern dem Kreditaggregat eine grössere Bedeutung als früher beimesse. Es wäre daher nützlich, dass die Expertengruppe die Analyse des Kredits an den privaten Sektor entwickle und einige Kriterien ableite, die als Leitlinien für die Aktionen der Zentralbanken dienen könnten (zum Beispiel die Aufstellung von Verhältniszahlen zwischen dem Wachstum des Kredits und dem des BSP oder anderer Realgrössen). Andererseits fragt Herr de Strycker Herrn Emminger, warum er bei den Zielen der deutschen Geldpolitik nicht explizit vom Kreditvolumen gesprochen habe.

Herr Emminger antwortet, die deutschen Behörden müssen sowohl dem gesamten Inlandskredit als auch dem Kredit an den privaten Sektor eine grosse Bedeutung zu, stellten doch diese Aggregate ein Element der Kompatibilität der deutschen Geldpolitik mit den internen und externen Erfordernissen dar. In den letzten Monaten seien die Kredite an den privaten Sektor nur schwach gewachsen, aber eine Tendenzumkehr sei möglich.

Der Vorsitzende meint, die Expertengruppe Bastiaanse sollte die Anregung von Herrn de Strycker aufnehmen.

Herr Hoffmeyer ist der Ansicht, dass die Wahl des einen oder des andern Zwischenziels theoretisch von geringer Bedeutung sei, da es letztlich aufs gleiche hinauslaufe, ob man entweder die Gegenposten des Geldvolumens oder das Geldvolumen selber betrachte. Jedoch könne politisch gesehen ein Zwischenziel besser als das andere sein. So sei es in den Ländern mit niedrigem Zinsniveau angebracht, ein Geldmengenziel zu wählen. In Dänemark, wo die Niedrigzinspolitik vor mehreren Jahren aufgegeben werden musste, operiere die Geldpolitik durch zwei Kanäle: einerseits sei der Bankkredit seit 7 Jahren Gegenstand von Plafonds (deren Anwendung auf die Kreditzusagen dem System, das bisher

noch keine Verzerrungen im Aktivgeschäft der Banken hervorgerufen haben dürfte, eine gewisse Flexibilität gebe), andererseits sei die Nationalbank mit der Regierung übereingekommen, dass die öffentliche Schuld soweit wie möglich ausserhalb des Bankensystems plaziert werde, was auch immer der Zinssatz sein möge.

Seit Jahren bewege sich der Realzins auf einem sehr hohen Niveau, was nachteilige Folgen für die Investitionen habe. Diese Lage zeige deutlich das Dilemma der Geldpolitik, die die Fiskal- und Einkommenspolitik nicht beeinflussen könne, sondern die Resultante dieser Politiken sei. Der hohe Realzins bedeute, dass die dänischen Unternehmen weiterhin in beträchtlichem Umfang Kredit auf den ausländischen und internationalen Märkten aufnehmen würden. Aus verschiedenen Gründen sei die Begrenzung dieser Kredite wünschenswert, doch komme man dann mit den EWG- und OECD-Regeln in Konflikt.

Herr Hoffmeyer bekundet sein Verständnis für die Absicht der niederländischen Behörden, das Wachstum des Bankkredits zu begrenzen; er meint jedoch, die Förderung des langfristigen Kapitalexports biete den Vorteil, die Instabilität auf den Devisenmärkten zu verhindern.

Der Vorsitzende meint, die Wirksamkeit der Geldpolitik sei weitgehend vom Verhalten der öffentlichen Hand abhängig und in dieser Hinsicht übe die Veröffentlichung von geldpolitischen Zwischenzielen einen heilsamen Zwang auf die Behörden aus, selbst wenn dies die von Herrn McMahon erwähnten, anscheinend unvermeidlichen Nachteile böte.

Herr Zijlstra ist der Ansicht, der Ausschuss habe auf der Grundlage eines ausgezeichneten Expertenberichts eine wichtige und nützliche Aussprache geführt, die es im Juli fortzusetzen gelte. Zu diesem Zwecke sollten die Stellvertreter aus dem Gedankenaustausch von heute einige Punkte herausgreifen, die ein vertieftes Studium verdienten.

Herr Ortoli unterstützt diesen Vorschlag und bekundet seine Zufriedenheit mit der heutigen Aussprache der Zentralbankpräsidenten. Eine solche Debatte entspreche der Idee, dass ausserhalb der grossen wirtschaftspolitischen Strategie zwei Probleme Gegenstand einer vertieften Zusammenarbeit auf EWG-Ebene sein sollten:

- die Geldpolitik: eine Konfrontation der Rollen, welche die Geldpolitik in den verschiedenen Ländern spiele und die Prüfung der Kompatibilität der Geldpolitiken auf Gemeinschaftsebene. (Rechtfertigung der Massnahmen, Suche nach Alternativen usw.);

- der Umfang und die Finanzierung der öffentlichen Defizite, eine Frage, die eng mit der Geldpolitik verbunden sei.

Der Vorsitzende stellt fest, der Ausschuss sei damit einverstanden, die Aussprache im Juli fortzusetzen; die Stellvertreter hätten hierfür einige der wichtigsten Punkte zu prüfen, die sich bei der heutigen Debatte ergeben hätten.

#### IV. Analyse der 99. Folge von Arbeitsdokumenten (statistische Angaben und Zusammenfassung der Ereignisse und Massnahmen in der Gemeinschaft)

Da Punkt III der Tagesordnung soviel Zeit wie möglich zu widmen war, nimmt der Ausschuss die Analyse nicht vor.

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

Arbeitsverfahren für die im Bericht des Ausschusses an den Rat und die Kommission über die niederländischen Vorschläge bezüglich der Zielzonen in der EWG erwähnten regelmässigen Prüfungen

Herr Breen führt aus, bei der Sitzung vom 9. Mai seien die Stellvertreter übereingekommen, in Zukunft die regelmässigen Prüfungen vorzubereiten, welche der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten in seinem Bericht vom 8. März 1977 an den Rat und die Kommission über die niederländischen Vorschläge bezüglich der Zielzonen angekündigt habe. Diese Prüfungen sollten besonders betreffen:

- die Entwicklung des Finanzbedarfs der öffentlichen Hand und die Deckungsmethoden sowie die Unterschiede auf diesen beiden Gebieten zwischen den Mitgliedsstaaten,
- die Auswirkung dieser Methoden und des Inlandskredits auf das Geldvolumen und die Zinssätze,
- die wahrscheinlichen Effekte der Geldpolitik auf die Wechselkurse und die Zahlungsbilanz.

Bei den vorbereitenden Studien würden sich die Stellvertreter vor allem auf die Berichte der Expertengruppe stützen; diese deckten insbesondere die zwei ersten vorstehend erwähnten Gebiete. Die Prüfung des dritten Gebiets erfordere wahrscheinlich weitere Statistiken, die später in pragmatischer Weise präzisiert würden. In dieser Hinsicht hielten es die Stellvertreter für nützlich, über die Informationen zu verfügen, welche die Kommission

dem Währungsausschuss für dessen beabsichtigte periodischen Konsultationen (siehe mündlicher Bericht des Präsidenten des Währungsausschusses bei der Ratstagung vom 14. März 1977) liefern werde. Andererseits würden sie empfehlen, dass der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten fortfahre, die Berichte der Bastiaanse-Gruppe unter den bis jetzt angewandten Bedingungen dem Währungsausschuss zu übermitteln.

Der Ausschuss bekundet sein Einverständnis mit dem von den Stellvertretern vorgeschlagenen Arbeitsverfahren.

#### VI. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Wegen der Generalversammlung der BIZ dürfte die nächste Sitzung des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten kurz sein und am Sonntag, den 12. Juni um ungefähr 17.30 Uhr, in Basel stattfinden, bzw. sobald die Sitzung des Zentralbankpräsidenten der Zehnergruppe beendet sein wird. Sie dürfte spätestens um 18.30 Uhr enden.



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

---

April 1977

---

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 April 1977 und in den ersten Maitagen.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Die Anpassung der Leitkurse der drei skandinavischen Kronen und ihre Konsequenzen und anschliessend der Kursrückgang des US-Dollars stellten die Hauptereignisse des Monats April auf den Devisenmärkten dar. Insgesamt blieb der Geschäftsverlauf ruhig. Bis auf einige Ausnahmen gingen die täglichen Kursschwankungen nicht über 1/2% hinaus; die meisten Zentralbanken griffen weiterhin aktiv ins Marktgeschehen ein.

Die Lage in der "Schlange" hat sich im Anschluss an die am 1. April beschlossene Anpassung sichtlich geändert: während sich die dänische Krone an der Spitze hielt, näherte sich ihr die schwedische Krone, wobei sie in geringem Abstand vor dem Gulden lag. Die norwegische Krone befestigte sich ebenfalls, jedoch weniger deutlich. Die Deutsche Mark ihrerseits blieb, um etwas mehr als 1/2% hinter dem belgischen Franken liegend, am unteren Ende der Bandbreite. Interventionen waren in der ersten Monatshälfte gegenüber der dänischen Krone an den neuen Limitkursen notwendig, während die Dänische Nationalbank gleichzeitig auch noch mit Dollarkäufen intervenierte.

In der Monatsmitte wurde die schwedische Krone zur stärksten Währung. Nichtsdestoweniger ging die Bandbreite dank der ziemlich umfangreichen Dollarkäufe der Schwedischen Reichsbank auf etwas weniger als 2,25% zurück.

---

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

In den letzten Apriltagen verzeichnete der Gulden unter dem Einfluss von Aufwertungsgerüchten und selbst nach der Diskontsenkung der Niederländischen Bank eine erneute Kursbefestigung. Er erreichte seinerseits den oberen Interventionskurs in Frankfurt. Die Interventionen, die ab diesem Zeitpunkt notwendig wurden, beliefen sich in wenigen Tagen auf einen relativ bedeutenden Betrag, obwohl die Niederländische Bank auch noch Dollarkäufe tätigte.

Zwischenzeitlich schwächten sich die skandinavischen Kronen ab, während sich der belgische Franken recht deutlich befestigte. Ende April bot sich in der "Schlange" das folgende Bild: der Gulden lag an der Spitze, wobei sein Abstand zur dänischen und schwedischen Krone ungefähr 0,40%, zur norwegischen Krone etwas mehr als 1% und zum belgischen Franken 1,50% betrug. Die Deutsche Mark blieb an ihrem unteren Interventionspunkt in Amsterdam.

Die Kursentwicklung während des vergangenen Monats gibt nicht in allen Fällen voll die am 1. April vorgenommene Anpassung wieder. Gegenüber den drei anderen Verbundwährungen beträgt der durchschnittliche Kursrückgang der schwedischen Krone im April nur 4,50%, der der norwegischen Krone nur 2,20%; dagegen verlor die dänische Krone 3,30%. Die Kursanpassung der skandinavischen Währungen gegenüber dem US-Dollar auf dem Devisenmarkt war ferner durch die allgemeine Tendenz des Dollars beeinflusst: die schwedische Krone verlor ein wenig mehr als 3%, die norwegische Krone 0,75% und die dänische Krone nur 1,85%.

Befürchtungen hinsichtlich einer erneuten Verschärfung der Inflation in den Vereinigten Staaten, die Enttäuschung darüber, dass der erwartete Anstieg der kurzfristigen amerikanischen Zinsen noch nicht eingetreten war, und die fortschreitende Verschlimmerung des amerikanischen Handelsbilanzdefizits führten zu einer fühlbaren Abschwächung der amerikanischen Devisen, die um durchschnittlich 1,50% gegenüber den drei Verbundwährungen mit unverändertem Leitkurs nachgab. Sie tendierte auch schwächer gegenüber den floatenden Währungen, jedoch waren die Ausschläge weniger gross.

Die italienische Lira und das Pfund Sterling z.B. verzeichneten auf Dollarbasis praktisch keine Kursveränderung; beim französischen Franken beschränkte sich die Kurserhöhung auf 0,20%. Es sei jedoch vermerkt, dass die drei betreffenden europäischen Zentralbanken manchmal mit Verkäufen, meist jedoch mit Käufen interveniert haben. Des weiteren konnte die Bank von England ihren Leitzinssatz von  $9 \frac{1}{2}$  auf  $8 \frac{1}{4}$ % senken. Die italienischen Behörden ihrerseits hoben planmässig die Verpflichtung auf, wonach für Zahlungen ins Ausland Einlagen in Lira zu halten waren.

Die Verfassung der drei anderen floatenden Währungen - Yen, Schweizer Franken und kanadischer Dollar - scheint eine gewisse Tendenzwende anzuzeigen. Der Yen setzte zuerst seinen Kursanstieg fort und erreichte am 12. April gegenüber dem Dollar einen im Vergleich mit Anfang Dezember 1976 um 10% höheren Stand. Nach der Senkung des Diskontsatzes der Bank von Japan von 6 auf 5% wies er einen rückläufigen Kursverlauf auf, so dass er Ende April wieder das Kursniveau erreichte, das er Ende März in New York innegehabt hatte.

Der Schweizer Franken verbesserte sich in New York um nahezu 3/4%, während er sich ansonsten gegenüber den Verbundwährungen mit Ausnahme der skandinavischen Kronen um 3/4% verschlechterte.

Der kanadische Dollar schliesslich verbesserte sich nach mehrmonatigem Kursrückgang in New York in ähnlicher Weise wie der Schweizer Franken.

## II. INTERVENTIONEN GEGEN DOLLAR

Die Interventionen beliefen sich auf sehr hohe Beträge: \$ 4,3 Mrd. bei den Käufen und \$ 2,1 Mrd. bei den Verkäufen. Sie trugen auch diesmal wieder beträchtlich zur Stützung der amerikanischen Währung bei. Während der ersten vier Monate des laufenden Jahres haben die an der Konzertation teilnehmenden Zentralbanken (die Federal Reserve Bank von New York nicht eingeschlossen) insgesamt netto \$ 7 Mrd. erworben.

Im April haben die meisten Zentralbanken mit floatender Währung und von diesen insbesondere die EWG-Zentralbanken sehr häufig in beiden Richtungen interveniert, um hauptsächlich ein stabiles Kursverhältnis zwischen der eigenen Währung und dem Dollar aufrechtzuerhalten.

Die Verbundzentralbanken tätigten fast ausschliesslich Käufe, die zwar bedeutender waren als in den zwei vorangegangenen Monaten, jedoch weniger als 15% des Gesamtvolumens ausmachten. Sie erfolgten hauptsächlich zur Verringerung der Spannungen, die sich zwischen den Währungen an den entgegengesetzten Enden der Bandbreiten ergaben.

Der gesamte Nettosaldo in Höhe von \$ 2,2 Mrd. setzt sich wie folgt zusammen:

- \$ 600 Mio. für die Verbundzentralbanken, wobei die grössten Anteile auf die Niederländische Bank und vor allem die Schwedische Reichsbank entfielen, während die Bundesbank keine Dollarinterventionen vornahm;

- \$ 1,5 Mrd. für die EWG-Zentralbanken, die nicht Mitglieder des Währungsverbunds sind; der Betrag resultiert vor allem aus Käufen der Bank von England, wobei diejenigen der Bank von Italien und der Bank von Frankreich weniger bemerkenswert waren;
- \$ 100 Mio. für die anderen Zentralbanken, hauptsächlich im Anschluss an die Käufe, welche die Bank von Japan vor der Senkung ihres Diskontsatzes getätigt hat.

### III. INTERVENTIONEN IN EUROPÄISCHEN WÄHRUNGEN

Zum ersten Mal seit dem Herbst vergangenen Jahres verzeichneten die Interventionen in europäischen Währungen eine gewisse Wiederbelebung: insgesamt beliefen sie sich auf den Gegenwert von 335 Mio. EWRE. Sieht man von den betragsmässig ganz geringen Verkäufen ab, welche die Bank von Frankreich in Gulden und DM tätigte, erfolgten die Interventionen praktisch alle mit dem Zweck, den Abstand zwischen der DM einerseits, und dem Gulden (etwas mehr als 75% der Interventionen) sowie der dänischen Krone (Rest der Interventionen) andererseits, auf 2,25% zu begrenzen.

Diese Interventionen wurden fast in voller Höhe beim EFWZ finanziert.

\* \* \*

Während der ersten Mai-Woche dürfte die Entwicklung auf den Devisenmärkten insbesondere durch das bevorstehende Gipfeltreffen in London am 6. Mai beeinflusst worden sein. Sie kann wie folgt zusammengefasst werden: unregelmässige Kursentwicklung des US-Dollars, der je nach Platz unterschiedlich tendiert, jedoch eher leicht nach unten, feste Haltung des Guldens und des Yen, parallele Entwicklung der Deutschen Mark zum Gulden, gegenüber dem sie das andere Ende der Bandbreite in der "Schlange" einnimmt, Kursrückgang der skandinavischen Kronen und insbesondere der dänischen Krone. Das Ergebnis ist, dass die Positionen innerhalb der "Schlange" sich merklich geändert haben: der Gulden hat sich gelöst, die skandinavischen Kronen haben sich merklich dem belgischen Franken und der Mark genähert, zwischen denen sich derzeit die dänische Krone befindet.

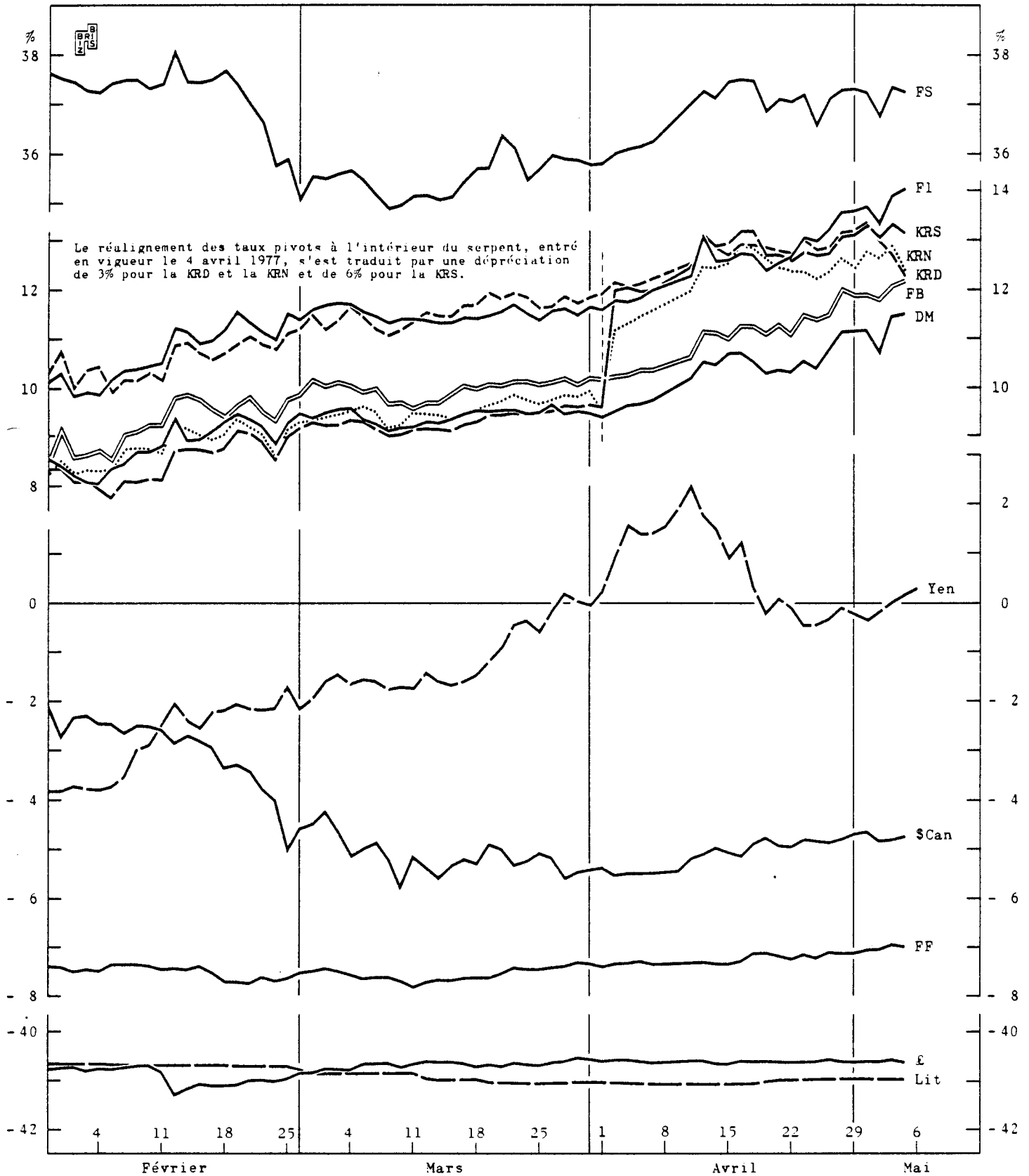
In den USA und vor allem in der Schweiz zeichnet sich eine gewisse Tendenz steigender Zinsen ab. Auf der anderen Seite haben die Belgische Nationalbank und, zum zweiten Mal seit Mitte April, die Niederländische Bank ihren Diskontsatz gesenkt.

Bei den getrennt floatenden Gemeinschaftswährungen ist die widerstandsfähige Haltung des französischen Frankens, die stabile Haltung der italienischen Lira gegenüber dem Dollar sowie der leichte Kursrückgang des Pfundes am Wochenende hervorzuheben. Der Schweizer Franken weist weiterhin eine nach oben gerichtete Tendenz auf. Der kanadische Dollar bleibt gegenüber dem US-Dollar praktisch unverändert.

In den Interventionen kommen diese Bewegungen genau zum Ausdruck. Hervorzuheben sind die Dollarkäufe der Niederländischen Bank und die Verkäufe der Dänischen Nationalbank und der Schwedischen Reichsbank. Die Bank von Frankreich und die Bank von Italien ihrerseits konnten ihre Dollarkäufe weiter fortsetzen. Dagegen sah sich die Bank von England gezwungen, einen grossen Teil der Dollar wieder abzugeben, die sie noch zum Wochenbeginn erworben hatte.

Die Interventionen der übrigen Zentralbanken waren unbedeutend. Schliesslich hat das häufige Erreichen des maximalen Abstands von 2,25% zwischen dem Kurs des Guldens und dem der Deutschen Mark und ihren Leitkursen Interventionen in Höhe von insgesamt EWRE 125 Millionen notwendig gemacht, die sämtlich Gegenstand einer Finanzierung beim EFWZ waren.

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



No. 2223

1977

5 mai 1977

\*En vigueur jusqu'au 1.4.1977:

Effectifs, 1 dollar EU =  
FB 40,3344; FF 4,60414; Fl 2,78118.

Théoriques, 1 dollar EU =  
KRd 6,5438; DM 2,6167; Lit 523,35;  
Yen 277,20; KRN 5,75359; KRS 4,606;  
FS 3,456. £1 = \$2,8952.

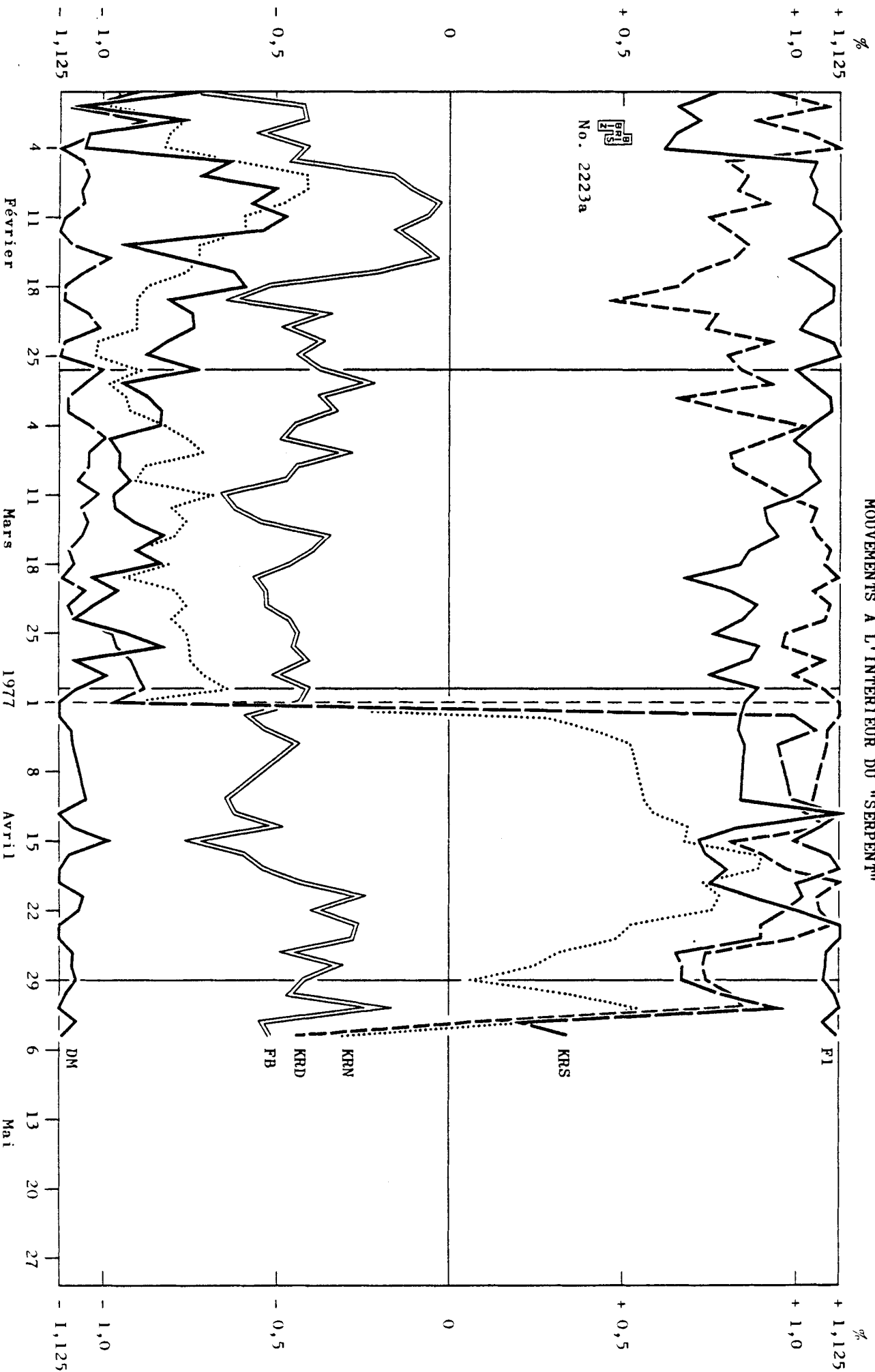
\*En vigueur à partir du 4.4.1977:

Effectifs, 1 dollar EU =  
FB 40,3344; FF 4,60414; Fl 2,78118.

Théoriques, 1 dollar EU =  
KRd 6,74615; DM 2,6167; Lit 523,35;  
Yen 277,20; KRN 5,93154; KRS 4,90;  
FS 3,456. £1 = \$2,8952.

Pour le dollar canadien, cours d'ouverture du marché au 19 mars 1973: 1\$Can = \$EU 1,0030.

MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DU "SERPENT"



Le réalignement des taux pivots à l'intérieur du serpent, entré en vigueur le 4 avril 1977, s'est traduit par une dépréciation de 3% pour la KRSD et la KRN et de 6% pour la DM.

5 mai 1977