

Vertraulich
Uebersetzung

PROTOKOLL* DER
EINHUNDERTFUENFUNDREISSIGSTEN SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER
PRAESIDENTEN DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN DER
EUROPAEISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT
BASEL, SONNTAG, 10. JUNI 1979, 15.30 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 und Frl. Lambert; der Gouverneur der Danmarks Nationalbank, Herr Hoffmeyer, begleitet von den Herren Andersen und Mikkelsen; der Präsident der Deutschen Bundesbank, Herr Emminger, begleitet von den Herren Pöhl, Gleske und Dudler; der Gouverneur der Central Bank of Ireland, Herr Murray, begleitet von Herrn Breen; der Gouverneur der Banca d'Italia, Herr Baffi, begleitet von den Herren Sarcinelli und Magnifico; der Präsident der Nederlandsche Bank, Herr Zijlstra, begleitet von den Herren Posthumus Meyjes und Timmerman; der Gouverneur der Bank of England, Herr Richardson, begleitet von Herrn Balfour; zugegen sind ferner der Vizepräsident der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Herr Ortoli, begleitet von den Herren Boyer de la Giroday und Kees; der Kommissar für die Bankenaufsicht des Grossherzogtums Luxemburg, Herr Jaans; der Vorsitzende der Expertengruppe, Herr Heyvaert. Ebenfalls anwesend sind der Generalsekretär des Ausschusses, Herr Schleiminger, sein Beigeordneter, Herr Bascoul, Herr Scheller und Herr Mortby sowie die Herren Lamfalussy und Dagassan.

I. Billigung des Protokolls der 134. Sitzung

Der Ausschuss billigt das Protokoll der 134. Sitzung einstimmig in der Fassung des Entwurfs, vorbehaltlich zweier Aenderungen redaktioneller Art im Zusammenhang mit den Interventionen der Herren Emminger (Seite 10)

* Endgültige, in der Sitzung vom 10. Juli 1979 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige Aenderungen redaktioneller Art aufweist.

und Richardson (Seite 14); beide Aenderungen werden in den endgültigen Text eingefügt.

II. Entwicklung der Devisenmärkte der an der Konzertation beteiligten Länder im Mai und in den ersten Junitagen 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 beigelegten Berichts zusammen und kommentiert sie; er weist insbesondere darauf hin, dass sämtliche an der Konzertierung teilnehmenden Zentralbanken mit Ausnahme der Banca d'Italia und der Norges Bank netto US-Dollar an den Markt abgegeben haben. Bedeutend waren vor allem die Interventionen US-Dollar/DM (Dollarabgaben der Bundesbank und DM-Käufe der Federal Reserve Bank of New York in Höhe von US-\$ 1.850 Mio.), und auch wenn für sie gute Gründe angeführt werden könnten, so könne man sich jedoch fragen, ob sie unter den am EWS teilnehmenden Zentralbanken nicht besser hätten koordiniert werden können, um der Entwicklung innerhalb des EWS Rechnung zu tragen. Zum Beispiel, hätte man nicht im Rahmen des EWS den US-Dollar-Verkäufen grössere Priorität gegenüber den Interventionen in Gemeinschaftswährungen von seiten der Zentralbanken mit stützungsbedürftiger Währung geben können? Hätte eine solche Entscheidung nicht im Einklang mit den Abkommensregeln gestanden? Ein konzertiertes Vorgehen sei daher wünschenswert gewesen. Auf der anderen Seite sei zu erwähnen, dass die Deutsche Bundesbank zum Ausgleich für die Einengung der Bankenliquidität infolge des Devisenabgangs mit den deutschen Geschäftsbanken US-Dollar/DM-Swaps sowie Offenmarktgeschäfte per Kassa und, seit dem 1. Juni, mit Rückkaufsvereinbarung abgeschlossen habe; mit Hilfe dieser Operationen konnte eine weitere Festigung der DM im EWS vermieden werden.

Netto saldierten sich die DM-Käufe gegen US-Dollar und die DM-Abgaben gegen Gemeinschaftswährungen im Mai zu DM-Käufen im Gegenwert von US-\$ 1.450 Mio. Dieses Ergebnis steht im Gegensatz zu jenem in den ersten Junitagen, als sich die Interventionen zu Nettoabgaben von DM in Höhe von umgerechnet US-\$ 350 Mio. saldierten.

Herr Heyvaert weist ausserdem darauf hin, dass die Abgaben von Pfund Sterling seitens der Central Bank of Ireland zur Steuerung des Wechselkurses des irischen Pfundes im Mai einen Gesamtbetrag von umgerechnet US-\$ 230 Mio. erreichten. Schliesslich erklärt Herr Heyvaert in bezug auf die wöchentlich auf hoher Ebene stattfindende Konzertierung am Donnerstag, dass gegenüber den Vormonaten eine erhebliche Verbesserung zu verzeichnen war.

Der Vorsitzende dankt Herrn Heyvaert für seine Ausführungen; er stellt fest, dass der Ausschuss mit der vorliegenden Fassung des Berichts an die Finanzminister der EG-Länder einverstanden ist, und schlägt dem Ausschuss vor, mit der Aussprache erst nach den Referaten der Herren Lamfalussy und Théron zu beginnen, wobei der letztgenannte über die Ergebnisse des Meinungs-austausches, den die Stellvertreter in ihrer Sitzung am Samstag, dem 9. Juni 1979, hatten, berichtet.

B. Prüfung des Funktionierens der innergemeinschaftlichen Konzertation

1. Referat von Herrn Lamfalussy

Herr Lamfalussy beginnt seine Analyse mit dem Problem der Leitkurs-änderung innerhalb des Europäischen Währungssystems. Damit das System reibungslos funktionieren, ja überleben kann, werden langfristig gesehen in Anbetracht der unterschiedlichen politischen Strategien und Wirtschaftsentwicklungen der Teilnehmerländer Anpassungen erforderlich sein. Gegenwärtig geht es um die überwiegend politische Frage, ob bereits im gegenwärtigen Stadium Anpassungen vorgenommen werden sollen, und wenn nicht, welche Massnahmen zu ergreifen sind.

Aus allgemeinen und besonderen nachstehend aufgeführten Gründen erscheint der jetzige Zeitpunkt für Anpassungen als ungeeignet.

Von den allgemeinen Gründen sind der sehr starke internationale Preisauftrieb zu nennen: die US-Dollar-Preise für Industrierohstoffe sind im Zeitraum von einem Jahr, je nach den zugrunde gelegten Indikatoren, um 30-35% und jene für Erdöl um 25-50% gestiegen. Angesichts dieses Inflationsschubs von aussen, der die Terms of trade der Industrieländer zu verschlechtern droht, sollten die meisten von diesen versuchen, dem Beispiel Deutschlands der Jahre 1973/74 zu folgen, indem sie den effektiven Wechselkurs ihrer Währung zur Bekämpfung exogener inflatorischer Einflüsse stabil halten oder sogar noch erhöhen. Eine Neuordnung der Paritäten innerhalb des EWS würde einer solchen Strategie zuwiderlaufen, weil sich damit der

effektive Wechselkurs jener Währungen, die im Rahmen des gemeinschaftlichen Wechselkursmechanismus abgewertet würden, verringern würde.

Eine Anpassung der Leitkurse ist auch nicht aus besonderen Gründen gerechtfertigt. Im Falle Belgiens legen die wirtschaftlichen und monetären Indikatoren keine Abwertung der belgischen Währung nahe. In der Tat

- hat sich im letzten Jahr der Anstieg der Einzelhandelspreise stärker abgeschwächt als in den anderen Mitgliedsländern, und in den letzten Monaten war er niedriger als in allen anderen Ländern der Gemeinschaft,
- ist in Belgien die Gefahr eines Wiederauflebens des Preisauftriebs auf Grosshandelsebene weniger ausgeprägt als in den anderen Ländern,
- haben sich die monetären Gesamtgrössen weniger stark ausgeweitet als in den meisten anderen Mitgliedsländern,
- scheint sich der Anteil der belgischen Industrie am Aussenhandel nicht zu verringern, wenn auch die Untersuchungen hierüber älteren Datums sind.

Diese Faktoren sollten - zumindest im gegenwärtigen Zeitpunkt - gewichtiger sein als die nachstehend aufgeführten negativen Ursachen:

- die Leistungsbilanz weist seit einiger Zeit einen Minussaldo auf, wenn auch dieses Defizit nicht sehr gross ist,
- die Deckungslücke der öffentlichen Haushalte in Belgien, die bereits 1978 sehr hoch war (etwa 8% des BSP), wird im laufenden Jahr noch erheblich zunehmen.

Will man demnach im gegenwärtigen Zeitpunkt eine Anpassung der Leitkurse vermeiden, wird ein Einwirken auf die Zinsen in jenen Ländern notwendig sein, deren Währung gefährdet ist, wobei festzuhalten ist, dass eine solche Massnahme vor dem Hintergrund allgemein steigender Zinsen stattfände. So sind etwa die Dreimonatssätze an den Euromärkten in den ersten fünf Monaten des Jahres 1979 im Falle der D-Mark um mehr als 2,5 Prozentpunkte und beim französischen Franken um etwas mehr als 2 Prozentpunkte gestiegen. Für den belgischen Franken lag der Dreimonatssatz Ende Mai 1979 unter jenem von Ende 1978, jedoch um 1,5 Prozentpunkte über dem von März 1979. In einer Situation, die durch Erwartungen von Wechselkursanpassungen gekennzeichnet ist, scheinen die Zinsunterschiede zwischen den Ländern weniger bedeutsam zu sein als Veränderungen dieser Unterschiede.

Die Währungsbehörden jener Länder, deren Währung einem Abwärtsdruck ausgesetzt ist, wären daher gut beraten, stark auf die kurzfristigen

Zinsen einzuwirken, statt schrittweise und allmählich das Zinsgefälle im Inland zum Ausland auszuweiten. Man kann daher bedauern, dass die Erhöhung der kurzfristigen Zinsen in Belgien nicht rascher erfolgte und stärker ausfiel, wobei freilich einzuräumen ist, dass die Anhebung der belgischen Zinssätze grössere Wirkung gehabt hätte, wenn die DM-Sätze nicht ebenfalls erhöht worden wären.

Die Anhebung der Zinssätze muss in Belgien durch auf das öffentliche Haushaltsdefizit zielende Massnahmen flankiert werden; dieses Defizit ist für die Devisenmärkte ein bedeutender Faktor, und sein derzeitiger Umfang und erst recht seine Zunahme sind auf die Dauer unvereinbar mit der Beibehaltung des derzeit geltenden Leitkurses des belgischen Frankens.

2. Referat von Herrn Théron

Herr Théron erklärt, dass die Stellvertreter auf ihrer Sitzung am 9. Juni zu sehr ähnlichen Schlussfolgerungen hinsichtlich der währungspolitischen Strategien gelangt sind, wie sie Herr Lamfalussy soeben dargelegt hat. Einige Stellvertreter waren der Ansicht, dass man mit einer Anpassung der Leitkurse nicht zu lange warten sollte, während andere vor den Gefahren einer Anpassung zum falschen Zeitpunkt gewarnt und geraten hätten, das zinspolitische Instrumentarium besser einzusetzen.

Herr Théron führt weiter aus, dass die Stellvertreter das halboffizielle Ersuchen der Federal Reserve Bank of New York, an das Telefonnetz der Konzertierung angeschlossen zu werden, zur Kenntnis genommen haben. Die Federal Reserve Bank, die bereits passiv an der Konzertierung beteiligt ist, könnte dadurch sowohl an den normalen Konzertierungssitzungen (wegen der Zeitdifferenz würde es sich um zwei Nachmittagssitzungen handeln) als auch an den wöchentlichen Konzertierungen am Donnerstagabend teilnehmen. In diesem Zusammenhang ist darauf hinzuweisen, dass die beiden Konzertierungsarten unterschiedliche Zwecke verfolgen, wobei die täglichen Sitzungen eher dem Informationsaustausch in bezug auf die Devisenmärkte und die Interventionen dienen, während an den wöchentlichen Sitzungen die Wechselkurspolitik behandelt wird. In der Sitzung vom 9. Juni 1979 hat sich ein Stellvertreter positiv zu dem amerikanischen Antrag geäussert, jedoch hatten es die Stellvertreter für nützlich gehalten, diesen komplexen Sachverhalt den Gouverneuren vorzulegen, da hiervon sowohl Fragen der Information wie der Politik berührt werden.

Im Anschluss an das Referat von Herrn Heyvaert prüften die Stellvertreter die Fragen, die für den Ausschuss von besonderem Interesse sein dürften, und schlugen den Gouverneuren die folgenden Themen als Diskussionsgegenstand vor:

- Die Lage des belgischen Frankens und der dänischen Krone im Lichte des Abwärtsdrucks, dem diese beiden Währungen innerhalb des EWS ausgesetzt sind.
- Die Abgaben von US-Dollar seitens der Deutschen Bundesbank zur Stützung des DM-Kurses gegenüber dem Dollar und die DM-Käufe der Federal Reserve Bank of New York.
- Die im Mai vorgenommenen Interventionen in US-Dollar in entgegengesetzten Richtungen, d.h. einerseits die Abgaben von US-Dollar seitens der Deutschen Bundesbank, andererseits die Käufe der Banca d'Italia in Höhe von ca. US-\$ 0,5 Mrd. Auch wenn für diese Interventionen gute Gründe angeführt werden können, sollten sie dennoch als Prinzipfrage erörtert werden, denn zum einen weichen sie von dem Grundgedanken ab, wonach Interventionen im Rahmen des EWS grundsätzlich in Gemeinschaftswährungen vorzunehmen sind, und zum andern laufen sie den Bestimmungen zuwider, wonach Interventionen in entgegengesetzten Richtungen möglichst zu vermeiden sind.

3. Diskussion des Ausschusses

Herr de Strycker erklärt, dass die Referate der Herren Heyvaert, Lamfalussy und Théron ausreichend Diskussionsstoff liefern und den Ausschuss insbesondere zu einer Erörterung der EG-Politik gegenüber dem Dollar und der Zinspolitik veranlassen sollte. Er beschränke sich in diesem Stadium darauf, die nachfolgenden Ausführungen über die Lage des belgischen Frankens zu machen.

Das Ueberschreiten der Abweichungsschwelle zuerst durch den belgischen Franken und dann durch die dänische Krone ermögliche es, die Bestimmungen über die Arbeitsweise des EWS zu "testen". Diese Bestimmungen seien Ende 1978 erarbeitet worden, ohne dass sämtliche Umstände und Bedingungen, die für das neue System und insbesondere den Abweichungsindikator massgebend seien, vorausszusehen waren. Aufgrund der ersten Erfahrungen könne gesagt werden, dass das Ueberschreiten der Abweichungsschwelle Veranlassung gebe, die Situation des betreffenden Landes und des gesamten EWS zu

prüfen, dass diese jedoch nicht ausreichten, um eindeutige Schlussfolgerungen zu ziehen. So seien vielleicht die von Herrn Lamfalussy soeben genannten Faktoren (konjunkturbedingtes Zahlungsbilanzdefizit, Problem der öffentlichen Finanzen) andere als jene, die man anfänglich als Bestimmungsgründe für das Ueberschreiten der Abweichungsschwelle durch eine Währung ansah. Zudem seien die in der Entschliessung des Europäischen Rates genannten Massnahmen weder die einzig möglichen noch die angemessensten. Die belgischen Behörden seien damals sehr dagegen gewesen, als eine dieser Massnahmen die Aenderung der Leitkurse zu nennen, da sie aus Erfahrung wussten, welche gefährlichen psychologischen Wirkungen davon auf die Devisenmärkte ausgingen. Bereits heute könne man die schädlichen Auswirkungen der Erwähnung der Leitkursänderung ermessen, denn der Markt ziehe beim Ueberschreiten der Abweichungsschwelle durch einige Währungen sofort die Schlussfolgerung, dass eine Leitkursänderung notwendig ist und unmittelbar bevorsteht.

Wie nun aber Herr Lamfalussy ausgeführt habe, sei eine Abwertung des belgischen Frankens unter keinen Umständen angezeigt; sie werde im übrigen von den belgischen Behörden ausgeschlossen. In der Tat sei das Zahlungsbilanzdefizit im wesentlichen konjunkturbedingt und könne und dürfe daher nicht durch eine Paritätsänderung korrigiert werden. Eine Leitkursänderung könne auch nicht die Probleme im Bereich der öffentlichen Finanzen lösen, und im übrigen rechtfertige die Entwicklung aller anderen Wirtschaftsindikatoren (Preisverhalten, Aussenwirtschaftsposition) keinesfalls eine Paritätsänderung, die dem erklärten Willen der belgischen Behörden zuwiderliefe, den Anstieg der Preise für Rohstoffe und Erdöl nur begrenzt auf das inländische Preisniveau durchschlagen zu lassen.

Die belgischen Behörden seien selbstverständlich bereit, Massnahmen in den Bereichen zu treffen, in denen Korrekturen notwendig seien, aber auch die innergemeinschaftlichen und internationalen Kreditmöglichkeiten angesichts der Tatsache in Anspruch zu nehmen, dass eine ausgeglichene Zahlungsbilanz zwar anzustreben, ein Defizit während bestimmter Konjunkturphasen aber normal sei. Wie zu Zeiten des Bretton-Woods-Systems rechtfertige sich eine Paritätsänderung nur im Falle fundamentaler Ungleichgewichte.

Bezug nehmend auf die Ausführungen von Herrn Lamfalussy über die belgische Zinspolitik räumt Herr de Strycker ein, dass der Anstieg der kurzfristigen Sätze in Belgien bisher nicht sehr bedeutend war; der

Unterschied zu den entsprechenden Sätzen in Deutschland betrage indessen noch immer 3 Prozentpunkte, und es sei schwierig, mit Genauigkeit den notwendigen Zinsabstand zu bestimmen. In jedem Falle müsse man jedoch auch die Zinspolitik der EG-Länder im Gesamtrahmen in Betracht ziehen, denn ohne eine gemeinsame Ueberlegung und Koordinierung könnten die EG-Länder leicht eine Eskalation der Zinssätze auslösen.

Herr Hoffmeyer führt aus, dass die dänischen Behörden in Anbetracht der grundsätzlichen Schwäche ihrer Währung über deren Positionsänderung innerhalb des EWS nicht beunruhigt waren.

Die plötzliche Abschwächung der dänischen Krone im Mai stehe in einem gewissen Zusammenhang mit der Art, wie politische Entscheidungen in Dänemark getroffen werden. Die Regierung erwäge angesichts der Preissteigerung für Erdöl und in Erwartung eines höheren Leistungsbilanzdefizits wirtschaftspolitische Massnahmen. Im Rahmen dieser Ueberlegungen habe der "Rat der Weisen" eine Aenderung des Wechselkurses der dänischen Krone vorgeschlagen. Die öffentliche Diskussion über diesen Vorschlag sei nicht ohne Auswirkung auf die Position der dänischen Krone an den Devisenmärkten geblieben. Die Danmarks Nationalbank sei jedoch der Meinung, dass eine Abwertung der dänischen Krone gegenwärtig nicht angezeigt ist. Die Diskussion hierüber dauere noch an, jedoch werde sich möglicherweise die Regierung die Auffassung der Danmarks Nationalbank zu eigen machen.

Was die Interventionen der Deutschen Bundesbank in US-Dollar betreffe, so habe diese Massnahme nicht zur Stützung der dänischen Krone beigetragen, wie im übrigen deren feste Haltung in den Vormonaten nicht die Aufgabe der belgischen Behörden erleichtert habe. Man könne im übrigen die geldpolitische Logik einer Massnahme in Frage stellen, die einerseits DM-Käufe gegen US-Dollar und andererseits DM-Abgaben gegen andere Gemeinschaftswährungen beinhalte. Im übrigen seien DM-Käufe gegen US-Dollar geeignet, die Entwicklung des Abweichungsindikators zu verzerren und ihm seine Bedeutung zu nehmen.

Herr Hoffmeyer betont, dass die von ihm dargelegten Fragen als Prinzip erörtert werden müssten, denn hinsichtlich der tatsächlichen Gegebenheiten seien die dänischen Behörden der Meinung, dass die gegenwärtige Position der dänischen Krone eher den Grundbedingungen Rechnung trage; diese seien bereit, ihre Währung durch geeignete zinspolitische Massnahmen zu stützen.

Herr Baffi erklärt, die US-Dollar-Käufe der Banca d'Italia beruhten auf der Ueberlegung, die italienische Lira weise nur vorübergehend eine feste Haltung auf, und hätten insbesondere den Zweck, zu verhindern, dass die Lira ihre Abweichungsschwelle überschreitet. Wie Herr de Strycker bereits gesagt habe, wecke ein Erreichen dieser Schwelle an den Devisenmärkten die Erwartung einer Aenderung der Parität der italienischen Währung, obwohl eine Aufwertung in keiner Weise durch die grundlegenden wirtschaftlichen Fakten in Italien begründet wäre. In der Tat dürfte die Inflationsrate von 12% 1978 auf 13-14% 1979 steigen, das öffentliche Finanzierungsdefizit etwa 15% des BSP betragen und etwa drei Viertel der gesamten Finanzierungsströme absorbieren, während sich die Geldmenge gegenwärtig mit einer Jahresrate von 20% ausweite, wenn diese starke Zunahme auch im wesentlichen auf äussere Faktoren zurückzuführen sei. Zudem würden demnächst neue Lohnverhandlungen beginnen. Alle diese Faktoren deuteten darauf hin, dass die italienische Lira mittelfristig eine schwache Währung bleiben werde, und wenn die Banca d'Italia derzeit die - im übrigen auch auf saisonale Gründe zurückzuführende - Aufwärtsbewegung der Lira bremse, so tue sie dies aus dem Bestreben heraus, eine Höherbewertung zu verhindern, die in der Folge zu einer Korrektur in die entgegengesetzte Richtung führen müsste.

Herr Sarcinelli führt aus, dass die intramarginalen Interventionen der Banca d'Italia auf den Gründen beruhten, die Herr Baffi soeben angeführt habe. Eine solche Strategie sei mit der Arbeitsweise des EWS vereinbar, denn sie mildere die Spannungen innerhalb des Wechselkursmechanismus. Die Wahl des US-Dollars als Interventionswährung beruhe darauf, dass die EWS-Bestimmungen keine Interventionen innerhalb der Bandbreiten vorsähen, die einseitig von der Zentralbank, deren Währung vorübergehend fest sei, vorgenommen würden. Daher hätte die Banca d'Italia der Banque Nationale de Belgique angeboten, belgische Franken gegen sofortige Begleichung in ECU zu kaufen, jedoch hätte diese Vereinbarung aus verschiedenen Gründen nicht verwirklicht werden können. Hätte die Banca d'Italia andererseits DM-Käufe getätigt, so wären die Spannungen innerhalb des EWS verschärft worden, entweder vorübergehend im Falle eines sofortigen Saldenausgleichs in US-Dollar am Ende des Tages oder auf Dauer, wenn die Banca d'Italia die D-Mark-Beträge in ihren Reserven behalten hätte.

Der Widerspruch zwischen der Interventionspolitik der Banca d'Italia und jener der Deutschen Bundesbank beruhe demnach auf einer mangelnden Koordinierung der Wechselkurspolitik in der EG gegenüber dem US-Dollar.

Die Uebereinkunft, die zwischen den deutschen und den amerikanischen Währungsbehörden zu bestehen scheine, und die das Ziel habe, den Kurs des US-Dollars innerhalb einer bestimmten Spanne zu halten, könne unter gewissen Umständen leicht zu einem Zielkonflikt führen. Bei aller Anerkennung der Bemühungen der Bundesbank, den importierten Inflationsschub über eine Höherbewertung der DM gegenüber dem US-Dollar zu bekämpfen, könne man nicht leugnen, dass diese Politik zu einer Verstärkung der Spannungen innerhalb des EWS beigetragen habe.

Herr Murray erinnert daran, dass die Central Bank of Ireland gemäss einer vorläufigen Vereinbarung bis zur Errichtung eines funktionsfähigen Devisenmarktes in Dublin den Kurs des irischen Pfundes steuert, also bereit ist, jederzeit ihre Währung innerhalb der Bandbreite zu kaufen oder zu verkaufen. Beim Start des EWS sah sich die irische Zentralbank zwei Problemen gegenüber:

- einem wenig entwickelten Devisenmarkt in Dublin,
- der Nichtteilnahme des Pfund Sterlings am EWS, einer Währung, die für die Aussenwirtschaftsbeziehungen Irlands bestimmend ist.

Für die Steuerung des Kurses des irischen Pfundes verfolge die Central Bank of Ireland zwei Ziele: zum einen sollen für die EWS-Partner keine Schwierigkeiten entstehen, und bisher sei dies der irischen Zentralbank wohl auch gelungen; das andere Ziel ist operationeller Art in dem Sinne, dass Fortschritte in Richtung eines entwickelten Devisenmarktes erzielt werden sollen. Zu diesem Zweck werde die Spanne zwischen Geld- und Briefkurs schrittweise erweitert. Eine solche Erweiterung sei bereits vor einigen Wochen erfolgt, und eine weitere dürfte Mitte Juni vorgenommen werden. Wenn es auch noch nicht möglich sei, genau vorherzusagen, wann das Operationsziel erreicht und das irische Pfund "Vollmitglied" im System werde, so seien die irischen Behörden heute doch optimistischer in dieser Hinsicht als zum Zeitpunkt des Starts des EWS.

Herr Murray schliesst mit einem Dank an die anderen Zentralbanken für deren Verständnis gegenüber den besonderen Problemen Irlands in diesem Zusammenhang.

Herr Emminger weist darauf hin, dass er bereits in allen Einzelheiten die Gründe für die Interventionen der Deutschen Bundesbank und der Federal Reserve Bank of New York dargelegt habe. Er beschränke sich auf die beiden wichtigsten Ueberlegungen, die bis jetzt nichts von ihrer Gültigkeit verloren hätten:

- Die unerwartet feste Haltung des US-Dollars ist nicht grundlegender Natur und nicht von Dauer, und es wäre daher falsch, den Kurs dieser Währung zunächst übermässig steigen und dann abrupt fallen zu lassen;
- es ist im Interesse aller EG-Länder, die inflationären Wirkungen steigender US-Dollar-Preise für Rohstoffe und Erdöl nicht noch über eine Abwertung der europäischen Währungen gegenüber dem US-Dollar zu verstärken: Der Ausschussvorsitzende hat im April "das Interesse sämtlicher Mitgliedstaaten, einen allzu heftigen, starken und dauerhaften Kursanstieg des Dollars zu vermeiden" erwähnt.*

Im übrigen könnte sich die Zeit der festen Haltung des US-Dollars ihrem Ende nähern.

Ueberdies sei hervorzuheben, dass die Abgaben von US-Dollar gegen D-Mark ausschliesslich im Rahmen der zweiseitigen Kapitalbewegungen zwischen der D-Mark und dem US-Dollar stattfanden, wie dies an der Veränderung der von Gebietsfremden gehaltenen DM-Guthaben deutlich werde - Guthaben, die sich 1978 um DM 15 Mrd. erhöhten und seit März 1979 um einen vergleichbaren Betrag abnahmen. Die Kapitalabflüsse erfolgten in Länder ausserhalb der EG, denn andernfalls hätte der DM-Kurs im EWS nachgegeben.

Zum Zeitpunkt der Ingangsetzung des EWS habe die D-Mark wie die dänische Krone nicht die Position im Währungsband innegehabt, die den Grundbedingungen dieser beiden Währungen entspricht. Die Veränderung der Position der D-Mark im Paritätengitter reflektiere die spontane feste Haltung der D-Mark, die zu den stabilsten Währungen gehöre. Auch andere Länder hätten es als normal angesehen, bei der Bestimmung des Kurses ihrer Währung im Paritätengitter von den Grundbedingungen auszugehen. Die Dollarabgaben der Bundesbank und die Käufe dieser Währung durch die Banca d'Italia seien nicht inkompatibel. Diese Interventionen in entgegengesetzten Richtungen seien vollkommen normal und korrekt gewesen, denn in beiden Fällen handle es sich nicht um Kapitalströme zwischen

* Vgl. Protokoll der 133. Sitzung des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten vom 10. April 1979, Seite 9.

den zwei Ländern, sondern um Bewegungen im Rahmen von Beziehungen ausserhalb der EG. Im Falle Italiens handelte es sich um die Einfuhr von Kapitalien, welche die Unternehmen infolge der im Inland für Bankkredite bestehenden Plafonds an Drittmärkten aufgenommen hatten.

Herr Emminger betont, es gäbe keine Vereinbarung über einen bestimmten gegenüber der D-Mark einzuhaltenden US-Dollar-Kurs, und dies sei kürzlich auch durch die amerikanischen Behörden bestätigt worden. Die von den amerikanischen und den deutschen Behörden verfolgte Politik ziele auf eine Vermeidung erratischer Schwankungen der amerikanischen Währung. Im übrigen habe diese Politik die volle Zustimmung des IWF gefunden; dieser bedauere im Gegenteil das Ausmass der Abwertung der D-Mark gegenüber dem US-Dollar. Die Interventionspolitik der Bundesbank liefere keine Erklärung für die Schwäche des belgischen Frankens: dieser hätte auf jeden Fall wegen des Zahlungsbilanzdefizits seinen unteren Interventionspunkt erreicht, denn ein solches Defizit müsse zwangsläufig durch Interventionen der Zentralbank finanziert werden. Eine ganz andere Frage sei es, ob man besser mehr in US-Dollar und innerhalb der Bandbreiten interveniert hätte.

Die Höhe des belgischen Haushaltsdefizits und sein deutliches Anwachsen in einer Zeit konjunktureller Erholung lege den Schluss nahe, dass sich das belgische Zahlungsbilanzdefizit als dauerhaft erweise. Zudem könnte der Kurs des belgischen Frankens durch die geplante Einführung der 36-Stunden-Woche bei gleichbleibendem Lohn ungünstig beeinflusst werden; diese Massnahme könne die Aussenposition der belgischen Wirtschaft nur nachhaltig schwächen und sei für den Devisenmarkt ein Unsicherheitsfaktor, dessen Beseitigung wünschenswert erscheine.

Aus der Entwicklung der oben erwähnten Faktoren bestimme sich weitgehend das Ausmass der für eine Stabilisierung des belgischen Frankens notwendigen Zinsdifferenz. Sollte das Zahlungsbilanzdefizit anhalten und von einem neuen Vertrauensverlust in den belgischen Franken begleitet sein, so reiche die gegenwärtige Differenz von 3 Prozentpunkten mit Gewissheit nicht aus. So habe etwa im Fall des Dollars ein Zinsgefälle von 6-7 Prozentpunkten zwischen den USA und Deutschland die Währungskrise des letzten Jahres nicht beenden können, während gegenwärtig eine Differenz von 4 Punkten mehr als ausreichend sei.

Abschliessend führt Herr Emminger zum Thema Zinseskulation aus, dass in einer Welt sich verstärkender Inflation ein allgemeines Ansteigen der Zinssätze unvermeidlich sei.

Der Vorsitzende stellt fest, dass die Herren Emminger und de Strycker unterschiedlicher Auffassungen hinsichtlich des Risikos sind, das mit einem Zinsauftrieb als Folge des Einwirkens auf die Zinssätze zur Verteidigung der nationalen Währungen verbunden ist. Er verweist darauf, dass die kurzfristigen Zinsen in den USA und am Eurodollarmarkt seit einiger Zeit auf einem hohen Niveau verharren, und er frage sich, inwieweit ein Beibehalten der bisherigen Richtung angesichts der Gefahr eines sich verstärkenden Zinsauftriebs zweckmässig sei. Sei es insbesondere klug, dass die deutschen Behörden ihre Politik der Erhöhung der Zinssätze angesichts der Tatsache fortsetzen, dass die D-Mark alle Eigenschaften einer starken Währung habe und sich bereits am oberen Rand des Währungsbandes im EWS befinde.

Herr Emminger räumt ein, man müsse ständig die Gefahr einer Zinseskulation im Auge behalten, betont indessen, dass die Differenz zwischen den amerikanischen und den deutschen Sätzen bis vor kurzem noch so gross gewesen sei, dass sie die relative Schwäche der D-Mark und Kapitalabflüsse begünstigt habe. In dieser Situation sei eine Anhebung der - damals äusserst niedrigen - deutschen Zinssätze unvermeidlich gewesen. Diese Anhebung habe indessen nur einen Teil des Gefälles zu den USA beseitigt und sei im wesentlichen durch die Marktkräfte bewirkt worden, wobei die amtlichen Sätze der Bundesbank diese Entwicklung nur nachvollzogen hätten. Andererseits könne und wolle die Bundesbank aus internen Gründen nicht gegen diese Zinssteigerungen vorgehen, denn sie habe es mit einer explosionsartigen Ausweitung der monetären Aggregate zu tun, die noch verstärkt würde, wenn die Zinssätze auf einem künstlich niedrigen Niveau blieben.

Herr Zijlstra erklärt, er teile weitgehend die Ansicht von Herrn Emminger über die Situation im EWS und über die Interventionspolitik gegenüber dem US-Dollar. Er habe indessen gewisse Zweifel hinsichtlich der Argumentation in bezug auf die Zinsentwicklung. Gewiss erfordere die interne Situation in Deutschland eine restriktivere Geldpolitik, man müsse jedoch auch die Folgen einer solchen Massnahme für die Position der D-Mark im EWS bedenken. Diese Währung gelte als starke Währung, und

die Erwartungen bezüglich des Wechselkurses gehen eher in Richtung auf eine Aufwertung als eine Abwertung der D-Mark. Unter diesen Voraussetzungen müsse eine höhere Verzinsung für DM-Guthaben zwangsläufig zu Kapitalzuflüssen führen. Diese könnten ein derartiges Ausmass erreichen, dass einerseits die Wirksamkeit der deutschen Geldpolitik ernsthaft in Frage gestellt sei und andererseits die Vorwegnahme einer Höherbewertung des DM-Wechselkurses sich selbst verwirkliche ("self-fulfilling prophecy"). Herr Zijlstra frage sich daher, ob die deutsche Zinspolitik

- in bezug auf die Wirksamkeit der Geldpolitik nicht "self defeating" sei,
- die anderen am EWS teilnehmenden Länder nicht dadurch in Schwierigkeiten bringe, dass sie die Erwartungen einer DM-Aufwertung bestätigt.

Der Vorsitzende erklärt, er teile persönlich vollkommen die Ansicht von Herrn Zijlstra.

Herr Ortoli stellt fest, dass die Spannungen innerhalb des EWS, die sich im übrigen relativ in Grenzen hielten, zwei Ursachen zu haben scheinen: einerseits die strukturell oder konjunkturell begründete Schwäche einzelner Währungen, andererseits die Handhabung der Währungspolitik der wichtigen EG-Währungen nach innen und aussen. Wenn man auch davon ausgehen könne, dass über die allgemeine Orientierung Uebereinstimmung bestehe, insbesondere was die Beziehung zum US-Dollar betreffe, so müsse man doch eingehender die Frage prüfen, ob, unter Beibehaltung der bisherigen Orientierung, die Anwendung anderer als in den letzten Monaten benutzten Techniken gewisse Schwierigkeiten nicht hätte entstehen lassen.

Zu diesem Zweck wäre es nützlich, zu prüfen, welche Wirkungen andere Techniken unter den im Mai herrschenden Bedingungen gehabt hätten, und andererseits zu überlegen, wie die Konzertierung zwischen den Zentralbanken verstärkt werden könne.

Für die Zinspolitik sei es von Bedeutung, dass die EG-Länder eine gemeinsame Linie verfolgten, die mit der allgemeinen Wirtschaftsentwicklung vereinbar sei.

Herr Ortoli teilt weitgehend die Auffassung der Herren Lamfalussy, de Strycker und Hoffmeyer, insbesondere in bezug auf die Anpassung der Leitkurse. Dänemark sehe sich strukturellen Problemen gegenüber, zu denen noch das der Verteuerung des Erdöls komme, das besonders schwerwiegend

für ein Land sei, dessen Energiebedarf zu 100% durch Einfuhren gedeckt werden müsse. Zu Belgien sei zu bemerken, dass der belgische Franken zwangsläufig so lange einem Abwärtsdruck ausgesetzt sein werde, als das Problem der öffentlichen Finanzen nicht gelöst sei.

Herr Ortoli schliesst seine Ausführungen mit der Bemerkung, dass das EWS extreme Anforderungen stelle; um diesen Anforderungen zu entsprechen, müsse man mit Hilfe von Ex-ante-Analysen und Ex-post-Ueberprüfungen sicherstellen, dass die einzelstaatlichen politischen Strategien sich gut in die gemeinschaftliche politische Linie integrieren und dieser nicht widersprechen.

Der Vorsitzende erklärt, er sei in seiner Eigenschaft als Vorsitzender des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten gebeten worden, auf einer der nächsten Sitzungen des Rates der Finanzminister und des Europäischen Rates in Strassburg einen kurzen Erfahrungsbericht über die ersten drei Monate des EWS zu geben. Im Lichte der heutigen Aussprache könnten die folgenden Schlussfolgerungen gezogen werden:

- Mehrere Gouverneure, insbesondere jene, deren Währungen gefährdet sind, haben die Ansicht vertreten, dass Leitkursänderungen gegenwärtig nicht zweckmässig seien. Zu den von den Gouverneuren geäusserten Argumenten kann man ergänzend hinzufügen, dass das EWS geschaffen wurde, um in Europa ein stabiles aber anpassbares Wechselkurssystem zu errichten, wenn man jedoch die Paritäten bereits nach Ablauf von drei Monaten ändert, dürfte dieser Einrichtung kaum Begeisterung entgegengebracht werden. Im übrigen ist, auch wenn man einräumt, dass in Zukunft Leitkursänderungen unvermeidlich sein werden, anzustreben, darüber so wenig wie möglich zu sprechen und die Zahl und Häufigkeit solcher Anpassungen in Grenzen zu halten. In diesem Zusammenhang ist jede auf Gemeinschaftsebene oder bilateraler Basis gewährte Unterstützung der Länder, deren Währungen schwach sind, willkommen.
- In bezug auf die Politik gegenüber dem US-Dollar wurde bekräftigt, dass alle EG-Länder an einem stabilen Dollar interessiert sind und die Politik des Abbremsens des starken Dollaranstiegs mit diesen Interessen vereinbar ist. Diese Strategie der Intervention in Dollar hat nun eine Stabilisierung bewirkt, die seit Juni recht solide zu sein scheint; sie berührt die Interessensphäre der Gemeinschaft und muss durch andere Ueberlegungen ergänzt werden.

- Auch die Zinspolitik gehört zu den gemeinschaftlichen Belangen, und eine Eskalation der Zinsen bedeutet ein Scheitern der Koordinierungsanstrengungen. Um dieser Gefahr vorzubeugen, müssen die nationalen Anliegen mit jenen der Gemeinschaft in Einklang gebracht werden. Für ein reibungsloses Funktionieren des EWS und seinen Erfolg ist es notwendig, dass die gemeinschaftlichen Anliegen sowohl für die Zinspolitik als auch für die Strategie gegenüber dem Dollar massgebend sind und ganz allgemein die Massnahmen der EG-Zentralbanken in allen Bereichen beeinflussen.

Der Vorsitzende betont daher, dass der Ausschuss in den nächsten Monaten in jeder Sitzung vorrangig einen Meinungs austausch einerseits über die Interventionspolitik und andererseits über die Zinspolitik wird führen müssen. Er schlägt vor, das Thema "geldpolitisches Instrumentarium" (vgl. Punkt IV der Tagesordnung) im Juli zu erörtern, denn es stellen sich hier Probleme, die alle Mitgliedsländer, wenn auch in unterschiedlichem Ausmass, betreffen. Diese Frage bedarf zudem einer eingehenden Prüfung, die in Anbetracht der fortgeschrittenen Stunde heute nicht mehr stattfinden kann, während der Ausschuss für Juli eine längere Sitzung bis 13 Uhr oder 13.30 Uhr vorsehen und Herrn Bastiaanse bitten kann, den Bericht der Expertengruppe zu erläutern.

4. Meinungsaustausch über das Ersuchen der Federal Reserve Bank of New York, an das Sondertelefonnetz der Konzertierung angeschlossen zu werden (vgl. Referat von Herrn Théron unter Punkt B, 2.)

Der Vorsitzende erinnert daran, dass es zwei Arten von Konzertierungssitzungen gibt: die täglichen Sitzungen, die hauptsächlich einem Informationsaustausch dienen, und die wöchentlichen Sitzungen, mit eingehenderen Beratungen; im übrigen sei es nicht ausgeschlossen, dass in Zukunft noch andere Arten von weiterentwickelten Konzertierungen hinzukommen.

Herr Heyvaert betont, die Frage eines eventuellen Anschlusses der Federal Reserve Bank of New York sei in der Expertengruppe noch nicht diskutiert worden. Zum technischen und materiellen Aspekt der Frage erklärt er, dass ein Anschluss möglicherweise nur möglich wäre, wenn die Kapazität der technischen Einrichtung mittels relativ kostspieliger Investitionen erhöht würde. Auf jeden Fall würde der Anschluss die Abonne-

mentgebühren erhöhen, die gegenwärtig wie folgt umgelegt würden: 1/11 ist von jedem Abonnenten, der nicht Mitglied der EG ist, zu tragen, und die Restgebühr werde auf die EG-Zentralbanken nach dem im kurzfristigen Währungsbeistand geltenden Schlüssel umgelegt.

Herr Emminger ist prinzipiell mit einem Anschluss der Federal Reserve Bank of New York an das Sondertelefonnetz einverstanden. Wenn es technische Schwierigkeiten bei diesem Anschluss gäbe, sollte der Vorsitzende des Tages der Fed Bericht erstatten - ein Verfahren, das bereits angewendet werde, aber noch weiter ausgebaut werden könnte.

Herr Richardson spricht sich ebenfalls für einen Anschluss der Fed aus, die damit die Möglichkeit hätte, direkt an der Konzertierung auf multilateraler Basis beteiligt zu sein.

Herr Murray schliesst sich der Auffassung der beiden Vorredner an.

Herr de Strycker stellt die Frage, welche Gründe die Fed zu diesem Ersuchen bewogen haben und welche Vorteile der Anschluss der Fed für das EWS beinhalte.

Herr Théron erklärt, die amerikanischen Behörden seien an ihn nicht direkt herangetreten.

Herr Heyvaert verweist darauf, dass die Fed bereits indirekt insofern an der Konzertierung teilnehme, als der Vorsitzende des Tages seinem amerikanischen Kollegen kurz Bericht erstatte. Bis jetzt habe dieses Verfahren die amerikanischen Behörden befriedigt, die Einrichtung der wöchentlichen Sonderkonzertierung habe jedoch ihr Interesse für einen Anschluss an das Telefonnetz geweckt.

Herr Baffi ist ebenfalls positiv gegenüber dem amerikanischen Ersuchen eingestellt und dies aus den drei nachstehenden Gründen:

- Wie Herr Heyvaert bereits erwähnte, intensiviert sich die Konzertierung zunehmend; sie könne nur an Bedeutung gewinnen, wenn die Fed teilnimmt.
- In Anbetracht der Interdependenz der Geldmärkte in Amerika und Europa ist die Anwesenheit der amerikanischen Behörden bei den Beratungen wünschenswert.
- Es wäre eigenartig, eine Interventionspolitik gegenüber dem US-Dollar ohne Beteiligung der für diese Währung verantwortlichen Behörden formulieren zu wollen.

Herr Posthumus Meyjes erklärt, die Nederlandsche Bank befürworte das Gesuch der Fed.

Herr Hoffmeyer äussert Verständnis für den Wunsch der Fed, direkt an der Konzertierung beteiligt zu werden, und meint, es wäre schwierig, die Fed anders als die übrigen Zentralbanken zu behandeln.

Herr de Strycker ist überrascht darüber, dass die Teilnahme der Fed nur auf technischer Ebene erörtert worden sei, denn es handle sich um eine wichtige Prinzipfrage. Die Beteiligung der Amerikaner an der Konzertierung setze voraus, dass die EG-Länder einerseits und die amerikanischen Gesprächspartner andererseits über die Ziele dieser Konzertierung gemeinsame Vorstellungen haben. Es komme in der Tat darauf an, dass sich die amerikanischen Behörden nicht darauf beschränken, das Ergebnis der Beratungen der Teilnehmerländer zur Kenntnis zu nehmen, sondern bereit sind, eigene Überlegungen und Beiträge beizusteuern. Dieses Problem sei so wichtig, dass eine Überprüfung gemeinsam mit der Fed auf höchster Ebene gerechtfertigt sei.

Der Vorsitzende schlägt vor, das Problem eines eventuellen Anschlusses der Fed an das Telefonnetz zu überdenken und die Frage auf der nächsten Sitzung erneut aufzugreifen. Die Überlegungen könnten sich von zwei etwas entgegengesetzten Erwägungen leiten lassen:

- Es besteht bereits eine Konzertierung zwischen den amerikanischen Behörden einerseits und den EG-Zentralbanken oder einigen unter ihnen andererseits, was den Schluss nahelegt, eine Konsolidierung oder Institutionalisierung dieser Konzertierung zu erwägen.
- Hingegen muss vermieden werden, dass die Fed diese Konsolidierung als Vorwand nimmt, künftig um Teilnahme an sämtlichen weiterführenden Konzertierungen jeden Niveaus, die die Zentralbanken der EG unter sich zu organisieren wünschen, nachzusuchen.

Der Vorsitzende schlägt vor, die Stellvertreter aufzufordern, dieses Problem zu überdenken und den Gouverneuren auf der nächsten Juli-Sitzung Bericht zu erstatten.

Der Ausschuss erklärt sich mit dem Verfahrensvorschlag des Vorsitzenden einverstanden.

III. Fortsetzung der Prüfung der Koordinierung der Geldpolitik in der Gemeinschaft anhand des von der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Bastiaanse erstellten Berichts Nr. 14 und den von Herrn Lamfalussy in der Sitzung vorzutragenden Ueberlegungen

Wegen der fortgeschrittenen Stunde verzichtet der Ausschuss auf diese formelle Prüfung, die sich ohnehin teilweise durch die Aussprache über die Interventions- und Zinspolitik erledigt hat.

IV. Prüfung des Berichts der Arbeitsgruppe "Harmonisierung der währungspolitischen Instrumente" zu Fragen in bezug auf die währungspolitischen Instrumente

Der Ausschuss kommt überein, diesen Punkt auf die Tagesordnung der nächsten Sitzung zu setzen.

V. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

Quote der Bank von Griechenland im kurzfristigen Währungsbeistand

Herr Schleiminger weist darauf hin, dass in der Anlage zum Vertrag über den EG-Beitritt Griechenlands auf einen Beschluss der Präsidenten der EG-Zentralbanken vom 13. März Bezug genommen werde, nach dem der Bank von Griechenland im kurzfristigen Währungsbeistand eine Quote zugeteilt worden sei. Die Gouverneure hätten jedoch am 13. März 1979 keinen Beschluss in dieser Angelegenheit gefasst; sie hätten damals lediglich ihre Ansicht darüber geäußert, welche Quote sie für Griechenland für angemessen hielten, wobei sie betont hätten, dass die Zentralbankpräsidenten für den kurzfristigen Währungsbeistand zuständig seien und nur sie, und nicht der Ministerrat, mit Griechenland über die Quote in diesem Kreditmechanismus verhandeln könnten. Die Bank von Griechenland müsste daher, um rechtsgültig eine Quote im kurzfristigen Währungsbeistand zu erlangen, Verhandlungen mit den Zentralbankpräsidenten der EG-Notenbanken über den Abschluss eines formellen Uebereinkommens aufnehmen, das von sämtlichen Teilnehmerzentralbanken zu unterzeichnen wäre.

Der Vorsitzende schlägt vor, die Stellvertreter aufzufordern, die Situation zu prüfen und dem Ausschuss in der nächsten Sitzung Bericht zu erstatten.

Der Ausschuss erklärt sich mit dem Vorschlag des Vorsitzenden einverstanden.

VI. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Die nächste Sitzung findet am Dienstag, dem 10. Juli 1979, um 10 Uhr in Basel statt und könnte, wie unter Punkt II erwähnt, bis 13 Uhr oder 13.30 Uhr dauern.

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

MAI 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 Mai sowie in den ersten Junitagen 1979.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Bei etwas unruhigerem Geschäftsverlauf blieb der Dollar während des grössten Teils des Monats fest, während die Spannungen, die sich im April im Europäischen Währungssystem bemerkbar gemacht hatten, weiter anhielten und sich sogar noch verstärkten.

Innerhalb des EWS wechselten die Währungen mit Ausnahme des belgischen Frankens und der italienischen Lira ihre Positionen.

Der belgische Franken blieb die schwächste Währung im EWS. In Brüssel durchbrach die ECU am 3. Mai ihre Divergenzschwelle (nach Korrektur des Index). Die Belgische Nationalbank ergriff daraufhin verschiedene geldpolitische Massnahmen: der Diskontsatz wurde in zwei Schritten von 6 auf 8% erhöht, Gelder im Ausland aufgenommen und die Interventionen diversifiziert. Ab 18. Mai näherte sich der belgische Franken, der zu Beginn des Monats in Opposition zur dänischen Krone gelegen hatte, seinem Tiefstkurs gegenüber dem französischen Franken und der DM und musste anschliessend mehrfach am unteren Interventionspunkt gegenüber der DM gestützt werden.

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

Nicht weniger charakteristisch war die Kursentwicklung der dänischen Krone. Während sie zu Beginn des Monats noch an der Spitze der europäischen Währungen mit begrenzter Schwankungsbreite gelegen hatte, verlor sie danach ständig an Boden. In der zweiten Hälfte verstärkte sich der Abwärtstrend so sehr, dass sich die Dänische Nationalbank veranlasst sah, ihre Währung zu stützen. Der Zinsverfall im Zusammenhang mit der reichlicheren Bankenliquidität und zur gleichen Zeit die ziemlich pessimistischen Voraussagen des "Ausschusses der Weisen" über die dänische Wirtschaft erklären diesen Tendenzumschwung.

Die anderen EWS-Währungen wiesen eine weniger grelle Kursentwicklung auf. Die DM verzeichnete aber einen deutlichen Kursgewinn und notierte am Monatsende mit einem Agio von 2,25% gegenüber dem belgischen Franken, während das Agio gegenüber der dänischen Krone nicht viel geringer war. Hierzu haben sicherlich die technischen Rückwirkungen beigetragen, die von den Dollarverkäufen der Deutschen Bundesbank (und den gleichgerichteten DM-Käufen der Federal Reserve Bank von New York) auf den Devisenmarkt ausgingen; denn - bedingt durch diese Operationen - schwächte sich die DM im Verlauf des Monats Mai gegenüber dem US\$ weniger stark ab als andere EWS-Währungen.

Der Gulden gab leicht nach; die niederländische Zentralbank bremste diese Bewegung leicht und erhöhte den Diskontsatz von 6 1/2 auf 7%.

Die Zentralbank von Irland regulierte im Rahmen eines Uebergangsarrangements den Kurs des irischen Pfunds innerhalb der EWS-Bandbreite. Im Einklang mit dieser Politik liess sie im Monatsverlauf das irische Pfund gegenüber den anderen EWS-Währungen leicht abgleiten.

Der französische Franken wies insbesondere in den letzten 10 Tagen des Monats einen sprunghafteren Kursverlauf auf. Der Druck auf diese Währung, der im wesentlichen psychologischen Ursprungs war, machte vorübergehend Stützungsoperationen der Bank von Frankreich notwendig, war aber Ende des Monats völlig verschwunden.

Die italienische Lira befestigte sich im Verlauf der ersten drei Wochen innerhalb ihrer erweiterten Bandbreite um ungefähr 1%, um sich sodann zu stabilisieren.

Das Pfund Sterling verzeichnete wiederum einen kräftigen Kursanstieg. Einige Gewinnmitnahmen am Tage nach den Wahlen, deren Ergebnis vom Devisenmarkt bereits vorweggenommen worden war, und die

Besorgnis hinsichtlich der Preisentwicklung drückten zwar in den ersten Maitagen zeitweilig auf den Pfundkurs, aber die Erklärungen einiger Mitglieder des neuen Kabinetts und das immer noch relativ hohe Niveau der britischen Zinssätze liessen den Kurs des Pfund Sterling wieder ansteigen.

Die Kursentwicklung der ECU gegenüber den Hauptwährungen gibt diese verschiedenen Kursbewegungen wieder. Während sie in London um 1% sank, war der Kursrückgang in Frankfurt (0,37%) schwächer. Die Entwicklung des Divergenzindikators gibt jedoch den Kursanstieg der DM gegenüber allen anderen am Wechselkurs beteiligten Währungen deutlicher wieder. An allen anderen Plätzen stieg der Kurs der ECU an: sehr gering in Paris (+0,3%), etwas mehr in Brüssel, Amsterdam und Dublin (zwischen 0,6 und 0,7%) und viel deutlicher in Kopenhagen (+2,4%). In Brüssel hat sich die ECU im Monatsverlauf beträchtlich ihrem Maximalabstand genähert, während sie am 1. Juni ihre Divergenzschwelle in Kopenhagen überschritt.

Der Kurs des US-Dollars stieg weiterhin an. Am Monatsende verlangsamte sich aber sein Kursanstieg: die Bekanntgabe eines Handelsbilanzdefizits, das höher als erwartet war (US\$ 2,15 Mrd. im April gegenüber US\$ 821 Mio. in März), und eines Einzelhandelspreisindex, der eine jährliche Preissteigerungsrate von 10,4% erkennen liess, drückte auf den Kurs der Währung der Vereinigten Staaten, wo übrigens die Zinssätze nicht mehr weiter gestiegen sind, während in der übrigen Welt ein Zinsauftrieb zu verzeichnen ist.

Der Kurs des kanadischen Dollars wurde von den enttäuschenden Aussenhandelsresultaten und der Verringerung der Kapitaleinfuhren in Mitleidenschaft gezogen; trotz der Stützungsaktionen der Zentralbank, fiel er um 1,6% gegenüber dem US-Dollar, so dass die kanadische Währung fast ganz die Kurserholung vom Monat April verloren hat.

Dagegen schloss der japanische Yen leicht verbessert gegenüber dem Dollar. Sein Kursverlauf war sehr kontrastreich. Der Eindruck, dass nach dem raschen Kursverfall im Verlaufe der letzten Monate eine Stabilisierung angebracht sei, wurde durch eine Erklärung des Premierministers Ohira bestätigt und erwies sich in der ersten Monatshälfte als günstig, so dass der Dollar am 15. Mai bis auf Yen 212,70 fiel, d.h. um fast 4% gegenüber Ende April. Das Weiterbestehen der Erdölversorgungsprobleme und die beunruhigende Preisentwicklung trugen dazu bei, dass ein grosser Teil dieser Kursverbesserung wieder verloren ging.

Der Schweizer Franken zeigte sich in guter Verfassung; die Schweizer Währungsbehörden, die darauf bedacht waren, die Kursrelation zur DM stabil zu halten, waren stets im Markt präsent. Gegen Ende des Berichtszeitraums wurden die Bestimmungen zum Schutz der Währung gemildert, und die Verengung der Bankenliquidität veranlasste die Schweizerische Nationalbank, dem Bankensystem im Wege vom Swapoperationen beträchtliche Frankenbeträge gegen Dollar zu leihen.

Die norwegische und die schwedische Krone notierten fest und entwickelten sich parallel zum US-Dollar. In beiden Fällen bremste die jeweilige Zentralbank die feste Grundtendenz.

II. INTERVENTIONEN IN DOLLAR

Auch im dritten aufeinanderfolgenden Monat gaben die an der Konzertation beteiligten Zentralbanken per saldo US-Dollar ab. Die Netto-Dollarabgaben beliefen sich unter Einschluss des US\$-Gegenwertes der Käufe von europäischen Währungen durch die Federal Reserve Bank von New York - fast ausschliesslich DM - wie im April auf ungefähr US\$ 8 Mrd.

Die Bruttoverkäufe, die einen Gesamtbetrag von US\$ 10,2 Mrd. erreichten, wurden vorwiegend gegen Schweizer Franken, DM und Yen getätigt. Die Operationen gegen DM verteilten sich im Verhältnis von 1/4 zu 3/4 auf New York und Frankfurt.

Die kanadische Zentralbank verkaufte ebenfalls beträchtliche Dollar-mengen. Die Abgaben durch die Zentralbanken Frankreichs, der Niederlande, Belgiens und Dänemarks fielen geringer aus.

Die Dollar-Bruttokäufe die sich auf insgesamt US\$ 2,2 Mrd. beliefen, gingen vor allem auf die Bank von Italien und in unbedeutendem Masse auf die Bank von Norwegen zurück.

III. INTERVENTIONEN IN EUROPÄISCHEN WÄHRUNGEN

Die Interventionen der EWS-Zentralbanken machten den Gegenwert von ungefähr US\$ 700 Mio. aus.

Die Hälfte dieses Betrages geht auf die Interventionen zurück, mit denen der belgische Franken am unteren Interventionspunkt zuerst in ganz geringem Ausmass gegen dänische Kronen, sodann gegen DM gestützt wurde. Die Belgische Nationalbank intervenierte auch innerhalb der Marge in französischen Franken, DM und dänischen Kronen, wobei die Beträge weniger bedeutend waren.

Die Dänische Nationalbank, die Niederländische Bank und die Bank von Frankreich verkauften innerhalb der Margen netto DM.

Die Zentralbank von Irland schliesslich gab im Rahmen der Regulierung des Kurses des irischen Pfunds innerhalb des EWS-Bands beträchtliche Sterlingbeträge ab.

* * *

In den ersten Juni-Woche zeigte sich der US-Dollar weiterhin in guter Verfassung.

Bei den EWS-Währungen hat sich die dänische Krone weiter abgeschwächt, so dass sie in Frankfurt ihren unteren Interventionspunkt erreichte.

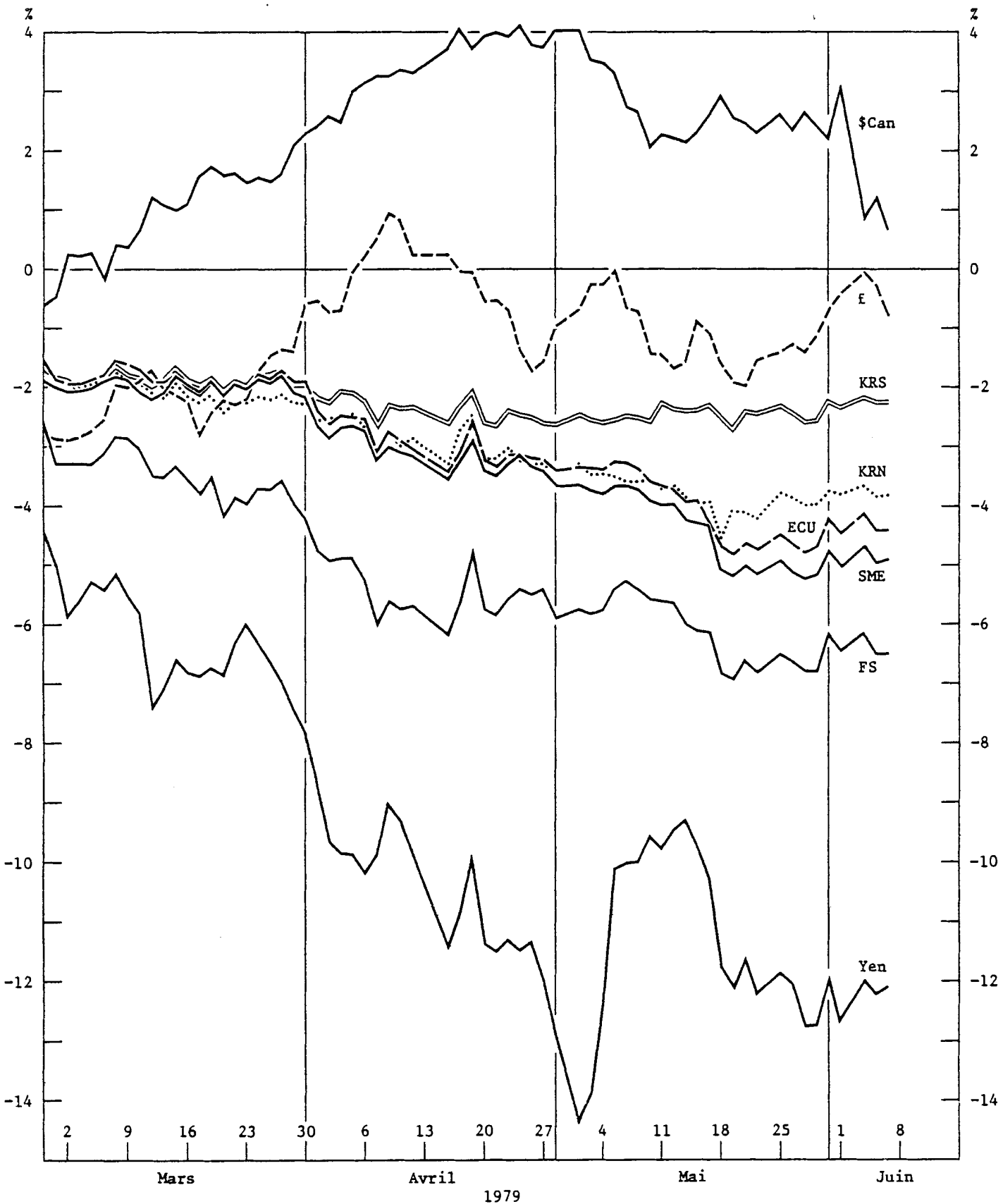
Das Pfund Sterling blieb fest.

Der Kurs des kanadischen Dollars bröckelte erneut ab.

Die Interventionen in US-Dollar waren per saldo fast ausgeglichen; die Bank von England und die Bank von Italien tätigten die meisten Käufe, während die Bundesbank mit den Verkäufen fortfuhr und die Dänische Nationalbank relativ bedeutende Dollarbeträge abgab.

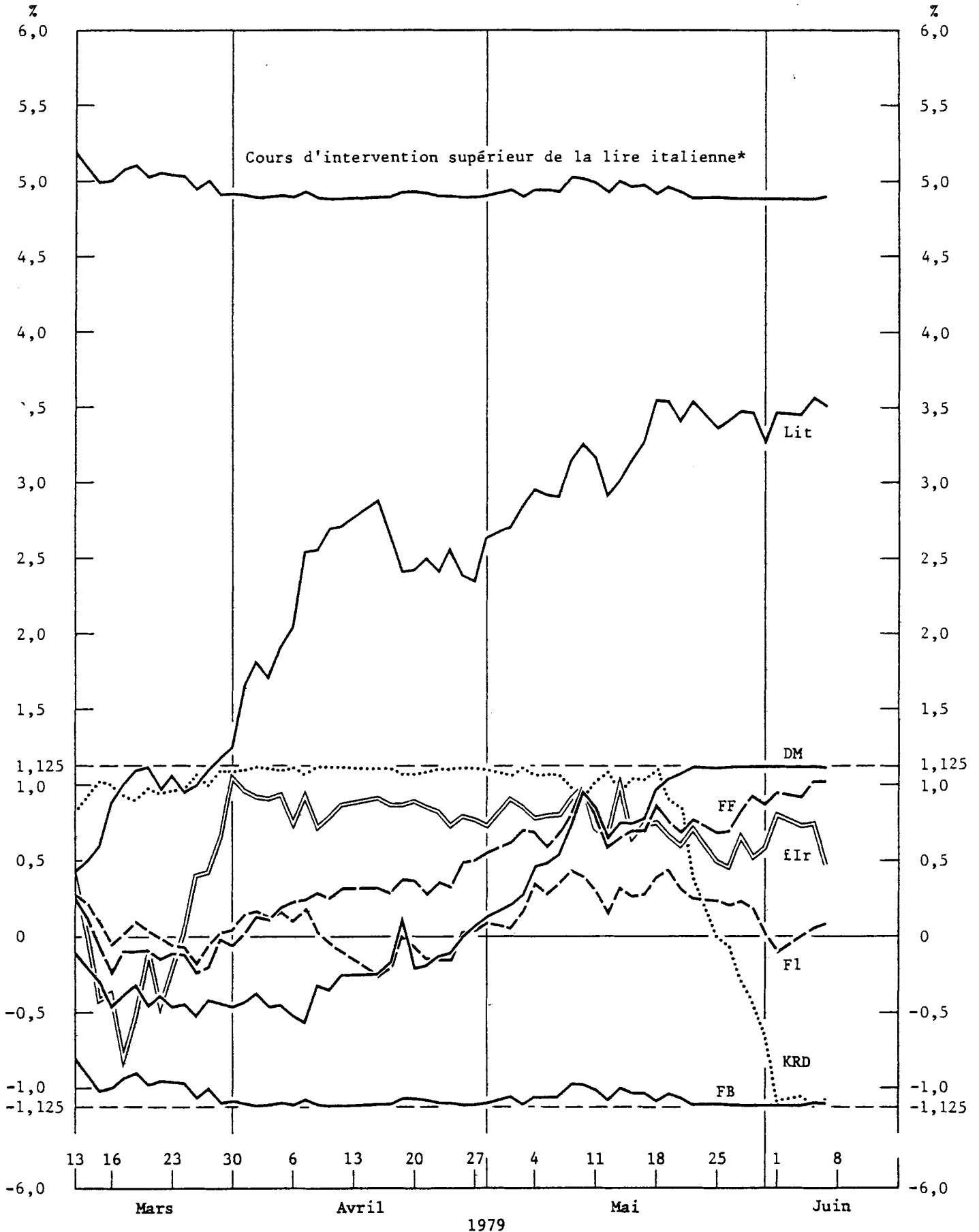
Die Interventionen in Gemeinschaftswährungen beliefen sich auf den Gegenwert von etwas mehr als US\$ 600 Mio; sie dienten der Stützung des belgischen Frankens und der dänischen Krone gegenüber der DM und verteilten sich auf die beiden Währungen zu gleichen Teilen. Gleichzeitig tätigte die Federal Reserve Bank von New York weitere DM-Käufe gegen US-Dollar.

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*



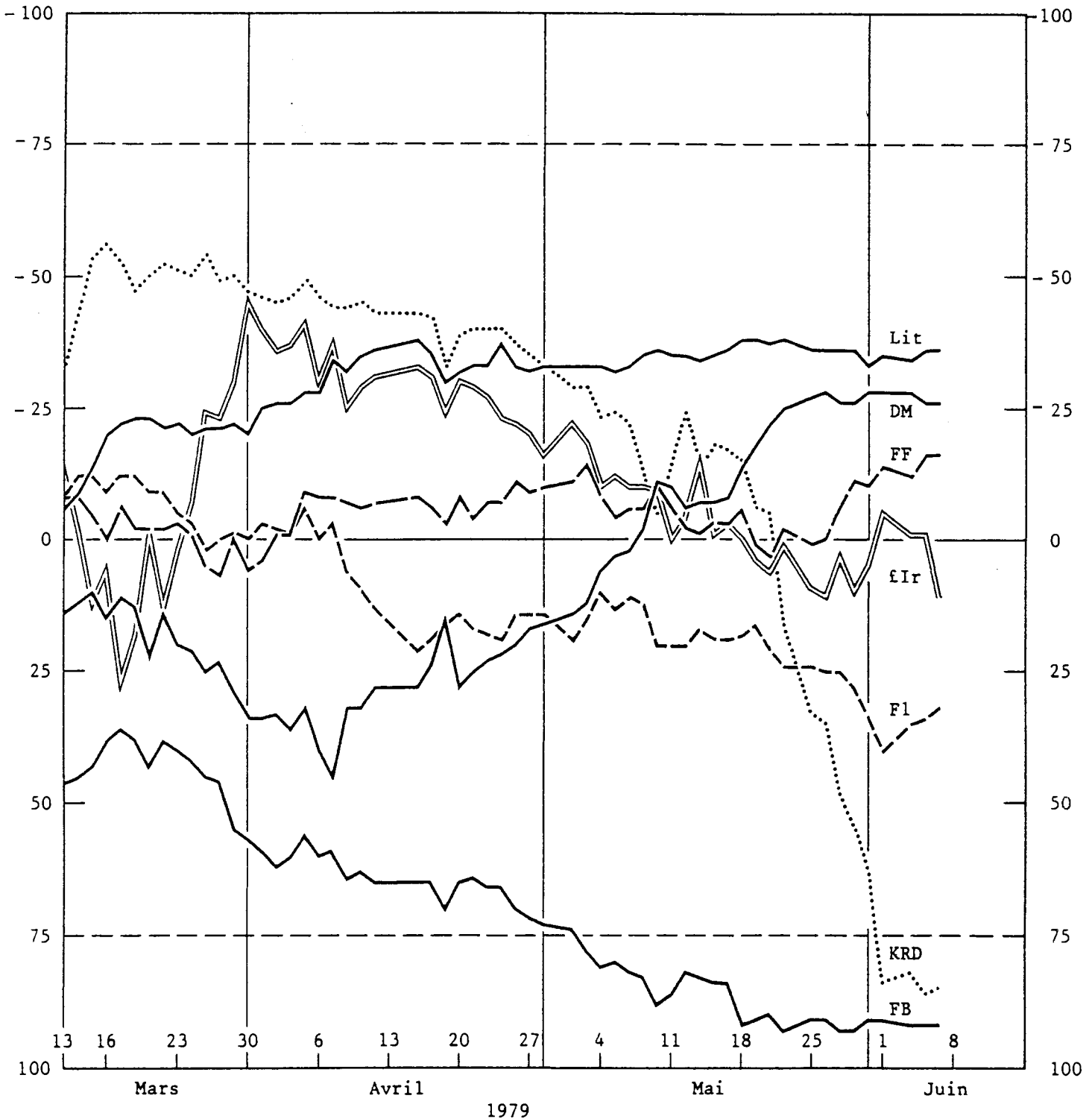
*ECU 1,37773; cours médian des monnaies participant au SME 1,3806;
£ 0,48040; \$Can 1,18652; FS 1,6215; KRS 4,2850; KRN 4,9910; Yen 193,30.

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



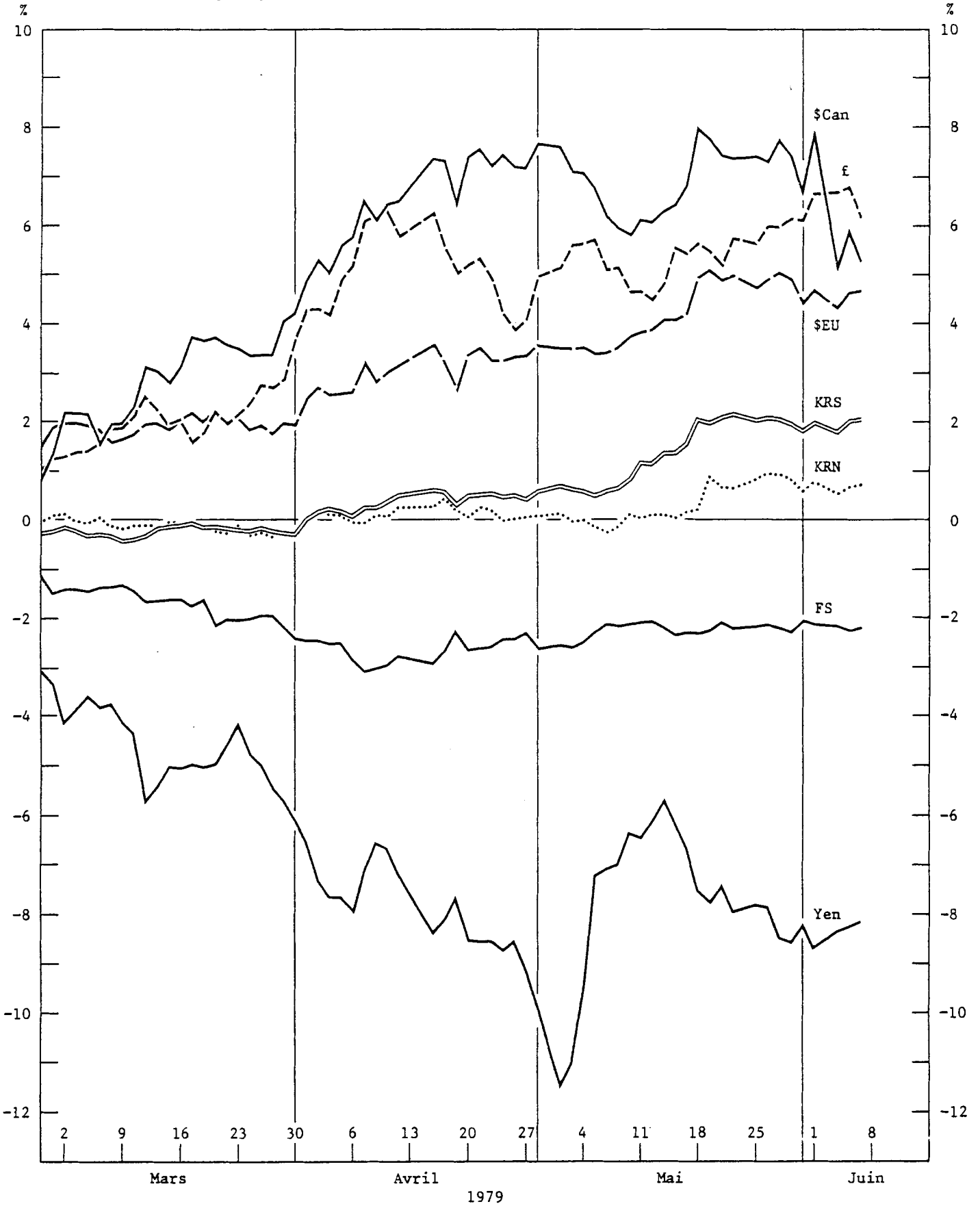
* Le cours d'intervention supérieur de la lire italienne représente l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible dans la bande de fluctuation étroite de $\pm 2,25\%$.

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 ± 100 , le seuil de divergence étant ± 75 . Les données qui ont servi de base à l'établissement de ce graphique sont les cours de l'Ecu exprimés en termes des 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.

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



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