

PROTOKOLL \*

DER HUNDERTDREIZEHNTEN SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER PRAESIDENTEN  
DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN  
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT  
BASEL, DIENSTAG, 12. JULI 1977, 10.00 UHR

---

Anwesend sind: der Gouverneur der Central Bank of Ireland und Ausschussvorsitzende, Herr Murray, begleitet von den Herren Breen, Reynolds und Murphy; der Gouverneur der Banque Nationale de Belgique, Herr de Strycker, begleitet von Herrn Janson; der Gouverneur der Danmarks Nationalbank, Herr Hoffmeyer, begleitet von Herrn Mikkelsen; der Präsident der Deutschen Bundesbank, Herr Emminger, begleitet von den Herren Pöhl und 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, Boot und Sillem; der Gouverneur der Bank of England, Herr Richardson, begleitet von den Herren Fforde 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; Herr Heyvaert, Vorsitzender der Expertengruppe; ebenfalls anwesend sind der Generalsekretär des Ausschusses, Herr d'Aroma, sein Beigeordneter, Herr Bascoul, Herr Schéller und Herr Freeland sowie Herr Lamfalussy.

I. Billigung des Protokolls der 112. Sitzung

Das Protokoll der 112. Sitzung wird vom Ausschuss einstimmig in der Fassung des Entwurfs gebilligt.

---

\* Endgültige, in der Sitzung vom 13. September 1977 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige geringfügige Aenderungen redaktioneller Art aufweist.

II. Entwicklung auf den Devisenmärkten der Konzertationsteilnehmer im Monat Mai und in den ersten Junitagen: 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.

Der Vorsitzende dankt Herrn Heyvaert für seinen Bericht.

B. Aussprache des Ausschusses

Herr Clappier hofft, der obenerwähnte Bericht werde von den EWG-Finanzministern gründlich diskutiert werden; er möchte wissen, wie die deutschen Behörden die neueste Entwicklung des US-Dollar/DM-Kursverhältnisses (eine alle EWG-Zentralbanken interessierende Entwicklung) beurteilten; er möchte ebenfalls wissen, ob die Deutsche Bundesbank das Austauschverhältnis zwischen dem Dollar und der DM als richtig erachte.

Herr Emminger antwortet mit dem Hinweis, dass der augenblickliche Kursverfall des US-Dollars eine dieser Währung eigene Bewegung sei, die nicht nur das Verhältnis des Dollars zur DM, sondern auch zu mehreren anderen europäischen Währungen betreffe. Die wirtschaftliche und monetäre Lage in der Bundesrepublik rechtfertige keine Aufwertung der DM gegenüber dem Dollar. Die Gesamtzahlungsbilanz Deutschlands sei im ersten Halbjahr 1977 mit fast DM 1 Mrd. defizitär gewesen. Dieses Defizit setze sich aus einem leichten Ueberschuss in laufender Rechnung, der in sich selber keinen störenden Faktor für die Devisenmärkte darstelle, und einem deutlichen Kapitalabfluss zusammen. Der Vergleich der deutschen kurzfristigen Zinssätze und den Euro-Dollar-Sätzen ergebe eine deutliche Differenz zugunsten des Dollars.

Tatsächlich scheine der US-Dollar-Kurs unter einem spekulativen Druck zu stehen, der seinen Ursprung in der amerikanischen Zahlungsbilanzsituation habe. Das für 1977 zu erwartende Defizit in laufender Rechnung werde augenblicklich auf \$ 12 Mrd. geschätzt; einige Schätzungen lägen sogar noch viel höher. Das Defizit gehe weitgehend auf Erdöl- und Rohstoffimporte sowie auf eine Verschlechterung der amerikanischen Aussenposition gegenüber Japan zurück. Ein solches Defizit dürfte keine Finanzierungsprobleme aufwerfen,

da die OPEC-Länder im allgemeinen keine andere Wahl hätten, als ihre Ueberschüsse auf dem amerikanischen oder auf dem Eurodollarmarkt zu investieren. Man könne jedoch die Kritik der BIZ in ihrem letzten Jahresbericht und anderer Fachleute am amerikanischen Defizit bedauern. Diese Kritik sowie das Abschlusskommuniqué der letzten OECD-Konferenz in Paris und gewisse Erklärungen des amerikanischen Finanzministers hätten nämlich dazu beigetragen, Unsicherheit über die zukünftige Entwicklung des Dollarkurses zu stiften und die Kapitalströme in Richtung USA zu verlangsamten oder sogar umzukehren.

Die deutschen Behörden seien nicht der Auffassung, dass es ihnen obliege, der Baisse des Dollarkurses entgegenzutreten; einerseits betrachteten sie diese Baisse als eine dem Dollar eigene Bewegung, die gegenüber einer ganzen Reihe von anderen Währungen zum Ausdruck komme; andererseits respektierten sie die bereits vor der letzten OECD-Konferenz eingegangene Verpflichtung, sich fundamentalen Markttendenzen nicht zu widersetzen. Die amerikanischen Behörden seien übrigens der Auffassung, dass das Kursverhältnis zwischen dem Dollar und den Verbundwährungen nicht anormal sei und die neueste Entwicklung keine erratischen Merkmale aufweise. Unter diesen Bedingungen könne die Deutsche Bundesbank kaum etwas anderes tun, als die erratischen Bewegungen zu glätten (so habe sie zum Beispiel am 11. Juli \$ 50 Mio. gekauft, um wieder geordnete Marktbedingungen herzustellen) und eventuell Massnahmen der inneren Geldpolitik zu ergreifen.

Herr Clappier meint, man könne über die Natur der Wechselkursschwankungen anderer Meinung als die amerikanischen Behörden sein. Herr Emminger scheine übrigens zuzugeben, dass den neuen Bewegungen ein gewisser Grad von "Erratismus" anhaftete. Es sei verständlich, dass die Deutsche Bundesbank aus Sorge um ihre innere Geldpolitik zögere, in grossen Beträgen zu intervenieren, aber der stabilisierende Effekt, den die Interventionen der Deutschen Bundesbank vom 11. Juli ausgeübt hätten, erlaubten den Schluss, dass die Märkte auf eine feste Haltung der Zentralbank, deren Währung besonders betroffen sei, reagierten und eine konzertierte Aktion der europäischen Zentralbanken auf den Devisenmärkten angebracht wäre. Es sei zu wünschen, dass die Deutsche Bundesbank in den nächsten Tagen nicht zögere, im Bedarfsfall ihre Interventionen zu wiederholen, die nicht notwendigerweise hoch sein müssten, um wirksam zu sein.

Herr de Strycker unterstreicht, dass Äusserungen wie die von Herrn Blumenthal, die angesichts des schlimmen US-Zahlungsbilanzdefizits die Märkte noch mehr hätten beunruhigen können, wenig angebracht seien. Solche Kommentare ständen ausserdem im Widerspruch zu der amerikanischen Doktrin, derzufolge die Devisenmärkte den Wert der Währungen festlegen sollten. Es wäre sicherlich unmöglich, die Behörden der Vereinigten Staaten davon zu überzeugen, dass sie eine Verantwortung für den Wert ihrer Währung hätten, aber man solle sie wenigstens ersuchen, die internationale Währungssituation nicht durch unpassende Äusserungen noch mehr zu komplizieren. Diese Besorgnis könnte den amerikanischen Behörden anlässlich der nächsten Besuche in den USA von seiten der EWG klargemacht werden.

Herr Ortoli meint, selbst wenn die augenblicklichen Schwankungen des Dollarkurses nicht als erratisch angesehen würden, stellten sie jedoch in jedem Fall ein Element der Verwirrung dar und beinhalteten insbesondere für den Zusammenhalt des Währungsverbunds ein Risiko. Vor einer solchen Situation und unter Berücksichtigung der Tatsache, dass man sich wahrscheinlich erst am Anfang einer Dollarschwäche befinde, sei es angebracht, den Gedanken von Herrn Clappier zu beherzigen, d.h. im Bedarfsfall abgestimmte Interventionen vorzunehmen, die trotz beschränkten Umfangs den Kursbewegungen zumindest die Spitzen abschlagen könnten.

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

Der Ausschuss verabschiedet den Bericht in der Fassung des Entwurfs; der Bericht wird den Finanzministern zugehen.

### III. Fortsetzung der Diskussion über die monetäre Lage in der EWG und über die Geldpolitik der Mitgliedstaaten

Herr Breen erinnert die Zentralbankpräsidenten daran, dass am Schluss ihrer Aussprache vom 10. Mai 1977 über den Bericht Nr. 10 der Expertengruppe Bastiaanse beschlossen worden sei, die Aussprache im Juli fortzusetzen. Zu diesem Zweck seien die Stellvertreter beauftragt worden, einige der wichtigsten Punkte, die sich bei dem Meinungsaustausch der Zentralbankpräsidenten ergeben hätten, zu prüfen.

Die Stellvertreter hätten seit damals bei zwei Gelegenheiten mehrere Themen besprochen, die unter den folgenden Ueberschriften klassifiziert werden könnten:

- a) monetäre Finanzierung der öffentlichen Defizite,
- b) geldpolitische Ziele, die entweder als Geldmengen- oder Kreditmengenziele definiert seien,
- c) Wechselkurse und Zahlungsbilanzen.

Zu diesen Themen komme noch ein Vermerk hinzu, den Herr Lamfalussy über die Zinspolitik und die Wechselkurse angefertigt habe.

Während ihrer zweiten Aussprache am 11. Juli hätten die Stellvertreter besonders folgende Aspekte betrachtet:

- die Gefahr, welche die neue Dollarschwäche, die sich seit einiger Zeit bemerkbar mache, für die innergemeinschaftlichen Wechselkursbeziehungen bedeute (die dem Währungsverbund angehörenden skandinavischen Kronen schienen dieser Gefahr besonders ausgesetzt zu sein);
- die Implikationen der bedeutenden Dollarkäufe der europäischen Zentralbanken für die innere Geldpolitik der EWG-Länder.

Zu dem ersten Aspekt hätten sich die Stellvertreter gefragt, ob der Bruch in der Stabilität der Wechselkursrelationen zwischen den europäischen Währungen unvermeidbar sei oder ob es im Gegenteil die Möglichkeit gebe, in abgestimmter Weise zu handeln, um eine gewisse europäische Solidarität gegenüber dem Dollar zu schaffen.

Hinsichtlich der Rückwirkungen der bedeutenden Dollarkäufe einiger europäischer Zentralbanken auf die Binnenliquidität sei erinnert, dass die internen und externen Ziele der Geldpolitik besser harmonisiert hätten, als die Wechselkurse stabil geworden seien. Dagegen habe die augenblickliche Dollarschwäche einen neuen Konflikt zwischen diesen Zielen geschaffen, und es habe den Anschein, als ob die europäischen Zentralbanken nun wählen müssten zwischen der Aufwertung ihrer Währungen mit den schädlichen Auswirkungen für die Exporte und den Beschäftigungsstand und dem Erwerb beträchtlicher Dollarbeträge, wodurch sich die Aussichten, die Ziele der inneren Geldpolitik zu erreichen, verschlechtern würden.

Wegen der unmittelbaren Bedeutung der augenblicklichen Dollarkursentwicklung und ihrer Beziehung zu mehreren Punkten, die in der Ausschusssitzung im Mai dieses Jahres diskutiert worden seien, seien die Stellvertreter der Meinung gewesen, dass die Zentralbankpräsidenten wünschen könnten, ihre heutige Aussprache auf das aktuelle Thema zu konzentrieren. Die mehr grundsätzlichen Themen, die im Mai angesprochen und vorstehend erwähnt worden seien, würden weiterhin studiert werden und einen bedeutenden Teil der Arbeit der Bastiaanse-Gruppe ausmachen.

Der Vorsitzende hält fest, dass nach Ansicht der Stellvertreter die grosse aktuelle Frage, nämlich die Dollarschwäche und ihre Auswirkungen auf die EWG sowie auf die Wechselkurse und die Geldpolitik der Mitgliedstaaten Vorrang vor den allgemeineren und grundsätzlicheren Fragen, die bei der Prüfung des nächsten Berichts der Bastiaanse-Gruppe wieder aufgegriffen werden sollten, haben sollte.

Herr de Strycker erinnert daran, die Stellvertreter hätten von Herrn Lamfalussy einen Vermerk erhalten, der die Beziehungen zwischen den Zinssätzen und den Wechselkursen behandle. Es sei angebracht, dass Herr Lamfalussy kurz den Inhalt dieser Note zusammenfasse, damit die Zentralbankpräsidenten ihre Gedanken über die Möglichkeiten austauschen könnten, die Wechselkurse über die Zinssätze zu beeinflussen. Bei der Ungewissheit über die Wechselkurse sei es wichtig zu wissen, welche Massnahme auf dem Gebiet der Zinspolitik ergriffen werden könnte.

Herr Lamfalussy führt aus, sein Vermerk konzentriere sich auf die zwei folgenden Fragen:

- In welchem Masse können die realen Zinssätze einen dauerhaften Einfluss auf die Wechselkurse haben?
- Inwieweit können Veränderungen der kurzfristigen Zinssätze die Wechselkursschwankungen kompensieren und dadurch spekulativem Druck auf eine Währung entgegentreten?

Da es unmöglich sei, sich eine Vorstellung über die Inflationsraten über eine Zeitspanne von 5 bis 10 Jahren hinweg zu machen, seien die langfristigen Realzinssätze, die sehr interessant wären, nicht in Betracht gezogen und für die erste Fragestellung lediglich die kurzfristigen Zinssätze verwandt worden. Man könne sagen, dass das inflationsbereinigte

Zinsdifferential (im allgemeinen Dreimonatszinssätze, die nach Massgabe der während der letzten 12 Monate beobachteten Konsumentenpreissteigerung bereinigt worden seien) tatsächlich einen Einfluss auf die Wechselkurse habe. Dieser Einfluss sei jedoch von Land zu Land unterschiedlich und trete mit gewissen Verzögerungen zutage.

Die deutlichste Korrelation ergebe sich aus den Graphiken, die die DM/US-Dollar Wechselkursbeziehungen und das Realzinsdifferential illustrieren. Letzteres bleibe trotz des kürzlichen Auftauchens einer negativen Differenz bei den jeweiligen Nominalzinsen günstig für die Deutsche Mark. Dagegen sei die Erfahrung im Falle der Niederlande am wenigsten beweiskräftig, doch erkläre anscheinend die starke Position dieses Landes in der Bilanz der laufenden Posten, warum sich der Gulden trotz eines negativen Realzinsdifferentials weitgehend gegenüber der DM behauptet hätte.

Man könne daher sagen, dass die Beziehungen zwischen den Zinssätzen und den Wechselkursen eine gewisse Bedeutung hätten. Wenn jedoch die Wechselkursschwankungen sehr stark und plötzlich seien oder sehr grosse Zahlungsbilanzungleichgewichte vorlägen, seien diese Beziehungen wenig deutlich.

Zu der zweiten Frage habe die Erfahrung den Gedanken gerechtfertigt, dass die Zinspolitik ein kurzfristiges Mittel sein könne, einen spekulativen Druck (nach oben oder nach unten) auf eine Währung zu kompensieren. Sie sei jedoch in Zeiten sehr lebhafter Spekulation, d.h. wenn die Depots und Reports stark schwankten, nicht ausreichend und müsse daher durch andere Massnahmen, wie z.B. Interventionen auf den Devisenmärkten, ergänzt werden. In Grossbritannien hätten z.B. die Veränderungen der kurzfristigen Zinssätze - zuerst nach oben, dann nach unten - sehr viel ausgeprägter sein müssen, wenn man die Wechselkursrelation Pfund Sterling/Dollar (Kassakurse) allein durch den Einsatz der Zinspolitik hätte stabilisieren wollen.

Dagegen sei das kräftige Ansteigen des Terminabschlags auf den Gulden und den belgischen Franken in Beziehung zur Deutschen Mark im Frühjahr und im Herbst 1976 weitgehend durch den Anstieg der Geldmarktzinsen kompensiert worden, aber diese Bewegung hätte nicht ausgereicht, den Wechselkurs der zwei betroffenen Währungen zu stabilisieren, wenn nicht massiv auf dem Devisenmarkt interveniert worden wäre und im belgischen Fall der doppelte Devisenmarkt nicht schützend gewirkt hätte.

Der Vorsitzende dankt Herrn Lamfalussy für seine wertvolle Untersuchung, die es verdiene, eingehender geprüft zu werden.

Herr de Strycker stellt die zwei folgenden Fragen:

- Wenn die Wechselkursbewegungen auf den Aussichten hinsichtlich der Inflationsdifferenzen beruhen, ist es dann möglich, zwischen gewissen Erwartungen der Devisenmarktkreise hinsichtlich dieser Differenzen und solchen zu unterscheiden, die darüber hinausgehen und rein spekulativer Natur sind?
- Ist es möglich, die Auswirkung der Zinspolitik auf die Wechselkursbewegungen zu messen und von dem Effekt der Interventionen zu unterscheiden?

Herr Lamfalussy antwortet auf die erste Frage mit dem Hinweis, dass die Veränderungen der Reports und Deports einen Wandel in den Erwartungen darstellten, welcher durch die Aussicht auf eine Aenderung der Inflationsrate oder durch andere Betrachtungen, wie z.B. im Falle des Pfund Sterlings, die Auswirkung des vom IWF und der BIZ gewährten Beistands, genährt werde. So sei die radikale Verringerung des Terminabschlags auf das Pfund Sterling gerade in dem Augenblick eingetreten, als sich die Inflation beschleunigt habe. Man müsse sich daher fragen, wie lange der Terminmarkt solche Erwartungen durchhalten könne, ohne dass es zu einer tatsächlichen Reduzierung des Inflationsdifferentials komme.

Zu der zweiten Frage sei zu sagen, dass im englischen und italienischen Fall das Theorem der inflationsbereinigten Zinsparitäten während eines langen Zeitraums sowohl wegen der Unvollkommenheit des Marktes als auch wegen der massiven Zentralbankinterventionen nicht gespielt habe.

Herr Zijlstra führt aus, die augenblickliche Entwicklung des Dollars riskiere, egal ob erratisch oder fundamental, die Spannungen innerhalb des Währungsverbunds wiederzubeleben und rufe nach einer zinspolitischen Aktion sowohl der Vereinigten Staaten als auch der europäischen Länder. Wie Herr Wallich gestern dargelegt habe, erkläre sich nämlich der Umschwung der amerikanischen Handelsbilanz um nahezu \$ 40 Mrd. im Laufe eines Jahres zu ungefähr 50% durch die konjunkturelle Phasenverschiebung zwischen den Vereinigten Staaten und den europäischen Ländern. Man solle daher die



Zinssätze in Europa senken und in den Vereinigten Staaten erhöhen. Sicherlich sei es schwierig, die amerikanischen Behörden zu überzeugen, da diese ihre Wirtschaftspolitik an der Konjunkturlage ausrichteten und die Auswirkungen auf den Wechselkurs des Dollars nicht berücksichtigten, aber man müsse versuchen, ihnen begreiflich zu machen, dass die europäischen Länder vom Dollar abhängig seien und sich eine Aenderung des Zinsgefälles zwischen Europa und den Vereinigten Staaten umso mehr aufdränge, als die amerikanischen Behörden selber anerkennen würden, dass die Konjunktur in ihrem Lande gut sei.

Herr Pöhl führt zum Vortrag von Herrn Lamfalussy aus, er zögere, die Inflationserwartungen mit den Terminauf- und -abschlägen gleichzustellen. Wenn die Inflationsdifferenzen auch zugegebenermassen eine wichtige Rolle für die langfristige Entwicklung der Wechselkurse spielten, so stellten sie doch keinen entscheidenden Faktor für das kurzfristige Verhalten der Devisenhändler und der Verantwortlichen der Unternehmensfinanzen dar.

Die Entwicklung des Dollarkurses sei in den letzten neun Monaten weitgehend dem Zinsgefälle gefolgt. Spekulative Elemente hätten im Anschluss an die unangebrachten Verlautbarungen kürzlich auftreten können, jedoch müsse man sich vergegenwärtigen, dass sich die Dollartendenz bereits im Herbst vergangenen Jahres umgekehrt habe. Seit Oktober 1976 hätten die an der Konzertation beteiligten Zentralbanken Dollar im Betrage von 16 Mrd. gekauft (davon 12 Mrd. im ersten Halbjahr 1977), während die Situation in der vorangegangenen Periode umgekehrt gewesen sei. Der grösste Teil dieser Dollarströme sei nach Grossbritannien gegangen, und dies sicherlich aufgrund des Zinsgefälles zugunsten des Pfund Sterlings, das sich ab dem Zeitpunkt ausgewirkt habe, als eine weitere Abwertung des Pfundes nicht mehr wahrscheinlich gewesen sei.

Diese Lage habe niemand beunruhigt, da die begünstigten Länder von ihr profitiert hätten, um ihre Reserven wieder aufzustocken. Anders wäre es, wenn sich die Dollarströme in die Ueberschussländer wie Deutschland, die Niederlande und die Schweiz ergiessen würden, aber dies sei vor allem wegen des Zinsgefälles zwischen diesen Ländern und den Vereinigten Staaten (die Inflationsdifferenzen, die kurzfristig wenig Einfluss hätten, einmal ausser acht gelassen) nur in geringem Masse eingetreten. Eine Verstärkung des

Zinsgefälles zwischen den Vereinigten Staaten und Europa sei zugegebenermassen wünschenswert und könnte zur Stabilisierung der internationalen Währungslage beitragen.

Herr Lamfalussy stimmt den Herren Zijlstra und Pöhl hinsichtlich der Rolle der Zinsen in den Wechselkursbeziehungen zwischen Europa und den Vereinigten Staaten zu. Er betont, dass sich in diesem Lande der Inflationsrhythmus in den letzten sechs Monaten beschleunigt habe, was sich auf die Wechselkurserwartungen hätte auswirken müssen. Eine Erhöhung der amerikanischen Zinssätze hätte einen doppelten Effekt: einerseits würde sie zeigen, dass die amerikanischen Behörden sich der Fortdauer des Inflationsphänomens bewusst seien; andererseits könnte sie einen Beitrag zur Stabilisierung des Dollarkurses leisten.

Herr Balfour meint wie Herr Pöhl, dass andere Faktoren manchmal eine grössere Rolle spielen könnten als die Inflationserwartungen, die sowieso nicht messbar seien. Im Herbst 1976 hätten die Hausse der kurzfristigen Zinssätze in Grossbritannien und ein hohes Zinsgefälle zugunsten dieses Landes keinen Einfluss auf den Pfundkurs gehabt, während die Kapitalzuflüsse in dem Augenblick begonnen hätten, als die Zinssätze gesunken seien und sich die Inflation beschleunigt habe.

Der Vorsitzende meint, die Bemerkungen der Ausschussmitglieder hätten das Interesse an Herrn Lamfalussys Studie gezeigt und eine Fortsetzung dieser Studie würde sicherlich sehr geschätzt werden.

Hinsichtlich der gegenüber dem Dollar zu verfolgenden Politik stellt er fest, die Zentralbankpräsidenten akzeptierten die Anregung von Herrn Zijlstra, auf das Zinsgefälle zwischen den USA und Europa durch eine Erhöhung der Sätze dort und eine Senkung der Sätze hier einzuwirken. Es bleibe jedoch abzuwarten, wie man ein solches Resultat erreichen könne.

Herr Baffi erklärt sich zwar mit Herrn Zijlstras Vorschlag einverstanden, jedoch behält er sich die Position Italiens vor. Eine Zinssenkung in diesem Lande biete die Gefahr, mit dem Kampf gegen die Inflation und der Verbesserung der Bilanz der laufenden Posten in Konflikt zu treten. Bei niedrigeren Zinssätzen wären nicht nur die Kapitalzuflüsse geringer, sondern auch die Finanzierungsmöglichkeiten für den öffentlichen Sektor würden beschränkt, so dass man monetäre Ressourcen noch mehr in Anspruch nehmen müsste.

Herr Zijlstra stellt klar, mit seiner Idee, die Zinsen in Europa zu senken, habe er mehr die Länder mit starker aussenwirtschaftlicher Position als die mit einer kritischen Zahlungsbilanz gemeint.

Der Vorsitzende meint, dass wie in Italien auch in Irland eine Zinssenkung nicht mit der Politik zur Abschwächung der Inflation und zur Verringerung der monetären Finanzierung des Schatzamtes zu vereinbaren sei.

#### IV. Analyse der 101. Folge von Arbeitsdokumenten (statistische Angaben und Zusammenfassung der Ereignisse und Massnahmen in der Gemeinschaft)

Der Ausschuss nimmt die Analyse nicht vor.

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

Herr de Strycker erinnert den Ausschuss daran, dass Belgien im zweiten Halbjahr 1977 den Vorsitz im Rate der Europäischen Gemeinschaften habe. Anlässlich der ersten Sitzungen des Rates würden die belgischen Minister die Gebiete benennen, auf denen die Gemeinschaft nach ihren Vorstellungen Fortschritte erzielen sollte.

Hinsichtlich des monetären und finanziellen Beistands werde der belgische Finanzminister demnächst vorschlagen:

- die Quoten im kurzfristigen Währungsbeistand zu erhöhen, wobei jedoch diese Fazilität nur dann verfügbar sein solle, wenn die Antragsteller auf Gemeinschaftsebene definierte geld- und finanzpolitische Ziele respektieren würden;
- den mittelfristigen Beistand betragsmässig zu erhöhen, wobei jedoch dieser Kredit nur in Tranchen benutzt werden dürfte und von der Beachtung der für jede Tranche festgelegten wirtschaftspolitischen Bedingungen abhängig wäre.

Der Ausschuss nimmt Herrn de Stryckers Mitteilung zur Kenntnis.

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

Die nächste Sitzung findet am Dienstag, den 13. September 1977 um 10 Uhr in Basel statt.

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

---

JUNI 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 Juni 1977 und in den ersten Julitagen.

1. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Auf die Ruhe, die auf den meisten Devisenmärkten während der ersten Juniwochen geherrscht hatte, folgte in den letzten Tagen ein lebhafteres Geschehen. Das Abschlusskommuniqué der OECD-Konferenz in Paris, nach dessen Wortlaut die Ueberschussländer sich einer Aufwertung ihrer Währungen entsprechend den grundlegenden Markttendenzen nicht widersetzen würden, hat das Interesse am Yen, der Mark, dem Schweizer Franken und dem Gulden wiederbelebt.

Die täglichen Kursausschläge, die nur ausnahmsweise mehr als 0,25% betragen hatten, sind grösser geworden. So wiesen Ende Juni eine Reihe von Währungen gegenüber Ende Mai ziemlich stark veränderte Notierungen auf.

Nachdem der Dollar vor der letzten Woche des Monats meist eher fest tendierte, notierte er anschliessend schwächer. Für den Juni insgesamt fielen die Kursdifferenzen in Richtung und Ausmass je nach Platz sehr verschieden aus: gegenüber den übrigen floatenden Währungen mit Ausnahme des kanadischen Dollars schwächte sich der US-Dollar ab; dagegen befestigte

---

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

er sich gegenüber den Verbundwährungen mit Ausnahme des belgischen Frankens und vor allem der Deutschen Mark.

Diese unterschiedliche Entwicklung hat zu einer grundlegenden Umgestaltung des Währungsverbunds geführt: die jeweiligen Positionen der Währungen haben sich beträchtlich verändert, und der Abstand zwischen der stärksten Währung, dem Gulden, und der schwedischen Krone am unteren Ende der Bandbreite ist auf nur 0,90% zusammengeschrumpft.

Die schwedische Krone stand infolge hartnäckiger Abwertungsgerüchten unter starkem Druck. Kurz vor der Monatsmitte sank sie ans untere Ende der Bandbreite ab und behielt in der Folgezeit diesen Platz trotz einer späteren Erholung, die vor allem die Verringerung der gemeinschaftlichen Bandbreite erklärt.

Die Befürchtungen hinsichtlich des Schicksals der schwedischen Krone wirkten sich auch auf die Verfassung der dänischen und norwegischen Krone aus. Die norwegische Krone erlitt den stärksten Kursrückgang innerhalb der gemeinschaftlichen Bandbreite; vom oberen Ende glitt sie bis Ende des Monats auf einen Stand ab, der sie nur noch 0,10% von der schwächsten Währung trennte, während sie zu Beginn des Berichtszeitraums davon profitiert hatte, dass der Erlös einer im Ausland aufgenommenen Anleihe teilweise am Markt konvertiert wurde.

Die dänische Krone erwies sich als widerstandsfähiger und behauptete sich auf einem Platz, der näher bei den starken Währungen lag.

Der niederländische Gulden, der zuweilen unter dem Einfluss des niedrigen Niveaus der sehr kurzfristigen Zinsen stand, musste vorübergehend seinen Platz an der Spitze der "Schlange" bald an die norwegische Krone, bald an den belgischen Franken abgeben. Gegen Monatsende befestigte er sich jedoch recht kräftig und notierte schliesslich 0,50% über den nächstfolgenden Währungen.

Der belgische Franken wies ebenfalls starke Kursschwankungen auf. Er befestigte sich regelmässig und behauptete vorübergehend die Spitze der "Schlange". Nach der Herabsetzung des belgischen Diskont- und Lombardsatzes um einen halben Prozentpunkt sank er in die Mitte der "Schlange" ab.

Die Mark erzielte mit durchschnittlich 1,15% eine bemerkenswerte Kurssteigerung gegenüber den Partnerwährungen und stieg vom unteren Ende der gemeinschaftlichen Bandbreite bis auf einen Abstand von 1/2% zum Gulden auf.

Das Marktinteresse richtete sich ebenfalls auf den Schweizer Franken und noch auffallender auf den Yen; beide erzielten eine fühlbare Kursverbesserung gegenüber allen anderen Währungen. Gegenüber dem Dollar befestigte sich der Yen um mehr als 4% und der Schweizer Franken um 1,75%.

Die italienische Lira und das Pfund Sterling verbesserten sich um ungefähr 1/8% bzw. 1/4% gegenüber dem Dollar und um 0,30 bzw. 0,40% gegenüber den Verbundwährungen. Noch höher fiel mit 0,50 bzw. 0,75% der Kursanstieg des französischen Frankens aus. Die gute Verfassung dieser drei Währungen geht jedoch noch deutlicher aus dem Umfang der Zentralbankinterventionen hervor: alle drei Notenbanken kauften beträchtliche Dollarbeträge auf.

Bei den floatenden Währungen hat allein der kanadische Dollar gegenüber dem US-Dollar mit einem Kursrückgang von 0,90% Boden verloren.

## 2. INTERVENTIONEN GEGEN DOLLAR

Das Gesamtvolumen der Dollarinterventionen der Konzertationsteilnehmer lag sehr viel höher als im Monat Mai. Die mit \$ 5,3 Mrd. stark angestiegenen Käufe überstiegen um \$ 3,7 Mrd. bei weitem die Verkäufe, die mit \$ 1,6 Mrd. rückläufig waren.

Die Höhe der ersteren Zahl sowie des globalen Nettosaldos geht zum grössten Teil auf die Operationen der EWG-Zentralbanken ausserhalb des Währungsverbunds (insbesondere der Bank von England) zurück; diese tätigten im wesentlichen nur Käufe und erwarben insgesamt netto \$ 3,9 Mrd.

Die Verbundzentralbanken intervenierten dagegen mehr mit Verkäufen. Unter dem Einfluss der bedeutenden Abgaben der Schwedischen Reichsbank zur Kursstützung ihrer Währung schlossen ihre Operationen insgesamt mit einem Nettoverkauf von \$ 0,6 Mrd. ab.

Die Zentralbanken ausserhalb der EWG und des Währungsverbunds kauften per saldo insgesamt \$ 0,4 Mrd., und zwar hauptsächlich infolge der Interventionen der Schweizerischen Nationalbank.

Die Deutsche Bundesbank und die Federal Reserve Bank of New York blieben dem Markt völlig und die Bank of Japan praktisch ganz fern.

## 3. INTERVENTIONEN IN EUROPÄISCHEN WÄHRUNGEN

In europäischen Währungen kam es zu einigen Interventionen, die sich insgesamt auf umgerechnet EWRE 23 Mio. beliefen. Die Dänische Nationalbank verkaufte zu intramarginalen Kursen Deutsche Mark und Gulden, ohne von

der Finanzierung Gebrauch zu machen; die Bank von Frankreich kaufte Gulden und verkaufte Deutsche Mark in bescheidenem Umfang.

\* \* \*

Die neuen Tendenzen und die unterschiedliche Kursentwicklung, die sich in den letzten Junitagen auf den Devisenmärkten bemerkbar gemacht hatten, haben sich in der ersten Juliwoche verstärkt.

Der Kursverfall des US-Dollars setzte sich, zuweilen in sehr deutlicher Weise (mehr als 1,25%), auf allen Märkten fort; Ausnahmen bildeten nur London und Montreal, wo er praktisch unverändert notierte.

Der Kursanstieg der DM hat sich verstärkt, während die drei skandinavischen Kronen, insbesondere die schwedische Krone, weiteren Boden verloren.

Die DM setzte sich klar an die Spitze der "Schlange" und vergrösserte ihren Abstand zur schwedischen Krone auf nahezu 1,60%. Dieser Prozentsatz gibt die Ausdehnung der Bandbreite wieder, in der der Gulden und der belgische Franken gegenüber den skandinavischen Währungen ebenfalls höher bewertet wurden.

Bei den floatenden Gemeinschaftswährungen tendierte der französische Franken mit einem Kursgewinn von ungefähr 1% gegenüber dem Dollar sehr fest, während der Kursanstieg der italienischen Lira bescheidener war. In beiden Fällen wurde jedoch die Aufwärtsbewegung durch verhältnismässig hohe Zentralbankinterventionen gemässigt.

Das Pfund Sterling verkehrte in den letzten Tagen wegen der Aussicht auf neue Schwierigkeiten in der Lohnpolitik etwas stimmungslös und schloss gegenüber dem Dollar praktisch auf gleicher Höhe ab.

Bei den übrigen Währungen sei erwähnt, dass der Schweizer Franken sich parallel zur DM entwickelte und der Yen trotz der im Juni beobachteten spektakulären Höherbewertung sich weiter befestigte.

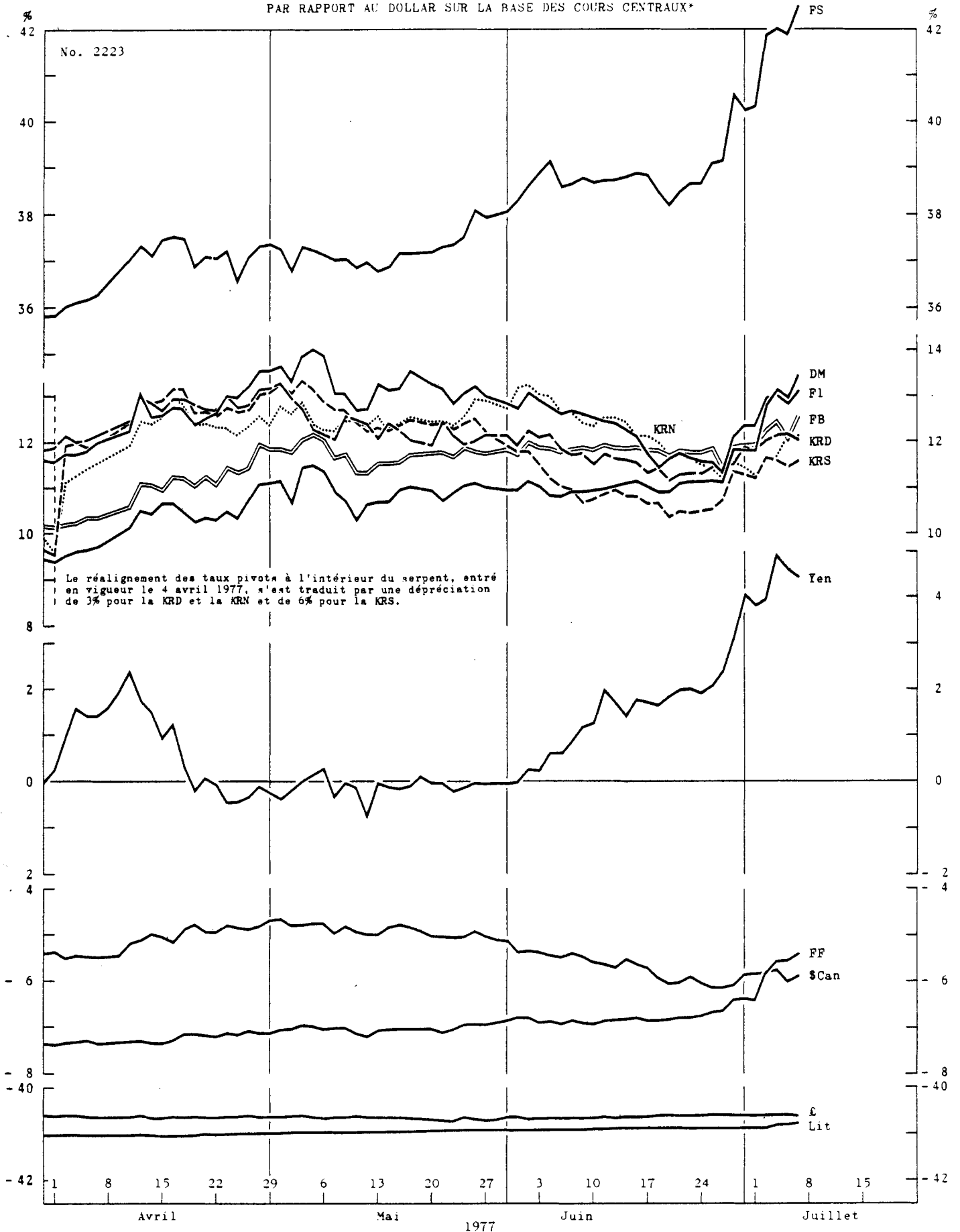
Die Dollarkäufe der Zentralbanken lagen insgesamt wiederum weit (um mehr als \$ 1,1 Mrd.) über den Verkäufen. Die höchsten Beträge waren zu verzeichnen:

- im Ankauf bei der Bank von Italien, der Bank von Frankreich, der Bank von England (netto), der Bank von Japan und der Deutschen Bundesbank;
- im Verkauf bei der Schwedischen Reichsbank.

Geringfügige Verkäufe von europäischen Währungen tätigte die Dänische Nationalbank innerhalb der Bandbreite, ohne von der Finanzierung Gebrauch zu machen. Die Bank von Frankreich intervenierte mit etwas grösseren DM-Verkäufen.



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



\*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:

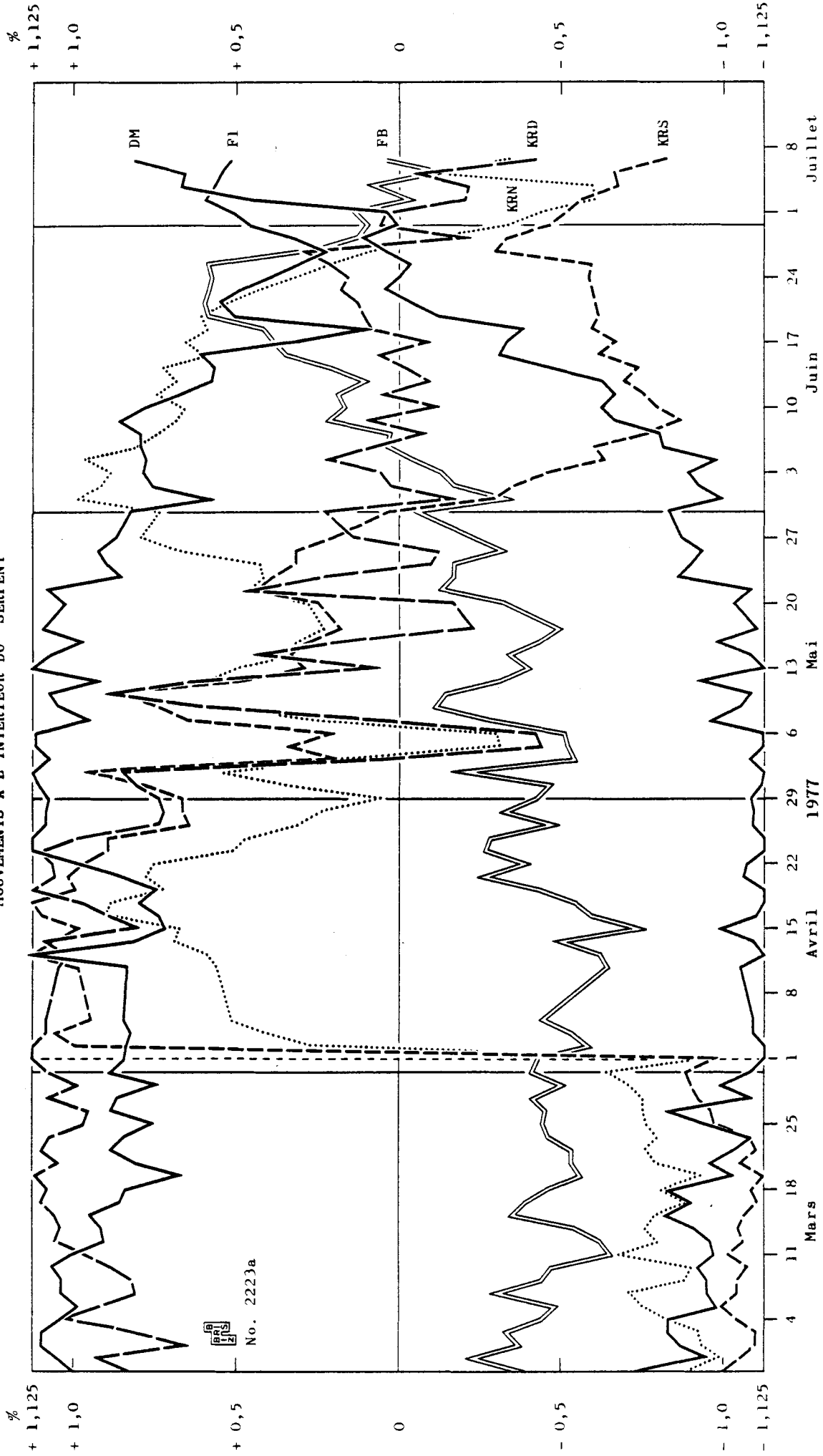
Effectifs, 1 dollar EU =  
FB 40,3344; FF 4,60414; Fl 2,78118.

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.

7 juillet 1977,

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

MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DU "SERPENT"



BRU  
No. 2223a

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 KRD et la KRN et de 6% pour la KRS.