

PROTOKOLL *

DER HUNDERTNEUNZEHNTE SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER PRAESIDENTEN
DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT
BASEL, DIENSTAG, 14. MAERZ 1978, 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 den Herren Janson und Vanden Branden; der Gouverneur der Danmarks Nationalbank, Herr Hoffmeyer, begleitet von Herrn Mikkelsen; der Präsident der Deutschen Bundesbank, Herr Emminger, begleitet von den Herren Gleske und Schlüter; 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 Lovato; der Präsident der Nederlandsche Bank, Herr Zijlstra, begleitet von den Herren Szász und de Boer; der Gouverneur der Bank of England, Herr Richardson, begleitet von den Herren McMahon und Balfour; zugegen sind ferner Herr Ortoli, Vizepräsident der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, begleitet von den Herren Mosca und Morelli; Herr Jaans, Kommissar für die Bankenaufsicht des Grossherzogtums Luxemburg; Herr Heyvaert und Herr Bastiaanse, Vorsitzende der Experten-
gruppen; ebenfalls anwesend sind der Generalsekretär des Ausschusses, Herr Schleiminger, sein Beigeordneter, Herr Bascoul, die Herren Scheller, Freeland und Mortby sowie Herr Lamfalussy.

I. Billigung des Protokolls der 118. Sitzung

Der Vorsitzende erklärt, das Sekretariat habe nur einige Aenderungen im wesentlichen redaktioneller Art erhalten. Unter Berücksichtigung dieser Aenderungen, die im endgültigen Text vorgenommen werden, billigt der Ausschuss einstimmig das Protokoll der 118. Sitzung.

* Endgültige, in der Sitzung vom 11. April 1978 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige Aenderungen redaktioneller Art aufweist.

II. Entwicklung auf den Devisenmärkten der Konzertationsteilnehmer im Monat Februar sowie in den ersten Märztagen 1978: Kurzbericht über die Konzertation: Verabschiedung des Ausschussberichts an die Finanzminister der EWG-Länder

A. Vortrag von Herrn Heyvaert

Herr Heyvaert fasst kurz die wesentlichen Punkte des dem Protokoll als Anlage beigefügten Berichts zusammen, wobei er sich insbesondere mit der Kursentwicklung des US-Dollars befasst. Die Gründe für die Verfassung der amerikanischen Währung sind zahlreich: das anhaltende Defizit der US-Zahlungsbilanz und geringe Aussichten für eine Verbesserung in absehbarer Zeit, das Fehlen einer raschen Lösung des Energieproblems, der sich in die Länge ziehende Streik der Bergarbeiter, Befürchtungen, dass sich die inflationären Tendenzen verstärken könnten, ein Zinsniveau, das zu niedrig ist, um den Kurs des US-Dollars an den Devisenmärkten stützen zu können, Gerüchte darüber, dass die OPEC-Länder beabsichtigten, Massnahmen zum Schutze des realen Werts ihrer Einnahmen aus den Erdölexporten zu ergreifen, ein allgemein mangelndes Vertrauen in die amerikanische Regierung, Meinungsverschiedenheiten zwischen dieser und der deutschen Regierung darüber, wie den derzeitigen Problemen zu begegnen sei. In den letzten Tagen scheint sich indessen die amerikanische Regierung der Gefahren, die die Dollarschwäche nach sich zieht, bewusst geworden zu sein; ebenso der negativen Auswirkungen dieser Dollarschwäche auf den Welthandel und der Notwendigkeit, das Vertrauen in die amerikanische Währung wiederherzustellen. Auch waren die Bemühungen der amerikanischen und der deutschen Behörden darauf gerichtet, den zuvor geschaffenen Eindruck einer Uneinigkeit zu beseitigen.

B. Aussprache des Ausschusses

Der Vorsitzende dankt Herrn Heyvaert für seinen Vortrag und bittet Herrn Emminger, das gemeinsame Kommuniqué der amerikanischen und deutschen Behörden vom 13. März kurz zu erläutern.

Herr Emminger betont, dass das gemeinsame Kommuniqué zunächst klarstellen sollte, dass beide Seiten die derzeitige Lage einmütig beurteilen und dem Eindruck entgegengetreten werden sollte, dass zwischen beiden Ländern Meinungsverschiedenheiten bestehen, ein Eindruck, der in der amerikanischen und der deutschen Presse unangemessen aufgebauscht worden sei und

der, wie Herr Heyvaert soeben erwähnt hat, einer der zahlreichen Bestimmungsgründe für die Schwäche des US-Dollars war.

Im einzelnen weise das Kommuniqué auf die nachfolgenden Punkte hin, über die Einmütigkeit bestanden habe:

- Die Notwendigkeit, die grundlegenden Ursachen für das Ungleichgewicht der Zahlungsbilanz mittels Fortschritten bei der Lösung des Energieproblems, bei der Verringerung des Abstands zwischen den Wachstumsraten der Volkswirtschaften und durch Erreichen des grösstmöglichen Wachstums ohne Gefährdung der Preisstabilität zu beseitigen.
- Das nachdrückliche Interesse der amerikanischen Behörden an einer Stabilisierung des Dollarkurses, was durch ihre Absicht unterstrichen wird, ihre eigenen Reserven einzusetzen (vgl. nachstehend).
- Die Feststellung, dass die Kursbewegungen des US-Dollars und der D-Mark überwiegend erratisch, übermässig und durch die zugrundeliegenden wirtschaftlichen Bedingungen nicht gerechtfertigt waren.
- Die Erhöhung der gegenseitigen Kreditlinien im Rahmen der Swapvereinbarung zwischen der Bundesbank und der Federal Reserve um \$ 2 auf 4 Mrd.
- Den Beschluss, SZR 600 Mio. (ungefähr US-\$ 740 Mio.) an die Deutsche Bundesbank gegen DM zu verkaufen (dieser Betrag entspricht in etwa dem Höchstbetrag, zu dem die BRD verpflichtet ist, SZR zu akzeptieren).
- Die Absicht der Vereinigten Staaten, ihre automatischen Ziehungsrechte gegenüber dem IWF in Höhe von etwa US-\$ 5 Mrd. in Anspruch zu nehmen. Sollte dieser Fall eintreten, so würden nicht nur die Bundesrepublik, sondern auch andere Starkwährungsländer von der Finanzierung betroffen sein.
- Die Entschlossenheit beider Seiten, sich protektionistischem Druck zu widersetzen und sich für eine Verlängerung und Ausweitung des Engagements der OECD auf dem Gebiet des Welthandels ("trade pledge") einzusetzen.
- Die Verlautbarung, dass die nächsten im Rahmen der EWG, der OECD und des IWF stattfindenden Erörterungen dazu dienen sollten, eine allgemeinere Zustimmung zu den Prinzipien, über die sich beide Länder auf bilateraler Basis geeinigt haben, zu finden.

- Die Möglichkeit, notfalls zur Beseitigung von Störungen auf den Devisenmärkten zusätzliche, nicht im Kommuniqué erwähnte Mittel einzusetzen; diesbezüglich hätten die deutschen Behörden auf ihrer Pressekonferenz keine präzisen Angaben gemacht. Die Amerikaner haben die Möglichkeit von Goldverkäufen im Wege der öffentlichen Versteigerung nicht ausgeschlossen, beabsichtigen hingegen derzeit keine Begebung von Anleihen auf den internationalen Kapitalmärkten.

Was die von den amerikanischen Behörden in der Vergangenheit getätigten Interventionen angehe, so neige man dazu, deren Ausmass zu unterschätzen. Im Zeitraum November 1977-13. März 1978 hätten sie eine Grössenordnung von insgesamt DM 5 Mrd. erreicht, davon DM 3,8 Mrd. seit Anfang dieses Jahres. Berücksichtige man die Dollarkäufe der Bundesbank in Höhe von umgerechnet DM 3,2 Mrd., so seien in diesem Jahr schon DM 7 Mrd. eingesetzt worden, ein Betrag, der weit höher ist als der gewöhnliche Ueberschuss der Zahlungsbilanz.

Bis heute seien diese Devisenzuflüsse teilweise kompensiert worden, und ihre Auswirkung auf die Bankenliquidität habe in etwa neutralisiert werden können; ein Weiterandauern dieser Situation könnte jedoch schwerwiegende Probleme aufwerfen.

Herr Emminger fügt hinzu, dass man im Verlauf des zweiten Halbjahrs 1978 aus den nachstehenden Gründen eine Verbesserung in der amerikanischen Handelsbilanz erwarten könne:

- Verringerung des Defizits gegenüber den erdölfördernden Ländern aufgrund der Tatsache, dass sich die Rohöleinfuhren nicht weiter erhöhen werden, während die Ausfuhr nach diesen Ländern zunehmen dürfte;
- die Auswirkungen der Dollarabwertung auf die Wettbewerbsfähigkeit der amerikanischen Wirtschaft, die nach Schätzungen der Federal Reserve zu einer Verbesserung der Handelsbilanz um US-\$ 1,5 bis 3 Mrd. führen dürften;
- Verringerung des Abstands zwischen den wirtschaftlichen Wachstumsraten in den Vereinigten Staaten und Europa.

Die jüngsten deutsch-amerikanischen Massnahmen verstünden sich als eine Zwischenlösung in einer schwierigen Uebergangsphase, bis grundsätzliche Fortschritte zu einer Umkehr der Kapitalströme führen würden.

Herr de Strycker erklärt, die Dollarschwäche sei ein weltweites Problem und er begrüße die Erklärung von Herrn Emminger, dass die für eine Uebergangssituation notwendige monetäre Zusammenarbeit nicht auf eine bilaterale Vereinbarung zwischen den Vereinigten Staaten und der Bundesrepublik beschränkt werden soll. In der Tat sei es notwendig, andere Länder, nicht nur die europäischen, sondern auch die aussereuropäischen, insbesondere Japan und Kanada sowie die OPEC-Staaten, die bedeutende Dollarbestände ihr eigen nennen und die einstweilen Länder mit erheblichen Zahlungsbilanzüberschüssen bleiben dürften, mit an den Bemühungen zu beteiligen. Die internationale Währungsgemeinschaft müsse noch enger zusammenarbeiten, um die Stabilisierung der Wechselkurse zu bewerkstelligen.

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

Der Ausschuss verabschiedet den Bericht in der dem Protokoll als Anlage beigefügten Fassung; der Bericht wird anschliessend den Finanzministern übermittelt werden.

III. Prüfung und Verabschiedung des Berichts an den Rat über die bessere Koordination der einzelstaatlichen Wirtschaftspolitik

A. Vortrag von Herrn Breen

Herr Breen erklärt, dass der Bericht der Stellvertreter als Antwort des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten auf die Aufforderung des Rates anzusehen sei, zu prüfen, auf welche Weise die Koordinierung der Wirtschafts- und Finanzpolitik der Mitgliedstaaten verstärkt werden könnte.

Der Bericht gliedere sich in zwei Abschnitte: im ersten Abschnitt wird kurz der Inhalt der Vorschläge der Kommission wiedergegeben, während im zweiten, wichtigeren, Mittel und Wege zur Erreichung des gesetzten Ziels dargelegt werden. Die Stellvertreter konnten den Zeitplan einhalten und sich der ausgezeichneten Arbeit und Kooperation des Sekretariats versichern. Sie empfehlen, vorbehaltlich der nachstehenden Aenderungen den vorliegenden Bericht dem Rat der Europäischen Gemeinschaften zu übermitteln:

- Die beiden ersten Absätze der Seite 1 werden zu einem vereint und um den Bezug auf die Stellvertreter bereinigt.

- Dem so geänderten ersten Absatz wird am Ende der folgende Satz hinzugefügt: "Die Zentralbankpräsidenten sind der Ansicht, dass diese Verbesserung der Koordinierung eine Vorbedingung für jeglichen Fortschritt in Richtung auf das gewünschte Ziel, die Wirtschafts- und Währungsunion, ist."
- Auf Seite 5 wäre der erste Absatz durch den folgenden Satz zu ergänzen: "Die Zentralbankpräsidenten sind ferner der Ansicht, dass es gefährlich sein würde, wenn man dem - eng mit dem Gedanken der Festsetzung von quantitativen Orientierungsdaten für die Geldpolitik verbundenen - Vorschlag der Kommission, eine quantifizierte Schätzung für die Finanzierungsmittel des Haushaltsdefizits zu veröffentlichen, folgen würde."

Der Vorsitzende dankt Herrn Breen für die Arbeit der Stellvertreter.

B. Aussprache des Ausschusses

Herr Ortoli ist der Meinung, dass im Stellvertreterbericht nicht ausreichend die wiederholt geäußerte Entschlossenheit der Gouverneure zum Ausdruck kommt, die Koordinierung der Geldpolitik weiter voranzubringen. So lasse etwa der Vorschlag von Herrn Zijlstra, der mit den Anliegen der Kommission weitgehend übereinstimme, einen sehr viel stärkeren Willen erkennen als der Berichtstext. Dieser hinterlasse den Eindruck, dass im Bereich der Koordinierung schon alles Machbare getan sei. Diese Feststellung stimme jedoch nicht mit der Wirklichkeit überein; vielmehr erscheine es als notwendig, dass die währungspolitischen Erörterungen im Ausschuss der Zentralbankpräsidenten einer Vertiefung und besseren Organisation bedürften.

Der Bericht erwähne nicht die Notwendigkeit, anlässlich der Festsetzung von Endzielen durch den Rat Vorgespräche über die Geldpolitik zu führen. Sofern man wünsche, dass die Geldpolitik bei den Beratungen des Rates grösseren Raum einnehme, müsse man die Kommission nicht nur bei der Prüfung der Vereinbarkeit der geldpolitischen Orientierungsdaten mit den allgemeinen Zielen hinzuziehen, sondern sich auch ein Verfahren überlegen, das eine diskrete Erörterung der von den Währungsbehörden für die Zukunft festgesetzten Ziele mit der Kommission ermöglicht.

Der Bericht erwähne die unterschiedlichen Auffassungen der Gouverneure hinsichtlich des Verfahrens zur Festsetzung und Veröffentlichung monetärer Normen, kündige jedoch keine Aussprache über dieses Problem an. Bei allem Verständnis für die spezifischen Probleme dieses oder jenes Landes und ohne den monetären Richtlinien, deren Einhaltung um jeden Preis im übrigen

nicht verlangt werde, einen absoluten Wert beimessen zu wollen, wäre es angebracht, auf Gemeinschaftsebene die Ueberzeugung zu fördern, dass relativ präzise geldpolitische Richtlinien nützlich sein können. Natürlich müssten die Richtlinien den gegebenen Umständen Rechnung tragen, der Struktur des jeweiligen Landes angepasst und elastisch genug sein (auf diesen letzten Aspekt hat Herr Emminger während der letzten Sitzung hingewiesen). Die Einführung von Orientierungsdaten auf Gemeinschaftsebene hätte zwei Vorteile: zum einen wäre es möglich, die Kohärenz zwischen der Geldpolitik und den allgemeinen Zielsetzungen zu prüfen, zum andern wäre die Disziplin, die sich die Währungsbehörden auferlegten, strenger, wenn sie gemeinschaftlich anerkannt wäre.

Der Bericht gäbe auch nicht die Ueberlegung für eine Verbesserung der Aussprachen der Gouverneure wieder: Diskussionsbeiträge von Seiten von Herrn Lamfalussy oder von der Kommission und Vorbereitungsarbeiten der in den Zentralbanken für die Währungspolitik Verantwortlichen. Abgesehen von dieser allgemeinen Arbeit wäre es zweckmässig, die Anregung von Herrn Baffi und Herrn Richardson aufzugreifen, die realen Auswirkungen der Geldpolitik theoretisch mehr auszuleuchten, und wie er, Herr Ortoli, dies schon im letzten September vorgeschlagen habe, die verschiedenen Verfahren der Geldpolitik, insbesondere der mittelfristigen, zu untersuchen, wie dies Herr Zijlstra getan habe.

Herr Ortoli schliesst, indem er ausführt:

- dass die im Stellvertreterbericht enthaltenen Vorschläge als nicht ausreichend für eine echte Koordinierung der Geldpolitik und eine Verknüpfung dieser Politik mit den Allgemeinzielen der Gemeinschaft in ihrer Gesamtheit anzusehen sein dürften,
- dass die Auswirkungen der Geldpolitik vermehrt geprüft und straffere Verfahren für die Aussprachen innerhalb des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten geschaffen werden müssen.

Herr Zijlstra erklärt bezugnehmend auf die Bemerkung von Herrn Ortoli zur mittelfristigen Geldpolitik, dass er bereit sei, eine kurze Ausarbeitung zu diesem Konzept anzufertigen, die Gegenstand einer Aussprache der Zentralbankpräsidenten auf einer ihrer nächsten Sitzungen sein könnte.

Was den wesentlichen Gehalt des Berichts betreffe, so begreife er die Enttäuschung von Herrn Ortoli über die Feststellung, dass eine Institutionalisierung von Geldmengenzielen auf Gemeinschaftsebene nicht möglich sei. Für den Augenblick sei jedoch diese Feststellung nicht zu umgehen. In der

Tat wäre es illusorisch zu glauben, dass man die Politik auf dem Gebiet des Geldmengenwachstums koordinieren könnte, ohne zu berücksichtigen, dass Veränderungen der Geldmenge allein das Ergebnis von Entwicklungen an den Quellen der Geldschöpfung sei (Kredite an den Privatsektor, Finanzierungsbedarf der öffentlichen Hand, Zahlungsbilanz). Was die erste Quelle der Geldschöpfung betreffe, so habe man sich noch nicht über eine Harmonisierung der Massnahmen und Instrumente zur Steuerung der Bankkredite geeinigt (in einigen Ländern wird die Kreditvergabe quantitativ oder über den Markt kontrolliert, in anderen besteht keine Beschränkung).

Im öffentlichen Sektor bedürfte es einer Koordinierung der Verfahren zur Finanzierung der Haushaltsdefizite. Was schliesslich die Geldschöpfung oder -vernichtung durch äussere Faktoren betreffe, so müsse man sich über die Gründe für den Zu- oder Abfluss von Devisen schlüssig werden.

Zusammengefasst: ohne mehr Harmonisierung und Koordinierung in diesen drei Bereichen könne man keine Fortschritte bei der Koordinierung der Geldpolitik erzielen.

Es sei auch daran zu denken, dass die zweite Quelle der Geldschöpfung, die Staatsfinanzierung, nicht zur ausschliesslichen Zuständigkeit der Währungsbehörden gehöre; man könnte daher die Minister darauf aufmerksam machen, dass Fortschritte bei der Koordinierung der Geldpolitik auch vom Verhalten der öffentlichen Hände abhängen. In der Tat sei es unrealistisch anzunehmen, dass man sich gegenüber Regierung und Parlament durch die blosser Festsetzung von Geldmengengrössen durchsetzen könne.

Der Vorsitzende ist wie Herr Zijlstra der Auffassung, dass der Bericht der Stellvertreter eine realistische Einschätzung der derzeitigen Lage gebe, ohne die Möglichkeit von Fortschritten bei der Koordinierung der Geldpolitik auszuschliessen. Es dürfe auch nicht vergessen werden, dass diese Situation die Divergenzen widerspiegeln, die zwischen den allgemeinen Wirtschaftspolitiken bestehen; daran werde im Bericht auf Seite 3 erinnert, wo es heisst, dass die Feststellung der wirtschaftspolitischen Zielsetzungen bzw. die Wahl zwischen diesen verschiedenen Zielen eine Vorbedingung für jede wirksame Koordinierung sei.

Herr de Strycker weist darauf hin, dass das von der Kommission vorgeschlagene Konzept der Koordinierung der Geldpolitik eine gemeinsame Auffassung über die Rolle der Geldpolitik bei vorgegebenen Umständen bei der Förderung der von der Gemeinschaft festgesetzten wirtschaftspolitischen

Zielsetzungen unterstelle; eine solche gemeinsame Sicht gäbe es jedoch noch nicht. So habe die Prüfung des letzten Berichts der Bastiaanse-Gruppe erkennen lassen, dass einige Zentralbanken die Beibehaltung einer straffen Geldpolitik zur Vermeidung inflationärer Tendenzen für notwendig erachten; andere Zentralbanken hingegen haben betont, dass unter den gegebenen Umständen es vor allem darauf ankomme, die Wirtschaft anzukurbeln; die Geldpolitik dürfe daher nicht zu restriktiv sein und die Stimulierungsbemühungen der anderen Massnahmen, insbesondere der Haushaltspolitik, behindern. Bei Weiterbestehen dieser unterschiedlichen Standpunkte dürfe man kaum auf eine Koordinierung der Geldpolitik hoffen. Eine regelmässige Aussprache sei daher das Angebrachte - entweder anlässlich der Prüfung der Bastiaanse-Berichte oder im Rahmen der neuen sich aus für die Geldpolitik Verantwortlichen zusammensetzenden Gruppe - über die Rolle, die die Geldpolitik in den nächsten sechs oder zwölf Monaten in Anbetracht der derzeitigen wirtschaftlichen Lage zu spielen habe. Wenn man sich über diese grundlegende Frage einig werde, dann könne man mit den Erörterungen über die für die gemeinsame Uebernahme dieser Rolle einzusetzenden Mittel beginnen.

Herr Ortoli meint, dass die von Herrn Zijlstra und Herrn de Strycker geäusserten Gedanken weitgehend im Einklang stünden mit dem Anliegen der Kommission. Diese wünsche ein System, im Rahmen dessen allgemeine Wirtschaftsziele festgesetzt werden, die sowohl dem Bemühen um Wirtschaftswachstum wie um Inflationsbekämpfung gerecht würden, sowie eine bessere Kompatibilität von Politik und richtigem Einsatz des für die Verwirklichung der Endziele notwendigen Instrumentariums gewährleisten würde. Demgegenüber beschränke man sich im Augenblick darauf, mehr oder weniger präzise Prognosen zu erwägen, während ein stärkeres Engagement der Gouverneure bei der Definition einer kohärenten und harmonisierenden Geldpolitik erforderlich wäre.

Die Kommission räume in ihrer Mitteilung ein, dass die Geldpolitik nur ein Ansatzpunkt für die Koordinierung sei und dass der erste Ansatzpunkt eine gemeinsame Definition der allgemein wirtschaftspolitischen Ziele sei. Die Kommission habe ebenfalls die Notwendigkeit einer Aussprache über die öffentlichen Defizite und die Modalitäten ihrer Finanzierung hervorgehoben. Sie sei weiterhin der Ansicht, dass es nicht ausreiche, allein den Saldo des Zentralhaushalts zu berücksichtigen, der in einigen Ländern keine Aussagekraft habe, sondern dass man schrittweise den gesamten öffentlichen Sektor im weiteren Sinn miteinschliessen müsse.

Herr Ortoli bedauert, dass der Bericht nicht das Interesse an Fortschritten bei der Koordinierung der Geldpolitik erwähne, wobei er einräumt, dass es Grenzen gebe, die sich aus der unterschiedlichen Situation und dem experimentellen Charakter der Geldpolitik sowie den Voraussetzungen, über die man sich noch mehr auslassen könnte, ergeben.

Herr Lamfalussy ist der Auffassung, dass sich die Zentralbankpräsidenten natürlich nicht verpflichten können, ihre Geldpolitik auf der Basis von quantitativen Zielen zu koordinieren, denn:

- einige Länder setzen keine quantitativen Ziele fest und können dies auch nicht,
- die Interpretierung dieser Mengenziele unterscheidet sich von Land zu Land und je nach den gegebenen Umständen, und ein blosser mechanischer Vergleich dieser Ziele erscheint daher nicht als sinnvoll.

Der Bericht gehe indessen über diese Feststellung hinaus; er scheint den Eindruck zu vermitteln, dass es nicht möglich sei, im vorhinein die Koordinierung und Kohärenz der einzelstaatlichen Geldpolitik zu überprüfen und zu bewerten (vgl. Seite 5). Diese Aussage entspreche nicht der Wirklichkeit und dürfte im Widerspruch zu der (auf Seite 6 des Berichts) erklärten Absicht stehen, zu prüfen, ob die Geldpolitiken miteinander vereinbar sind.

Herr Lamfalussy hält es für durchführbar, dass jede Zentralbank ein- oder zweimal jährlich mit eigenen Worten die Politik erläutere, die sie zu verfolgen gedenkt (Herr Emminger sei diesbezüglich auf der Februarsitzung mit einem guten Beispiel vorangegangen). In der Folge müssten die Volkswirtschaftsexperten der Zentralbanken zu bestimmen versuchen, inwieweit die jeweiligen geldpolitischen Massnahmen miteinander und mit den allgemeinen wirtschaftspolitischen Zielsetzungen vereinbar sind. Dies dürfte einige Mühe verursachen, würde jedoch mit der Festsetzung von quantitativen Zielen nicht erleichtert werden.

Herr Lamfalussy schlägt vor, den Bericht zu ändern, damit die auf Seite 7 geäusserte positive Absicht klarer hervortritt.

Der Vorsitzende ist der Meinung, dass der Bericht über die bestehenden Schwierigkeiten objektiv Auskunft gibt und nicht bagatellisiert, wie wichtig es sei, auf dem Gebiet der Koordinierung der Geldpolitik

Fortschritte zu erzielen. Der letztgenannte Gedanke könnte dadurch klarer zum Ausdruck kommen, dass man am Ende der Schlussfolgerungen auf Seite 5 auf die auf Seite 7 erklärte Absicht verweist.

Unter Berücksichtigung dieser letzten Aenderung und den von Herrn Breen vorgetragenen Modifikationen, die das Sekretariat im endgültigen Text vornehmen wird, verabschiedet der Ausschuss den Bericht; dieser wird anschliessend dem Präsident des Rates der Europäischen Gemeinschaften übermittelt werden.

IV. Wahrnehmung des Mandats, mit dem der Rat der Europäischen Gemeinschaften den Ausschuss der Zentralbankpräsidenten am 20. Februar 1978 aufgefordert hat, innerhalb seiner Zuständigkeit die Mitteilung der Kommission "Aktionsprogramm 1978" (Schlussdokument COM 78/52 vom 10. Februar 1978) zu prüfen

Herr Breen erinnert die Gouverneure daran, dass der Rat der Europäischen Gemeinschaften den Ausschuss am 19. Dezember 1977 aufgefordert hat, die Mitteilung der Kommission vom 17. November 1977 über die Perspektiven für eine Wirtschafts- und Währungsunion zu prüfen. Die Stellvertreter hätten den Entwurf eines Berichts über das erstgenannte Dokument ausgearbeitet, der als Grundlage für die Erstellung des Berichts der Zentralbankpräsidenten an den Rat dienen soll und in welchem die währungs- und wechselkurspolitischen Aspekte des von der Kommission vorgeschlagenen fünfjährigen Aktionsprogramms untersucht wurden.

In der Zwischenzeit habe der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten ein neues Mandat vom Rat erhalten, der ihn auffordert, das Aktionsprogramm für 1978 zu prüfen (Schlussdokument COM 78/52 vom 10. Februar 1978). Die Stellvertreter seien davon ausgegangen, dass die Gouverneure einen einzigen Bericht wünschen, der sich auf beide Mandate beziehe und damit auf beide Mitteilungen der Kommission.

Im gegenwärtigen Stadium hätten die Stellvertreter im wesentlichen auf ihrer Montagssitzung die Vorschläge der Kommission betreffend ein gemeinschaftliches Wechselkurssystem erörtert, da man es bei den anderen Vorschlägen (z.B. Schaffung einer Parallelwährung, Liberalisierung des Kapitalverkehrs) vorgezogen habe, zu warten, bis man im einzelnen die Absichten der Kommission kenne.

Die Aussprache über ein einheitliches Wechselkurssystem sei aufrichtig und offen geführt worden. Die Kommissionsvertreter hätten sich verpflichtet, den Stellvertretern ein Arbeitsdokument zu übermitteln, in welchem die in der Mitteilung enthaltenen Vorschläge sowie die Gedanken, die sie während der Diskussion am Montag geäußert hätten, ausgeführt würden.

Ausgehend von diesem Arbeitsdokument würden die Stellvertreter im April die Prüfung der Wechselkursprobleme erneut aufnehmen, mit dem Ziel, ein Dokument zu erstellen, das den Zentralbankpräsidenten einige Überlegungen für ihre Beratungen an die Hand geben würde. Ein derartiges Dokument könnte als Grundlage dienen für den Bericht des Ausschusses an den Rat, dessen endgültige Ausarbeitung erst im Mai erfolgen könnte, in Anbetracht der Tatsache, dass die Fragen, auf die sich die Mandate des Ausschusses beziehen, nicht auf der Tagesordnung der Ratstagung im April stehen.

Der Ausschuss ist mit dem von den Stellvertretern vorgeschlagenen Verfahren einverstanden.

V. Fortsetzung der Aussprache über die geldpolitische Lage in der EWG und die Geldpolitik der Mitgliedstaaten im Lichte des Bastiaanse-Berichts Nr. 12 und der Diskussion der Gouverneure im Februar; Verfahren zur Verbesserung der Aussprachen des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten über die Geldpolitik

A. Aussprache über die geldpolitische Lage

Herr Baffi äussert sich zu der des öfteren vorgebrachten Besorgnis (Stellvertreter des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten der EWG, Gouverneure der Zehnergruppe) über die rasche Zunahme der Geldmenge in Italien, sowohl absolut als auch am Wachstum des BSP gemessen. Diese Entwicklung, die auch der Banca d'Italia Sorge bereite, sei einmal darauf zurückzuführen, dass die privaten Haushalte zunehmend liquide Anlagen bevorzugen, und andererseits auf das Ausmass des öffentlichen Defizits und auf die Indexierung der Löhne.

Die zunehmende Präferenz des Publikums in den sechziger und siebziger Jahren für Bankeinlagen sei im wesentlichen auf zwei Gründe zurückzuführen:

- eine auf den Wettbewerb zwischen den Banken zurückzuführende Verringerung der Zinsdifferenz zwischen Bankeinlagen und Kapitalmarktpapieren;

- die Erfahrung von grossen Baissebewegungen der Wertpapierkurse, wie sie des öfteren in Zeiten restriktiver Massnahmen zu verzeichnen waren.

Was die Banken betreffe, so hätten sie deswegen hohe Zinsen angeboten, weil sie befriedigt waren über das weitere Anwachsen ihrer Einlagen, was ihnen erlaubte, diese Einlagen, selbst jene auf den Sichtkonten, ohne Risiko anzulegen oder auszuleihen. Die Banken wussten auch, dass sie bei Bedarf auf die Kreditlinien bei der Zentralbank Rückgriff nehmen konnten, die wenig in Anspruch genommen worden waren, da Zentralbankgeld hauptsächlich über die monetäre Finanzierung des Schatzamts entstand.

Die Banca d'Italia habe sich bereits bemüht, ein Zinsgefüge zu schaffen, das den Fälligkeiten der Finanzaktiva entspreche. Sie zögere jedoch, dem Rat zu folgen, Plafonds für die von den Banken gezahlten Zinsen festzusetzen. Eine solche Massnahme würde nämlich die realen Zinssätze unter Null drücken und könnte verschiedene Einleger zum Konsum oder zu Investitionen in Sachanlagen statt zu Anlagen am Kapitalmarkt veranlassen. Schliesslich würde damit die Passivseite des Bankensystems noch zusätzlich eingeengt, nachdem auf der Aktivseite bereits ein sehr enger Spielraum bestehe, wenn man bedenke, dass 16% der gesamten Einlagen als Mindestreserven zu halten sind, etwa 30% auf ganz bestimmte Weise investiert werden müssen und dass, wenn der Saldo den geltenden Kreditplafond überschreitet, der Ueberschuss mittels Zeichnung von Schatzanweisungen das Regierungsdefizit finanziere.

All diese Restriktionen vermindern den Wettbewerb um Einlagen, weshalb ein Plafond für die Zinssätze oder Mindestreserven auf den Zuwachs von Einlagen nur dann in Betracht kämen, wenn gleichzeitig bestimmte in Geltung befindliche restriktive Massnahmen aufgehoben würden.

Das gesamte Geldvermögen habe in den sechziger und siebziger Jahren gemessen am BSP inflationsbedingt einen leichten Rückgang erfahren (diese Entwicklung habe einmal zu einer Aversion gegen das Halten von Geldvermögen und zu einem Anstieg der nominalen Zinssätze geführt, was wiederum den Marktkurs festverzinslicher Werte gedrückt habe). Die liquiden und die nichtliquiden

Die liquiden und die nichtliquiden Anlagen hätten sich stark gegenläufig entwickelt; erstere nahmen stark zu, während die letzteren ebenso merklich abnahmen. Neben diesen tendenziellen Bewegungen waren auch zyklische Schwankungen bei diesen beiden Vermögenskategorien zu beobachten.

Was allein die liquiden Aktiva betreffe, so habe sich gezeigt, dass diese in der letzten Phase des konjunkturellen Abschwungs gemessen am BSP einen maximalen Stand erreicht haben. Der Grund hierfür sei, dass die Relationsgrösse durch einen Rückgang des Zählers, des BSP, ebenso bestimmt wird wie durch ein Ansteigen des Nenners, der liquiden Aktiva. Daraus folge, dass die Zunahme des Liquiditätsquotienten als Richtlinie für die zukünftige Geldpolitik irreführend sein kann; sie signalisiere eine Situation latenter Inflation (im Sinne einer möglichen Aktivierung der liquiden Bestände), könnte aber das Ergebnis einer deflationären Entwicklung sein, nämlich eines Rückgangs des BSP. Dieselbe Vorsicht müsse man bei der umgekehrten Situation einer Abnahme des Quotienten walten lassen. Man könne daraus den Schluss ziehen, dass eine Bewertung der monetären Lage anhand des Liquiditätsquotienten, so wie dies die Niederlande vorschlagen, wolle man insbesondere prozyklische Massnahmen vermeiden, dergestalt vorgenommen werden müsse, dass man prüfe, welcher der beiden Determinanten der Relation bestimmend für die Zu- oder Abnahme war.

Trotz eines langsameren Wachstums von M2 (nationales Konzept) von 25% im März 1976 auf 19,5% im November 1977 sei diese Rate immer noch eindeutig zu hoch, um im Einklang mit einem gewissen Grad an Preisstabilität zu stehen, auch wenn man die schrittweise Verlagerung nichtliquider Anlagen auf liquide Anlagen und die allmähliche Abnahme der Umlaufgeschwindigkeit dieser zunehmenden Geld- und Quasigeldbestände in Rechnung stelle.

Das Unvermögen der Währungsbehörden, dieses beunruhigende monetäre Wachstum einzudämmen, beruhe auf zwei Faktoren: dem Umfang des öffentlichen Defizits und der Indexierung der Löhne. Das Defizit des öffentlichen Sektors belaufe sich auf etwa 12% des BSP. Wolle man es hauptsächlich durch nichtmonetäre Quellen finanzieren, so müsste man in erheblichem Umfang staatliche Schuldtitel am Markt plazieren, wie hoch auch immer die Kosten infolge einer Erhöhung der Zinssätze über ihr gegenwärtiges Niveau von 14% sein mögen. Die Folge wäre ein Rückgang der Kurse für Staatspapiere, was sehr wahrscheinlich die Nachfrage nach diesen Titeln schrumpfen liesse. Bis heute hätten sich die Behörden nicht in der Lage gesehen, dieses Risiko einzugehen und sich den Folgen zu stellen.

Im übrigen hätten solche extrem hohe Zinsen nichts mehr mit der Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals zu tun. Man müsse also das Uebel an der Wurzel bekämpfen, da ein so riesiges öffentliches Defizit mit monetärer Stabilität unvereinbar sei, wie ausgeklügelt auch die Techniken für seine

Finanzierung sein mögen. Selbst wenn es wie durch ein Wunder gelingen sollte, das öffentliche Defizit ausserhalb des Bankensystems zu finanzieren, so bliebe immer noch die Indexierung der Löhne, die sich expansiv auf die Geldmenge auswirke.

Die lückenlose Indexierung in Italien bedeute, dass die realen Löhne der Arbeitnehmer durch die Gewerkschaften bestimmt werden; sie seien in der Tat zu einer unabhängigen Variablen geworden, was zur Folge habe, dass die Beschäftigung stagniere und ein schwarzer Arbeitsmarkt entstehe, über den die Gewerkschaften keine Kontrolle hätten. Die monetären Folgen dieser Situation seien die folgenden: der zu einem gegebenen Zeitpunkt durchgesetzte Nominallohn, multipliziert mit der Anzahl der Empfänger, schaffe einen monetären Nachfragestrom, der den Güterstrom zu Marktpreisen übersteige. Die Folge sei ein Ansteigen der Preise, so dass die Löhne nach Ablauf von drei Monaten an die inzwischen eingetretene Erhöhung der Lebenshaltungskosten angepasst würden. Belaufe sich die jährliche Preissteigerung auf 12%, so verringere sich die Kaufkraft der Löhne zwischen zwei Anpassungen um 3%. Um diesen Betrag trage die Inflation zur Annäherung des Einkommensstroms an den Güterstrom bei. Die Inhaber von Geldvermögen seien natürlich ebenfalls betroffen.

Die vierteljährlichen Anpassungen der Löhne schlage sich in einer Zunahme der Nachfrage nach Bankkrediten zur Finanzierung der gestiegenen Lohnkosten nieder. Wenn auch die Behörden diese Art von Geldschöpfung unter Kontrolle hätten, so könnten sie sich doch dieser Nachfrage nur schwer widersetzen, denn das System habe, was Preise und Löhne betreffe, eine derartige Widerstandskraft entwickelt, dass jede restriktive Massnahme unerwünschte Auswirkungen auf die realen Ströme und den Beschäftigungsstand hätte.

So wirkten im Augenblick diese beiden Kräfte, öffentliches Defizit und Lohnindexierung, zusammen und seien zu stark, um von der Zentralbank und dem Schatzamt zum Stillstand gebracht werden zu können. Die internationale Gemeinschaft könnte Italien helfen, indem sie Normen oder Orientierungsdaten für die Einkommenspolitik und für das zulässige Ausmass des öffentlichen Defizits aufstellen würde (allein die nichtmonetäre Finanzierung in Erwägung zu ziehen genüge nicht, da deren Ausmass für die Zentralbank eine nicht zu bewältigende Aufgabe darstellen könne). Er habe mit Genugtuung zur Kenntnis genommen, dass diese beiden Themen einen bedeutenden Raum in der Erklärung von Herrn Ortoli eingenommen hätten.

Herr de Strycker nimmt Bezug auf die Interventionen von Herrn Zijlstra und Herrn Emminger auf der Februarsitzung*. Beide Zentralbankpräsidenten seien der Auffassung gewesen, dass die derzeitige Lage weiterhin eine aktive Geldpolitik erfordere, die gegen eine inflationäre Geldschöpfung gerichtet sei, mit andern Worten, dass im gegenwärtigen Zeitpunkt eine reichliche Liquidität inflationäre Tendenzen hervorrufen könnte. Die Belgische Nationalbank sei demgegenüber der Auffassung, dass es zwar inflationistische Tendenzen gäbe, diese jedoch auf Faktoren wie insbesondere die Kostensteigerung zurückzuführen seien, aber ganz gewiss nicht auf zu reichliche Geldbestände, die gemessen an den Produktionsmöglichkeiten eine Uebernachfrage auslösen könnten. Die öffentliche wie private Nachfrage erweise sich vielmehr als unzureichend und müsse durch haushaltspolitische Massnahmen gestützt werden. Dies sei der Grund für die Auffassung, dass es gefährlich sein dürfte, eine Geldpolitik beizubehalten, die eine reichliche Liquidität vermeiden wolle. Es werde zwar gesagt, dass diese Politik flexibel gehandhabt und ein Ueberschreiten des Ziels geduldet werde. Gleichzeitig unterstreiche man jedoch, dass bei einem etwaigen Wiederaufleben der Nachfrage in der nächsten Zukunft eine gewisse Zurückhaltung im monetären Bereich das Gebotene sei. Diese Zurückhaltung, die insbesondere in der Beibehaltung von Geldmengenzielen zum Ausdruck komme, sei einer Politik zur Ankurbelung der Wirtschaft abträglich, denn mit einer Aufrechterhaltung dieses restriktiven Klimas und der Befürchtungen über die weitere monetäre Entwicklung trage man mit zu der Ungewissheit bei, die zum grossen Teil verantwortlich für das wenig zufriedenstellende Wachstum der Wirtschaft und der Privatinvestitionen sei.

Wenn man sich einerseits bemühe, die internationale Währungslage zu stabilisieren, weil man das dort herrschende Ungleichgewicht als einen der Gründe für die Unsicherheit der Wirtschaftssubjekte bei der Einschätzung der Zukunftsaussichten ansehe, so müsse man andererseits auch auf nationaler Ebene vermeiden, durch eine unnötige restriktive Geldpolitik die Unsicherheit aufrechtzuerhalten.

In diesem Sinne scheine ein Widerspruch zu bestehen zwischen einer Wirtschaftspolitik, die sich um eine Konjunkturankurbelung bemühe, und dem Beibehalten einer Geldpolitik, die trotz nachträglich eingeführter flexibler Elemente im Prinzip restriktiv bleibe.

Der Vorsitzende meint, dass die von Herrn de Strycker aufgeworfene Frage von grundlegender Bedeutung ist; man könnte hierauf ganz allgemein antworten oder mit Bezug auf die jeweilige Situation eines jeden Landes. Man müsse der Tatsache Rechnung tragen, dass das Ausmass des öffentlichen

* Anmerkung des Sekretariats: Vgl. Protokoll der 118. Sitzung, Seite 8 bis 11.

Finanzierungsbedarfs eine wesentliche Komponente der Geldpolitik darstelle und das Ausmass der Einschränkung der Kreditnachfrage des privaten Sektors bestimme. Andererseits müsste darüber Einvernehmen bestehen, die Geldpolitik so zu gestalten, dass das spontane Wachstum der Wirtschaft nicht behindert werde.

Herr Emminger hebt hervor, dass die Bundesbank bei der Bekanntgabe ihres Geldmengenziels für 1978 den expansiven und grosszügigen Charakter ihrer Politik deutlich gemacht habe; in der Tat würde ein Wachstum der Zentralbankgeldmenge um 8% ein reales Wirtschaftswachstum von 5% ermöglichen, sofern sich die Annahmen hinsichtlich der Preissteigerungen und der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes bewahrheiteten. Der Rat der Weisen habe diese Politik als zu expansionistisch eingeschätzt und die Bundesbank kritisiert.

Was die Verwirklichung ihrer Ziele angehe, so mussten die deutschen Währungsbehörden feststellen, dass die Prognosen über die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes durch die jüngsten Ereignisse in Frage gestellt wurden. Die Devisenzuflüsse hätten zu einer starken Zunahme der monetären Aggregate geführt, ohne dass dies bisher Auswirkungen auf die effektive Nachfrage gezeigt habe. Ausserdem habe der Bargeldumlauf in den letzten zwölf Monaten um 12,5% zugenommen, und damit um sehr viel mehr als die Einkommen der privaten Haushalte (7 bis 8%); die Gründe für diese ungewöhnliche Entwicklung seien jedoch noch nicht bekannt.

Die Bundesbank habe davon Abstand genommen, restriktive Massnahmen zur Vermeidung eines Ueberschreitens ihres Geldmengenziels zu ergreifen, da sie der Meinung ist:

- dass die rasche Zunahme der Geldbestände vorübergehenden Sonderfaktoren zuzuschreiben ist,
- dass die neu entstandenen Liquiditäten noch kein gefährliches Ausmass erreicht haben,
- dass sie, die Bundesbank, die günstigsten Voraussetzungen für eine Wiederbelebung der Konjunktur schaffen müsse.

Natürlich könne man sich fragen, wie dies Herr de Strycker getan habe, ob es noch sinnvoll sei, ein Geldmengenziel festzusetzen in Anbetracht der derzeit herrschenden, von der Dollarkrise gekennzeichneten Ausnahmesituation. Der Zentralbankrat habe darüber diskutiert und diese Frage mit Ja beantwortet, und zwar aus mehreren Gründen, von denen insbesondere zwei hervorzuheben seien:

- die derzeitige Lage könnte sich bald normalisieren, so dass sich wieder ein normales Verhältnis zwischen der Geldmenge und der effektiven Nachfrage einstellt (wie dies schon einmal in ähnlicher Weise 1973 festzustellen war),
- das monetäre Ziel sei kein eigenständiges Ziel, denn man wolle die effektive Nachfrage beeinflussen; es sei lediglich ein geldpolitisches Instrument, insofern als es die Währungsbehörden dazu anhält, sich in regelmässigen Abständen über die Ursachen der monetären Entwicklung schlüssig zu werden, und auch die Verpflichtung enthält, sich der Öffentlichkeit gegenüber zu rechtfertigen, obwohl diese Verpflichtung gelegentlich hinderlich sei.

Herr Zijlstra erklärt, dass die niederländische Geldpolitik zwar aktiv, jedoch nicht restriktiv sei. Im Zeitraum von 1974 bis 1976 habe sich in den Niederlanden eine überschüssige Liquidität angesammelt - deren Ausmass indessen nur schwer zu beziffern sei -, die die Währungsbehörden vorübergehend toleriert hätten, um die Wirtschaft, die damals bereits unter dem Schock der Erdölverteuerung zu leiden hatte, nicht noch weiter zu erschüttern. Indessen gab es vor einem Jahr einen spekulativen Schub am Immobilienmarkt, eine Zunahme der inflationären Erwartungen und die Aussicht auf eine Inflationsrate im Jahre 1976 von 6% sowie eine Tätigkeit des Bankensystems, die diese Tendenzen ermutigte, so dass die Behörden beschlossen, über einen mittelfristigen Zeitraum hinweg die Liquiditätsrate schrittweise zu vermindern, ohne dadurch die Erholung der Konjunktur zu behindern. In diesem Sinne wurde die Plafonierung der Bankkredite so gestaltet, dass sie lediglich Kredite für spekulative Zwecke eindämmte. Diese Politik war erfolgreich:

- die Liquiditätsrate ging zurück, wobei ein Nichterreichen des gesetzten Ziels um einen Prozentpunkt die Währungsbehörden nicht enttäuschte, da sie, im Sinne der Ausführungen von Herrn Baffi, den Rückgang des realen wirtschaftlichen Wachstums in ihre Ueberlegung mit einbezogen haben;
- die Spekulation am Immobilienmarkt hörte auf;
- die inflationistischen Erwartungen kehrten sich um, wenn man auch nicht die Auswirkungen unterschätzen darf, welche die Befestigung des Guldens bei der Reduzierung der Preissteigerungen auf 4 1/2% gehabt hat; andererseits hat die Geldpolitik keine negativen Auswirkungen auf die realen Ströme gehabt.

Natürlich sei zu berücksichtigen, dass der Erfolg der von den niederländischen Behörden verfolgten Geldpolitik auch von Zufälligkeiten abhing. Der Finanzierungsbedarf des öffentlichen Sektors fiel geringer als erwartet aus, und die Entwicklung der Zahlungsbilanz war von Kapitalabflüssen und nicht von -zuflüssen gekennzeichnet. Diese Erfahrung zeige, dass es wichtig sei, die verschiedenen Quellen der Geldschöpfung zu analysieren und nicht automatisch damit zu rechnen, dass die in einem Sektor getroffenen Massnahmen durch Entwicklungen in anderen kompensiert werden.

Die Währungsbehörden seien entschlossen, ihre aktive Politik fortzusetzen und das durch diese Politik 1977 Erreichte nicht wieder aufs Spiel zu setzen. Die quantitativen Orientierungsdaten werden gerade ausgearbeitet, und was die Haushaltspolitik angehe, so sei die Zentralbank der Meinung, dass ein Defizit in der Grössenordnung von 5% des BSP auf den Kapitalmärkten finanziert werden kann.

Herr Richardson führt aus, dass die Festsetzung von Geldmengenzielen eine Politik der geplanten Expansion der Geldmengen darstelle. Diese Planung berücksichtige die spontane Wachstumsrate der Wirtschaft sowie die unvermeidbaren Preissteigerungen. Jede Zunahme der Geldmenge, die diese geplante Expansionsrate überschreite, zementiere oder schaffe inflationistische Tendenzen. In diesem Zusammenhang sei an die Folgen zu erinnern, welche eine übermässige Liquidität in Grossbritannien gehabt habe. Die britischen Behörden seien entschlossen, alles zu tun, damit sich diese Situation nicht noch einmal wiederhole.

Andererseits seien unter den derzeitigen Verhältnissen, die durch ein Nachlassen der Teuerung und einen Rückgang der Zinsen gekennzeichnet seien, die Massnahmen zur Kontrolle der Geldmengenausweitung nicht restriktiv und behinderten weder die Haushalts- noch die Finanzpolitik.

Herr de Strycker dankt Herrn Zijlstra und Herrn Emminger für ihre Interventionen, die ihn jedoch nicht überzeugt hätten. Zu den Ausführungen von Herrn Emminger bemerkt er, dass die Beibehaltung von Mengenzielen Befürchtungen über restriktive Massnahmen beim Ueberschreiten dieser Ziele Vorschub leiste. Es scheine ein Widerspruch zu sein, die niederländische Geldpolitik sowohl als aktiv als auch als restriktiv zu kennzeichnen, denn eine aktive Ausrichtung bedeute, dass man stärker ausgeprägte Entwicklungen verhindere. Abschliessend stellt Herr de Strycker fest, dass es bedeutende Unterschiede in den Auffassungen darüber gäbe, welche Rolle der Geldpolitik in der derzeitigen Situation zufalle.

Herr Ortoli pflichtet den Ausführungen von Herrn Zijlstra und Herrn Emminger bei. In dem Masse, in dem eine Geldpolitik geführt werden muss, die das doppelte Ziel der Inflationsbekämpfung und der Wirtschaftsan-kurbelung verfolge, sei es wichtig, die Kredite in die gewünschte Richtung zu lenken. Es wäre nützlich, wenn Herr Zijlstra in seiner von ihm vorge-schlagenen Ausarbeitung über die Möglichkeit einer mittelfristigen Geldpolitik Ausführungen über die im letzten Jahr gemachten Erfahrungen machen könnte.

Sowohl auf internationaler wie nationaler Ebene werde sich der Druck für mehr Wirtschaftswachstum verstärken, und wenn auch eine ener-gischere Stützung der Wirtschaft erwünscht sein dürfte, so müsse man sich doch vor Uebertreibungen hüten, die früher oder später wieder restriktive Massnahmen notwendig machen würden. Zur Vermeidung einer derartigen Stop-and-go-Politik sei es wesentlich, dass die Geldpolitik Unterstützung ge-währe, dabei jedoch wachsam bleibe und die Geldschöpfung unter Kontrolle behalte. Die Geldpolitik in Deutschland und in den Niederlanden fügten sich in den Rahmen einer Wiederankurbelung der Wirtschaft ein und würden von der Oeffentlichkeit nicht als restriktiv empfunden.

Der Vorsitzende schliesst die Aussprache, indem er die Hoffnung äussert, dass die aufgetretenen Unterschiede in den Standpunkten auf einer der nächsten Sitzungen überwunden werden können.

B. Aussprachen über die Verfahren zur Verbesserung der Diskussionen im Ausschuss der Zentralbankpräsidenten über die Geldpolitik

Der Vorsitzende erinnert daran, dass Herr Zijlstra zu diesem Thema einige Vorschläge gemacht habe, die unter Berücksichtigung seiner eigenen Vorschläge das folgende Verfahren vorsehen.

1. Zweimal jährlich würden die Gouverneure ihr Treffen um eine Nachmittagssitzung verlängern, in der sie die Vereinbarkeit der in den verschiedenen EWG-Ländern praktizierten Geldpolitik miteinander und mit den gemeinschaftlichen Zielsetzungen (Wechselkurse, Entwicklung der "realen" Wirtschaft) prüfen würden.

Dieser Diskussion würde ein Bericht der Bastiaanse-Gruppe zugrunde liegen, deren Mandat notfalls erweitert würde, um systematischer sämt-liche Aspekte der nationalen Politiken zu umfassen. Der erste Teil des Berichts würde zudem ziemlich eingehend die geldpolitischen Zielsetzungen der verschiedenen Länder, so wie sie der Gruppe von dem Vertreter eines

jeden Landes geschildert würden, behandeln, so dass der Leser in die Lage versetzt würde, sich zur Kompatibilität dieser Massnahmen zu äussern. Der zweite Teil wäre mehr analytischer Natur, indem er die Meinungen der Gruppe über etwaige Inkompatibilitäten und darüber, wie sie beseitigt werden können, wiedergeben würde. In einem dritten Teil würde die Gruppe ihre Stellungnahme zu den einzelnen Aspekten der Geldpolitik entweder aufgrund eigener Initiative oder auf Ersuchen des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten abgeben. Der Bericht sollte eher die unterschiedlichen Standpunkte hinsichtlich der Diagnose und der Empfehlungen im Bereich der Geldpolitik und der Wirtschaft vollumfänglich wiedergeben, statt auf einen Kompromiss hinzuarbeiten, da ein solcher Kompromiss der Diskussion der Zentralbankpräsidenten vorgreifen würde.

Die Gouverneure würden den Bastiaanse-Bericht im Prinzip mindestens einen Monat vor ihrer Sitzung erhalten. Der Vorsitzende würde zuvor mit den Gouverneuren Kontakt aufnehmen, bei denen zu erwarten ist, dass sie sich aktiv an der Aussprache beteiligen werden.

2. Die Gouverneure haben vor jeder Monatssitzung eine Reihe von Arbeitsdokumenten zur Verfügung, die die jüngsten wirtschafts- und währungspolitischen Entwicklungen in jedem Mitgliedsland aufzeigen. Eine Begleitnotiz enthält ausserdem eine kurze Zusammenfassung.

Angesichts der unvermeidbaren Verzögerung bei der Uebermittlung und Aufbereitung der Daten können diese Unterlagen nicht im voraus übermittelt werden und dienen daher als Informationsgrundlage während der Tagung. Daher wird vorgeschlagen, dass für den Fall - und nur in diesem Fall -, dass die wirtschafts- und währungspolitische Situation dies rechtfertigt, Professor Lamfalussy einige Tage zuvor eine kurze Mitteilung verteilt, die die Fragen enthält, welche die Gouverneure eventuell anzuschneiden wünschen. Es wird dann Sache des Vorsitzenden sein, zu entscheiden, ob diese Fragen so bedeutsam sind, dass sie eine Aenderung der normalen Tagesordnung rechtfertigten, so dass für die Diskussion genügend Zeit bleibt. Es wäre ebenfalls möglich, dass sich der Vorsitzende zuvor mit den Gouverneuren besprechen will, die besonders daran interessiert wären, zuerst das Wort zu ergreifen.

Der Ausschuss verabschiedet das vorgeschlagene Verfahren. Was die Erweiterung des Mandats der Gruppe unter dem Vorsitz von Herrn Bastiaanse betrifft, so wird bestimmt, dass die Gruppe die allgemeinen wirtschaftspolitischen Aspekte auf binnen- wie aussenwirtschaftlicher Ebene insoweit in Betracht ziehen kann, als sie eng mit der Geldpolitik verknüpft sind.

Auf Ersuchen von Herrn Ortoli wird der Kommission ebenfalls die Möglichkeit eingeräumt, den Zentralbankpräsidenten oder der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Bastiaanse Fragen zu unterbreiten. Letztere wird den Ausschuss über den von der Expertengruppe vorgesehenen Zeitplan informieren.

C. Einsetzung einer halboffiziellen Gruppe der für die Geldpolitik Verantwortlichen

Der Vorsitzende erinnert daran, dass Herr Zijlstra im Anschluss an die Diskussionen im Ausschuss vom Dezember 1977 und Januar 1978 vorgeschlagen habe, eine halboffizielle Gruppe der für die Geldpolitik Verantwortlichen einzusetzen. Aufgabe dieser Gruppe soll es sein, den für die Politik der Zentralbanken Verantwortlichen Gelegenheit zu geben, im Rahmen eines kleinen Ausschusses einen Meinungs- und Erfahrungsaustausch über die Geldpolitik der jeweiligen Länder zu führen.

Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich wird die Teilnehmenden zu ein oder zwei Treffen im Jahr nach Basel einladen, zu einem Termin, der nicht mit den monatlichen Treffen der Gouverneure zusammenfällt. Möglicherweise werden diese Treffen die Dauer von einem Werktag haben. Sie werden von Professor Lamfalussy geleitet werden, der die Teilnehmer zu den Themen befragen würde, die sie zu behandeln wünschten. Dieser Gruppe würde von jeder Zentralbank der Zehnergruppenländer, der Schweiz, Dänemarks und Irlands ein Vertreter auf Direktionsebene angehören, der von dem Gouverneur der betreffenden Zentralbank bestimmt würde. Ein Lenkungsausschuss von drei oder vier Mitgliedern (ebenfalls unter dem Vorsitz von Professor Lamfalussy) könnte sich vor den Sitzungen der erweiterten Gruppe treffen, um diese vorzubereiten.

Der Vorsitzende fügt hinzu, dass dieses Mandat keine Verpflichtung zu regelmässigen Treffen vorsehe und dass es ganz allgemein gefasst sei, um der Gruppe eine grösstmögliche Freiheit zu belassen. Selbstverständlich würden die Gouverneure über die Ergebnisse jeder Sitzung informiert werden, und diese würden im Lichte der gewonnenen Erfahrung entscheiden, ob man das Mandat eventuell erweitern, vervollständigen oder präzisieren solle.

Herr Baffi würde es begrüssen, wenn der Zeitplan der Gruppe mit jenem des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten koordiniert würde, so dass letzterer anlässlich der Prüfung der Berichte der Bastiaanse-Gruppe Gewinn

ziehen könnte aus dem Meinungsaustausch, den die Gruppe der für die Geldpolitik Verantwortlichen geführt habe.

Herr Zijlstra unterstreicht den offiziellen Charakter der neuen Gruppe, deren wesentliches Ziel es sein soll, einen Meinungsaustausch auf der Ebene der für die Geldpolitik Verantwortlichen zu ermöglichen, ohne diesen die Verpflichtung aufzuerlegen, für die Gouverneure der Zehnergruppe oder den Ausschuss der Zentralbankpräsidenten der EWG Berichte zu erstellen. Hingegen verstehe sich von selbst, dass jeder Gouverneur über die Ergebnisse der Sitzungen durch seinen Vertreter in dieser Gruppe informiert werden würde.

Herr Baffi nimmt seinen Antrag zurück, und der Ausschuss erklärt sein Einverständnis zur Einsetzung der halbamtlichen Gruppe der für die Geldpolitik Verantwortlichen gemäss den Vorschlägen.

In Antwort auf eine Frage von Herrn Ortoli bezüglich einer Teilnahme der Kommission an dieser halbamtlichen Gruppe erklärt der Vorsitzende, dass diese Frage direkt zwischen Herrn Ortoli und Herrn Zijlstra geregelt werden könne.

VI. Analyse der 107. Folge von Arbeitsdokumenten (statistische Angaben und Zusammenfassung der Ereignisse und Massnahmen in der Gemeinschaft)

Wegen der gedrängten Tagesordnung nimmt der Ausschuss diese Analyse nicht vor.

VII. Vorsitz im Ausschuss

Der Vorsitzende weist darauf hin, dass sein Mandat am 31. März 1978 abläuft und ein neuer Vorsitzender für die nächsten zwölf Monate zu wählen sei. Gemäss der Regel, dass das Amt im jährlichen Turnus in der Reihenfolge des Dienstalters der Mitglieder zu besetzen sei, würde Herrn Zijlstra dieses Amt zufallen, er hat jedoch darum gebeten, ihn auch dieses Mal auszulassen. Der nächste Gouverneur nach Massgabe des Dienstalters wäre Herr Clappier.

Herr Clappier erklärt, dass es für ihn eine Ehre und eine grosse Genugtuung wäre, dem Ausschuss der Zentralbankpräsidenten vorzusitzen, dass er jedoch dieses Amt nicht annehmen könne, weil er das normale Pensionierungsalter noch vor Ablauf des Jahres 1978 erreiche, so dass die Gefahr eines

Wechsels im Vorsitz während des Amtsjahres bestände. Herr Clappier regt daher an, den in der Reihenfolge des Dienstalters nach ihm Kommenden, nämlich Herrn de Strycker, zu wählen.

Herr de Strycker erklärt sich bereit, den Vorsitz zu übernehmen, und dankt seinen Kollegen für das Vertrauen, dass sie ihm damit erweisen.

Der Ausschuss ernennt einstimmig Herr de Strycker zum Vorsitzenden des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten für die ordentliche Amtszeit von einem Jahr, die am 1. April 1978 beginnt und am 31. März 1979 endet.

VIII. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

Es stehen keine weiteren Fragen an.

IX. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Die nächste Sitzung findet am Dienstag, den 11. April 1978 um 10 Uhr in Basel statt.

* * *

Der Vorsitzende legt zum Schluss der Sitzung Wert auf die Feststellung, dass es ihm eine grosse Freude bereitet habe, die Beratungen des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten zu leiten. Für einen Gouverneur einer Zentralbank, dessen Land der Gemeinschaft erst einige Jahre angehört, und für einen Neuling im Kreis der Zentralbanken sei dieses Amt eine grosse Ehre gewesen. Herr Murray dankt Herrn Breen und seinen Mitarbeitern sowie dem Sekretariat für die Unterstützung, die sie ihm immer haben zuteil werden lassen; er gibt weiterhin bekannt, dass Herr Charles Freeland das Sekretariat Ende März 1978 verlassen wird, und heisst seinen Nachfolger Herrn Alan Mortby herzlich willkommen.

Herr Emminger spricht im Namen des Ausschusses Herrn Murray die Anerkennung der Zentralbankpräsidenten aus für die Art, wie er den Vorsitz im Ausschuss geführt hat. Diese Aufgabe sei nicht immer leicht gewesen, und die Gouverneure hätten wiederholt die Umsicht, Ruhe und Unparteilichkeit, die der Vorsitzende an den Tag gelegt habe, bewundern können. Herr Emminger

dankt ebenfalls Herrn Breen für die Arbeit, die er als Vorsitzender der Stellvertreter geleistet habe und die die Aufgabe des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten sehr erleichtert habe.

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

FEBRUAR 1978

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 Februar und in den ersten Märztagen 1978.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Die Wechselkurse wiesen im Februar stark ausgeprägte Schwankungen auf. Der US-Dollar war in den ersten zwei Wochen gegenüber den Währungen der "Schlange" relativ stabil geblieben; gegenüber dem Schweizer Franken hatte er sich indessen bereits erheblich abgeschwächt.

Mit Wirkung vom 13. Februar wurde die Parität der norwegischen Krone, die seit einiger Zeit einem gewissen Druck auf den Devisenmärkten ausgesetzt war, im Anschluss an ein Treffen zwischen den Ministern und den Zentralbankpräsidenten der Verbundwährungsländer am 10. des Monats in Kopenhagen neu angepasst. Es wurde beschlossen, diese Währung um 8% gegenüber den übrigen Verbundwährungen abzuwerten.

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

Die wesentlichen Gründe für die Dollarschwäche, bestanden weiter und wurden gleichzeitig durch die Verlängerung des Streiks der Bergarbeiter verschärft.

Am 13. Februar (Montag) kam der US-Dollar unter erneuten Druck und gab in der Folge insbesondere gegenüber dem Schweizer Franken und der DM nach. Das Federal Reserve System intervenierte daraufhin mit erheblichen Verkäufen von DM und einigen Abgaben von Schweizer Franken, während die Bundesbank und die Schweizerische Nationalbank ihre Dollarkäufe erhöhten. Diese Interventionen konnten den Markt jedoch nicht überzeugen, worauf der Dollar Tag für Tag weiter nachgab und am 24. Februar fürs erste einen historischen Tiefstand erreichte.

Ab Mitte Februar intervenierte die Bank von Japan energisch mit Dollarkäufen am Tokioer Markt.

Auch die Belgische Nationalbank und die Niederländische Bank intervenierten mit Käufen.

Nachdem die Märkte in Europa am Freitag, dem 24. Februar, geschlossen worden waren, gaben die Schweizer Behörden eine Reihe neuer Massnahmen zur Eindämmung der Kapitalzuflüsse in die Eidgenossenschaft bekannt. Der Diskontsatz der Schweizerischen Nationalbank wurde um 1/2% auf den niemals zuvor erreichten Stand von 1% herabgesetzt; daneben wurde der Betrag, in dessen Höhe die Schweizer-Franken-Guthaben von Devisen- ausländern nicht den Strafzinsen unterliegen, erheblich gesenkt. Diese Massnahmen, die zu einem Zeitpunkt bekanntgegeben wurden, als Hoffnung auf ein Ende des Bergarbeiterstreiks in den USA bestand, führten zu einem Wiederanstiegen des Dollars von 1,7750 am Freitag, dem 24. Februar, auf sfr 1,85/\$ 1 (+ 4,25%) am Montag, dem 27. Februar. In Frankfurt erholte sich der Dollar von 2,015 auf DM 2,04/1 \$ (+ 1,25%).

An diesem letztgenannten Datum wurde ausserdem bekanntgegeben, dass es Ausländern künftig untersagt sei, auf Schweizer Franken lautende Wert- schriften zu erwerben. Diese zusätzliche Massnahme führte zu einer weiteren Befestigung des Dollars in Zürich auf sfr 1,88/\$ 1 (+ 1 5/8%).

Die scheinbare Stabilisierung der Wechselkurse wurde am letzten Februar- tag erneut in Frage gestellt, nachdem die deutsche Regierung erklärt hatte,

dass die Behörden nicht die Absicht hätten, Kapitalverkehrskontrollen einzuführen. Obwohl diese Nachricht keine neue Situation schuf, war die Nervosität des Marktes so stark, dass es zu einer neuen Welle von Dollarverkäufen in New York, Tokio und am darauffolgenden Tag in Europa kam.

Der Rückgang des Dollars im Zeitraum Anfang Februar bis 1. März erreichte schliesslich 10% in Zürich, 5% in Frankfurt und aufgrund energischer Interventionen seitens der Bank von Japan weniger als 2% in Tokio.

Das Pfund Sterling hat sich im Berichtszeitraum praktisch parallel zum US-Dollar entwickelt; die Interventionen der Bank von England waren während dieser Zeit auf der Käufer- wie auf der Verkäuferseite relativ unbedeutend.

Der französische Franken war zu Monatsbeginn einem recht starken Druck ausgesetzt und musste von der Bank von Frankreich erheblich gestützt werden. In der Folge befestigte er sich jedoch und lag schliesslich gegenüber dem Dollar um weniger als 1% unter dem Niveau von Ende Januar.

Der Dollarkurs der italienischen Lira stieg um 2%; die Bank von Italien kaufte etwas mehr Dollar als sie verkaufte.

Der belgische Franken und der niederländische Gulden konnten ohne Mühe der Kursentwicklung der DM folgen und die Notenbanken beider Länder kauften am Markt sowohl Dollar wie Deutsche Mark.

Die norwegische Krone, die während der ersten zehn Februartage ständig den unteren Rand des Währungsbandes eingenommen hatte und von der Bank von Norwegen gestützt werden musste, verbesserte ihre Position nach der Adjustierung vom 13. Februar; die Bank von Norwegen konnte in der zweiten Monathälfte Dollar in nicht unbedeutender Höhe zurückkaufen.

Die dänische Krone, die zunächst Paritätskurs mit der DM hielt, wurde in der Folge durch die Abschwächung des Dollars und die Nervosität der Märkte geringfügig in Mitleidenschaft gezogen. Sie glitt allmählich in den unteren Teil des Währungsbandes ab, wobei sie durch relativ geringe Verkäufe von Dollar und DM gestützt wurde, die im wesentlichen erratic Kursausschlägen vorbeugen sollten.

Die schwedische Krone befestigte sich, ohne dass per saldo von offizieller Seite bedeutend interveniert wurde, um rund 3/4% gegenüber dem Dollar.

Der kanadische Dollar wurde von der Bank von Kanada regelmässig, zuweilen mit bedeutenden Beträgen gestützt. Dessen ungeachtet verzeichnet er Ende Februar gegenüber dem US-Dollar einen Rückgang von etwa 3/4%.

II. INTERVENTIONEN GEGEN DOLLAR

Das Gesamtvolumen der Interventionen in Dollar war erneut hoch: die Käufe erreichten insgesamt über \$ 6,9 Mrd., die Verkäufe etwa \$ 4,7 Mrd.

Die Bundesbank und die Schweizerische Nationalbank traten praktisch jeden Tag als Käufer mittlerer Beträge auf. Der Gesamtbetrag dieser Interventionen, die parallel zu der regelmässigen Stützung des Dollars durch die amerikanischen Behörden vorgenommen wurden, war bedeutend.

Die Bank von Japan schritt in der zweiten Monatshälfte zu teilweise massiven Dollarankäufen: sie summierter sich schliesslich auf sehr hohe Beträge.

Die Zentralbanken Belgiens, der Niederlande und Norwegens haben mittlere Beträge erworben, während die Käufe und die Verkäufe der Bank von Italien und der Schwedischen Reichsbank sich im Endeffekt jeweils etwa kompensiert haben. Die Bank von Frankreich, die Bank von Kanada und, mit einem sehr viel geringeren Betrag, die Bank von Dänemark und die Bank von England traten zur Stützung ihrer eigenen Währung als Nettoverkäufer auf: die Bank von Frankreich und die Dänische Nationalbank haben zudem DM verwendet, um nicht noch zusätzlich, wie geringfügig auch immer, zur Dollarschwäche beizutragen.

III. INTERVENTIONEN IN EUROPÄISCHEN WÄHRUNGEN

Im Währungsverbund waren keine Interventionen zu den Limitkursen notwendig. Die Dänische Nationalbank hat mehrfach DM zu Kursen innerhalb der Bandbreite verkauft; die Zentralbanken Belgiens und der Niederlande konnten demgegenüber DM zurückkaufen, die zur Verminderung ihrer Schulden gegenüber dem Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit verwendet wurden.

Die Bank von Frankreich hat einige wenig bedeutende DM-Verkäufe im Rahmen der Stützungsoperationen zugunsten des Frankens getätigt.

Insgesamt ergeben diese Interventionen einen Nettoankauf von DM in Höhe von ca. \$ 160 Mio.

In den ersten zehn Märztagen schwächte sich der US-Dollar in Tokio weiter ab, während er sich in Frankfurt eher stabilisierte, und sein Kurs später merklich anzog, nachdem bekannt wurde, dass Präsident Carter und Bundeskanzler Schmidt am 9. März telefonisch vereinbart hatten, dass hohe Regierungsvertreter beider Länder am Wochenende des 11./12. März Kontakt aufnehmen würden, um Massnahmen für eine Wiederherstellung geordneterer Marktverhältnisse zu erörtern.

Die einschneidenden Massnahmen der Schweizer Behörden zur Verhinderung von Kapitalzuflüssen in den Schweizer Franken und zur Ermutigung von Kapitalabflüssen zeigten bereits in der ersten Märzwoche auf den Devisenmärkten erhebliche Wirkung; der Dollar verbesserte sich demzufolge sprunghaft und erreichte am 10. des Monats einen Schlusskurs von etwa sfr 1,97 gegenüber dem Tiefstkurs von ca. sfr 1,77 zu Beginn des ersten Geschäftstages des Monats. Diese starke Verbesserung um ungefähr 11% innerhalb von zehn Tagen bewirkte, dass der Dollarkurs in Zürich fast wieder seinen Stand von Anfang Februar erreichte.

Während die Deutsche Bundesbank und die Schweizerische Nationalbank nur geringe Interventionen zur Stützung des Dollars vornahmen, intervenierte die Bank von Japan stark mit Dollarkäufen in Tokio, während die Federal Reserve Bank für die Bank von Japan in New York Yen verkaufte. Die Ankäufe der Bank von Japan während der ersten Märztage beliefen sich wiederum auf einen hohen Gesamtbetrag. Dank dieser energischen Interventionen konnte der Kursrückgang des Dollars in Tokio während des Berichtszeitraums auf etwa 1 1/2% begrenzt werden.

Interventionen in Deutschen Mark oder Schweizer Franken nahm die Federal Reserve Bank nicht vor.

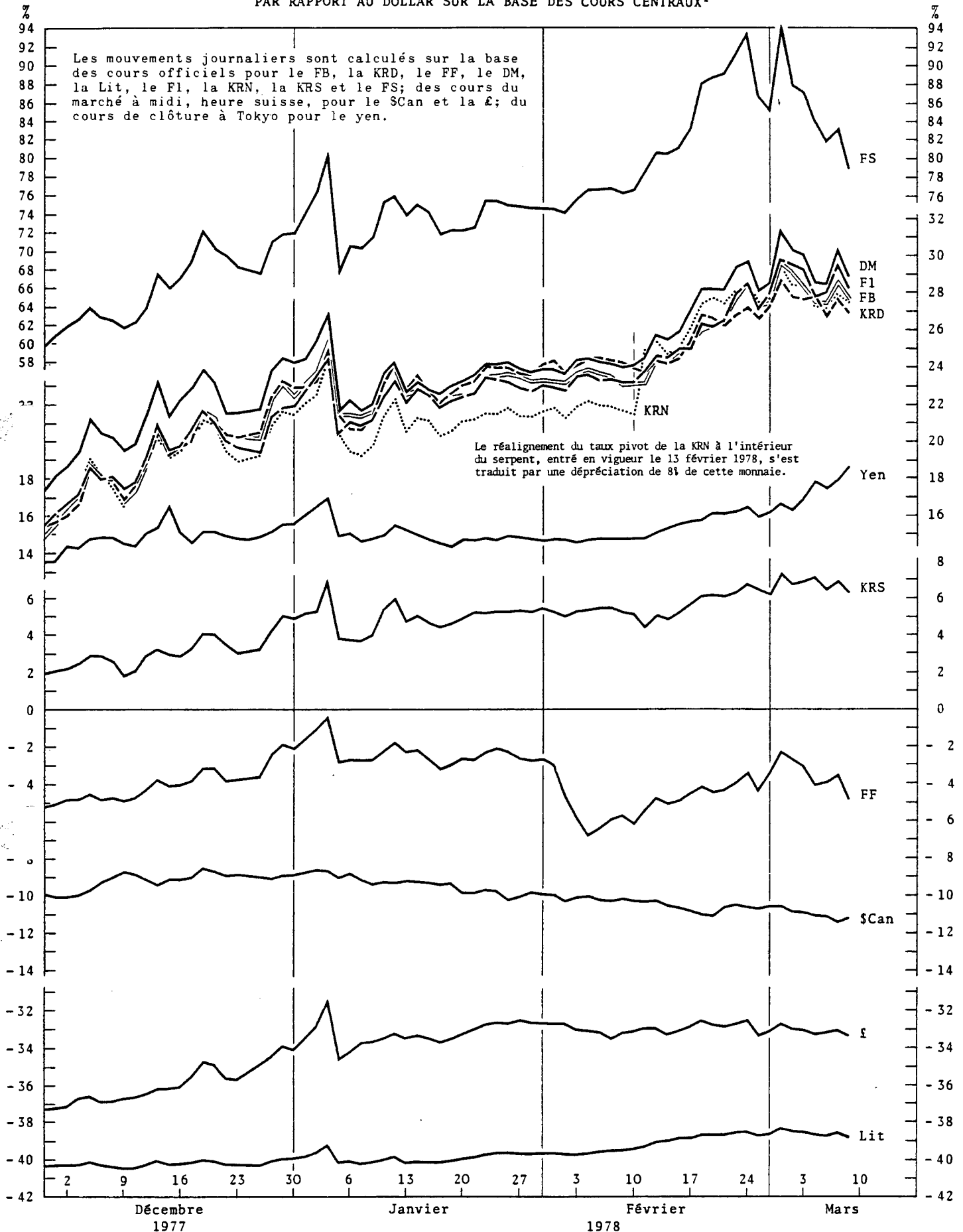
Befürchtungen über das Ergebnis der Wahlen in Frankreich beeinflussten den Kursverlauf des französischen Frankens an den Devisenmärkten. Die Bank von Frankreich setzte ihre Stützungsoperationen fort; dennoch verlor der Franken in den ersten zehn Märztagen etwa 3% an Wert gegenüber dem US-Dollar.

Die Entwicklung innerhalb der "Schlange" warf während der ersten Märztage keine besonderen Probleme auf, und die relative Position der Verbundwährungen entsprach im grossen und ganzen der vom Monatsanfang, mit der DM in oberster Position, gefolgt vom holländischen Gulden, dem belgischen Franken, der norwegischen Krone und der dänischen Krone. Der Abstand

zwischen der Deutschen Mark und der dänischen Krone variierte im Berichtszeitraum zwischen 1 und 1 1/2%.

Der kanadische Dollar war weiterhin einem gewissen Druck ausgesetzt, er befestigte sich jedoch, als die Bank von Kanada am 9. März den Diskontsatz erhöhte, wobei die Bank von Kanada in der Folge einen Teil des Betrags wieder zurückkaufen konnte, den sie während der ersten März tage für Interventionen verwendet hatte.

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



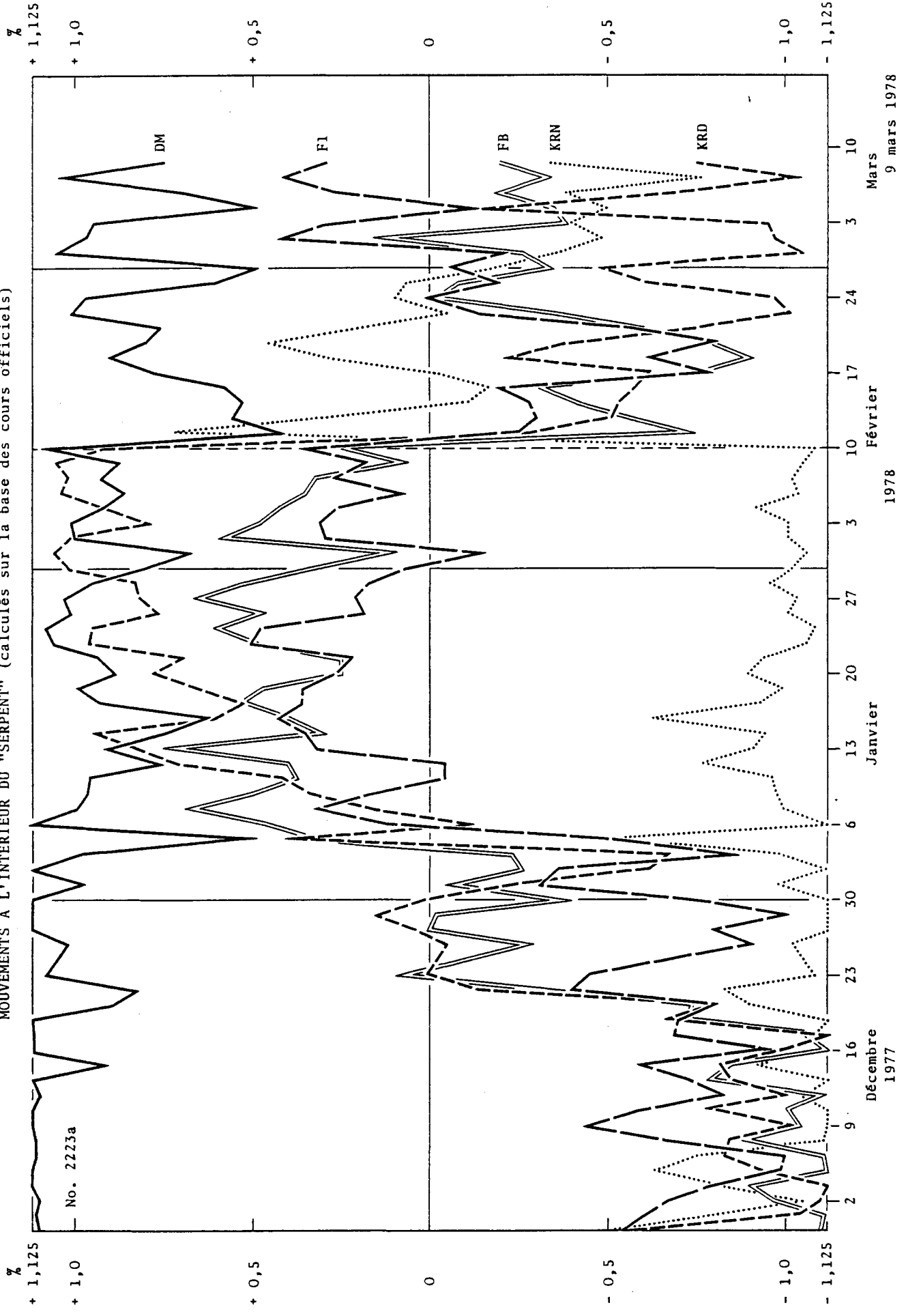
* Effectifs, 1 dollar EU =
FB 40,3344; FF 4,60414; F1 2,78118.

* Théoriques, 1 dollar EU =
KRD 7,10121; DM 2,6167; Lit 523,35;
Yen 277,20; KRN 6,24373 (KRN 6,78666
à partir du 13.2.1978); KRS 4,90;
FS 3,456. £1 = \$2,8952.

9 mars 1978

Pour le dollar canadien, cours d'ouverture du marché au 19 mars 1973: 1\$Can = \$EU 1,003.

MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DU "SERPENT" (calculés sur la base des cours officiels)



Mars
9 mars 1978

1978

Janvier

Décembre
1977

Le réalignement du taux pivot de la KRN à l'intérieur du serpent, entré en vigueur le 13 février 1978, s'est traduit par une dépréciation de 8% de cette monnaie.