

PROTOKOLL\*  
DER HUNDERDREIUNDZWANZIGTEN SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER  
PRAESIDENTEN DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN  
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT  
BASEL, DIENSTAG, 11. JULI 1978, 10.00 UHR

---

Anwesend sind: der Gouverneur der Banque Nationale de Belgique und Ausschussvorsitzende, 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 Rieke; der Gouverneur der Banque de France, Herr Clappier, begleitet von den Herren Théron und Lefort; der Gouverneur der Central Bank of Ireland, Herr Murray, begleitet von Herrn Breen; der Gouverneur der Banca d'Italia, Herr Baffi, begleitet von den Herren Ercolani und Magnifico; der Präsident der Nederlandsche Bank, Herr Zijlstra, begleitet von den Herren Szasz, van Hellenberg Hubar und de Boer; der Gouverneur der Bank of England, Herr Richardson, begleitet von den Herren McMahon und Balfour; zugegen sind ferner der Vizepräsident der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Herr Ortoli, begleitet von Herrn Mosca; Herr Jaans, Kommissar für die Bankenaufsicht des Grossherzogtums Luxemburg; Herr Heyvaert, Vorsitzender der Expertengruppe; ebenfalls anwesend sind der Generalsekretär des Ausschusses, Herr Schleiminger, sein Beigeordneter, Herr Bascoul, die Herren Scheller und Mortby sowie Herr Lamfalussy.

I. Billigung des Protokolls der 122. Sitzung

Der Vorsitzende erklärt, das Sekretariat habe nur einen Aenderungsvorschlag redaktioneller Art zu der Erklärung von Herrn Richardson auf Seite 2 erhalten. Unter Berücksichtigung dieser Aenderung, die im endgültigen Text vorgenommen wird, billigt der Ausschuss einstimmig das Protokoll der 122. Sitzung.

---

\* Endgültige, in der Sitzung vom 12. September 1978 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur eine Aenderung redaktioneller Art aufweist.

II. Entwicklung auf den Devisenmärkten der Konzertationsteilnehmer im Monat Juni sowie in den ersten Julitagen 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. Hinsichtlich der Interventionspolitik der Federal Reserve Bank sagt er, jene habe wenig in den Markt eingegriffen, andererseits aber weitere DM-Käufe ausserhalb des Markts, d.h. bei ihren Korrespondenten getätigt, um ihre Verbindlichkeiten aus den Swapabkommen mit der Deutschen Bundesbank zurückzuführen. Diese Käufe, die sich im Juni auf ungerechnet US\$ 450 Mio (gegenüber US\$ 1 Mrd im Mai) beliefen, waren von zweierlei Art: die einen erfolgten auf Grund eines spontanen DM-Angebots durch die ausländischen Korrespondenten und bedienten damit eine Nachfrage nach Dollar; die anderen stellten DM-Käufe dar, welche von den ausländischen Korrespondenten auftrags und für Rechnung der Federal Reserve Bank am Markt ausgeführt wurden und das US-Dollarangebot an Markt vermehrt haben. Es war jedoch nicht möglich, den jeweiligen Anteil dieser zwei Operationsarten am Gesamtbetrag der von der Federal Reserve Bank getätigten DM-Käufe zu beziffern.

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

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

III. Meinungsaustausch im Anschluss an die Tagung des Europäischen Rates vom 6. und 7. Juli 1978 in Bremen sowie die etwaige Abfassung einer Studie im Lichte der Ergebnisse dieser Ratstagung

Der Vorsitzende bittet:

- Herrn Clappier, kurz das nach Abschluss der Konferenz von Bremen veröffentlichte Pressecommuniqué zu kommentieren,
- Herrn Ortoli, die Gouverneure über das Verfahren zu unterrichten, das die Kommission für die Prüfung in den verschiedenen Ausschüssen des in Bremen beschlossenen Plans vorschlagen wird,
- Herrn Emminger, die Gouverneure darüber zu informieren, wie sich die deutsche Präsidentschaft des Rates der Finanzminister die Organisation der Tagung am 24. Juli 1978 vorstellt.

Danach werde der Ausschuss auf präzise Weise über das den Stellvertretern und Experten zu erteilende Mandat entscheiden müssen.

Herr Clappier verweist zunächst darauf, dass er nicht in seiner Eigenschaft als Gouverneur der Bank von Frankreich an der Vorbereitung der Bremer Konferenz mitgewirkt hat; andererseits habe Herr Ortoli an dieser Konferenz teilgenommen und könne daher ergänzende Informationen geben.

Im Anschluss an die Kopenhagener Konferenz im April dieses Jahres hätten einige Staats- und Regierungschefs eine Arbeitsgruppe aufgefordert, in engstem Rahmen die verschiedenen Anregungen dieser Konferenz zu prüfen und für die Konferenz in Bremen konkrete Vorschläge zu unterbreiten; diese Vorschläge, die in der technischen Anlage des Pressecommuniqués enthalten seien, leiten sich aus zwei wesentlichen Überlegungen ab:

- Das erste Ziel sei die Schaffung einer stabilen monetären Zone in Westeuropa; in der Tat herrschte unter den Teilnehmern Einmütigkeit über den störenden Einfluss der derzeitigen monetären Instabilität sowohl bei der Bekämpfung der Inflation als auch im Bereich der wirtschaftlichen Wachstums;
- Das zweite Ziel sei mehr politischer Natur; es solle die Gelegenheit wahrgenommen werden, einen erneuten Anlauf zur Schaffung einer neuen europäischen Währungsorganisation zu versuchen.

Im Hinblick auf diese beiden Ziele, die miteinander kombiniert werden müssten, habe man verschiedene Instrumente vorgeschlagen. Hier sei zunächst die Schaffung der EWE zu erwähnen, eine Rechnungseinheit, deren Benennung, noch vorläufig sei und die im neuen System als Berechnungsmittel ("numéraire") und für den Zahlungsverkehr zwischen den an diesem System teilnehmenden Notenbanken dienen würde.

Eine Aufgabe des Europäischen Währungsfonds wäre es, Rechnungseinheiten gegen Einlage von offiziellen Reservekomponenten und von Landeswährungen auszugeben. Im zweiten Fall wäre die Schaffung von EWE bedingt, wobei die Bezeichnung Europäischer Währungsfonds darauf anspiele, dass die bedingte Schaffung von EWE ähnlichen Regeln unterliegen würde, wie seit langem von Internationalen Währungsfonds angewendet würden.

Eine Zusammenlegung der Reserven sei ein bereits seit langem vorgebrachter Gedanke, dessen Verwirklichung jedoch noch nie möglich war.

Diese beiden Ansätze müsse man sich während der technischen Arbeiten in den kommenden Monaten vergegenwärtigen. Diesbezüglich sei es wünschenswert, dass die Zentralbankpräsidenten nicht zu leicht der Versuchung nachgeben, aus grundsätzlichen Erwägungen die verschiedenen Vorschläge zu kritisieren, sondern dass sie vielmehr einen konstruktiven Beitrag zu Verwirklichung dieses neuen Anlaufs leisten. Die Mittel seien vorhanden, es genüge der Wille zu ihrer Nutzung.

Herr Ortoli erklärt, dass drei Beweggründe im Mittelpunkt der Aussprache standen, der er beigewohnt hat:

- Es müsse vermieden werden, dass die "Währungsschlange" während der Uebergangsperiode in Frage gestellt oder geschwächt wird; um dieser Aussage mehr Nachdruck zu verleihen, habe man sie in den Hauptteil des Pressecommuniqué gestellt, obwohl sie eigentlich in die Anlage gehört;
- Jedes Land habe bis zum 3. und 4. Dezember dieses Jahres das Recht, Abänderungsvorschläge zu den in der technischen Anlage gemachten Vorschlägen zu unterbreiten sowie davon abzusehen, an diesem neuen System teilzunehmen. Eine gewisse Anzahl von Staaten hätten sich freilich bereits mit den Vorschlägen in ihrer ursprünglichen Form einverstanden erklärt: ausser den beiden Ländern, die diese

Vorschläge initiiert haben, handele es sich dabei um Belgien, Luxemburg und - mit Einschränkungen - um Dänemark; die Niederlande hätten lediglich gegenüber der Schaffung von EWE gegen Hinterlegung von nationalen Währungen Vorbehalte geäußert,

- Angesichts der zwischen den Volkswirtschaften der EWG-Staaten bestehenden Divergenzen seien Befürchtungen geäußert worden hinsichtlich der Beständigkeit und Wirksamkeit eines Systems, das aus rein monetären Elementen bestünde. In diesem Sinne müsse die Erklärung im Pressecommuniqué interpretiert werden, dass man neue Massnahmen zu Stärkung der Wirtschaften der finanziell schwächeren Mitgliedsländer prüfen werde. Im Laufe der nächsten Sitzungen werde diese, gegenwärtig nicht sehr präzise Erklärung konkretisiert werden.

Herr Ortoli wünscht, dass alle Gemeinschaftsorganismen bei ihren Arbeiten eine positive Haltung gegenüber dem neuen Versuch einnehmen und Erwägungen darüber anstellen, auf welche Weise man dem neuen System grösstmögliche Wirksamkeit verleihen kann. Was die Organisation dieser Arbeiten betreffe, so werde der Währungsausschuss am 18. und 19. Juli zu einer Sitzung zusammentreffen, um ein Dokument auszuarbeiten, das den Ministern in ihrer ersten Aussprache am 24. Juli nützlich sein könnte. Es käme darauf an, dass diese Debatte angesichts der sehr kurzen Frist, innerhalb der bis zum 31. Oktober eine sehr intensive Arbeit geleistet werden müsse, so ergiebig wie möglich sei.

Herr Emminger erklärt, dass der deutsche Finanzminister und amtierende Vorsitzende des Rates der Finanzminister ihn gebeten habe, den Präsidenten der Zentralbanken mitzuteilen, dass er die Gouverneure zu der Tagung am 24. Juli einladen werde. Dieser Tagung werde ein Treffen in kleinem Kreis vorangehen, an dem für jedes Land lediglich der Finanzminister, der Zentralbankpräsident und ein weiterer Repräsentant teilnehmen würden. Im Verlauf dieser Sitzung würden nicht nur das Verfahren und der Zeitplan für die späteren Arbeiten diskutiert werden; vielmehr sei auch beabsichtigt, ein Verzeichnis der wichtigsten Fragen aufzustellen, ohne dass dabei allerdings in eine Grundsatzdebatte eingetreten werden solle. Im Hinblick darauf wäre es nützlich, wenn der Ausschuss Ueberlegungen darüber anstellen würde, welche Fragen von den Zentralbankpräsidenten zweckmässigerweise geprüft werden sollten.

Der Vorsitzende ist der Ansicht, dass der Ausschuss die Gesamtheit der durch den neuen Plan aufgeworfenen Probleme prüfen müsste und dass eine Arbeitsteilung zwischen dem Ausschuss der Zentralbankpräsidenten und dem Währungsausschuss nicht möglich sein dürfte. Eine erste Aussprache über die Probleme könnte während der monatlichen Sitzung im September stattfinden, es erscheine jedoch notwendig, für Oktober eine ausserordentliche Sitzung vorzusehen.

Im Hinblick auf die Septembersitzung sollten die Stellvertreter und Experten aufgefordert werden, eine Ausarbeitung vorzubereiten; angesichts der Vielzahl der zu prüfenden Aspekte dürften diese jedoch kaum in der Lage sein, bereits im September einen vollständigen Bericht vorzulegen. Deshalb wäre es angebracht, sie zu ersuchen, den Aspekten Priorität einzuräumen, für die insbesondere die Zentralbanken zuständig sind, also vor allem der teilweisen Zusammenlegung der Währungsreserven.

Herr Ortoli meint, das neue System sehe Interventionen an den Devisenmärkten vor und es wäre nützlich, auch diesen Aspekt zu untersuchen.

Herr Zijlstra teilt die Ansicht von Herrn Ortoli und schlägt vor, dass die Experten die drei folgenden Fragenkomplexe prüfen:

- Der Europäische Währungsfonds:
  - . Verteilungsschlüssel für die Beteiligung: Brutto- oder Nettoreserven,
  - . Deckung des Wechselkursrisikos.
- Rechnungseinheit:
  - . Zusammensetzung des Korbs,
  - . Folgen der Nichtbeteiligung gewisser EWG-Länder am Interventionssystem,
  - . Neufestsetzungen des Leitkurses: sind sie in einem solchen System möglich, und wie können sie durchgeführt werden ?
- Die Interventionen:
  - . praktische Anwendung der Interventionsverpflichtungen, wie sie sich unter Bezugnahme auf einen Währungskorb ergeben,
  - . Wahl der Interventionswährung,
  - . technische Implikationen infolge des Weiterbestehens der "Währungsschlange".

Hinsichtlich des letzten Punktes sei festzustellen, dass man im Entwurf der Anlage zum Pressecommuniqué noch gesagt hatte, dass die "Währungsschlange" während der Uebergangsperiode gänzlich beibehalten würde,

während die Regierungschefs Belgiens, Dänemarks, Deutschlands, Luxemburgs und der Niederlande in der endgültigen Fassung des Kommuniqués bekräftigen, dass die "Währungsschlange" unverändert beibehalten werde.'

Herr Ortoli bemerkt, dass der von Herrn Zijlstra erwähnten Textänderung zwei Bestrebungen zugrunde lagen: zum einen musste verdeutlicht werden, dass es sich hierbei um eine Erklärung der Regierungschefs der Länder handelte, die im Währungsverbund zusammengeschlossen sind. Andererseits müsste sowohl im gegenwärtigen Stadium als auch dann, wenn sich der Zeitpunkt nähert, an dem das neue System einsatzfähig sein wird, eine Spekulation gegen die Verbundwährungen vermieden werden. Er habe von der Aussprache den Eindruck gewonnen, dass man nicht an ein ständiges Nebeneinander von "Währungsschlange" und neuem System gedacht habe.

Herr Zijlstra hält diese Frage für eminent wichtig. Jedenfalls dürfe auch dann, wenn die "Währungsschlange" nur während einer Uebergangsperiode weiter existieren sollte, dieser Zeitraum von sehr langer Dauer sein; es wäre daher zweckmässig, dass sich die Experten mit den Problemen befassen, die sich aus der Koexistenz beider Systeme ergeben könnten.

Herr Clappier ist ebenfalls der Ansicht, dass die Experten die Frage prüfen sollten, ob und unter welchen Bedingungen es möglich wäre, beide Systeme nebeneinander bestehen zu lassen. Einige Jahre lang konnte man das Nebeneinander verschiedener Vereinbarungen innerhalb desselben Systems verfolgen, nämlich den kleinen Benelux-Verbund und die "Währungsschlange"; diesmal handele es sich aber um die Koexistenz von zwei voneinander wesentlich abweichenden Systemen.

Herr Hoffmeyer schlägt vor, dass die Stellvertreter im Hinblick auf die Ratstagung am 24. Juli eine Aufstellung der Fragen anfertigen, die der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten zu prüfen beabsichtige.

Herr Emminger unterstützt die Anregung von Herrn Hoffmeyer. In der Tat sei es angesichts der sehr kurzen Fristen wichtig, dass die Finanzminister bereits am 24. Juli zu einer präzisen Aufteilung der Aufgaben gelangen.

Der Vorsitzende macht die folgenden Bemerkungen:

- Die Gouverneure sollten sich für sämtliche Komponenten des neuen Systems interessieren. Gegenwärtig stelle sich eher die Frage, auf der Basis welcher Vorbereitungsarbeiten der Experten der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten seine Stellungnahme innerhalb der sehr kurzen Frist

formulieren könne;

- die Experten der Zentralbanken müssten das ganze Programm prüfen, auch wenn es eine Arbeitsteilung zwischen der Expertengruppe des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten und dem Währungsausschuss geben sollte, denn die Zentralbanken seien auch im letztgenannten Ausschuss vertreten. Die Gouverneure der Zentralbanken könnten demnach ihren Vertretern in beiden Ausschüssen Direktiven hinsichtlich der Vornahme der Arbeiten erteilen.

Abschliessend schlägt der Vorsitzende vor, dass die Expertengruppe des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten sich vor allem mit den Fragen befasst, die in die eigentliche Zuständigkeit der Gouverneure fallen.

Herr Richardson erklärt sich einverstanden damit, dass sich die Gouverneure mit dem gesamten Programm befassen; was jedoch die Arbeit der Experten betrifft, so wünscht er, dass diese eine technische Analyse der von Herrn Zijlstra aufgezählten Fragen vornehmen, eine Analyse, die von den Verhandlungen über die Art der zu schaffenden Vereinbarung deutlich unterschieden werden muss.

Andererseits fragt sich Herr Richardson, ob die Experten in der Lage seien, bereits für die Ausschusssitzung im September einen Bericht vorzulegen, und ob man angesichts dieser Umstände nicht eine Sitzung der Zentralbankpräsidenten im Oktober vorsehen müsse.

Der Vorsitzende glaubt, dass der Ausschuss damit einverstanden ist, wenn die Experten mit dem Ziel, konkrete Vorschläge zu machen, insbesondere die Frage der Zusammenlegung der Reserven prüfen, während die anderen Aspekte Gegenstand einer für die Gouverneure zu erstellenden technischen Studie sein würden.

Was den Zeitplan angehe, so dürfte eine erste Aussprache bereits im September notwendig sein, denn eine einzige Sitzung im Oktober dürfte kaum ausreichen, um vor dem 31. Oktober zu einer Stellungnahme des Ausschusses zugelang.

Herr Richardson regt an, in Anbetracht dieser Umstände im September zwei Ausschusssitzungen vorzusehen, da eine einzige Sitzung kaum ausreichen dürfte, um sämtliche von Herrn Zijlstra soeben formulierten Fragen zu prüfen.

Der Vorsitzende schlägt vor, die Sitzung am 12. September am Nachmittag fortzusetzen und eine ausserordentliche Sitzung im Oktober vorzusehen. Der Ausschuss stimmt diesem Vorschlag zu.



Herr Murray erinnert die Gouverneure daran, dass das Pressecommuniqué die Schaffung eines Europäischen Währungsfonds vorsieht, und er hoffe, dass der Ausschuss auch die sich daraus ergebenden institutionellen und administrativen Probleme erwägt. Was die Rolle der EWE betreffe, so könne man dort lesen, dass diese Rechnungseinheit den Kern des neuen Systems bilden werde und insbesondere als Zahlungsmittel zwischen den Währungsbehörden der EWG verwendet werden solle. Stelle diese letzte Aussage eine Einschränkung der ersteren dar, oder beabsichtige man wirklich, dieser Einheit die Rolle des "numéraire" im neuen System zu geben? Es handle sich hierbei um eine äusserst wichtige Frage, die man auf der Tagung am 24. Juli 1978 klären müsse.

Herr Emminger ist der Meinung, dass die Frage der Bezugsgrösse bewusst offengelassen wurde, da sich die Verfasser des Pressecommuniqués der technischen Kompliziertheit dieser Frage bewusst waren. Es sei Aufgabe der Gouverneure, die technischen Möglichkeiten zu prüfen, anstatt sich in einer "Exegese" des Pressecommuniqués zu verlieren.

Herr Janson ist der Ansicht, dass es im Interesse der auszuführenden Arbeiten dennoch nützlich wäre, einige Erläuterungen von seiten der Verfasser der Anlage zum Pressecommuniqué über die verschiedenen Elemente des neuen Systems zu erhalten.

Herr Zijlsta ist demgegenüber der Auffassung, dass es ein vergebliches Unterfangen wäre, die Regierungschefs über ihre Absichten zu befragen. Vielmehr müsse man die verschiedenen Elemente des neuen Systems auf ihre technische Durchführbarkeit hin untersuchen.

Der Vorsitzende schliesst die Aussprache mit den Worten, dass die Experten aufgefordert sind, für Anfang September den Gouverneuren einen Bericht vorzulegen, der zum einen eine vertiefte Studie der Probleme enthält, die sich aus der Zusammenlegung und Verwendung der Währungsreserven ergeben; andererseits würde dieser Bericht die technischen Probleme erörtern, die sich durch die anderen Elemente des neuen Systems stellen, und eventuell die Möglichkeiten für eine Lösung dieser Probleme. Er würde als Grundlage für die Diskussion der Gouverneure im September dienen, die daraus die ersten Schlussfolgerungen ziehen und möglicherweise die notwendigen Direktiven für ergänzende Arbeiten geben würden.

IV. Die amerikanische Gesetzgebung hinsichtlich der Geschäftstätigkeit der in den Vereinigten Staaten residierenden Auslandsbanken

Herr Janson erinnert die Zentralbankpräsidenten, sie hätten den Entwurf einer Antwort auf den Brief von Präsident Miller erhalten; diese Antwort sei von Herrn Kirbyshire und seinen Ad hoc-Ausschuss vorbereitet worden. Ueber diesen Briefentwurf sei aber bei den Stellvertretern keine Einstimmigkeit erzielt worden, da es zwischen der niederländischen und der englischen Delegation eine Meinungsverschiedenheit gebe.

Der Vorsitzende schlägt vor, Herrn Kirbyshire mit der Lösung der Probleme zu betrauen, die hinsichtlich der Endredaktion des Antwortbriefs bestehen; dieser Vorschlag wird vom Ausschuss gebilligt.

V. Analyse der 111. Folge der Arbeitsdokumente (statistische Daten und Zusammenfassung der Ereignisse und Massnahmen in der Gemeinschaft)

Der Vorsitzende bittet Herrn Lamfalussy, die neueste nationale und internationale Zinsentwicklung kurz zu kommentieren.

Herr Lamfalussy führt aus, seit mehreren Monaten wiesen sowohl die kurzfristigen als auch die langfristigen Zinsen in den Vereinigten Staaten einen ansteigenden Trend auf, gleichwohl der Trend bei den langfristigen Zinsen weniger deutlich sei; in Europa sei der Rückgang der Zinsen zum Stillstand gekommen und habe in einer Reihe von Fällen einem Zinsanstieg Platz gemacht; besonders deutlich sei diese Tendenz bei den kurzfristigen Zinsen in Belgien, den langfristigen Zinsen in Deutschland und bei beiden Zinsarten in Grossbritannien.

Insoweit sich diese parallele Entwicklung zwischen den Vereinigten Staaten einerseits und den europäischen Ländern andererseits bestätige und fortsetze, könnten daraus zwei Probleme resultieren:

- Das Zinsgefälle zwischen den Vereinigten Staaten und Europa könnte sich als ungenügend erweisen, um ein erneutes Aufflackern der Spekulation gegen den Dollar zu verhindern.
- Ein Zinsanstieg könnte dem Ziel der Wiederankurbelung der Wirtschaft widersprechen, insbesondere wegen seiner schädlichen Auswirkungen auf die Investitionen im Wohnungsbausektor, welche ganz besonders stark vom Zinsniveau beeinflusst würden.

Dagegen kenne man die Absichten der Behörden hinsichtlich ihrer Zinspolitik. Einerseits hätten die öffentlichen Hände einen sehr hohen Finanzierungsbedarf; andererseits wollten die Währungsbehörden die Zügel der Geldpolitik nicht zu sehr lockern.

Herr Emminger antwortet auf den Vortrag von Herrn Lamfalussy mit dem Hinweis, dass die jüngste Zinsentwicklung auch die Bundesbank beschäftige. Seit April dieses Jahres sei der Kapitalmarktzins um ungefähr einen halben Prozentpunkt gestiegen und habe damit seinen Stand vom Jahresende wieder erreicht. Dieser Zinsanstieg sei trotz der Massnahmen erfolgt, mit denen die Bundesbank die Bankenliquidität um ungefähr DM 4 Mrd. erhöht habe.

Hinsichtlich der von Herrn Lamfalussy erwähnten Probleme führt Herr Emminger folgendes aus:

- Da die Zinssätze in den Vereinigten Staaten stärker als in Deutschland gestiegen seien, habe sich das Zinsgefälle gegenüber dem Ende des Vorjahres sogar verstärkt; es übe somit weiterhin die gewünschten Effekte auf die Kapitalbilanzen der Vereinigten Staaten einerseits und Deutschlands andererseits aus, wenngleich klar sei, dass Vertrauensschwund und Spekulation die Wirkung des Zinsgefälles zeitweilig mehr als kompensieren können.

- Der Anstieg der langfristigen Zinsen behindere auch nicht den Konjunkturaufschwung, da eine Zinserhöhung dieser geringen Grössenordnung keinerlei bestimmende Rolle bei den Investitionsentscheidungen spiele. Im Baugewerbe herrsche übrigens eine Konjunktur, die zu einer starken Steigerung der Baupreise zu führen drohe; diese Steigerungsrate belaufe sich bereits jetzt auf 6% und könnte in einigen Monaten leicht 10% erreichen. Auf Grund dieser Situation fürchte man sogar, dass das vor einigen Wochen verabschiedete Investitionsprogramm zur Energieeinsparung in einem sehr ungelegenen Zeitpunkt zur Ausführung komme.

Herr Emminger schliesst seine Ausführungen mit der Bemerkung, unter diesen Umständen könnte man sogar eine leichte Steigerung der langfristigen Zinsen begrüssen, gäbe es nicht den Zwang, den augenblicklichen Zinsabstand aus Gründen der internationalen Währungspolitik zu halten. Die Haussetendenz scheine anzuzeigen, dass die Finanzierungsbedürfnisse der öffentlichen Hände und die erhöhte Kreditnachfrage des privaten Sektors nur noch mit Mühe durch

Kapitalmarktmittel gedeckt werden könnten, ohne dass es zu "crowding out"-Effekten komme. Diese Situation sei umso ernster zu nehmen, als die Regierung augenblicklich vor der Frage stehe, ob es möglich sei, das Haushaltsdefizit noch weiter zu erhöhen.

## VI. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

### 1. Prüfung der Swap-Abkommen zwischen der Federal Reserve Bank von New York und den EWG-Zentralbanken

Herr Janson berichtet, die Stellvertreter hätten in diesem Jahr die Frage einer eventuellen Harmonisierung der mit der Federal Reserve Bank abgeschlossenen Swap-Abkommen rechtzeitig vor deren Auslaufen am Dezemberbeginn geprüft. Sie hätten festgestellt, dass sich die verschiedenen Abkommen besonders hinsichtlich der Bestimmungen über die Risikoverteilung unterschieden. Einige Abkommen sähen eine Risikoteilung vor, die jedoch nur bei Ziehungen der Federal Reserve Bank zur Anwendung käme; nach den Bestimmungen anderer Verträge entfalle das Risiko vollständig auf die ziehende Partei. In Anbetracht dieser Unterschiede erscheine es angebracht, die Harmonisierungsmöglichkeiten weiter zu prüfen; im Hinblick auf diese Prüfung, hätten die Stellvertreter folgendes Verfahren ins Auge gefasst:

- Jede Zentralbank übergebe eine Kopie ihres Abkommens mit der Federal Reserve Bank dem Sekretariat des Ausschusses der Zentralbankenpräsidenten.
- Das Sekretariat würde einen Vermerk über die bestehenden Unterschiede vorbereiten.
- Dieser Vermerk sei dazu bestimmt, den Stellvertretern während einer der nächsten Sitzungen ein Urteil zu ermöglichen.

Herr Emminger ist nicht grundsätzlich gegen den Gedanken einer Harmonisierung der Swap-Abkommen und das von den Stellvertretern ins Auge gefasste Verfahren. Da es sich aber bei dem Vertrag zwischen der Bundesbank und der Federal Reserve Bank um einen bilateralen Vertrag handele, könne eine Kopie dieses Vertrags erst dann dem Sekretariat übergeben werden, wenn die Federal Reserve Bank diesem Vorgehen zugestimmt habe. Er schlägt daher vor, die

Beschlussfassung des Ausschusses über diese im übrigen wenig dringende Frage zu vertagen, um der Bundesbank die vorherige Kontaktaufnahme mit ihrem amerikanischen Vertragspartner zu ermöglichen.

Der Vorsitzende meint, die Swap-Abkommen würden Anfang Dezember auslaufen und der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten müsste daher spätestens in der Novembersitzung eine Entscheidung fällen. Er schlägt vor, diesen Punkt auf die Tagesordnung der Novembersitzung zu setzen und die Stellvertreter zu bitten, ihre Schlussfolgerungen vor dieser Sitzung zu unterbreiten. In der Zwischenzeit hätten die Zentralbanken die Möglichkeit, falls sie es für notwendig halten würden, wegen des von den Stellvertretern vorgeschlagenen Verfahrens mit den amerikanischen Behörden Kontakt aufzunehmen.

Der Ausschuss behindert sein Einverständnis mit dem Vorschlag des Vorsitzenden.

## 2. Anwendung des Artikels IV der neuen IMF-Satzung

Herr Janson berichtet, der IWF studiere zur Zeit im Rahmen von Artikel IV der neuen IWF-Satzung, wie er über die Devisenmarktinterventionen unterrichtet werden könnte, um sich ein Urteil über die Politik der Mitgliedstaaten zu bilden. Wegen dieser Frage sei es am 9. Juli 1978 zu einem offiziellen Kontakt zwischen einem IWF-Vertreter und den Experten der erweiterten Zehnergruppe gekommen, ohne dass natürlich Beschlüsse gefasst worden seien.

Die Stellvertreter hätten diese Frage während ihrer gestrigen Sitzung besprochen. Ursprünglich sei daran gedacht worden, eine Reihe von Auskünften zu geben, wie sie die Zentralbankpräsidenten monatlich bekommen und welche jede Zentralbank bilateral dem IWF übermittelt hätte. Dieses Verfahren hätte jedoch nicht genügt, da er IWF zwei nicht annehmbare Ansichten zu vertreten scheine:

- Der IWF versuche auscheinend, das Ueberwachungsverfahren, welches er bei Ländern mit stand-by-Kreditlinien anwende, auf die anderen Länder zu übertragen.
- Die Dienststellen des IWF seien dabei, eine Politik zu definieren, welche jede Intervention zur Sünde erkläre. Wenn eine solche Politik angenommen würde, könnten hieraus nicht unbeträchtliche Schwierigkeiten für die Operationen im Rahmen der bestehenden gemeinschaftlichen Wechselkurssysteme entstehen.

Unter diesen Bedingungen empfehlen die Stellvertreter den Zentralbankpräsidenten, folgende Haltung einzunehmen:

- Dem IWF sollten die Auskünfte nicht in der ursprünglich vorgesehenen Form (vgl. vorstehender Text) gegeben werden; vielmehr sollten die vom IWF geforderten Informationen weiterhin während der jährlichen Konsultationen und auf vertraulicher und bilateraler Basis geliefert werden.
- Es sei angebracht, dass jedes EWG-Land seinen IWF-Exekutivdirektor auf die Konsequenzen aufmerksam mache, welche die im Stadium der Ausarbeitung begriffene Politik für die Wechselkursvereinbarungen in der Gemeinschaft nachsichziehen dürfte.

Der Vorsitzende stellt fest, dass der Ausschuss mit den Empfehlungen der Stellvertreter einverstanden ist.

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

Die nächste Sitzung findet am Dienstag, den 12. September 1978 um 10 Uhr in Basel statt.

---

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

---

JUNI 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 Juni und in den ersten Julitagen 1978. Er beinhaltet, ausserdem einige Bemerkungen über die Entwicklung im ersten Halbjahr 1978.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

In den ersten Junihälfte tendierte der US-Dollar mit abwechselnden Höhen und Tiefen uneinheitlich. Mitte Juni hatte er sich etwas gegenüber den europäischen Währungen befestigt und frühere Kursverluste ganz oder teilweise aufgeholt. Diese Bewegung resultierte nicht nur aus einem weiteren Zinsanstieg in New York und auf dem Eurodollarmarkt, sondern auch aus Stellungnahmen der US-Behörden einschliesslich derjenigen des Vorsitzenden des US-Federal Reserve Systems. Am 13. Juni sagte Herr Miller in Zürich, er rechne mit einer Verringerung des Defizits der Handelsbilanz und der Zahlungsbilanz in laufender Rechnung in der zweiten Jahreshälfte bei gleichzeitigem Rückgang der US-Inflationsrate.

Per Saldo wichen die Dollarkurse vom 16. Juni nur wenig von denjenigen von Ende Mai ab; lediglich in Tokio lag der Kurs um mehr als 3% unter dem Stand von Ende Mai.

---

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

Der Kursverfall des Dollars gegenüber dem Yen beschleunigte sich in der zweiten Junihälfte. In Verbindung mit diesem Kursverfall schwächte sich der Dollar auch gegenüber den europäischen Währungen ab, wobei der Kursrückgang aber wesentlich geringer ausfiel.

Per Saldo verlor der US-Dollar im Beobachtungszeitraum zwischen 0,4 und 1,2% gegenüber den Verbundwährungen. Gegenüber den EWG-Einzelfloatern gab er mehr Terrain ab: 2,3% gegenüber dem französischen Franken, 2,1% bzw. 1,4% gegenüber dem Pfund sterling und der italienischen Lira. Der Kursverlust gegenüber dem Schweizer Franken (2,5%) hielt sich in der gleichen Grössenordnung; in Tokio dagegen, wo der Dollarkurs um 8,4% zurückging, war da Ausmass deutlich grösser. Eine Ausnahme zu dieser Tendenz war die Entwicklung des Kursverhältnis zum kanadischen Dollar, gegenüber dem der US-Dollar per saldo fest tendierte.

Im ersten Halbjahr 1978 standen die Devisenmärkte ganz im Zeichen der Dollarkursentwicklung gegenüber den anderen Hauptwährungen. Kurz nach der plötzlichen Dollarkursbefestigung in den ersten Januartagen zeigte der Dollar wiederum eine schwache Verfassung, welche mehr oder weniger das ganz erste Vierteljahr hindurch andauerte und sich an zahlreichen Börsenplätzen in Tiefstkursen (in Frankfurt und Zürich DM 1,9920 bzw. SF 1,7550 am 1. März) niederschlug.

Im zweiten Vierteljahr gelang es dem US-Dollar anfangs, sich gegenüber den meisten Währungen zu befestigen und ungefähr die Kursstände von Ende 1977 wiederzuerreichen, aber Ende Mai und im Verlauf des Juni kam es wieder zu einem Rückfall.

Wie in den vergangenen Monaten kam es auch im Juni nicht zu gravierenden Spannungen im Währungsverbund. Während des gesamten Monats bewegten sich die skandinavischen Währungen und die DM im oberen Teil der "Schlange"; am 28. Juni übernahm die DM die Spitzenposition von der dänischen Krone. Der Gulden, der einen Mittelkurs hielt, verlor in den letzten Juniwoche etwas Terrain. Der belgische Franken nahm wie schon im Vormonat die unterste Position ein und musste Anfang Juni gegenüber der dänischen Krone gestützt werden. Danach erholte er sich zwar etwas, fiel aber Mitte Juni infolge der drohenden Kabinettskrise in Belgien wieder zurück. Am letzten Junitag erreichte die DM in Brüssel den oberen Interventionspunkt.



In der ersten Hälfte des Jahres 1978 gab die Kursentwicklung innerhalb des Währungsverbunds insbesondere nach der Abwertung der norwegischen Krone von Mitte Februar im allgemeinen keine Probleme auf.

Die schwache Verfassung des Pfund sterling setzte sich anfangs auch im Juni fort, aber nach Einführung des Pakets fiskal- und geldpolitischer Massnahmen vom 8. Juni tendierte das Pfund sterling etwas fester. Der Kursanstieg beschleunigte sich im weiteren Monatsverlauf und war besonders deutlich in den letzten Monatstagen, als die Bank von England einige Dollarrückkäufe auf dem Markt tätigen konnte. Gegenüber dem Dollar stieg das Pfund um 2% von US\$ 1.8222 auf US\$ 1,8602. Der Index des effektiven Wechselkurses stieg im Beobachtungszeitraum von 61.37 auf 61.55. Für das erste Halbjahr 1978 ergab sich ein Kursrückgang von 2,4% gegenüber dem US-Dollar.

Nach der Kursbefestigung in den Vormonaten zeigte der französische Franken fast während des ganzen Monats Juni eine relativ ruhige Kursentwicklung. Gegen das Monatsende erfuhr er jedoch eine beträchtliche Höherbewertung, welche die Bank von Frankreich zu Interventionen veranlasste. Die Höherbewertung des französischen Franken wurde durch Berichte verursacht, wonach als Teil eines zwischen Kanzler Schmidt und Präsident Giscard d'Estaing vereinbarten Plans zur Schaffung einer europäischen Zone monetärer Stabilität zwischen dem französischen Franken und der "Schlange" möglicherweise eine Verbindung hergestellt würde.

Im ersten Vierteljahr 1978 hatte sich der französische Franken meist in schwacher Verfassung gezeigt, sich aber nach den Parlamentswahlen von Mitte März deutlich befestigt. Im Endeffekt ergab sich eine Aufwertung von 4,5% gegenüber dem US-Dollar und von 3,1% gegenüber den Verbundwährungen.

Die italienische Lira tendierte im Juni gegenüber dem Dollar ziemlich fest, während der Kurs gegenüber den europäischen Währungen schwankte. Gegenüber den Verbundwährungen zeigte sie sich in stabilerer Verfassung, verlor aber an Terrain gegenüber den Einzelfloatern. Der Index des effektiven Wechselkurses veränderte sich von 39.40 auf 39.30. Im ersten Halbjahr 1978 hat sich die Lira um 2% auf Dollarbasis befestigt. Beinahe während dieses ganzen Zeitraums tätigte die Bank von Italien ansehnliche Dollarkäufe.

Der Schweizer Franken schwankte in der ersten Monatshälfte auf Dollarbasis gerechnet beträchtlich, im Endeffekt notierte er aber fast unverändert. In der zweiten Monatshälfte stieg er gegenüber dem Dollar beträchtlich und gegenüber den europäischen Währungen leicht an.

Im ersten Halbjahr 1978 stieg der Kurs auf Dollarbasis gerechnet um 8,4% an, während sich gegenüber der DM ein Anstieg von 6,9% ergab.

Die schwedische Krone notierte im Beobachtungszeitraum recht stabil und befestigte sich gegenüber dem Dollar um 1,7%. Im ersten Halbjahr 1978 erzielte die schwedische Krone eine Befestigung von 2% gegenüber dem Dollar und von 0,6% gegenüber der DM.

Der japanische Yen stieg insbesondere nach der ersten Juniwoche steil an; am 12. Juni rutschte der Dollar in Tokio wieder unter die Marke von 220 Yen; bald danach, am 20. Juni, sank er unter 210 Yen. Ende Juni war mit 204,50 Yen ein neuer Tiefstkurs in Tokio erreicht. Bei diesem Kursstand ergibt sich eine Höherbewertung des Yen vom 9,1% seit Ende Mai.

Gegenüber den europäischen Währungen wertete sich der Yen ebenfalls stark auf: 6,4% gegenüber dem Schweizer Franken und 7,8% gegenüber der DM. Die starke Aufwertung des Yen muss vor dem Hintergrund anhaltender hoher Ueberschüsse in der japanischen Bilanz der laufenden Posten gesehen werden. Teilweise war der Boom das Ergebnis der Veröffentlichung von offiziellen Schätzungen, wonach der Ueberschuss in laufender Rechnung im Finanzjahr 1978 (welches am 1. April 1979 endet) noch höher als der Ueberschuss von US\$ 14 Mrd. im Finanzjahr 1977 ausfallen würde. Die Bank von Japan, welche im Mai und Juni nicht in das Marktgeschehen eingegriffen hatte, nahm ihre Dollarkäufe im Verlauf des Monats Juni wieder auf.

Im ersten Halbjahr 1978 stieg der Yenkurs auf Dollarbasis gerechnet um 17,4%, während sich die Befestigung gegenüber dem Schweizer Franken und der Deutschen Mark auf 8,3 bzw. 15,7% belief.

Der kanadische Dollar verzeichnete in Juni insgesamt gesehen nur geringe Kursschwankungen gegenüber dem US-Dollar. Im Endeffekt veränderte sich sein Wechselkurs lediglich geringfügig, da der Baissedruck durch Nettoverkäufe von US-Dollar durch die Bank von Kanada teilweise kompensiert wurde. Im ersten Halbjahr 1978 verlor der kanadische Dollar 2,5% gegenüber dem US-Dollar.

## II. INTERVENTIONEN GEGEN US-DOLLAR

Die US-Dollar-Nettokäufe der an der Konzertation teilnehmenden Länder stieg von US\$ 0,9 Mrd. im Mai auf US\$ 2,1 Mrd. im Juni. Der Gesamtumsatz ging jedoch um US\$ 1,6 Mrd. auf US\$ 5,7 Mrd. zurück; US\$ 3,9 Mrd. entfielen auf Käufe, US\$ 1,8 Mrd. auf Verkäufe.

Wie schon im Mai kaufte die Bank von Italien die grössten Mengen; die Bank von Frankreich erwarb ebenfalls ansehnliche Dollarbeträge in der letzten Juniwoche.

Nachdem die Bank von Japan mehr als zwei Monate lang dem Markt ferngeblieben war, tätigte sie wieder recht beträchtliche Dollarkäufe. Begrenzte Beträge erwarben die Dänische Nationalbank und die Schwedische Reichsbank. Die Bank von England tätigte zum ersten Mal seit dem letzten Januar wieder Nettokäufe.

Die Bank von Kanada trat als Nettoverkäufer auf, nachdem sie zu Monatsbeginn für kleine Beträge Dollar gekauft hatte. Begrenzte Dollarverkäufe tätigte die Bank von Norwegen.

Die Deutsche Bundesbank und die Schweizerische Nationalbank kauften Dollar, aber diese Käufe wurden in der Bundesrepublik Deutschland teilweise durch Dollarverkäufe im Rahmen der Umwandlung von Erlösen aus Anleihen Gebietsfremder kompensiert, während sie in der Schweiz von den Konversionsverkäufen weit übertroffen wurden.

### III. INTERVENTIONEN IN EUROPÄISCHEN WÄHRUNGEN

Am Monatsbeginn und-ende musste der belgische Franken mit begrenzten Beträgen gegenüber der dänischen Krone bzw. der Deutschen Mark gestützt werden. Die Bank von Frankreich kaufte einen kleinen DM-Betrag.

Die Federal Reserve Bank von New York intervenierte in mässigem Umfang sowohl mit DM-Käufen als auch-Verkäufen und verkaufte auch kleine SF-Beträge. Wie im Vormonat kaufte die Federal Reserve Bank DM in beträchtlichem Masse von fremden Korrespondenten.

\* \* \*

In den ersten Julitagen schwächte sich der US-Dollar weiter ab, erholte sich aber am 6. und 7. Juli deutlich. Per Saldo hat er 1,5% gegenüber dem Schweizer Franken und 0,6% gegenüber dem französischen Franken und dem Yen verloren. Gegenüber den anderen Währungen ist der Kursrückgang kleiner ausgefallen und gegenüber der norwegischen Krone ergab sich sogar ein Gewinn von 0,6%.

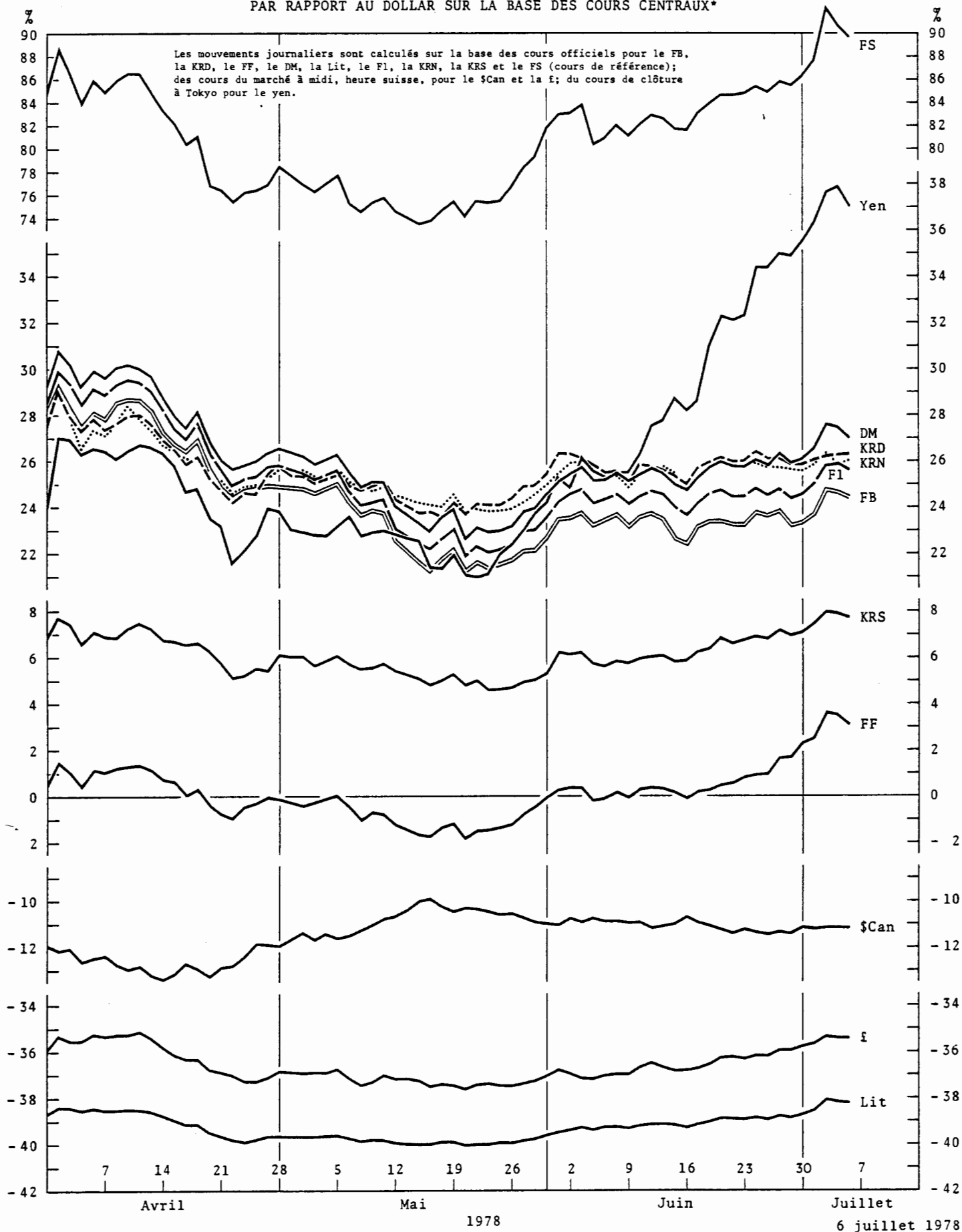
Innerhalb des Währungsverbunds schwächten sich die dänische Krone und insbesondere die norwegische Krone weiter ab, während die DM am oberen Ende der Bandbreite verblieb. Der belgische Franken musste in Frankfurt gestützt werden, während die Nationalbank von Belgien in Brüssel weitere DM-Verkäufe tätigte. Diese Interventionen beliefen sich insgesamt auf den Gegenwert von ungefähr US\$ 180 Mio.

Der französische Franken notierte weiter in fester Haltung, obwohl Presseberichte über eine Rückkehr des französischen Franken in den Währungsverbund offiziell dementiert wurden. Die Bank von Frankreich tätigte beträchtliche Dollarkäufe.

Andere Dollarkäufer in bemerkenswertem Umfang waren die Bank von Italien, die Deutsche Bundesbank, die Bank von Japan und die Bank von England.

Die Bank von Kanada gab kleine Dollarbeträge ab, während die Federal Reserve Bank von New York weiterhin wenig in das Marktgeschehen eingriff.

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 6,78666; KRS 4,90;  
FS 3,456. £1 = \$2,8952.

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

MOUVEMENTS A L'I.N. SUR DU "SERPENT" (calculés sur la base des cours officiels)

