

PROTOKOLL\* DER  
EINHUNDERTSIEBENUNDDREISSIGSTEN SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER  
PRAESIDENTEN DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN DER  
EUROPAEISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT  
BASEL, DIENSTAG, 11. SEPTEMBER 1979, 10 UHR

Anwesend sind: der Gouverneur der Banque de France und Ausschussvorsitzende Herr Clappier, begleitet von den Herren Théron und Lefort; der Gouverneur der Banque Nationale de Belgique, Herr de Strycker, begleitet von Herrn Janson; der Gouverneur der Danmarks Nationalbank, Herr Hoffmeyer, begleitet von Herrn Mikkelsen; der Präsident der Deutschen Bundesbank, Herr Emminger, begleitet von den Herren Pöhl, Gleske und Rieke; der Gouverneur der Central Bank of Ireland, Herr Murray, begleitet von den Herren Breen und Reynolds; der Gouverneur der Banca d'Italia, Herr Baffi, begleitet von den Herren Sarcinelli und Magnifico; der Präsident der Nederlandsche Bank, Herr Zijlstra, begleitet von den Herren Szász, Boot 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 den Herren Padoa-Schioppa, Boyer de la Giroday und Kees; der Kommissar für die Bankenaufsicht des Grossherzogtums Luxemburg, Herr Jaans; die Vorsitzenden der Expertengruppen, die Herren Heyvaert und Bastiaanse. Ebenfalls anwesend sind der Generalsekretär des Ausschusses, Herr Schleiminger, sein Beigeordneter, Herr Bascoul, die Herren Scheller und Mortby sowie die Herren Lamfalussy und Dagassan.

I. Billigung des Protokolls der 136. Sitzung

Der Ausschuss billigt das Protokoll der 136. Sitzung einstimmig, vorbehaltlich einiger Aenderungen redaktioneller Art zur Erklärung von Herrn Richardson (Seite 6 und 7), die im endgültigen Text aufgenommen werden.

---

\* Endgültige, in der Sitzung vom 13. November 1979 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige Aenderungen redaktioneller Art aufweist.

II. Entwicklung der Devisenmärkte der an der Konzertation beteiligten Länder im Juli und August und in den ersten Septembertagen 1979

A. Vorlage des Berichts an die Finanzminister der EG-Länder und Verabschiedung dieses Berichts durch den Ausschuss

Herr Heyvaert fasst kurz die wesentlichen Punkte des dem Protokoll beigefügten Berichts zusammen und kommentiert sie; desgleichen legt er Statistiken über die zwischen dem 13. März und dem 31. August 1979 von den Zentralbanken im Rahmen des EWS getätigten Interventionen und über die Verteilung der unterschiedlichen Interventionsarten vor. Diese Statistiken zeigen insbesondere:

- dass die Interventionen der am EWS teilnehmenden EWG-Zentralbanken in US-Dollar im An- und Verkauf ein umfangreiches Volumen erreichten, sich aber im Endergebnis zu Nettoabgaben von nur 0,75 Mrd. saldierten; dagegen gab die Bank von England netto US-\$ 4 Mrd. ab, während die Federal Reserve Bank of New York netto US-\$ 1,6 Mrd. kaufte.
- dass die intramarginalen Interventionen in EWS-Währungen sehr deutlich gegenüber jenen zu den Limitkursen zugenommen haben; sie beliefen sich auf umgerechnet US-\$ 3,1 Mrd. oder 72% des Gesamtvolumens (US-\$ 4,4 Mrd.) der Interventionen in EWS-Währungen.

Herr Heyvaert gibt einige erläuternde Hinweise zu den üblichen Statistiken über jene Operationen, die die Bruttoreserven der an der Konzertierung teilnehmenden Zentralbanken beeinflussen, und unterstreicht insbesondere:

- den beträchtlichen Umfang der von der Deutschen Bundesbank im Juli und August auf dem Inlandsmarkt gegen D-Mark abgeschlossenen Swapgeschäfte (Verkauf von US-Dollar per Kasse und Rückkauf per Termin im Betrag von ca. US-\$ 2,8 Mrd.), um die expansive monetäre Wirkung der D-Mark-Abgaben an den Devisenmärkten zu kompensieren, sowie analoger Operationen in der Grössenordnung von US-\$ 1,8 Mrd. seitens der Schweizerischen Nationalbank im Juli;
- die seit Jahresbeginn hohe Kreditaufnahme seitens des belgischen und schwedischen Schatzamtes im Ausland (US-\$ 1,9 bzw. 1,5 Mrd.), während Italien im selben Zeitraum einen Betrag vergleichbarer Grössenordnung (US-\$ 1,5 Mrd.) zur Tilgung seiner Auslandsverbindlichkeiten verwandt hat;

- das sehr hohe Volumen der von der Banca d'Italia und der Bank of England während der ersten acht Monate des Jahres 1979 netto erworbenen US-Dollar einerseits und der Nettoabgaben der Schwedischen Reichsbank, der Schweizerischen Nationalbank und insbesondere der Bank von Japan andererseits.

Der Vorsitzende dankt Herrn Heyvaert für seine Ausführungen.

Herr Théron erklärt, die Stellvertreter hätten den Bericht in einigen den kanadischen Dollar und die D-Mark betreffenden Punkten abgeändert. Hinsichtlich der letztgenannten Währung dürfte noch, nach den letzten Kontakten mit der Deutschen Bundesbank, eine weitere Aenderung notwendig sein.

Herr Emminger erklärt, die Feststellung auf Seite 2 des Berichtsentwurfs, wonach "die internen und externen Zinssätze im Verlauf der beiden Berichtsmonate um 2 Prozentpunkte anstiegen", entspräche nicht der Wirklichkeit; die kurzfristigen Zinssätze seien nämlich seit Anfang Juli im Durchschnitt nur um etwa einen Prozentpunkt gestiegen, während sich der langfristige Zins sogar von 7,8 auf 7,5% ermässigte. Der Berichtsentwurf müsste daher abgeändert werden, um diesen Tatsachen zu entsprechen.

Vorbehaltlich dieser Aenderungen, die im endgültigen Text aufgenommen werden, verabschiedet der Ausschuss den Bericht an die Finanzminister.

#### B. Ueberprüfung des Funktionierens der Konzertation

Auf Bitte des Vorsitzenden gibt Herr Lamfalussy einige Erläuterungen zur Entwicklung der Zinssätze am Euromarkt zwischen dem 6. Juli und dem 7. September 1979. Mit Ausnahme der italienischen Lira und des holländischen Guldens haben sich die Zinssätze für sämtliche Währungen erneut erhöht, am stärksten für die dänische Krone. Wenn sich diese Zinssteigerungen in einigen Fällen auch rechtfertigen lassen, so gibt doch die Allgemeintendenz Anlass zur Besorgnis. Es ist zwar eine Beschleunigung des Preisauftriebs festzustellen, jedoch sind auch sehr deutliche Anzeichen einer Rezession in den USA und eine mögliche Abschwächung der weltweiten Wirtschaftstätigkeit erkennbar.

Der Abstand zwischen den amerikanischen und den deutschen Zinssätzen, der von erheblicher Bedeutung zu sein scheint, hat sich von 4 auf etwa 5 Prozentpunkte vergrössert, da die kurzfristigen Zinsen in den

USA stärker als in Deutschland steigen. Demgegenüber haben sich die Zinsabstände innerhalb der Gemeinschaft nicht fühlbar verändert, mit Ausnahme der Differenz zwischen den dänischen Zinssätzen einerseits und den Sätzen der anderen EWG-Länder andererseits. Die innerhalb der Gemeinschaft festgestellten Spannungen haben sich demnach bis jetzt nicht weiter verschärft.

Die oben beschriebenen Entwicklungen werfen einige Deutungsfragen auf. Auf den ersten Blick erscheint die trotz zunehmender Zinsdifferenz zwischen den USA und Deutschland eingetretene Abschwächung des US-Dollars erstaunlich. In Wirklichkeit zeigt sich, dass die Entwicklung der Zinssatzunterschiede sich offenbar keineswegs zwingend auf die Wechselkurse auswirkt. Diese hängen weitgehend von den Erwartungen hinsichtlich insbesondere der Inflation und des währungspolitischen Kurses ab. Die Vergrößerung des Abstands zwischen den amerikanischen und den deutschen Zinssätzen um einen Prozentpunkt kann deshalb der amerikanischen Währung keine nennenswerte Stütze verleihen, wenn weiterhin die Ueberzeugung besteht, dass die amerikanische Währungspolitik trotz der Ernennung von Herrn Volker zum Vorsitzenden des Board ein Jahr vor den Wahlen einen weniger antiinflationären Kurs beibehält als jene Deutschlands.

Herr de Strycker ist der Meinung, dass die Feststellungen von Herrn Lamfalussy die Bedenken bestätigen, die im Juli zu einer Eskalation der Zinssätze geäußert wurden. Diese sei eingetreten, und das gegenwärtig sehr hohe Niveau der Zinssätze sei nur in einigen Ländern durch die steigende Inflation gerechtfertigt, während es in anderen Ländern gemessen an der Inflationsrate als übertrieben gelten dürfe. Man müsse daher ernsthaft die Frage stellen, ob eine Fortsetzung der Politik der Zinssteigerungen angebracht sei.

Seit der Juli-Sitzung des Ausschusses habe sich der Anstieg als Folge des Anhebens der amtlichen Sätze der Deutschen Bundesbank fortgesetzt. Diese habe diese Massnahmen ergriffen, obwohl mehrere Zentralbankpräsidenten damals ihren Befürchtungen hinsichtlich der Gefahr einer Zinneskalation als Folge eines solchen Vorgehens Ausdruck gaben. Abgesehen von den Folgen der deutschen Politik für die anderen Länder der Gemeinschaft, werfe diese Tatsache auch die grundlegende Frage des Funktionierens der Konzertation auf. Diese fand in der Form eines Meinungsaustausches statt, der nicht zu einem Konsensus geführt habe, sondern im Gegenteil zu einer

Massnahme, die den Wünschen mehrerer Zentralbanken zuwiderlief. Gewiss sei der Zeitpunkt für gemeinsame Entscheidungen, die an die Stelle nationaler Verantwortung und Entscheidung treten könnten, noch nicht gekommen. Indessen sei es offensichtlich, dass das EWS auf Dauer nur funktionieren könne, wenn es zu einer echten Koordinierung der Wirtschafts- und Währungspolitik komme, und dass das diesbezügliche Funktionieren der Konzertierung und die Zusammenarbeit zwischen den Notenbanken in Zukunft einige Ueberlegungen wert sei.

Herr Emminger macht zunächst einige Ausführungen zu den Fakten. Er verweist darauf, dass entgegen der z.B. von dem amerikanischen Senator Reuss geäusserten Kritik die Massnahmen der Deutschen Bundesbank vom 12. Juli ausser in den Niederlanden keine Anhebung der Zinssätze ausgelöst haben. Aus den offiziellen Aeusserungen des Federal Reserve Board geht hervor, dass die Anhebung der amtlichen amerikanischen Sätze eine Antwort auf die Preissituation und die monetäre Ausweitung war, während die Aussensituation des US-Dollars in dieser Verlautbarung noch nicht einmal erwähnt wurde. Die Massnahmen der japanischen Währungsbehörden und, zum Teil, jene der Bank von Kanada waren ebenfalls von internen Ueberlegungen getragen. Die gegenwärtigen Zinssteigerungen wurden demnach durch eine sich verstärkende Inflation ausgelöst, auf die die Zentralbanken mit geeigneten Mitteln reagieren mussten. In diesem Zusammenhang müsse daran erinnert werden, welche Gefahren ein sich beschleunigender Preisauftrieb für die Entwicklung der weltweiten Wirtschaftstätigkeit berge, Gefahren, auf die u.a. im neuen Bericht des GATT hingewiesen werde.

Zur Situation in Deutschland sei zu bemerken, dass die deutschen Zinssätze niedrig sind, wenn man die Inflationstendenzen im Innern und die Tatsache in Rechnung stellt, dass sich die Anhebung der amtlichen Sätze nur auf die kurzfristigen Marktsätze ausgewirkt hat. Der Anstieg der Verbraucherpreise erreiche 5 bis 5 1/2%, jener der Preise des Grosshandels und des Wohnungsbaus sei jedoch gegenwärtig deutlich stärker. Gemessen an dieser Entwicklung erscheine die Rendite von 7,5% am deutschen Kapitalmarkt sogar relativ niedrig; diese Feststellung bedeute indessen nicht, dass die deutschen Behörden beabsichtigten, auf ein Ansteigen dieses Zinsniveaus hinzuwirken.

Unter Bezugnahme auf die von Herrn de Strycker geäusserte Kritik betont Herr Emminger, dass die Deutsche Bundesbank die Spielregeln

der Konzertierung zwischen den Zentralbanken voll und ganz eingehalten habe, indem sie ihre Partner in der Zehnergruppe und der Gemeinschaft anlässlich der Juli-Sitzungen im voraus über die geplanten Massnahmen informierte. Zudem hätten sowohl er selbst wie Herr Pöhl betont, dass diese Massnahmen nur von begrenzter Tragweite insofern seien, als es sich hierbei nur um ein Nachvollziehen der am Geldmarkt eingetretenen Entwicklung handele und ein Anstieg der Kapitalmarktzinsen hiervon nicht ausgehen sollte. Diese Voraussagen seien eingetroffen. Zweck der Konzertierung sei es, jedem Teilnehmer die Möglichkeit zu geben, seinen Partnern die Motive, die Art und die Auswirkung der von ihm für notwendig erachteten Massnahmen darzulegen. Gelingen es einer Zentralbank nicht, ihre Partner von der Wohlbegründetheit ihrer Politik zu überzeugen und deren Verständnis, ja Zustimmung zu erlangen, ein Fall, der sich sicherlich wiederholen dürfte, so könne man dieser Zentralbank nur schwerlich daraus einen Vorwurf machen, dass sie trotzdem die Massnahme ergriffen habe, die sie auf nationaler Ebene für absolut notwendig hielt.

Was den Einfluss der Veränderung des Zinsgefälles auf die Entwicklung der Wechselkurse angehe, so dürften die Ereignisse der Jahre 1978 und 1979 deutlich machen, dass ein eindeutiger Zusammenhang nicht bestehe. In der Tat habe 1978 der US-Dollar unaufhörlich an Wert verloren, obwohl sich der Abstand zwischen den amerikanischen und den deutschen Zinssätzen beständig vergrösserte, während 1979 die Festigung des Dollars von einer Verringerung dieses Abstands begleitet war. Seitdem der Dollarkurs erneut abwärtsgerichtet ist, habe die Zinsdifferenz erneut sich auszuweiten begonnen. Das Zinsgefälle zwischen Belgien und Deutschland sei hoch geblieben, auch nachdem die offiziellen deutschen Sätze angehoben wurden; auf diesem Niveau müssten sich, wenn die Annahme eines Zusammenhangs zwischen dem Zinsgefälle und den Wechselkursen zutreffe, die Kapitalbewegungen zwischen Belgien und Deutschland umkehren. Im Falle der dänischen Krone habe die Zinsdifferenz zugunsten dieses Landes nur während einer kurzen Periode zu Kapitalzuflüssen geführt.

Diese Ueberlegungen führten zu der Schlussfolgerung, dass die Wechselkurse eher durch die Grundbedingungen bestimmt würden, insbesondere durch die Leistungsbilanzsituation und die Inflationsraten. Wenn z.B. eine Differenz von 6 oder 7 Prozentpunkten zwischen den Zinssätzen nicht ausreiche, um die Kapitalströme in die gewünschte Richtung zu lenken, so

dürfe eine Aenderung dieses Abstands um 1/2 Prozentpunkt nicht entscheidend dafür sein, ob im EWS Spannungen entstehen oder nicht.

Der Vorsitzende ist der Ansicht, dass kein Widerspruch zwischen den Feststellungen von Herrn Emminger und den von Herrn Lamfalussy vorgebrachten Ueberlegungen bestehe; letzterer habe dargelegt, dass die Unterschiede in den Zinssätzen allein und kurzfristig die Richtung der Kapitalströme, die weitgehend von anderen Faktoren oder Erwägungen beeinflusst werden, nicht verändern können.

Herr Ortoli begrüsst die Ausführungen von Herrn Emminger, der sehr deutlich die Beweggründe der deutschen Behörden dargelegt und etwaige Befürchtungen in dieser Hinsicht auf ein angemesseneres Mass zurückgeführt habe. Es bestehe indessen kein Zweifel, dass das Einwirken auf die Zinssätze nicht ohne Einfluss auf die Entwicklung innerhalb des gemeinschaftlichen Wechselkurssystems bleibe und dass diese Massnahme wie die anderen währungs- und wirtschaftspolitischen Entscheidungen von gemeinschaftlichem Interesse seien. Wenn diese Entscheidungen fürs erste wegen der Verantwortung der Zentralbanken, das Gleichgewicht in ihren eigenen Ländern aufrechtzuerhalten, der nationalen Zuständigkeit verbleiben müssten, so sei es doch notwendig, Praktiken zu entwickeln, die gewährleisten, dass die gemeinschaftlichen Interessen nach Massgabe des innerhalb des EWS erzielten Fortschritts zunehmend Berücksichtigung finden. Das Verfahren, das mit der Zeit zu entwickeln wäre, müsste obligatorische Konsultationen zu den wirtschafts- und währungspolitischen Entscheidungen vorsehen, die auf einer Analyse der Wirkungen fussten, die die beabsichtigten Massnahmen auf die Situation der anderen am EWS teilnehmenden Länder haben könnten. Darüber hinaus wäre es nützlich, dass die während dieser Konsultationen erhobenen Einwände auf diskrete Weise der Instanz zur Kenntnis gebracht würden, der die Entscheidungen auf nationaler Ebene zustehen, damit die gemeinschaftliche Stimme wenn schon nicht beachtet, so wenigstens gehört werde.

Herr Pöhl erklärt, er habe dem Zentralbankrat der Deutschen Bundesbank ausführlich über die Bemerkungen berichtet, die einige Gouverneure auf der Juli-Sitzung zu den geplanten Massnahmen geäussert hatten, und diese Bemerkungen seien nicht ohne Einfluss auf die Entscheidung des Zentralbankrats geblieben. In der Tat seien einige Zentralbankratsmitglieder für weitergehende Massnahmen gewesen, doch hätten die Aeusserungen

einiger Gouverneure, insbesondere jene von Herrn Zijlstra, über die Rückwirkungen eines zu starken Ansteigens der Zinssätze zum Beschluss weniger einschneidender Massnahmen beigetragen, die ein Mindestfordernis darstellten. Die Konzertierung im Rahmen des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten sei daher nicht nur nützlich, sondern habe in diesem Falle auch die Entscheidung der nationalen Behörden konkret beeinflusst.

Herr Zijlstra macht einige Ausführungen zu den Fragen in bezug auf den Einsatz der Geldpolitik als Mittel zur Inflationsbekämpfung, die Gründe für den Beschluss der niederländischen Behörden, nach der Anhebung der amtlichen Sätze in Deutschland die eigenen anzuheben, und die Koordination der Geldpolitik innerhalb des EWS.

Der Einsatz der Geldpolitik zur Inflationsbekämpfung werfe gewisse Fragen hinsichtlich der Dosierung und der Wahl der Instrumente auf. So bewirke in den USA die Schwierigkeit, eine angemessene Haushalts- und Einkommenspolitik aufzustellen, dass der Geldpolitik eine zu beherrschende Rolle zukomme und die Gefahr einer Ueberdosierung bestehe. Hinzu komme, dass eine über die Verteuerung des Kredits wirkende Politik angesichts von inflationären Erwartungen, die über den gegenwärtigen Preisauftrieb hinausgehen, zur Wirkungslosigkeit verurteilt sei. Hierauf gründet die Meinung, dass man bei aller Anerkennung der Priorität der Inflationsbekämpfung die Frage hinsichtlich der richtigen Dosierung der Geldpolitik und der Wahl der Instrumente stellen müsse.

Eine Politik steigender Zinsen zeige auch keine Wirkung in einem Lande, dessen Währung von den Märkten als aufwertungsverdächtig angesehen werde, denn ein Anheben der Zinssätze könne diese Vermutung nur bestärken. Der Einwand, das Zinsniveau bleibe ohne Einfluss auf den Wechselkurs, erscheine nicht zutreffend. In einer Situation, die gekennzeichnet ist von einem gewissen Vertrauen in eine Währung aufgrund der gegenwärtigen oder vorweggenommenen Entwicklung der gesamten Grundbedingungen, muss ein sich nach aussen veränderndes Zinsgefälle zwangsläufig einen Einfluss auf die Wechselkurse und die Kapitalbewegungen sowie Auswirkungen auf den Währungszusammenhalt im EWS haben.

Diese zuletztgenannte Erwägung lag ebenfalls dem niederländischen Beschluss zugrunde, das Anheben der amtlichen deutschen Zinssätze nachzuvollziehen. In der Tat seien die niederländischen Behörden bemüht, den Kurs des Guldens so nahe wie möglich an jenem der D-Mark zu halten, da

sie der Meinung seien, eine Abwertung der Landeswährung rechtfertige sich weder durch die Leistungsbilanzsituation (die mit jener in Deutschland vergleichbar sei und zum Gleichgewicht hintendiere) noch durch die Teuerung, die nicht stärker als in Deutschland sei. Eine Abwertung des Guldens mache zudem den Kampf gegen die Inflation schwieriger. In Zukunft werde die Nederlandsche Bank nicht zögern, in einer ähnlich gelagerten Situation auf dieselbe Weise zu handeln, um jeden Zweifel hinsichtlich des Guldens auszuräumen.

Die geldpolitischen ebenso wie die anderen Massnahmen der nationalen Behörden seien nie ohne Einfluss auf den Zusammenhalt des gemeinschaftlichen Wechselkurssystems gewesen. Deshalb würden die Zentralbanken seit Inkrafttreten des EWS nicht nur auf nationaler Ebene Verantwortungen innehaben, sondern auch auf gemeinschaftlicher Ebene. Man befinde sich somit gegenwärtig in einer Phase des Uebergangs von nationaler Verantwortung zu supranationalen Entscheidungen, und dieser Umstand führe zu dem Problem der Koordinierung der einzelstaatlichen politischen Massnahmen, worauf Herr de Strycker mit Recht hingewiesen habe. Das Problem sei um so akuter, als die Gemeinschaft sich in einer schwierigen Phase befinde. Wenn man zu der Schlussfolgerung gelange, dass die gegenwärtigen Leitkurse nicht sehr lange beibehalten werden könnten, so sei es angebracht, sich zu gegebener Zeit auf eine Anpassung einzustellen, um ein Handeln unter dem Druck des Marktes zu vermeiden, und andererseits von jeglicher Politik Abstand zu nehmen, sei es im monetären Bereich oder auf dem Gebiet der Haushalts- oder Einkommenspolitik, die die Erwartungen einer Anpassung bestärken könnte. Diesbezüglich müsse man aus der Vergangenheit lernen, um die Zukunft besser zu meistern.

Der Vorsitzende kommt anhand der Aussprache des Ausschusses zu den nachstehenden Schlussfolgerungen.

Mehrere Gouverneure und Herr Ortoli haben hervorgehoben, dass die Geldpolitik ebenso wie die Wirtschaftspolitik der Mitgliedstaaten eine Angelegenheit von nationalem wie gemeinschaftlichem Interesse sind, wenn auch der Ausgleich dieser beiden Interessen manchmal schwierig ist.

In diesem Sinne war die Diskussion des Ausschusses über die Zinspolitik nicht nur interessant, sondern auch nützlich, denn mit der Fortsetzung und Vertiefung dieses Meinungsaustausches müsste es möglich sein, schrittweise zu einem allgemeinen Konsensus zu gelangen und die

ideale Synthese zwischen nationalem und gemeinschaftlichem Anliegen zu definieren. Ein erster Schritt in dieser Richtung wurde gemacht, als die von der Bundesbank im Juli ergriffenen Massnahmen zuvor sowohl innerhalb der Zehnergruppe als auch im Ausschuss der Zentralbankpräsidenten der EWG diskutiert wurden und die Einwände einiger Gouverneure gegenüber dem Vorhaben der Bundesbank von jener berücksichtigt wurden.

Der Meinungs austausch der Zentralbankpräsidenten müsste demnach ohne Unterbrechung fortgesetzt werden; er müsste in Zeiten der Ruhe durch eine Debatte über die Harmonisierung des währungspolitischen Instrumentariums ergänzt werden. Diese Diskussion müsste sorgfältig vorbereitet werden und die Vorteile wie Nachteile der von den Zentralbanken der EWG eingesetzten oder ihnen zur Verfügung stehenden Instrumente umfassen; durch sie könnten die Zentralbanken veranlasst werden, sich vermehrt von dem leiten zu lassen, was ihre Partner tun.

III. Ueberprüfung der Funktionsweise des Europäischen Währungssystems: Meinungs austausch über die ersten Arbeiten der Experten und der Stellvertreter sowie Formulierung von Direktiven für die Fortsetzung dieser Arbeiten

A. REFERAT VON HERRN THERON

Herr Théron erklärt, dass die Stellvertreter es für nützlich gehalten haben, vor der Ueberprüfung bestimmter Funktionsweisen des EWS (vgl. Teil II) kurz allgemeine Bilanz über das Funktionieren des Systems seit seiner Ingangsetzung am 13. März 1979 zu ziehen.

1. KURZGEFASSTE ALLGEMEINE BILANZ UEBER DIE ERSTEN SECHS MONATE DES EWS

1. Entwicklung der Gemeinschaftswährungen innerhalb des EWS

Das Inkraftsetzen des neuen gemeinschaftlichen Wechselkurssystems hat nicht, wie zu befürchten war, spekulative Bewegungen ausgelöst. Zwar waren seit April Spannungen im System erkennbar, doch haben sie nie die Form einer Krise angenommen. Gegen Mitte Juni liessen die Spannungen im übrigen in einem Masse nach, dass die maximalen Abstände von diesem Datum

an bis Ende August nie mehr die ganze Bandbreite von 2,25% erreichten. Freilich wurde diese Limite vor dem Sommer und seit Anfang September erreicht, zunächst zwischen der dänischen Krone am oberen Rand und dem belgischen Franken am unteren Rand des Bandes, und später zwischen der D-Mark, die zur stärksten Währung wurde, und dem belgischen Franken abwechselnd mit der dänischen Krone.

Neben diesen extremen Positionen befanden sich die anderen Währungen des engen Bandes entweder im oberen Teil der Marge, so das irische Pfund und der französische Franken, oder in einer ziemlich ausgeglichenen Position beiderseits des Mittelwerts, so der Gulden.

Die Lira lag seit Ende März beständig oberhalb der Bandbreite von 2,25%, ohne dass sie freilich jemals mehr als 3/4 ihrer erweiterten Marge von 6% beanspruchte, während das Pfund Sterling noch darüber hinaus an Wert gewann und sein Aufschlag gegenüber der ECU Ende August etwa 6% erreichte. Aufgrund dieser Aufwertung sahen sich die irischen Behörden Ende März genötigt, die feste Eins-zu-Eins-Parität zwischen ihrer Währung und dem Pfund Sterling aufzuheben.

Diese Kursveränderungen der Gemeinschaftswährungen waren international begleitet von neuen erheblichen Preissteigerungen für Erdöl und von einer Entwicklung des Dollars, die gekennzeichnet war von einer anhaltenden Kurssteigerung bis Ende Mai, gefolgt von einer deutlichen Abschwächung im Juni und Anfang Juli, mit in der Folge ziemlich ungeordneten Schwankungen bei allgemeiner Schwächetendenz. Die Verstärkung dieser Tendenz und die gewöhnlich damit einhergehenden Kapitalbewegungen könnten die Spannungen innerhalb des EWS beleben, was seit Anfang September der Fall zu sein scheint.

## 2. Massnahmen der EWG-Zentralbanken zur Stabilisierung der Wechselkurse

Die Zentralbanken haben auf zweifache Weise die Wechselkurse ihrer Währungen im Innern des Systems und nach aussen zu stabilisieren versucht: durch Interventionen an den Devisenmärkten und durch geldpolitische Massnahmen.

### a) Interventionen an den Devisenmärkten

#### - Umfang der Interventionen und eingesetzte Währungen

Seit der Errichtung des EWS waren die EWG-Zentralbanken sehr aktiv an den Devisenmärkten; die bis Ende August 1979 getätigten Interven-

tionen, einschliesslich der DM/Dollar-Interventionen der Federal Reserve Bank of New York, belaufen sich umgerechnet auf insgesamt über US-\$ 23 Mrd. auf der Abgabenseite und US-\$ 18 Mrd. auf der Käuferseite; etwa 1/3 davon waren Interventionen in Gemeinschaftswährungen und 2/3 Interventionen in US-Dollar. Die Interventionen in Gemeinschaftswährungen im Gegenwert von insgesamt etwa US-\$ 4,4 Mrd. wurden nur zu etwas weniger als 30% zu den Limitkursen und zu mehr als 70% innerhalb der Margen getätigt.

In dieser Entwicklung der intramarginalen Interventionen kommt zweifellos die Verbesserung der Konzertierung zwischen den Zentralbanken zum Ausdruck, die die ersten sechs Monate des EWS geprägt hat; sie zeigt auch das Bemühen der Notenbanken, flexibler und in unterschiedlicher Form auf die Märkte einzuwirken, und entspricht einem der Grundsätze des EWS.

Während die Interventionen in Gemeinschaftswährungen dazu dienten, die Wechselkursbeziehungen im Innern der engen Bandbreite von 2,25% zu stabilisieren, wurde die Stabilisierung der Wechselkursbeziehungen des Systems nach aussen mittels Interventionen in US-Dollar vorgenommen. Diese Interventionen wurden hauptsächlich von der Deutschen Bundesbank und, aus anderen Gründen, der Banca d'Italia und der Bank of England vorgenommen, wobei die zwei letztgenannten Institutionen die Kurse ihrer Währungen fast ausschliesslich in Form von Interventionen in US-Dollar regulierten. Die Dollarinterventionen haben anderen Partnern einige Schwierigkeiten bereitet, im allgemeinen haben jedoch die EWG-Notenbanken eingeräumt, dass eine auf die Stabilisierung des Dollarkurses gerichtete Politik insbesondere längerfristig gesehen von Interesse ist, sofern sie Gegenstand einer ständigen und zufriedenstellenden Konzertierung innerhalb der EWG und mit den amerikanischen Behörden ist.

#### - Art der Abdeckung der Interventionen in EWG-Währungen

Die Interventionen in Währungen des EWS wurden auf sehr verschiedene Weise abgedeckt; in Höhe von fast 60% wurde ein sofortiger Ausgleich in Devisen oder mittels Entnahme der Interventionswährung aus den Reserven und in Höhe von fast 15% durch Uebertragung von ECU-Guthaben vorgenommen; nur etwas mehr als 1/4 wurde über den EFZW finanziert. Diese sehr kurzfristige Finanzierung wurde hauptsächlich von der Banque Nationale de Belgique in Anspruch genommen.

b) Geldpolitische Massnahmen

Mehrere Länder der Gemeinschaft haben die Devisenmarktinterventionen durch verschiedene geldpolitische Massnahmen restriktiver Natur ergänzt, denn es ging häufig darum, entweder die Währung zu verteidigen bzw. zu stützen oder die Inflation zu bekämpfen oder beide Ziele zur gleichen Zeit zu verfolgen. Diese Massnahmen waren in der Hauptsache auf die Zinssätze gerichtet, die z.B. in Dänemark, Belgien und den Niederlanden, deren Währungen schwach oder in Frage gestellt waren, mehrfach deutlich angehoben wurden. Auch Deutschland hat trotz einer starken Währung und damit zum grossen Teil aus Gründen, die sich stark von denen seiner Partner unterschieden, seine Zinssätze für den Zweck der Inflationsbekämpfung angehoben. Diese Massnahme hat im Rahmen des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten eine gewisse Kritik im Sinne der Gefahr einer Zinneskalation aufkommen lassen.

3. Das Funktionieren des Abweichungsindikators

Der Abweichungsindikator ist einer der originellsten und neusten Bestandteile des EWS, weshalb ihm ein eigenes Kapital gewidmet sein soll.

In den ersten sechs Monaten waren zwei schwache, nach unten abweichende Währungen festzustellen, die ihre Abweichungsschwelle (75) überschritten. Die erste, der belgische Franken, verharrte von Anfang Mai bis Mitte Juli oberhalb ihrer Schwelle und seitdem in der Nähe von dieser. Die zweite, die dänische Krone, überschritt ihre Schwelle Anfang Juni, bildete sich im Juli auf unter 75 zurück und blieb dann im August auf diesem Niveau oder sogar noch etwas darüber. Nach oben ist im Berichtszeitraum keine Währung abgewichen.

Die Nützlichkeit des Abweichungsindikators dürfte weitgehend anerkannt sein; vor allem ist zu erwähnen, dass die Vermutung von Massnahmen, die mit dem Ueberschreiten der Schwelle verbunden ist, zu den unter Punkt 3.6 a und b der Entschliessung des Europäischen Rates vom 5. Dezember 1978 vorgesehenen Massnahmen, nämlich Interventionen und währungspolitische Massnahmen, geführt haben. Wenn auch das Funktionieren des Abweichungsindikators insgesamt als zufriedenstellend beurteilt wird, so hat die Erfahrung von nahezu sechs Monaten dennoch gewisse Fragen entstehen lassen, mit denen sich insbesondere die "Heyvaert-Gruppe" befasst hat und die nachstehend unter Punkt II, 2 aufgeführt sind.

#### 4. Schaffung, Verwendung und Verzinsung der ECU

In Ausführung der Bestimmungen des Abkommens zwischen den Zentralbanken der EWG vom 13. März 1979 haben die am Wechselkursmechanismus teilnehmenden EWG-Zentralbanken beim EFWZ 20% ihrer Goldbestände und 20% ihrer Bruttoreserven in Dollar nach dem Stand vom 28. Februar 1979 hinterlegt und vom EFWZ einen entsprechenden Betrag in ECU, insgesamt etwas mehr als ECU 23 Mrd., gutgeschrieben bekommen.

Die Swappeschäfte wurden an ihrem Fälligkeitsdatum, dem 6. Juli 1979, nach dem Stand der Ende Juni gehaltenen Reserven im Betrage von etwas mehr als ECU 27,3 Mrd. erneuert. Die Aufstockung um etwa ECU 4 Mrd. gegenüber den Ersteinzahlungen ist zu 2/3 auf die Einbringungen der Bank von England zurückzuführen, die von der in Artikel 17.1 des Abkommens vorgesehenen Möglichkeit Gebrauch machte, und zum grösseren Teil des restlichen Drittels auf die Preishausse am Markt für Gold, die den Durchschnittskurs, zu dem das Gold in ECU umgerechnet wird, anhub.

Der grösste Verwender der ECU-Guthaben war die Banque Nationale de Belgique, die ECU 273 Mio., das sind 14% ihrer ECU-Guthaben, vorwiegend an die Deutsche Bundesbank und einen kleinen Betrag an die Banque de France abtrat; die Danmarks Nationalbank hat einen geringen Betrag, weniger als ECU 10 Mio., zum grössten Teil auf die Deutsche Bundesbank übertragen.

Diese ECU-Uebertragungen dienten zum überwiegenden Teil zum sofortigen Saldenausgleich bei Marktinterventionen und im übrigen zum Ausgleich der auf die ECU-Nettopositionen der Zentralbanken entfallenden Zinsen.

Es sei daran erinnert:

- dass diese Nettopositionen, wie die Operationen der sehr kurzfristigen Finanzierung, zu einem Satz verzinst werden, der dem arithmetischen Mittel der Diskontsätze aller Zentralbanken entspricht; dieser Satz hat sich von 7,25% pro Jahr im März auf 8,5% im August 1979 erhöht, worin die allgemeine Anhebung der Diskontsätze der EWG-Zentralbanken zum Ausdruck kommt;
- dass die Gläubigerzentralbanken den Vorschlag der Schuldner angenommen haben, einen Teil der Salden zu 100% in ECU zu begleichen, obwohl die Gläubiger nicht gehalten sind, einen Ausgleich in ECU von mehr als 50% entgegenzunehmen.

## 5. Schlussbemerkungen

Die erste kurze Bilanz über das Funktionieren des EWS lässt die nachstehend aufgeführten allgemeinen Bemerkungen zu:

a) Der ziemlich zufriedenstellende Eindruck, den man insgesamt aus dieser ersten Bestandsaufnahme gewinnt, sollte kein Anlass zu einem übergrossen "Triumphieren" sein. In der Tat herrschten in der Anlaufphase des Systems aussergewöhnlich günstige Umstände. Günstig wirkte sich insbesondere die grössere Dollarstabilität aus und die im November 1978 eingeleitete Wende in der Währungspolitik der amerikanischen Behörden, die ihrem Willen, aktiver ihre Währung zu verteidigen, konkreten Ausdruck gaben. Hinzu kommt, dass das System keiner spekulativen Attacke gegen eine Gemeinschaftswährung begegnen musste.

b) Trotz der hohen und unterschiedlichen Inflationsraten war die Stabilisierung der Währungen unter weitgehender Einhaltung von Geist und Buchstabe der EWS-Regeln und ohne Leitkursänderungen, die mit Sicherheit der Glaubwürdigkeit des Systems geschadet hätten, gewährleistet.

c) Die Verwendung fast sämtlicher Bausteine des Systems lässt die Feststellung zu, dass gegenwärtig kein Anlass besteht, die in Kraft befindlichen Bestimmungen in wesentlichen Punkten abzuändern, da das System im Berichtszeitraum, der freilich sehr kurz war, insgesamt auf zufriedenstellende Weise funktioniert hat.

d) Die Konzertierung zwischen den Zentralbanken hat sich spürbar gebessert, insbesondere was die Interventionen an den Devisenmärkten anbelangt; Fortschritte wurden auch auf dem Gebiet der Koordinierung der Währungspolitik erreicht. Es liegt freilich auf der Hand, dass für einen dauerhaften Erfolg des EWS noch mehr auf diesem Gebiet ebenso wie auf jenem der Koordinierung der Wirtschaftspolitik und -leistung im weitesten Sinne erforderlich ist; dieser setzt auch voraus, dass ein abgestimmtes und gemeinsames Verhalten gegenüber Drittwährungen definiert und in die Tat umgesetzt wird.

## 2. ERSTE AUSSPRACHE DER STELLVERTRETER IM ZUSAMMENHANG MIT DER UEBERPRUEFUNG BESTIMMTER FUNKTIONSWEISEN DES EWS

Die Stellvertreter haben sich, ausser mit der kurzen Bestandsaufnahme über das Funktionieren des EWS während der ersten sechs Monate, auch

mit den ersten Ergebnissen der von den Experten vorgenommenen Prüfung befasst. Die Diskussion der Stellvertreter basierte auf dem von Herrn Heyvaert vorgelegten Bericht und umfasste

- einerseits die drei einschlägigen Punkte der Entschliessung des Europäischen Rates vom 5. Dezember 1978, d.h. die Ueberprüfung der Gewichte der in die ECU eingehenden Währungen, das Funktionieren des Abweichungsindikators und die Fragen im Zusammenhang mit den von den Gläubiger- oder Schuldnerländern mit abweichenden Währungen aufgelaufenen Salden;
- andererseits aufgrund des von den Gouverneuren erteilten Mandats, jeden anderen Gegenstand von Interesse zu prüfen, die Probleme in bezug auf die gemeinsame Politik gegenüber dem US-Dollar und die intramarginalen Interventionen in Gemeinschaftswährungen, zwei Probleme, deren Prüfung die Banca d'Italia gewünscht hatte.

1. Ueberprüfung der Gewichte der in die Zusammensetzung des ECU-Korbs eingehenden Währungen

Die Stellvertreter haben zunächst festgestellt, dass eine etwaige Revision der Zusammensetzung des ECU-Korbes Probleme politischer wie technischer Natur aufwirft. Bei aller Anerkennung der politischen Bedeutung einer Aenderung der Gewichte der Währungen sind sie indessen übereingekommen, sich auf die rein technischen Auswirkungen zu beschränken.

Unter diesem Blickwinkel schien das beste Vorgehen darin zu bestehen, die wirtschaftlichen Kriterien, anhand deren die ursprüngliche Gewichtsverteilung 1974 vorgenommen wurde, unter Verwendung der jüngsten Daten zu aktualisieren. Man kann auf diese Weise die Differenz zwischen den gegenwärtigen sich aus den Marktkursen ergebenden Gewichten und jenen feststellen, die aus der Anwendung der aktualisierten Kriterien resultieren würden. Der grösste Unterschied wurde einerseits bei der D-Mark festgestellt, die gemessen am gegenwärtigen Gewicht ein um etwa sechs Punkte niedrigeres haben könnte, und andererseits bei der italienischen Lira, deren Gewicht gemessen an den aktualisierten Kriterien um drei bis vier Punkte höher sein könnte.

Diese Feststellung legt eine entsprechende Revision der Zusammensetzung des ECU-Korbs nahe, wie sie im übrigen von der italienischen

Delegation verlangt wird. Folglich könnte man es als notwendig erachten, zum geeigneten Zeitpunkt eine Revision durchzuführen.

Da jedoch eine Aenderung der Gewichte keine sehr bedeutenden Auswirkungen auf die Funktionsweise des Systems haben wird, hielten es die Stellvertreter für zweckmässig, eine solche Revision nicht für sofort vorzuschlagen, sondern eine spätere, günstigere Gelegenheit hierfür abzuwarten, z.B. den Zeitpunkt der Hereinnahme der griechischen Währung in den ECU-Korb. Die italienische Delegation hat sich mit dieser Stellungnahme einverstanden erklärt, die demnach den Zentralbankpräsidenten einstimmig unterbreitet wird.

## 2. Ueberprüfung der Arbeitsweise des Abweichungsindikators

Die Zweckmässigkeit des Abweichungsindikators wurde überwiegend anerkannt und seine Arbeitsweise insgesamt als zufriedenstellend angesehen. Er hat zahlreiche Interventionen innerhalb der Margen ausgelöst und die Zentralbanken veranlasst, währungspolitische Massnahmen zu ergreifen, die möglicherweise ohne die Informationen des Abweichungsindikators weniger rasch getroffen worden wären. Ebenso wird anerkannt, dass die Abweichung der Währungen der zwei betreffenden Länder (Belgien und Dänemark), wie sie vom Abweichungsindikator angezeigt wurden, der Entwicklung der fundamentalen Faktoren entsprachen.

Einige Stellvertreter haben indessen geltend gemacht, dass die Informationen des Abweichungsindikators aufgrund von Besonderheiten der Konstruktion dieses Mechanismus einseitig oder entstellt sind.

- Einerseits bewirkt die unterschiedliche Gewichtung der Währungen, dass mit geringerem Gewicht einer Währung deren Möglichkeit, die Abweichungsschwelle zu erreichen, steigt. Es wird indessen eingeräumt, dass diese Einflüsse, im Vergleich zu jenen der Wechselkursschwankungen, nur von untergeordneter Bedeutung sind und dass ihre vollständige Neutralisierung nur dadurch gewährleistet werden könnte, dass man sämtlichen Gemeinschaftswährungen dasselbe Gewicht gibt, was dem Konstruktionsprinzip der ECU zuwiderlaufen würde.
- Weiterreichende Folgen ergeben sich aus dem gegenwärtig angewendeten Verfahren, um den Wert des Abweichungsindikators um die Einflüsse zu bereinigen, die sich aus dem Ueberschreiten der

Schwankungsbreite von 2,25% seitens des Pfund Sterlings und der italienischen Lira ergeben. Aufgrund der anhaltenden festen Haltung dieser beiden Währungen konnte das Korrekturverfahren nicht verhindern, dass sich ein Trägheitsfaktor in die Berechnung des Abweichungsindikators eingeschlichen hat. Bei der gegenwärtigen Konstellation können die starken Währungen mit hohem Gewicht nicht nach oben hin abweichen. Sollte sich diese Situation in Zukunft umkehren, könnte eine Verzerrung in der entgegengesetzten Richtung die Folge sein.

Um diese Verzerrung zu beseitigen, die um so schwerer wiegt, als die Öffentlichkeit in einigen Ländern dem Ueberschreiten der Abweichungsschwelle grosse Bedeutung zumisst, hält es eine Zentralbank für notwendig, das gegenwärtig geltende Korrekturverfahren zu modifizieren und zwei unterschiedliche Formeln für die italienische Lira und das Pfund Sterling anzuwenden, die wie folgt aussehen würden: bei der italienischen Lira handelt es sich darum, das höchste tägliche Agio oder Disagio im Verhältnis 2,25 zu 6% zu reduzieren, während man für das Pfund Sterling ein Niveau errechnen würde, das dem einfachen arithmetischen Mittel der im Paritätengitter festgestellten bilateralen Abstände entspricht.

Andere Korrekturverfahren wären denkbar, die Stellvertreter sind sich jedoch praktisch einig darin, dass es im gegenwärtigen Stadium wenig zweckmässig wäre, die Berechnungsmethode hinsichtlich des Abweichungsindikators zu ändern. Die Vorteile einer Verfahrensänderung wären gering im Vergleich zu den Ungewissheiten, die dadurch an den Devisenmärkten entstehen könnten, vor allem deshalb, weil diese Änderung schwierig zu erklären wäre. Zudem war man der Meinung, dass der Abweichungsindikator noch nicht lange genug angewendet wurde, um zu endgültigen Schlussfolgerungen hinsichtlich des Problems eines zu grossen Trägheitsmoments des gegenwärtigen Berechnungsverfahrens zu gelangen. In der Zukunft könnten anders gelagerte Fälle auftreten, und man müsse sich davor hüten, ein System zu ändern, damit es der gegenwärtigen Sachlage Rechnung trägt, wenn dann die Gefahr besteht, dass das System bei veränderter Sachlage nicht besser anspricht als gegenwärtig.

Der Abweichungsindikator funktioniert zwar einwandfrei für die Währungen mit geringem, nicht jedoch für jene mit hohem Gewicht. Aus diesem Grunde könnte man für eine Währung mit hohem Gewicht, die konstruktionsbedingt gegenwärtig die Abweichungsschwelle von 75 nicht erreichen kann, an ein unterhalb dieses Niveaus liegendes "Vorfeld" denken; das Erreichen dieses "Vorfeldes" würde die Konzertierung auslösen und eine Vermutung begründen, dass ähnliche Massnahmen wie beim Ueberschreiten der normalen Schwelle von 75 ergriffen werden.

### 3. Prüfung der Fragen in bezug auf die von den Gläubiger- oder Schuldnerländern mit abweichenden Währungen aufgelaufenen Salden

Die Stellvertreter haben festgestellt, dass von den Zentralbanken, deren Währung nach unten abwich, eine einzige Schuldsalden beim EFWZ gebildet hat, ohne dass dies zu einem besonderen Problem geführt hat. Die ersten sechs Monate des EWS haben auch keine nennenswerten Schwierigkeiten im Bereich der sogenannten unfreiwillig gebildeten Schuldsalden zutage treten lassen; es handelt sich dabei um Salden, die aus innerhalb der Marge vorgenommenen Interventionen und aus Interventionen an den Limitkursen, die von einer Gläubigerzentralbank mit abweichender Währung mittels einer nichtabweichenden Währung getätigt werden, entstehen.

Mangels ausreichender Erfahrung hat die Mehrheit der Stellvertreter es im gegenwärtigen Stadium nicht für nützlich gehalten, eine Aussprache über die Frage der Vorzugsbehandlung der auf unfreiwilliger Basis entstandenen Forderungen und Verbindlichkeiten zu führen. Diese Frage sollte indessen nicht aus dem Auge verloren und zu einem späteren Zeitpunkt aufgegriffen werden, wenn echte Probleme sich stellen werden.

### 4. Gemeinsame Politik gegenüber dem US-Dollar

Die italienische Delegation hat es für sinnvoll erachtet, strengere Regeln für die Interventionspolitik gegenüber dem US-Dollar festzulegen. Diese Auffassung wurde von den anderen Stellvertretern nicht geteilt. Diese verwiesen darauf, dass es für diesen Bereich bereits eine im März 1975 geschlossene Vereinbarung gäbe, deren Bestimmungen, die bisher kaum angewendet wurden, verstärkt Berücksichtigung finden könnten. Diese Stellvertreter haben betont, wie wichtig es sei, zur besseren Koordinierung der Interventionen eine ständige Konzertierung zwischen den

Zentralbanken einschliesslich der amerikanischen Währungsbehörden zu gewährleisten. Sie haben andererseits, wie dies bereits in der kurzen Bilanz über die ersten sechs Monate des EWS zum Ausdruck kam, darauf hingewiesen, dass der Konzertierungsmechanismus insgesamt relativ zufriedenstellend funktioniert hat.

#### 5. Intramarginale Interventionen in Gemeinschaftswährungen

Die italienische Delegation hat auch formellere Regeln für den Bereich der intramarginalen Interventionen in Gemeinschaftswährungen befürwortet. Die anderen Stellvertreter haben darauf verwiesen, dass für diese Interventionen bereits die nachfolgenden Grundsätze des Abkommens vom 13. März 1979 massgebend sind:

- Vorrang der Interventionen in Gemeinschaftswährungen,
- diversifizierte Interventionen insbesondere in Verbindung mit den Informationen des Abweichungsindikators,
- Stabilisierung der Währung und Zusammenhalt im EWS, wobei insbesondere zu vermeiden ist, dass die Währungen auf ihre äusseren An- und Verkaufskurse getrieben werden.

Seit dem Ingangsetzen des EWS haben sich die Zentralbanken in ihrer Interventionspolitik weitgehend von diesen Prinzipien leiten lassen, was sich darin zeigt, dass das Volumen der intramarginalen Interventionen deutlich über jenem der Interventionen an den Limitkursen liegt, ein Ergebnis, das die erheblichen Fortschritte auf dem Gebiet der Konzertierung widerspiegelt.

Aus diesen Erwägungen heraus hat die Mehrheit der Stellvertreter es nicht für nützlich gehalten, in dem Bereich der intramarginalen Interventionen eine grössere Strenge einzuführen, die nur allzu leicht die Entwicklung dieser Art von Intervention hindern könnte.

#### 3. VERFAHRENSVORSCHLÄGE

Herr Théron gibt bekannt, dass die Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Heyvaert am 18. und 19. September zusammentreffen wird, um den Vorentwurf eines Berichts auf der Basis der Ueberlegungen der Stellvertreter zu redigieren, und zwar in dem Masse, wie diese Ueberlegungen die Zustimmung der Zentralbankpräsidenten finden. Die Stellver-

treter würden den Vorentwurf anlässlich einer Tagung in Belgrad prüfen, und den endgültigen Berichtsentwurf dürften die Zentralbankpräsidenten acht Tage vor ihrer Sitzung am 16. Oktober 1979 erhalten.

B. AUSSPRACHE DES AUSSCHUSSES

Der Vorsitzende dankt Herrn Théron für sein äusserst umfangreiches und übersichtliches Referat sowie den Stellvertretern und den Experten für ihre Arbeit.

Herr de Strycker beschränkt sich darauf, eine Anmerkung zu der Feststellung der Stellvertreter hinsichtlich der Arbeitsweise des Abweichungsindikators zu machen. Wie Herr Théron dargelegt habe, habe der Abweichungsindikator in einigen Fällen (kleine schwache Währungen) funktioniert, während er wegen der besonderen Situation des Pfund Sterlings und der italienischen Lira bei den grossen, starken Währungen des Systems nicht korrekt funktionieren kann. Angesichts der Tatsache, dass der Abweichungsindikator die bedeutendste Neuerung im Europäischen Währungssystem darstelle, verstehe es sich von selbst, dass man sich mit diesem schwerwiegenden Mangel nicht abfinden könne. Herr de Strycker verlangt, dass sich die Stellvertreter und die Experten eingehend mit dieser Frage befassen und ihr mehr Zeit widmen.

Herr Murray teilt weitgehend die Ansicht von Herrn de Strycker. Die durch den Abweichungsindikator aufgeworfenen Fragen seien von grundlegender Bedeutung, und die Studien hierzu müssten vertieft werden, da das gegenwärtige Berechnungsverfahren nicht logisch zu sein scheine. Sollte man sich letztlich darauf einigen, wegen der geringen Erfahrung auf diesem Gebiet für den Augenblick keine Aenderung vorzunehmen, so müsste festgehalten werden, dass dadurch eine spätere Aenderung nicht ausgeschlossen werde, und z.B. ein Datum für eine Neuüberprüfung der Frage für das Frühjahr 1980 festgelegt werde.

Herr Ortoli weist auf die Gefahren zeitlich festvereinbarter Zusammenkünfte hin, die das System und seine Funktionsweise ständig in Frage stellen. Um sich genügend Entscheidungsspielraum und die notwendige Flexibilität zu bewahren, könnten die Zentralbankpräsidenten übereinkommen, dass ein jeder von ihnen jederzeit einen Punkt aufgreifen und verlangen könne, dass der Ausschuss darüber eingehend diskutiert.

Der Vorsitzende schliesst die Aussprache mit der Feststellung im Namen des Ausschusses, dass die Herren de Strycker und Murray der - von Herrn Clappier geteilten - Auffassung sind, dass die Arbeitsweise des Abweichungsindikators Ueberlegungen bedarf. Wenn diese Ueberlegungen auch nicht sofortige Massnahmen zur Folge haben müssten, so sei es doch zweckmässig, eine bessere Formel zu einem noch unbestimmten Zeitpunkt zu finden.

Die Stellvertreter und die Experten seien demnach aufgefordert, ihre Arbeiten in diesem Bereich fortzusetzen.

Zur Erleichterung der Aussprache während der nächsten Sitzung des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten am 16. Oktober 1979 schlägt der Vorsitzende vor, dass das Sekretariat so rasch wie möglich als vorläufigen Auszug aus dem Protokoll der Sitzung den Wortlaut des soeben von Herrn Théron gehaltenen Referats erstellt und den Zentralbankpräsidenten übermittelt; dieses Dokument wird den Zentralbankpräsidenten als erste Arbeitsunterlage für ihre Ueberlegungen dienen. Auf der Basis dieses Dokuments und des Berichtsentwurfs, den die Stellvertreter und die Experten in den nächsten Wochen erarbeiten werden und der etwa eine Woche vor der Sitzung am 16. Oktober verfügbar sein müsste, würden die Zentralbankpräsidenten einen Meinungsaustausch abhalten, der zu einem Ergebnis führen müsste. In der Tat müsse man dem Nachteil zeitlich fest vereinbarter Zusammenkünfte Rechnung tragen, auf den Herr Ortoli hingewiesen hat. Da der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten am Tage nach der Oktober-Sitzung des Rates der EWG-Finanzminister zusammentrifft, dürfte letzterer eine Entscheidung über die Ueberprüfung des EWS erst während seiner Tagung im November treffen. Man habe gegenwärtig einen Zeitraum von etwa zwei Monaten vor sich, der für die Devisenmärkte Ungewissheiten bringen könnte.

#### IV. Meinungsaustausch über die Punkte der Tagesordnung des internationalen Währungstreffens in Belgrad

Der Vorsitzende erinnert daran, dass der wichtigste Tagesordnungspunkt dieses Treffens die Frage der Schaffung eines Substitutionskontos ist. Wegen der fortgeschrittenen Stunde und in Anbetracht der Tatsache, dass die Zentralbanken ihren Standpunkt über ihre Vertreter im Währungsausschuss anlässlich dessen Sitzung am 12. September 1979 geltend

machen können, schlägt der Vorsitzende vor, auf diesen Tagesordnungspunkt nicht einzugehen.

V. Prüfung des Berichts vom 29. Mai 1979 über einige Fragen betreffend das währungspolitische Instrumentarium auf der Basis möglicher Ueberlegungen der Stellvertreter

Wegen des Vorliegens anderer Punkte, die dringlicher waren, konnten sich die Stellvertreter mit diesem Punkt nicht befassen, und der Ausschuss nimmt diese Prüfung nicht vor.

VI. Analyse der Folge monatlicher Statistiken

Wegen der fortgeschrittenen Stunde nimmt der Ausschuss diese Analyse nicht vor.

VII. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

1. Vorsitz der Expertengruppe zur Harmonisierung des währungspolitischen Instrumentariums

Der Vorsitzende schlägt vor, den Vertreter der Dänischen Nationalbank in der Expertengruppe, Herrn Kjaer, zu deren Vorsitzenden zu bestellen. Herr Hoffmeyer habe bereits mitgeteilt, dass Herr Kjaer zur Annahme dieses Mandats bereit ist.

Der Ausschuss erklärt sich mit dem Vorschlag des Vorsitzenden einverstanden. Dieser erklärt, dass er diesen Vorschlag dem Vorsitzenden des Währungsausschusses übermitteln werde und hofft, dass auch dieser Ausschuss die Kandidatur von Herrn Kjaer gutheisst.

2. Regelmässige Treffen der Personalchefs der EWG-Zentralbanken

Der Vorsitzende verweist darauf, dass die Gewerkschaften der europäischen Zentralbanken periodisch Sitzungen abhalten, was die Personalchefs einiger EWG-Zentralbanken bewogen hat, ähnliche Treffen mit ihren Kollegen der anderen Zentralbanken der Gemeinschaft zur Debatte zu stellen. Er schlägt vor, die Personalchefs der EWG-Zentralbanken zu ermächtigen, sich in regelmässigen Abständen, z.B. zunächst einmal pro Jahr und später wenn notwendig häufiger (halbjährlich), zu treffen; diese Treffen würden im Rotationsverfahren abgehalten.

Der Ausschuss erklärt sich mit den Vorschlägen des Vorsitzenden einverstanden.

VIII. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Gemäss Beschluss der Zentralbankpräsidenten bei ihrem letzten Treffen am 10. Juli 1979 findet die nächste Sitzung des Ausschusses am Dienstag, dem 16. Oktober 1979, um 10.30 Uhr am Sitz der Belgischen Nationalbank in Brüssel statt.

Ausschuss der Präsidenten  
der Zentralbanken der Mitgliedstaaten  
der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft

11. September 1979

Vertraulich

Uebersetzung

---

Kurzbericht über die Entwicklung auf  
den Devisenmärkten der an der Konzertation  
beteiligten Zentralbanken

---

Juli und August 1979

---

Der vorliegende Bericht gibt einen Ueberblick über die Entwicklung auf den Devisenmärkten der Länder der an der Konzertation beteiligten Zentralbanken\* und über deren Interventionsgeschäfte im Juli und August sowie in den ersten Septembertagen 1979.

I. Entwicklung der Wechselkurse

Die Devisenmärkte waren im Juli und August gekennzeichnet von der anhaltenden Ungewissheit, die den US-Dollar seit Anfang Juni umgibt. Der Wert des Dollars in den anderen Währungen der Konzertation schwankte erheblich, und zahlreiche Marktplätze verzeichneten häufig starke Tageschwankungen. Wie üblich verstärkten die während der Sommerurlaubszeit umsatzschwachen Märkte noch die Wechselkursausschläge. Zu den Gründen für die Schwankungen des Dollars gegenüber den meisten anderen Währungen gehörten:

- der zunehmende Inflationsdruck in den USA,
- die Aussichten auf eine Ausweitung des Zahlungsbilanzdefizits als Folge höherer Oelpreise.

Im Juli und August kam es im europäischen Wechselkursmechanismus nur ganz vereinzelt zu nennenswerten Spannungen, wobei der belgische Franken und die dänische Krone einem gewissen Druck ausgesetzt waren. Im Juli

---

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

wechselten sich der belgische Franken und die dänische Krone weiterhin in der Position der schwächsten Währung im System ab. Während des gesamten August war indessen allein die dänische Krone das schwächste Glied im Währungsverbund. Die Schwäche der dänischen Krone geht teils auf die Rückzahlung von dänischen Regierungsanleihen im Besitz von Gebietsfremden, teils auf ein erhöhtes Defizit der Leistungsbilanz zurück. Die D-Mark nahm während des gesamten Juli und August die stärkste Position im engen Währungsband ein.

Am 29. Juni erhöhte die Belgische Nationalbank ihren Lombardsatz von 9 auf 11% und führte die zweigeteilte Rediskontfazilität wieder ein. Diese Massnahmen trugen im Verein mit umfangreichen intramarginalen Interventionen der Belgischen Nationalbank dazu bei, dass sich der belgische Franken Ende Juli auf eine Position knapp über der dänischen Krone hinbewegte und dort während des restlichen Berichtszeitraums blieb.

Die Nachfrage nach D-Mark, die Ende Juni anlässlich der OPEC-Konferenz und des Tokiogipfels ziemlich gross gewesen war, hielt während des grössten Teils des Monats Juli an. Beträchtliche US-Dollar-Käufe gegen D-Mark wurden von der Federal Reserve Bank (in der zweiten Monatshälfte) und in geringerem Umfang von der Bundesbank getätigt. Als gegen Ende Juli bekannt wurde, dass das deutsche Leistungsbilanzdefizit sich weiter erhöhte, schwächte sich die D-Mark wieder ab, und die Märkte beruhigten sich wieder, insbesondere bis Ende August. Nichtsdestoweniger blieb die D-Mark die stärkste Währung innerhalb des engeren EWS-Kursbandes. Am 12. Juli erhöhte die Deutsche Bundesbank den Diskontsatz um einen Prozentpunkt auf 5% und den Lombardsatz um einen halben Prozentpunkt auf 6%, während im gesamten Berichtszeitraum die internen und externen Zinssätze sich um etwas mehr als einen Prozentpunkt erhöhten.

Die Bewegungen der anderen Währungen im europäischen Wechselkursmechanismus waren weniger stark ausgeprägt. Der französische Franken, der sich im Juni und in der ersten Julihälfte in der oberen Hälfte des engen Bandes aufhielt, schwächte sich um die Julimitte etwas ab. Nachdem er in der zweiten Julihälfte gelegentlich kurz unter die Bandmitte absackte, kehrte er im späteren Verlauf wieder in die obere Hälfte zurück und blieb dort während der restlichen Berichtsperiode.

Der Kurs des irischen Pfundes wurde weiterhin von der Zentralbank von Irland gesteuert, wie dies nach dem Uebergangsarrangement im Anschluss

an die Abkoppelung vom Pfund Sterling vereinbart worden war. Angesichts der steilen Aufwärtsbewegung des Pfund Sterlings gegen Ende Juli tolerierte es die Zentralbank von Irland, dass das irische Pfund kurz an den oberen Rand des EWS-Bandes rückte, um die Kursentwicklung ihrer Währung gegenüber dem Pfund Sterling zu glätten. Am Ende der Berichtsperiode betrug der Kurs des irischen Pfundes gegenüber Sterling 0,9160, was einem Rückgang von 2,8% seit Ende Juni entspricht.

Der holländische Gulden, der sich im Juni abgeschwächt hatte, bewegte sich Anfang Juli weiter in Richtung auf das untere Ende des Bandes. Nachdem der Diskontsatz in zwei Schritten von 7 auf 8% angehoben worden war, festigte sich im späteren Monatsverlauf der Gulden und erreichte wieder sein Kursniveau von Ende Juni, auf dem er sich für den restlichen Berichtszeitraum praktisch stabilisierte.

Die italienische Lira, die die weitere Schwankungsmarge innehält, blieb während des gesamten Berichtszeitraums fest und verzeichnete Kursgewinne gegenüber den meisten anderen Teilnehmerwährungen. Gegenüber dem Pfund Sterling schwächte sie sich jedoch über den gesamten Berichtszeitraum gesehen um 2% ab.

Im Juli verzeichnete das Pfund Sterling eine spektakuläre Wertsteigerung gegenüber allen Währungen: bis zum 26. Juli verbesserte es sich gegenüber dem US-Dollar trotz umfangreicher Dollarankäufe seitens der Bank von England um fast 7 1/2% gegenüber Ende Juni. An diesem Tag hatte das Pfund gegenüber den meisten wichtigen Währungen nahezu seinen höchsten Stand seit vier Jahren erreicht. Teilweise war dies auf das hohe Zinsniveau und die günstige Energieposition zurückzuführen. Gewinnmitnahmen drückten indessen das Pfund Sterling am 31. Juli stark, und in der zweiten Augustwoche setzte sich der Kursrückgang fort. Im späteren Verlauf des August stieg der Pfundkurs wieder gegenüber dem Dollar an. Am Ende des Berichtszeitraums lag er deutlich über dem Stand von Ende Juni, jedoch unter dem Ende Juli verzeichneten Rekordniveau. Der effektive Wechselkurs des Pfund Sterlings belief sich Ende August auf 71,9 gegenüber 69,5 Ende Juni.

Die oben geschilderten Wechselkursbewegungen beeinflussten den Wert der ECU während des gesamten Berichtszeitraums. Ende August verbuchte die ECU gemessen am Stand Ende Juni Wertgewinne gegenüber allen Währungen der Konzertation mit Ausnahme des Pfund Sterlings und der italienischen Lira,

gegenüber denen sie um 2,3 bzw. 0,4% an Wert eingebüsst hatte. Die ausgeprägte Wertsteigerung verzeichnete die ECU gegenüber dem Yen (+ 3%).

Beachtlich waren die Gewinne gegenüber dem US-Dollar (+ 1,5%), dem kanadischen Dollar (+ 1,6%), dem Schweizer Franken (+ 1,2%) und dem französischen Franken (+ 1,0%). Kleinere Wertsteigerungen verzeichnete die ECU gegenüber der dänischen Krone (+ 0,8%), dem irischen Pfund (+ 0,6%), dem belgischen Franken (+ 0,4%) und dem holländischen Gulden (+ 0,3%). Ziemlich stabil blieb sie gegenüber der D-Mark (+ 0,2%) und der norwegischen Krone (+ 0,1%), während sie gegenüber der schwedischen Krone keine Wertänderung aufwies.

Ausser der dänischen Krone, die an einigen Tagen während der ersten beiden Augustwochen und am 31. August geringfügig ihre Abweichungsschwelle überschritt, divergierte keine Währung im Berichtszeitraum.

Der US-Dollar schwächte sich nahezu den gesamten Juli hindurch erheblich gegenüber den meisten Währungen ab, worin sich die allgemeine Unsicherheit über die Stärke und Richtung der amerikanischen Wirtschaft widerspiegelte. Die Federal Reserve erhöhte am 20. Juli ihren Diskontsatz von 9 1/2 auf 10% und intervenierte energisch im Fernen Osten sowie in New York. Diese Massnahmen sowie die Ernennung von Mr. Volcker zum Vorsitzenden des Federal Reserve Board trugen zu einer Verbesserung des Dollars gegen Ende Juli bei. In der Folge verstärkten bessere Handelsdaten für Juni, die unerwartet waren, die Aufwärtsbewegung des Dollars. Nach einer ziemlich stetigen Periode Anfang August schwächte sich der Dollar dann wiederum ab als Reaktion auf eine enttäuschende Erhöhung des Index der Grosshandelspreise per Ende Juli. Am 16. August gab die Federal Reserve eine weitere Anhebung des Diskontsatzes von 10 auf 10 1/2% bekannt. In den letzten Augusttagen geriet der Dollar erneut unter Druck und schwächte sich gegenüber den meisten anderen Währungen ab.

In US-Dollar gerechnet hat sich der kanadische Dollar während der letzten zwei Monate per saldo wenig verändert. Die Währung kam zeitweilig unter Abwärtsdruck infolge der Besorgnis über die kanadische Handels- und Leistungsbilanzsituation, wurde aber offensichtlich gestützt durch beträchtliche Kapitalzuflüsse und den Umstand, dass man Kanadas Energiepotential erhöhte Aufmerksamkeit schenkt. Am 23. Juli erhöhte die Bank von Kanada ihren Diskontsatz um einen halben Prozentpunkt.

Während der Yen während des gesamten Juli beträchtlich gegenüber dem US-Dollar geschwankt hatte, war er Ende Juli wenig gegenüber seinem Stand

von Ende Juni verändert. Die Bank von Japan erhöhte am 24. Juli ihren Diskontsatz um 1 Prozentpunkt auf 5,25%. Nachdem sich der Yen in der ersten Augushälfte ziemlich stabil gegenüber dem US-Dollar verhalten hatte, schwächte er sich in der Folge ab und lag am Ende der Berichtsperiode 1,3% unter seinem Ende Juni gegenüber dem US-Dollar verzeichneten Kurs.

Der Schweizer Franken, der im Juli und August gegenüber dem Dollar ähnlich wie die meisten anderen wichtigen Währungen geschwankt hatte, verzeichnete am Ende des Berichtszeitraums eine leichte Verbesserung gegenüber der amerikanischen Währung.

Die Bank von Schweden tätigte im Juli und August ziemlich umfangreiche Abgaben von US-Dollar. Nach einigen geldpolitischen Massnahmen, u.a. die Erhöhung des Diskontsatzes um einen halben Punkt auf 7%, ging der Umfang der Interventionen zurück. Die Bank von Norwegen trat im Berichtszeitraum in relativ geringem Umfang als Käufer von US-Dollar auf. Ende August hatten sich die norwegische Krone und die schwedische Krone gegenüber dem US-Dollar, gemessen an ihrem Stand Ende Juni, um 1,4 bzw. 1,5% verbessert.

## II. Interventionen in Dollar

Im Juli tätigte die Gruppe der an der Konzertation teilnehmenden Zentralbanken Nettoankäufe von US-Dollar, die sich einschliesslich des Gegenwerts der Abgaben europäischer Währungen seitens der Federal Reserve Bank von New York auf \$ 4,6 Mrd. beliefen. Im Juni waren es Nettokäufe in Höhe von \$ 5,3 Mrd. gewesen. Die Bruttokäufe von Dollar, die sich auf \$ 6,9 Mrd. beliefen, wurden zum grössten Teil gegen D-Mark, Schweizer Franken und Pfund Sterling vorgenommen. Der überwiegende Teil der Transaktionen in D-Mark wurde in New York getätigt. Die Bank von Italien und die Bank von Kanada tätigten - in einem geringeren Umfang - ebenfalls Dollarankäufe. Die Bruttodollarabgaben, die \$ 2,3 Mrd. ausmachten, entfielen zu etwas mehr als vier Fünfteln auf die Schweizerische Nationalbank, die Bundesbank, die Bank von England, die Bank von Schweden und die Bank von Kanada.

Im August kehrte sich der Gesamtsaldo der Zentralbankoperationen um, wobei die Dollarabgaben netto \$ 0,7 Mrd. betrugten, einschliesslich des Gegenwerts der Verkäufe europäischer Währungen seitens der Federal Reserve

Bank von New York, die allerdings geringer als im Vormonat waren. Die Bruttokäufe von Dollar in Höhe von \$ 3,3 Mrd. wurden zum grössten Teil gegen Pfund Sterling, D-Mark (zwei Drittel davon in New York), Lire und kanadische Dollar vorgenommen. Brutto beliefen sich die Dollarabgaben auf \$ 4,0 Mrd. Fast die Hälfte davon bestand aus Verkäufen der Bank von England und der Schweizerischen Nationalbank, während der Restbetrag das Ergebnis von Abgaben geringerer Grössenordnung seitens der anderen Zentralbanken war.

### III. Interventionen in europäischen Währungen

Die Interventionen in EWS-Währungen beliefen sich im Juli auf umgerechnet US-\$ 1,0 Mrd. gegen \$ 1,5 Mrd. im Juni. Diese Interventionen bestanden aus D-Mark-Abgaben innerhalb der Bandbreiten und wurden in der Hauptsache von der Bank von Frankreich, der Belgischen Nationalbank und, in geringerem Ausmass, von der Niederländischen Bank vorgenommen. Fast 60% der Gesamtinterventionen wurden durch sofortigen Ausgleich in Dollar finanziert, weitere 28% über den EFWZ und der Rest mittels Reserveentnahmen.

Im Rahmen der vorstehend erwähnten Bruttodollarkäufe in Höhe von \$ 6,9 Mrd. gab die Federal Reserve Bank von New York D-Mark in Höhe von umgerechnet \$ 2,9 Mrd. sowie einen sehr geringen Schweizer-Franken-Betrag an den Markt ab.

Im August schrumpfte das Interventionsvolumen in EWS-Währungen erheblich auf \$ 0,35 Mrd., da bis kurz vor Monatsende das EWS durch keinerlei Spannungen gekennzeichnet war. Es handelte sich hierbei in der Hauptsache um D-Mark-Abgaben innerhalb der Marge gegen belgische Franken und französische Franken sowie um einige Verkäufe - zumeist am Interventionspunkt - von D-Mark gegen dänische Kronen. Die Finanzierung dieser Interventionen entfiel zu ziemlich gleichen Teilen auf EFWZ-Kredite und sofortige Begleichungen in Dollar.

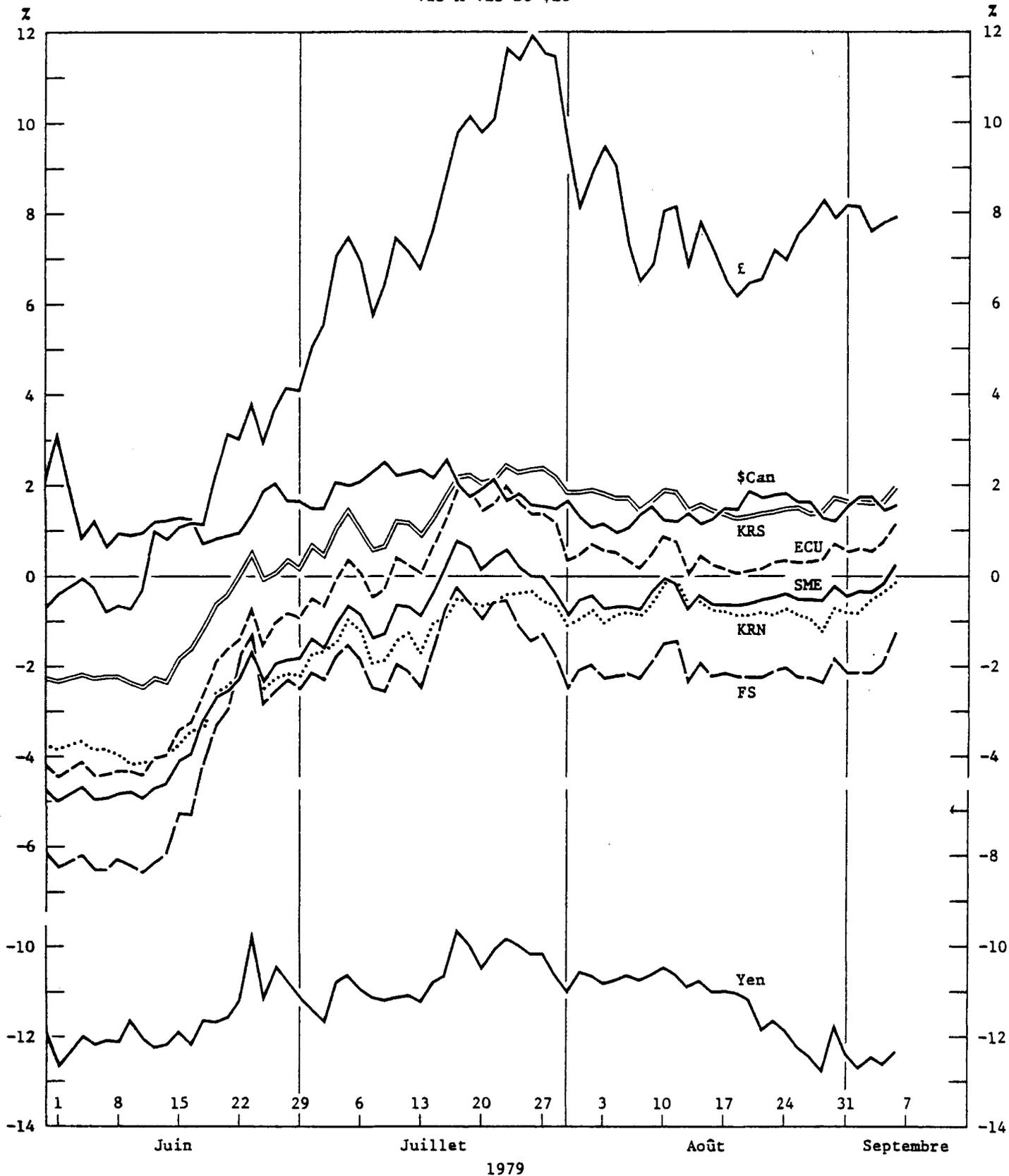
Die D-Mark-Abgaben der Federal Reserve Bank von New York beliefen sich umgerechnet auf nur \$ 0,4 Mrd.

\* \* \*

Der US-Dollar setzte in der ersten Septemberwoche seine Abwärtsbewegung gegenüber den meisten Währungen, mit Ausnahme des Pfund Sterlings, des kanadischen Dollars und des Yen, fort. Die Federal Reserve Bank von New York intervenierte aktiv mit Dollarkäufen gegen D-Mark. Das Pfund Sterling gab zunächst gegenüber dem Dollar nach, zog dann jedoch wieder an und machte einigen verlorenen Boden gut. Der Kurs der japanischen Währung gegenüber dem Dollar nahm einen etwas erratischen Verlauf, wobei der Abwärtsdruck auf den US-Dollar dazu beitrug, dass der Yen frühere Kursverluste wieder ausglich. Der kanadische Dollar blieb weiterhin sehr stabil gegenüber der US-Währung.

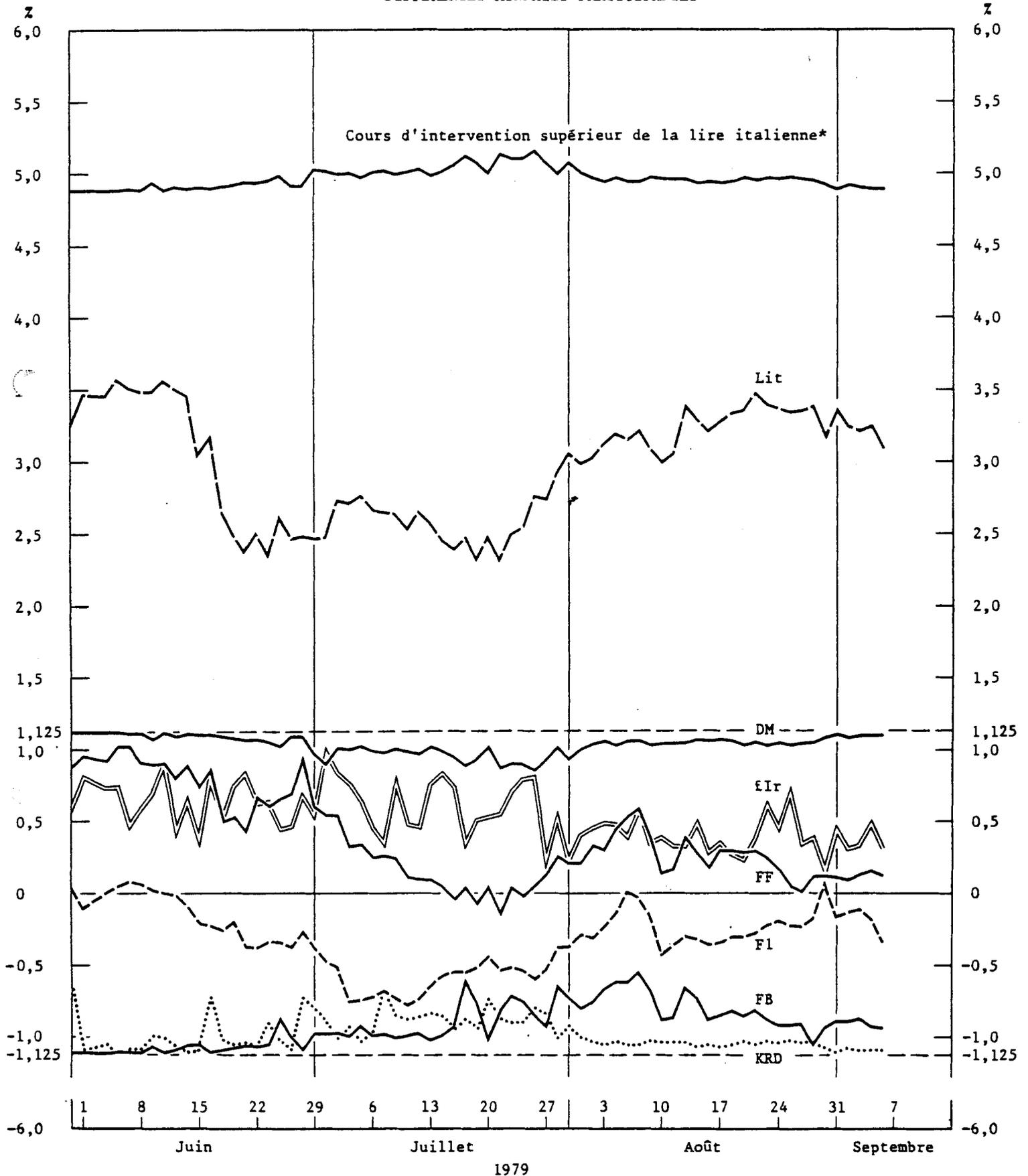
Im Gegensatz zu der relativ ruhigen Periode im August traten im Europäischen Währungssystem Anfang September neue Spannungen auf, die im Zusammenhang standen mit Gerüchten über ein Realignment innerhalb des Systems. Von September-Beginn an waren die D-Mark und die dänische Krone die volle Bandbreite von 2,25% voneinander entfernt und blieben dies die meiste Zeit der Woche über. Der Abwärtsdruck auf die dänische Krone bewirkte, dass diese sich fast während der ganzen Woche an ihrer Abweichungsschwelle oder knapp ausserhalb dieser befand. Die Bundesbank und die Dänische Nationalbank intervenierten erheblich an den Interventionspunkten. Die Belgische Nationalbank intervenierte mit ziemlich umfangreichen D-Mark-Abgaben innerhalb der Bandbreite, um den Abwärtsdruck auf ihre Währung zu mildern. Die Bank von Frankreich tätigte ebenfalls D-Mark-Verkäufe innerhalb der Marge. Die Schweizerische Nationalbank intervenierte aktiv mit erheblichen Abgaben von US-Dollar und mit geringen D-Mark-Verkäufen, jedoch kehrte sich die Situation in den letzten zwei Tagen des Beobachtungszeitraums um.

EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU SME  
 ET DES MONNAIES DES AUTRES BANQUES CENTRALES PARTICIPANT A LA  
 CONCERTATION SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE 28 DECEMBRE 1978  
 VIS-A-VIS DU \$EU\*



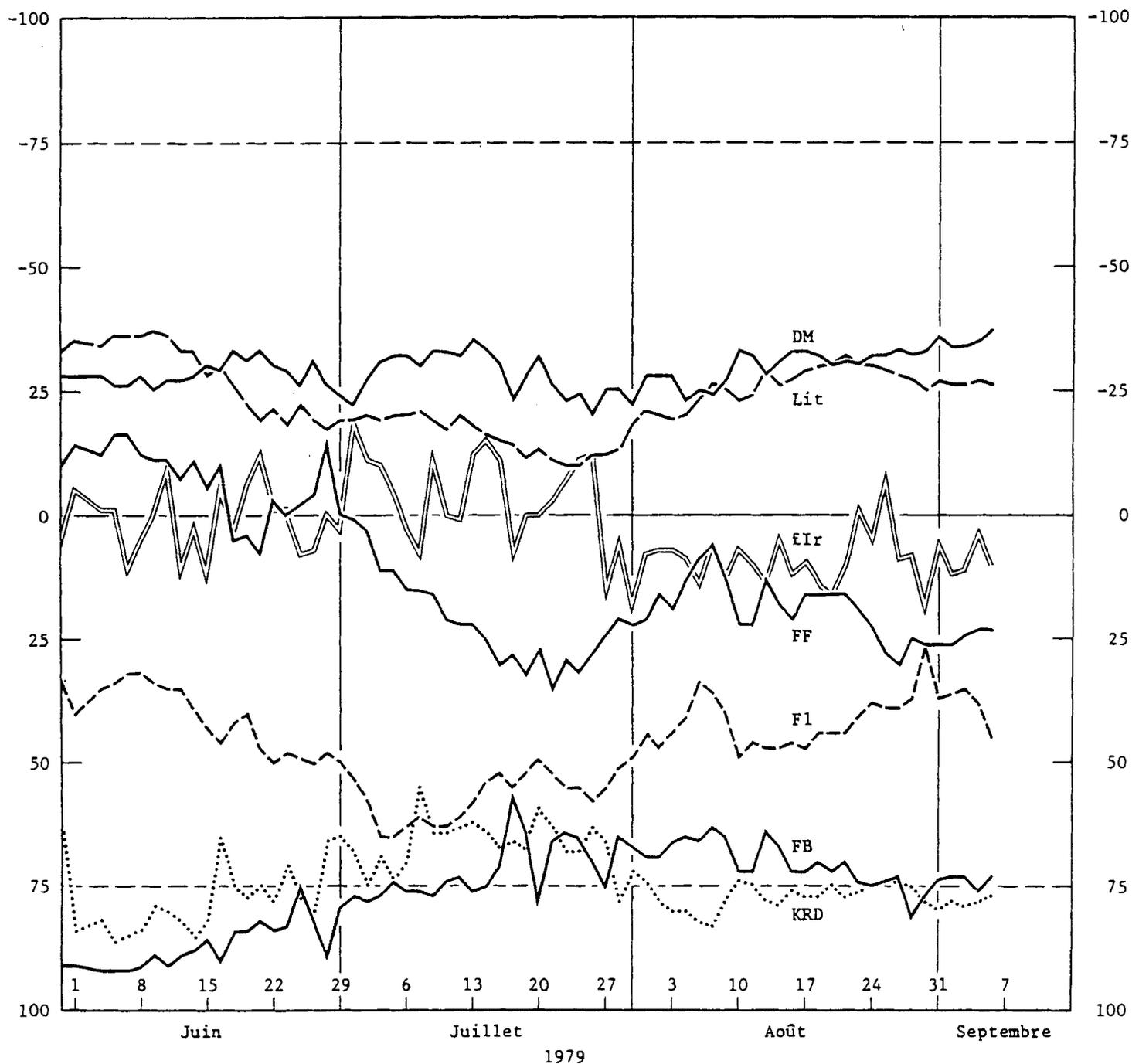
\*ECU 1,3773; cours médian des monnaies participant au SME 1,3806;  
 £ 0,48040; \$Can 1,18652; FS 1,6215; KRS 4,2850; KRN 4,9910; Yen 193,30.

MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DE LA GRILLE DE PARITES DU SME  
CALCULES SUR LA BASE DES COURS OFFICIELS DE L'ECU DANS LES  
DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



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

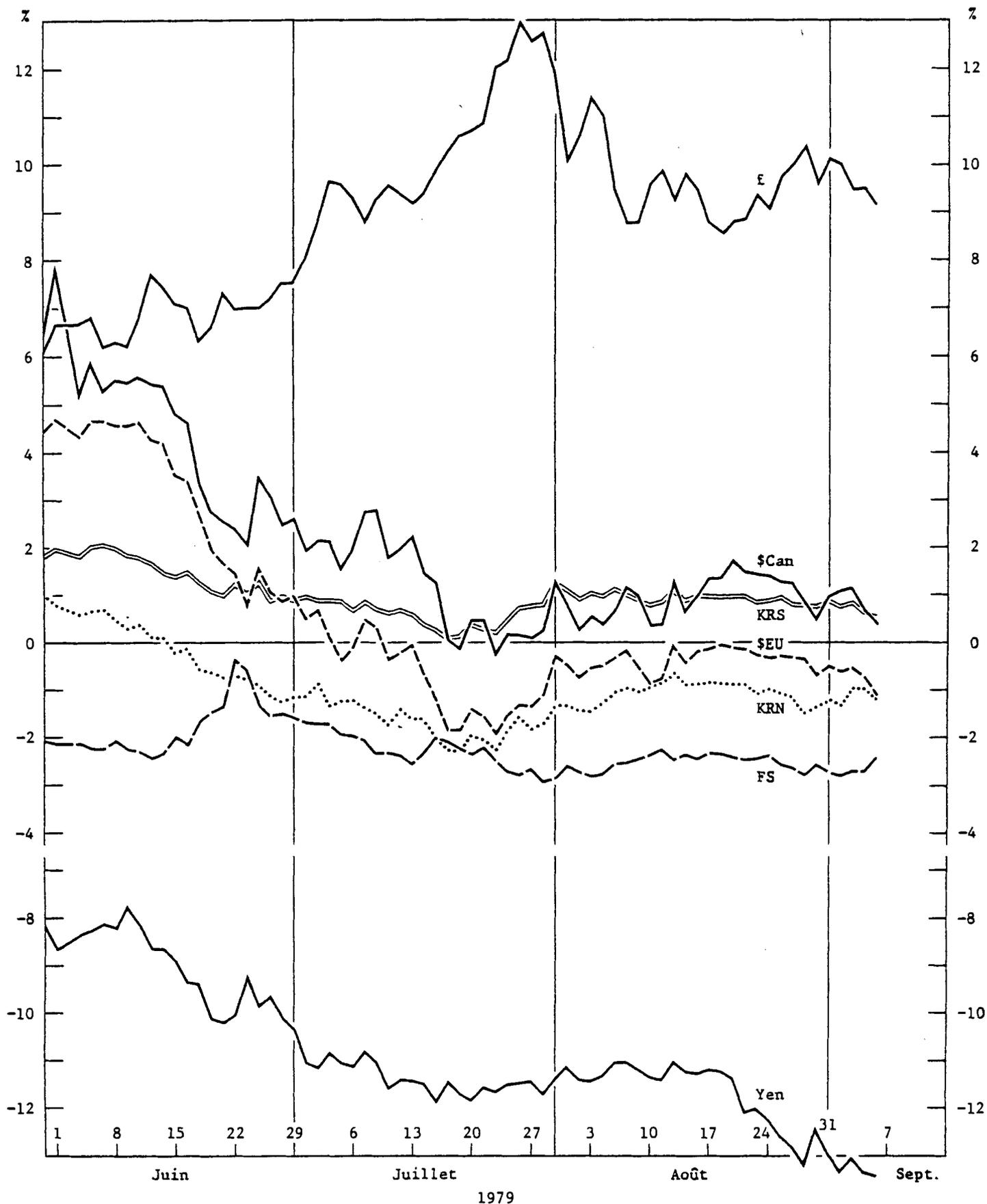
## EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE\*



\* L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot Ecu. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'Ecu dans chaque monnaie peut s'apprécier ou se déprécier par rapport à son cours-pivot Ecu; il est exprimé par  $\pm 100$ , le seuil de divergence étant  $\pm 75$ . Les données qui ont servi de base à l'établissement de ce graphique sont les cours de l'Ecu exprimés en termes de diverses monnaies, cours qui sont toutefois corrigés des effets des fluctuations de la lire italienne et de la livre sterling au-delà de la marge de 2,25% vis-à-vis des autres monnaies participant au SME.

6 septembre 1979/MED

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



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

6 septembre 1979/MED