

PROTOKOLL \*  
DER HUNDERTZEHNTE SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER PRAESIDENTEN  
DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN  
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT  
BASEL, DIENSTAG, 19. APRIL 1977, 10.00 UHR

---

Anwesend sind: der Gouverneur der Central Bank of Ireland und Ausschussvorsitzende, Herr Murray, begleitet von den Herren Breen und Reynolds; der Gouverneur der Banque Nationale de Belgique, Herr de Strycker, begleitet von Herrn Janson; der Gouverneur der Danmarks Nationalbank, Herr Hoffmeyer, begleitet von Herrn Mikkelsen; der Vizepräsident der Deutschen Bundesbank, Herr Emminger, begleitet von den Herren Gleske und Jennemann; der Gouverneur der Banque de France, Herr Clappier, begleitet von den Herren Théron und Lefort; der Gouverneur der Banca d'Italia, Herr Baffi, begleitet von den Herren Ercolani und Magnifico; der Präsident der Nederlandsche Bank, Herr Zijlstra, begleitet von den Herren Szász und Sillem; der Gouverneur der Bank of England, Herr Richardson, begleitet von den Herren McMahon und Balfour; zugegen sind ferner Herr Ortoli, Vizepräsident der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, begleitet von den Herren Mosca und Boyer de la Giroday; Herr Jaans, Kommissar für die Bankenaufsicht des Grossherzogtums Luxemburg; Herr Heyvaert, Vorsitzender der Expertengruppe; ebenfalls anwesend sind der Generalsekretär des Ausschusses, Herr d'Arma, sein Beigeordneter, Herr Bascoul, Herr Scheller und Herr Freeland sowie Herr Lamfalussy.

I. Billigung des Protokolls der 109. Sitzung

Der Ausschuss billigt einstimmig das Protokoll der 109. Sitzung in der Fassung des Entwurfs.

---

\* Endgültige, in der Sitzung vom 10. Mai 1977 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige Aenderungen redaktioneller Art aufweist.

II. Entwicklung auf den Devisenmärkten der Konzertationsteilnehmer im Monat März und in den ersten zwei Aprilwochen: Kurzbericht über die Konzertation; Verabschiedung des Ausschussberichts an die Finanzminister der EWG-Länder

A. Kurzbericht über die Konzertation

Herr Heyvaert fasst kurz die wesentlichen Punkte des als Anlage diesem Protokoll beigefügten Berichts zusammen und weist ferner darauf hin, dass es die Experten für nützlich gehalten haben, von nun an der üblichen Tabelle über die monatlichen Bewegungen der Bruttoreserven eine Tabelle beizufügen, welche die Monatszahlen für das laufende Jahr zusammenfasse und diesmal das erste Vierteljahr 1977 decke. Hinsichtlich der wichtigsten Entwicklungen im Monat März macht er die Zentralbankpräsidenten auf folgende Bewegungen aufmerksam:

- die bedeutenden Käufe der Bank von England in Höhe von nahezu \$ 2 Mrd. und die zweite Ziehung im Betrage von 750 Mio. auf den 1,5 Mrd. Kredit eines internationalen Bankenkonsortiums, von dem jetzt noch \$ 500 Mio. verfügbar bleiben,
- die Swapgeschäfte der Schweizerischen Nationalbank zur Steuerung des nationalen Geldmarktes,
- die Anleihen der öffentlichen Institutionen Frankreichs, die im März mit einem Erlös von \$ 170 Mio. stark gegenüber den zwei ersten Monaten des Jahres 1977 zurückgegangen sind.

Zum Schluss weist er darauf um, dass einerseits die Anpassung vom 1. April die Märkte vollkommen überrascht habe, sich andererseits die Kurse der schwedischen und der norwegischen Krone in den zwei Wochen nach der Anpassung wesentlich geringer abgeschwächt hätten als den Prozentsätzen der Anpassung entsprach.

B. Aussprache des Ausschusses

Herr Emminger weist zuerst darauf hin, dass die am 1. April beschlossene Anpassung der Leitkurse im Währungsverbund als Erfolg zu bezeichnen sei, selbst wenn die Märkte nicht in vollem Umfang den Änderungen gefolgt seien. Es sei gelungen, spekulativen Attacken zuvorzukommen und wie der Gouverneur der Schwedischen Reichsbank am Montag, den 18. April, bei der Sitzung der Zehnergruppe bestätigt habe, empfinde man jetzt selbst in Schweden den Umfang der Anpassung als angemessen, obwohl er geringer ausgefallen sei als von den schwedischen Behörden ursprünglich vorgesehen worden war.

Bezugnehmend auf den ersten Satz des letzten Absatzes auf Seite 5 des Berichtsentwurfs präzisiert Herr Emminger die Gründe, weswegen die Deutsche Bundesbank im Gegensatz zu den meisten anderen Konzertations-

mitgliedern keine Dollarkäufe in den ersten zwei Aprilwochen getätigt habe. Einerseits habe die Deutsche Mark die ganze Zeit im Bauch der "Schlange" gelegen, und die Deutsche Bundesbank habe europäische Devisen im Gegenwert von ungefähr DM 300 Mio. abgeben müssen. Dollarkäufe hätten daher die Spannungen im Währungsverbund noch verstärkt. Andererseits hätten sie den - zwar irrigen - Eindruck hervorrufen können, die Bundesrepublik Deutschland wersetze sich einer Aufwertung ihrer Währung gegenüber dem Dollar, um sich den Verpflichtungen zu entziehen, die sich aus ihrer Ueberschussposition gegenüber den Defizitländern ergebe und die sie stets anerkannt habe. Uebrigens habe sich der Ueberschuss der deutschen Zahlungsbilanz in laufender Rechnung stark vermindert, und in den ersten zwei Monaten des Jahres 1977 sei sogar ein leichtes Defizit verzeichnet worden. Zwar könne man nicht sagen, dass Deutschland in die Kategorie der Defizitländer eingetreten sei, doch sei es nicht ausgeschlossen, dass von Zeit zu Zeit ein Defizit auftrete. Diese Entwicklung werde von den deutschen Behörden als Beitrag Deutschlands zum internationalen Anpassungsprozess betrachtet.

Herr Clappier fragt Herrn Heyvaert, ob sich die von ihm präsierte Gruppe über die jüngsten Indiskretionen bezüglich des Volumens der Zentralbankinterventionen und über die Möglichkeiten, solche Vorkommnisse zu vermeiden, unterhalten habe.

Herr Heyvaert führt aus, dass dieser Zwischenfall, der jedoch nicht der erste seiner Art gewesen sei, die Devisenabteilungen der Zentralbanken sehr beschäftige. Abgesehen von einer telefonischen Konzertierung sei er nicht Gegenstand einer Aussprache in der gestrigen Sitzung seiner Gruppe gewesen. Wenn es auch ein schwacher Trost sei, so sei doch zu bedenken, dass die in den Zeitungen veröffentlichten Zahlen sehr ungenau gewesen seien. Andererseits scheine es schwierig zu sein, solche Veröffentlichungen zu verhindern, da die Indiskretionen nicht von den Zentralbanken sondern von den privaten Banken und den Maklern ausgingen, und die Informationsdienste verfügten über sehr effiziente Methoden zur raschen Sammlung mehr oder weniger genauer Informationen.

Herr Clappier erkennt an, dass es unmöglich sei, ein System totaler Diskretion zu bewerkstelligen. Nichtsdestoweniger erscheine es ihm nützlich, dass die Zentralbanken bei - selbst falschen - Presseindiskretionen über diese Vorkommnisse unterhalten würden, und sei es nur, um regelmässig jeden daran zu erinnern, dass zur Wahrung der Diskretion die grösste Vorsicht am Platze ist.

Herr Heyvaert führt aus, dass selbst wenn die Zentralbankoperationen vorzugsweise direkt mit den privaten Banken durchgeführt würden, ein manchmal bedeutender Teil der Interventionen an der Börse (beim "Fixing") erfolgen müsse und daher den Beobachtern leichter bekannt werde.

Der Vorsitzende stellt fest, die Zentralbankpräsidenten wünschten, dass die Konzertationsgruppe das von Herrn Clappier erwähnte Problem betrachte und dass Herr Heyvaert den Zentralbankpräsidenten in der Mairsitzung berichte.

Herr de Strycker möchte gerne etwas über die Wechselkurs- und interventionspolitischen Absichten der italienischen Behörden erfahren.

Herr Baffi erinnert die Zentralbankpräsidenten an die Ausführungen, die er bei der letzten Erneuerung des kurzfristigen Währungsbeistands an die Bank von Italien gemacht habe. Nach dem Auslaufen der Devisenkaufsteuer und der Verringerung des Bardepotkoeffizienten hätten die Zahlungen an das Ausland, die bis zu diesem Zeitpunkt aufgeschoben worden waren (der Zahlungsrückstand sei auf \$ 1 Mrd. geschätzt worden), schwer auf dem Devisenmarkt gelastet, und die Bank von Italien hätte zwischen Mitte Februar und Mitte März ungefähr \$ 800 Mio. abgeben müssen, von denen ein Teil nachher zurückgekauft werden konnte.

Die italienischen Behörden meinten, den jetzigen Wechselkurs der Lira verteidigen zu können; dieser erscheine ihnen geeignet, die Wettbewerbsfähigkeit der italienischen Wirtschaft zu sichern. Der Wechselkurs der italienischen Devisen sei nämlich im Jahre 1976 um 25% gefallen, während im gleichen Zeitraum die Stückkosten nur um 10-11% gestiegen seien. Ferner würden sich die scharfen Restriktionsmassnahmen, die der italienischen Wirtschaft auferlegt worden seien, in einer Verringerung der Wachstumsrate des realen Bruttosozialprodukts auf 2% (1977 im Vergleich mit 1976) und in einer Stagnation der Wirtschaft im Jahresverlauf niederschlagen. Aufgrund der festen Beziehung zwischen den Inlandsnachfragen und den Importen dürfte die Bilanz der laufenden Posten sogar beim jetzigen Wechselkurs für das Jahr 1977 ausgeglichen sein und für die Periode April 1977/März 1978 einen leichten Ueberschuss aufweisen.

Sofern jedoch die tatsächliche Entwicklung von den vorstehend dargelegten Perspektiven abweiche, würden die italienischen Behörden ihre Wechselkurspolitik neu überdenken; sie seien nämlich gegenüber dem IWF die

Verpflichtung eingegangen, sich nicht den fundamentalen Tendenzen auf den Devisenmärkten zu widersetzen und die Interventionen zu begrenzen.

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

Herr Breen führt aus, die Stellvertreter hätten im Berichtsentwurf nur einige Aenderungen vorgenommen, die bereits in dem den Zentralbankpräsidenten vorliegenden Text berücksichtigt seien; sie hätten keine weiteren Bemerkungen.

Der Ausschuss verabschiedet den Bericht in der vorliegenden Fassung, der anschliessend den Finanzministern zugehen wird.

III. Analyse der 98. Folge von Arbeitsdokumenten (statistische Angaben und Zusammenfassung der Ereignisse und Massnahmen in der Gemeinschaft)

A. Vortrag von Herrn Lamfalussy

Herr Lamfalussy führt zuerst aus: einerseits würden von nun an für die einzelnen Länder neue Graphiken an die Zentralbankpräsidenten verteilt; andererseits würden seine Ausführungen über die nationale und internationale Konjunkturlage bewusst nicht die monetären Aspekte erwähnen, da letztere auf der Tagesordnung der Maisitzung ständen.

Selbst wenn die Diagnose zu kontrastreichen und sich widersprechenden Auslegungen führen könne, sei es doch möglich zu sagen, dass die internationalen Begebenheiten eine positive Bewertung verdienen. Die Tendenz zu einem besseren aussenwirtschaftlichen Gleichgewicht, die sich bereits durch die seit einigen Monaten beobachtete relative Ruhe auf den Devisenmärkten und eine gewisse Konvergenz der Wechselkurse angekündigt habe, sei durch die neuesten Zahlen hinsichtlich der Handelsbilanz oder der Bilanz der laufenden Posten bestätigt worden. Sie sei nicht nur in der Gemeinschaft (insbesondere die fühlbare Abnahme des deutschen Ueberschusses und die Verringerung der englischen und französischen Defizite), sondern auch ausserhalb dieser anzutreffen: die Vereinigten Staaten seien jetzt nach einem bedeutenden Ueberschuss in laufender Rechnung bei einem nicht unbedeutlichen Defizit angelangt und trügen somit einen Teil des Erdöldefizits, während eine grosse Anzahl von Entwicklungsländern und die meisten Ostblockländer im allgemeinen ihre Auslandsposition verbessert hätten. Selbst wenn der Ueberschuss der OPEC-Länder keine Tendenz zur Abnahme zeige

und in den Mittelmeerländern die Defizite hartnäckig blieben, beobachte man allem Anschein nach den Anfang eines Anpassungsprozesses, mit dem man vor einem Jahr noch nicht gerechnet habe.

Die Finanzierung der aussenwirtschaftlichen Ungleichgewichte mache weniger Schwierigkeiten, als man noch vor einem Jahr geglaubt habe. Die dominierende Rolle der privaten Banken in diesen Finanzierungsoperationen werfe jedoch zwei Probleme auf: einerseits gebe die Uebernahme der Länderrisiken durch die Banken Anlass zur Unruhe; andererseits könne man sich fragen, ob dem Anpassungsprozess durch die Vergabe von Krediten ohne Auflagen gut gedient sei.

Insgesamt könne man sagen, dass es bei der Analyse der internationalen Probleme und deren Heilmittel eine Uebereinstimmung zu geben scheine: das grosse Erdöldefizit bestehe fort und müsse finanziert werden, und die Eliminierung der übrigen Defizite könne nur schrittweise erfolgen. Der internationale Finanzierungsbedarf bleibe daher sehr hoch, doch dürfte seine Deckung insgesamt keine Schwierigkeiten bereiten. Lokale Mangelercheinungen blieben jedoch möglich und zu ihrer Behebung sowie zur Einführung von mehr "Konditionalität" in der internationalen Finanzierung dürften offizielle Anstrengungen erforderlich sein (Plan eines Fonds beim IWF, Stützungsfonds der OECD).

Die schlechten Neuigkeiten beträfen mehr die Binnenwirtschaft der westlichen Länder. Zwar bestätige sich der Konjunkturaufschwung von neuem nicht nur in den Vereinigten Staaten, in Deutschland und in Japan, sondern auch in anderen europäischen Ländern, doch sei dieser Aufschwung allem Anschein nach zu langsam, um die Arbeitslosigkeit zu absorbieren und kapazitätserweiternde Investitionen auszulösen. Andererseits drohe der Aufschwung genügend schnell zu sein, um neue Preissenkungen zu verhindern. Für diese Resistenz der Inflation nach unten scheine es drei Faktoren zu geben: die Auswirkung der Preiserhöhungen für Rohstoffe auf die Importpreise, die Lohninflation, wenn auch vermerkt werden müsse, dass sich in fast allen Ländern mit Ausnahme von Frankreich und Italien der Rhythmus der Lohnerhöhungen, insbesondere real gesehen, verlangsamt habe, und schliesslich das Bestreben der Unternehmungen, die in der Vergangenheit stark verminderten Gewinnmargen wiederherzustellen. Eine solche Wiedererhöhung der Gewinnmargen sei übrigens eine unerlässliche Bedingung für den Wiederaufschwung der

Investitionen, und es sei wichtig, dass die Einkommenspolitik zur Stabilisierung der Reallöhne lang genug beibehalten würde, damit sie nach Wiederherstellung der Gewinnmargen eine Dämpfung des internen Preisauftriebs bewirken könne.

In dem Masse wie die Länder verschiedenartig auf die doppelte Herausforderung Arbeitslosigkeit/Inflation reagieren - was zu befürchten sei -, sei das bessere internationale Gleichgewicht bedroht. So sei es im Interesse eines jeden Landes und der weltweiten Stabilität wünschenswert, die Anti-Inflations- und Beschäftigungspolitik international zu koordinieren. Diese Koordination sollte jedoch mehr die Ziele als die spezifischen Mittel betreffen; letztere sollten nur in die internationale Konzertation einbezogen werden, um ihre Kohärenz und Vereinbarkeit sicherzustellen.

#### B. Aussprache des Ausschusses

Der Vorsitzende dankt Herrn Lamfalussy für seine Ausführungen, die den Zentralbankpräsidenten viele Denkanstösse gebracht hätten. Er meint, Herr Lamfalussy habe gut daran getan, sowohl die positiven als auch die negativen Aspekte der jetzigen Situation aufzuzeigen. Die andauernde Arbeitslosigkeit sei ein dorniges Problem, und die Sozialleistungen könnten es trotz ihres bedeutenden Umfangs nur sehr unvollkommen abschwächen. Die Herausforderung des letzten Viertels des 20. Jahrhunderts könnte darin bestehen, eine Situation zu vermeiden, wonach eines Tages die Arbeitslosenunterstützung genausoviel ausmachen würde wie die Lohnsumme.

Herr Clappier bekundet sein grosses Interesse für die Ausführungen von Herrn Lamfalussy. Er glaubt jedoch nicht, dass man in der jetzigen Sitzung gründlich debattieren und zu stichhaltigen Schlussfolgerungen gelangen könne. Er schlägt vor, anlässlich der für die nächste Sitzung vorgesehenen Prüfung der Konvergenz der Geldpolitik, den Meinungs austausch über die wirtschafts- und währungspolitische Entwicklung in jedem der EWG-Mitgliedsländer weiter voranzutreiben. Zu diesem Zweck sei es nützlich, im Mai nicht nur am Morgen, sondern auch während eines Teils des Nachmittags zusammenzukommen.

Der Vorsitzende verspricht, über den Vorschlag von Herrn Clappier nachzudenken.

Herr de Strycker beglückwünscht ebenfalls Herrn Lamfalussy zu seinem Vortrag und bittet ihn, mehr über die Gründe zu sagen, weswegen der Konjunkturaufschwung so schwach bleibe und bleiben werde, dass man nicht mit einer Verringerung der Arbeitslosigkeit in absehbarer Zeit rechnen könne.

Sofern sich diese Vorhersage bewahrheiten würde, bedeute dies finanziell gesehen eine sehr schwere Last für die öffentlichen Finanzen, hohe Budgetungleichgewichte und eine bedeutende Neuverschuldung des Staates auf den Kapitalmärkten oder sogar auf den Geldmärkten.

Herr Lamfalussy antwortet, zur Zeit habe die Industrieproduktion im allgemeinen wieder den Höchststand von vor drei oder vier Jahren erreicht; andererseits habe die Produktivität weitere Fortschritte gemacht. Die Verbindung dieser zwei Phänomene habe den Aufbau einer Reserve an Arbeitskräften nach sich gezogen, deren Wiedereingliederung einen Konjunkturaufschwung von langer Dauer erfordern würde. Nun sei aber zu befürchten, dass sich der Konjunkturaufschwung an Kapazitätsengpässen stossen würde, bevor die Arbeitslosigkeit vollständig abgebaut worden sei.

Die Investitionslücke, die in den letzten Jahren dieses grundlegende Ungleichgewicht zwischen den Produktionskapazitäten und dem Arbeitskraftangebot geschaffen habe, sei nicht leicht zu erklären. Die Veränderung in der Einkommensverteilung zulasten der Unternehmergewinne einerseits und die Unsicherheit der Unternehmer hinsichtlich der künftigen Entwicklung auf politischer und sozialer Ebene andererseits dürften jedoch die Hauptursachen dieses Phänomens sein.

Herr de Strycker fragt sich, ob Herrn Lamfalussys Antwort nicht zu sehr auf die Investitionen abstelle. Ein Wiederaufschwung der Investitionen könne nämlich nicht allein die Arbeitslosigkeit zurückführen, deren Ausmass von der ungenügenden Höhe der Nachfrage nach Konsumgütern herkomme.

Herr Lamfalussy erkennt an, dass die Konsumnachfrage ebenfalls eine gewisse Schwäche zeige, wie aus der anhaltend hohen Sparneigung ersichtlich sei. Das letztere Phänomen sei anfangs mit dem Wunsch der Wirtschaftssubjekte erklärt worden, den Realwert ihrer Kassenbestände wiederherzustellen, doch im Augenblick scheine es so, als ob die Arbeitslosigkeit die Haushalte zu einer grösseren Vorsicht in ihrem Konsumverhalten verleite. Hinzu kommen besondere Faktoren, wie in einigen Ländern demographische Veränderungen mit ihren Auswirkungen z.B. auf den Wohnungsbausektor.

Herr Ortoli unterstützt den Vorschlag von Herrn Clappier, einen gründlichen Meinungsaustausch über die augenblicklichen Probleme der Wirtschafts- und Geldpolitik durchzuführen. Es handele sich um sehr ernste und schwierig zu lösende Probleme. Es sei nicht zweifelhaft, dass man sich mehreren objektiven Erscheinungen gegenübersehe, wie z.B. die Erhöhung des Arbeitsangebots, die nur teilweise durch die Abwanderung der Gastarbeiter kompensiert werde. Diese Erscheinung habe sich im Laufe der letzten Jahre



erheblich verstärkt und werde in einigen Ländern bis 1985 anhalten.

Die Investitionen stellten einen Schlüssel, wenn auch nicht der alleinige, des Konjunkturaufschwungs dar, aber die Unsicherheit der Unternehmer bezüglich der Nachfrageentwicklung spiele eine wenigstens genauso wichtige Rolle wie die Höhe der Gewinne. Die relative Sättigung der Nachfrage im Wohnungsbau sei in den meisten Mitgliedsländern anzutreffen und sei sicherlich verstärkt worden durch die Unsicherheit der Haushalte bezüglich der Zukunft. Die Perspektive eines Anstiegs statt einer Verminderung der Arbeitslosigkeit sei besorgniserregend. Wenn es den öffentlichen Behörden nicht gelingen würde, eine Gesamtheit von Rezepten zu finden, die überzeugend genug seien, das Vertrauen wiederherzustellen, würden sie sich einer Reihe von starken Reaktionen gegenübersehen. Augenblicklich verlange man von ihnen, sich in den folgenden drei Richtungen zu engagieren:

- Schutz der Binnenwirtschaft gegen die internationale Konkurrenz,
- Arbeitsverteilung (in Form von z.B. Verkürzung der Arbeitszeit oder des Erwerbslebens), in der die Gewerkschaften eine erste Antwort auf die Arbeitslosigkeit sähen,
- massive Erhöhung der öffentlichen Investitionen; dies träte in Konflikt mit der augenblicklichen Politik zur Stabilisierung bzw. Verringerung der öffentlichen Haushalte.

Die Gefahren, welche diese drei Wege für die Fortsetzung der Stabilitätspolitik beinhalten würden, verdienten eine gründliche Ueberlegung, zu der der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten einen nützlichen Beitrag leisten könnte.

Herr Emminger führt bezüglich der Intervention von Herrn Ortoli aus, dass die Analyse des Problems der Arbeitslosigkeit auch das strukturelle Element in Betracht ziehen müsse. In Deutschland beobachte man z.B., dass trotz einer Million Arbeitsloser einige Unternehmungen ihre Produktion wegen Mangel an Arbeitskräften nicht erhöhen könnten. Dieses Paradox erkläre sich wahrscheinlich daraus, dass das Arbeitskräfteangebot regional immobil sei und der Nachfrage ungenügend entspreche. Es habe daher den Anschein, dass das Problem der Arbeitslosigkeit weder durch Arbeitsumverteilung noch durch eine globale Ankurbelungspolitik, sondern nur durch spezifische Massnahmen gelöst werden könne. In diesem Sinne weise das neue mittelfristige Programm, das die Bundesregierung kürzlich verabschiedet habe, bewusst in die Richtung einer Strukturmassnahme.

Herr Hoffmeyer erinnert daran, dass das Problem der Inflation und der Vollbeschäftigung seit vielen Jahren diskutiert werde, jedoch wahrscheinlich immer schwieriger zu lösen sein werde. Der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten sollte keine akademischen Debatten führen, sondern seine Diskussion nach Massgabe gewisser Prioritäten auf die Probleme konzentrieren, die im Zusammenhang mit der Koordinierung der Wirtschafts- und Geldpolitik ständen.

Herr Baffi erklärt, dass im italienischen Fall die Investitionslücke nicht auf die Zurückhaltung der Unternehmer, sondern auf Finanzierungsprobleme zurückgehe. Die Nachfrage nach Investitionsgütern existiere und die Ersparnisse der Haushalte seien hoch; letztere würden jedoch in weitem Masse durch das Defizit des öffentlichen Sektors absorbiert. Man müsse daher zuerst dieses Defizit reduzieren.

Herr Zijlstra teilt die Ansicht von Herrn Hoffmeyer. Man müsse zu allgemeine Betrachtungen vermeiden und sich auf die Probleme konzentrieren, für die die Zentralbankpräsidenten zuständig seien, nämlich die Geldpolitik.

Um zu produktiven Debatten zu gelangen, sei es wünschenswert, dass die vorbereitenden Arbeiten der Stellvertreter, der Experten und von Herrn Lamfalussy insbesondere dazu führen würden, dass für den Ausschuss ein Katalog von präzisen Fragen erstellt werde, wobei den monetären Aspekten Vorrang einzuräumen sei.

Der Vorsitzende erkennt an, dass der Ausschuss in erster Linie für die Geldpolitik verantwortlich sei; die Geldpolitik sei jedoch im weiteren Rahmen der allgemeinen Wirtschaftspolitik zu sehen, welche man nicht vernachlässigen dürfe. Die Aussprache von heute morgen habe diesen Rahmen geklärt und sei eine nützliche Vorbereitung auf die Diskussion gewesen, welche der Ausschuss anlässlich der Prüfung des Berichts der Experten-Gruppe Bastiaanse im Mai vorgesehen habe.

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

Der Vorsitzende erinnert den Ausschuss daran, dass sich dieser in seinem Bericht an den Rat vom 8. März über die Möglichkeiten zur Verwirklichung der Zielzonen verpflichtet habe, regelmässig die Kohärenz der Geldpolitik mit den Erfordernissen der inneren und äusseren Stabilität zu prüfen. Er schlägt vor, die Stellvertreter zu bitten, die verschiedenen methodischen und organisatorischen Aspekte dieser Prüfungen zu untersuchen und den Zentralbankpräsidenten bei ihrer nächsten Sitzung Bericht zu

erstatten. Es handele sich insbesondere um die Frage, inwieweit das Mandat der Expertengruppe Bastiaanse erweitert werden sollte und wie die Arbeiten mit denen des Währungsausschusses koordiniert werden könnten; letzterer Ausschuss sei ja ähnlich engagiert.

Der Ausschuss bekundet sein Einverständnis mit dem Vorschlag des Vorsitzenden.

V. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Die nächste Sitzung findet am Dienstag, den 10. Mai 1977 um 10.00 Uhr in Basel statt.

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

---

MAERZ 1977

Der vorliegende Bericht gibt einen Ueberblick über die Entwicklung auf den Devisenmärkten der Länder der an der Konzertation beteiligten Zentralbanken\* und über deren Interventionsgeschäfte im März 1977 und in den zwei ersten Aprilwochen.

I. Entwicklung der Wechselkurse

Die Wechselkurse wiesen insgesamt eine bemerkenswert stabile Haltung auf. Die Tagesschwankungen des Dollars an den verschiedenen Plätzen machten zumeist weniger als 1/4% aus und gingen selten über 1/2% hinaus.

In einigen Fällen allerdings, insbesondere bei den floatenden Währungen, beruhte diese Stabilität auf den zuweilen erheblichen Interventionen der Zentralbanken.

Innerhalb der "Schlange" hat sich die Position der Währungen kaum verändert. Der Gulden und die dänische Krone blieben an der Spitze, mit deutlichem Abstand zu den anderen vier Währungen. Der Gulden gab jedoch den ersten Platz an die dänische Krone ab, deren Verfassung durch hohe Kapitalimporte günstig beeinflusst wurde.

---

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

Die Deutsche Mark ihrerseits näherte sich schrittweise dem unteren Rand der Bandbreite und löste am Monatsende die schwedische Krone dort ab, die diesen Platz seit Ende Januar ständig eingenommen hatte. Die norwegische Krone hingegen hat sich ein wenig vom unteren Rand entfernt. Sie verzeichnete an allen Plätzen, mit Ausnahme Tokios, einen stetigen Anstieg.

Der belgische Franken notiert gegenüber den drei letztgenannten Währungen weiterhin leicht höher.

Am Ende der Periode wies die "Schlange" folgendes Bild auf: die dänische Krone, gefolgt vom Gulden im Abstand von  $1/4\%$ , notierte  $1,50\%$  über dem belgischen Franken,  $1,70\%$  über der norwegischen Krone,  $1,90\%$  über der schwedischen Krone und  $2,05\%$  über der Mark. Während des gesamten Monats März schwankte die Bandbreite der "Schlange" zwischen 2 und  $2,25\%$ . Es fanden jedoch keine Interventionen in europäischen Währungen statt, da die betroffenen Zentralbanken gegebenenfalls Interventionen in Dollar vornahmen, die im übrigen keine bedeutenden Beträge erreichten.

Der US-Dollar gab gegenüber der Gesamtheit der Verbundwährungen um  $0,50\%$  nach, so dass sich sein Anstieg seit Jahresanfang auf  $1,50\%$  verringert hat.

Gegenüber den übrigen Währungen hat sich sein Kurs ziemlich uneinheitlich entwickelt: Richtung und Stärke der Bewegung variieren ziemlich stark je nach dem Einzelfall.

Das Pfund Sterling seinerseits verzeichnete gegenüber dem Dollar unter dem günstigen Einfluss der Verbesserung der Leistungsbilanz Grossbritanniens einen Anstieg von  $5/8\%$ . In dieser Bewegung kommt jedoch die feste Haltung des Pfundes, die nur vorübergehend während der schrittweisen Senkung der "minimum lending rate" unterbrochen wurde, nur teilweise zum Ausdruck. Tatsächlich hat die Bank von England den Kurs ihrer Währung durch äusserst umfangreiche Dollarkäufe stabilisiert, insbesondere in der letzten Märzwoche nach Vorlage des Budgets durch Schatzkanzler Healey.

Gegenüber dem Tiefstkurs vom Oktober 1976 von \$ 1,5550 beträgt der Anstieg des Pfundes  $10\%$ .

Der Schweizer Franken verzeichnete wie das Pfund während des abgelaufenen Monats in New York einen Anstieg von über  $0,50\%$ . Die Schweizerische Nationalbank hat im eigentlichen Sinne nicht am Markt interveniert:

ihre Dollarkäufe am Markt wurden voll durch ihre Verkäufe von Schweizer Franken an ausländische Kreditnehmer kompensiert.

Der französische Franken zeigte sich in befriedigender Verfassung. Per saldo notierte er gegenüber dem Dollar um 3/3% höher und erreicht damit wieder den Kurs von Ende 1976. In der Tat hatte die Bank von Frankreich zunächst mit Verkäufen, dann jedoch zu deutlich höheren Beträgen mit Käufen interveniert.

Die italienische Lira hingegen gab, trotz der allerdings relativ bescheidenen Stützung mittels Nettoverkäufen von Dollar durch die Bank von Italien, um 3/8% gegenüber dem Dollar nach.

Gegenüber den Verbundwährungen beträgt der Rückgang der Lira 0,90%, womit der Anstieg vom Jahresanfang wieder verloren ging.

Hingegen hat sich die Position der beiden anderen floatenden Währungen der Europäischen Gemeinschaft im März kaum gegenüber der Gesamtheit der Verbundwährungen verändert. Für das erste Vierteljahr 1977 liegt der Anstieg des Pfund Sterlings bei nahe 2 3/4% und der des französischen Frankens bei 1,50%.

Einzig die Kursbewegung des Yen war im abgelaufenen Monat sehr ausgeprägt. Er hat sich erneut an allen Plätzen stark befestigt. In New York beträgt sein Anstieg etwas über 2%, womit sich sein Kursgewinn seit Ende November 1976 auf 7% beläuft. Die Bank von Japan hat nicht in nennenswertem Umfang am Devisenmarkt interveniert.

Sie hat ihren Diskontsatz von 6,5 auf 6% ermässigt.

Der kanadische Dollar schliesslich hat sich weiter abgeschwächt. Gegenüber dem US-Dollar beträgt der Kursrückgang 3/4%.

## II. Interventionen gegen Dollar

Die Interventionen gegen Dollar erreichten ein beträchtliches Gesamtvolumen: \$ 4,8 Mrd. bei den Käufen und \$ 2,8 Mrd. bei den Verkäufen. Sie erfolgten hauptsächlich zur Stabilisierung des effektiven Kurses der Lokalwährung oder zur Begrenzung der Schwankungsbreite des Dollars. Die der Verbundzentralbanken machen weniger als 4% der Gesamtsumme nach beiden Seiten aus.

Wie in den Vormonaten waren es wiederum die Zentralbanken mit floatender Währung, die die umfangreichsten Interventionen tätigten: die der EWG erreichten bei den Käufen 79% und bei den Verkäufen 56% des Gesamtvolumens.

Der gesamte Nettosaldo in Höhe von \$ 2 Mrd. setzt sich wie folgt zusammen:

- nur einige Millionen Dollar kauften die Verbundzentralbanken, von denen nur die Schwedische Reichsbank netto als Verkäufer auftrat;
- \$ 2,2 Mrd. kauften die EWG-Zentralbanken, die nicht dem Währungsverbund angehören, was im wesentlichen auf Käufe der Bank von England zurückzuführen ist;
- \$ 0,2 Mrd. verkauften die übrigen Zentralbanken, im wesentlichen das Ergebnis der Nettoabgaben der Bank von Kanada, zuzüglich des Gegenwerts einiger Käufe von europäischen Währungen durch die Federal Reserve Bank von New York.

Für das erste Quartal 1977 saldieren sich die Interventionen sämtlicher an der Konzertation beteiligter Zentralbanken zu einem Nettokauf von insgesamt \$ 4 Mrd.

### III. Interventionen in europäischen Währungen

Die Interventionen der Verbundzentralbanken in europäischen Währungen waren wie schon im Vormonat unbedeutend. Sie bestanden hauptsächlich aus einigen Käufen von Deutschen Mark, welche die Dänische Nationalbank zu intramarginalen Kursen in Höhe von umgerechnet RE 8 Mio. tätigte.

\* \* \*

Die beiden ersten Aprilwochen verliefen etwas belebter, zunächst nach der am 1. April überraschend beschlossenen Leitkursanpassung der drei skandinavischen Kronen, in der Folge wegen der Akzentuierung der Yen-Hausse und jüngst aufgrund der Baisse des US-Dollars.

Die effektiven Marktkurse für die schwedische und die norwegische Krone nach den am 1. April beschlossenen Anpassungen haben diese Währungen am oberen Teil der gemeinschaftlichen Bandbreite angesiedelt. Nachdem sie zu der dänischen Krone und zu dem Gulden gestossen waren, konsolidierten sie ihre neue Position.

Ininigem Abstand zu diesen vier zuletzt innerhalb einer Zone von 1/2% gruppierten Währungen befindet sich der belgische Franken, der 3/8% vor der Deutschen Mark liegt. Die Verbundwährungen haben keinen besseren Gesamtzusammenhalt gefunden: der maximale Abstand von 2,25% wurde erreicht und blieb zwischen der dänischen Krone und der Deutschen Mark bestehen. Es waren einige Interventionen in Höhe von insgesamt 86 Mio. EWRE notwendig,

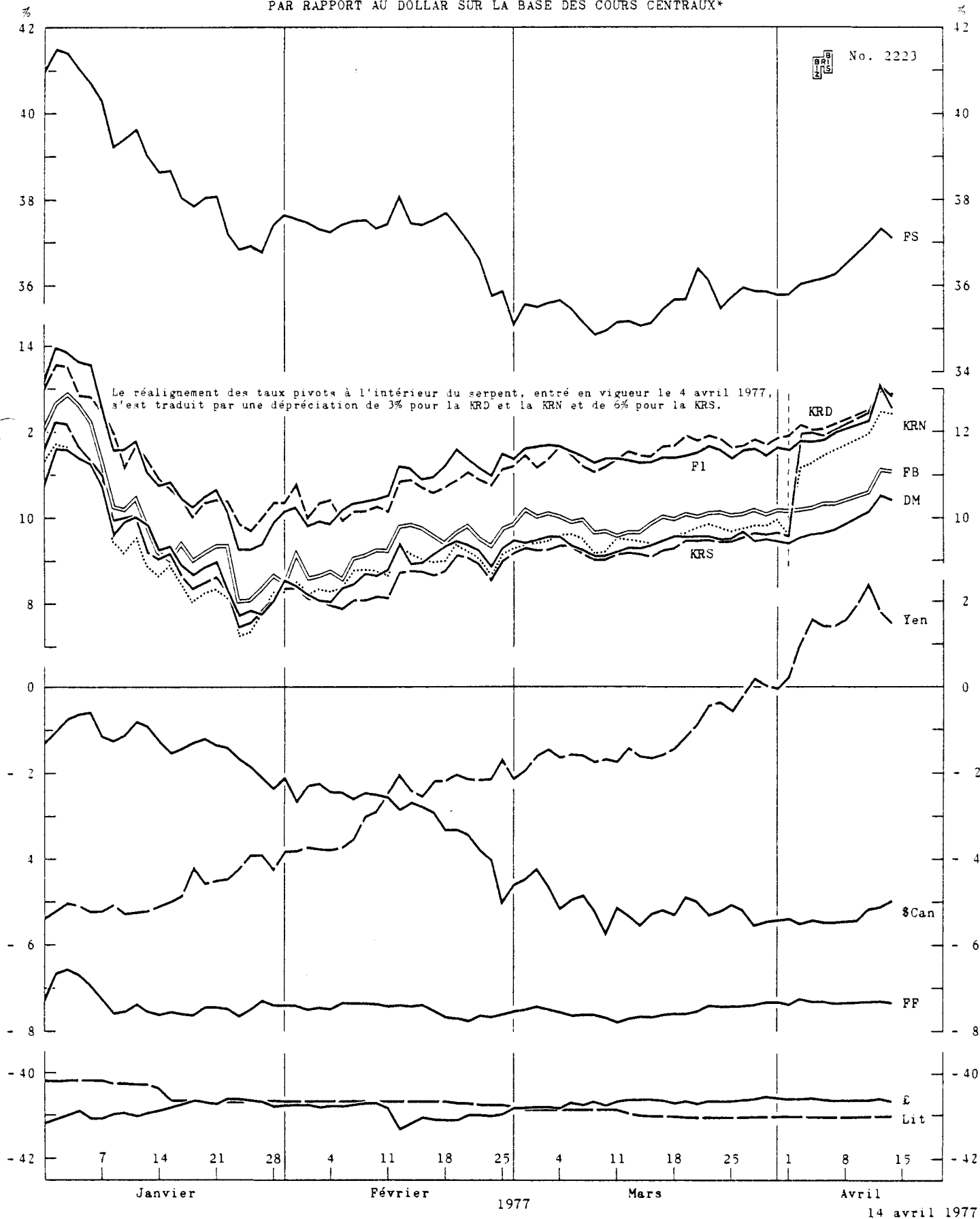
von denen der grösste Teil Gegenstand einer Finanzierung beim Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit war. Die Kurse der vier übrigen Gemeinschaftswährungen - Pfund Sterling, irländisches Pfund, französischer Franken und italienische Lira - haben sich insgesamt kaum gegen Dollar verändert. Ihr Kursverlauf entsprach demnach praktisch dem des Dollars gegenüber den übrigen Devisen.

Am Ende der ersten beiden Aprilwochen beträgt der Rückgang des Dollars im Durchschnitt  $3/4\%$  gegenüber dem Gulden, der Deutschen Mark und dem belgischen Franken. Gegenüber den drei skandinavischen Kronen verzeichnet der Dollarkurs einen Anstieg, der nur teilweise die Leitkursanpassung dieser Währungen wiedergibt. Besonders gering ist der Anstieg in Stockholm ( $3\ 1/4\%$ ) und in Oslo (0,60%). Einen ebenfalls klaren Rückgang verzeichnet der Dollar in Zürich, Tokio und Ottawa (von  $1/2$  bis  $1\%$ ).

Die meisten der an der Konzertation beteiligten Zentralbanken, mit der bemerkenswerten Ausnahme der Deutschen Bundesbank, haben in Dollar insbesondere auf der Käuferseite interveniert. Diese Interventionen saldieren sich insgesamt zu einem Nettoankauf von etwa \$ 1,7 Mrd. Die umfangreichsten Ankäufe wurden von der Bank von England, der Bank von Japan und der Schweizerischen Nationalbank getätigt; jene der Bank von Italien, der Schwedischen Reichsbank und der Dänischen Nationalbank erreichen relativ geringere, aber nicht unbedeutende Beträge.



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

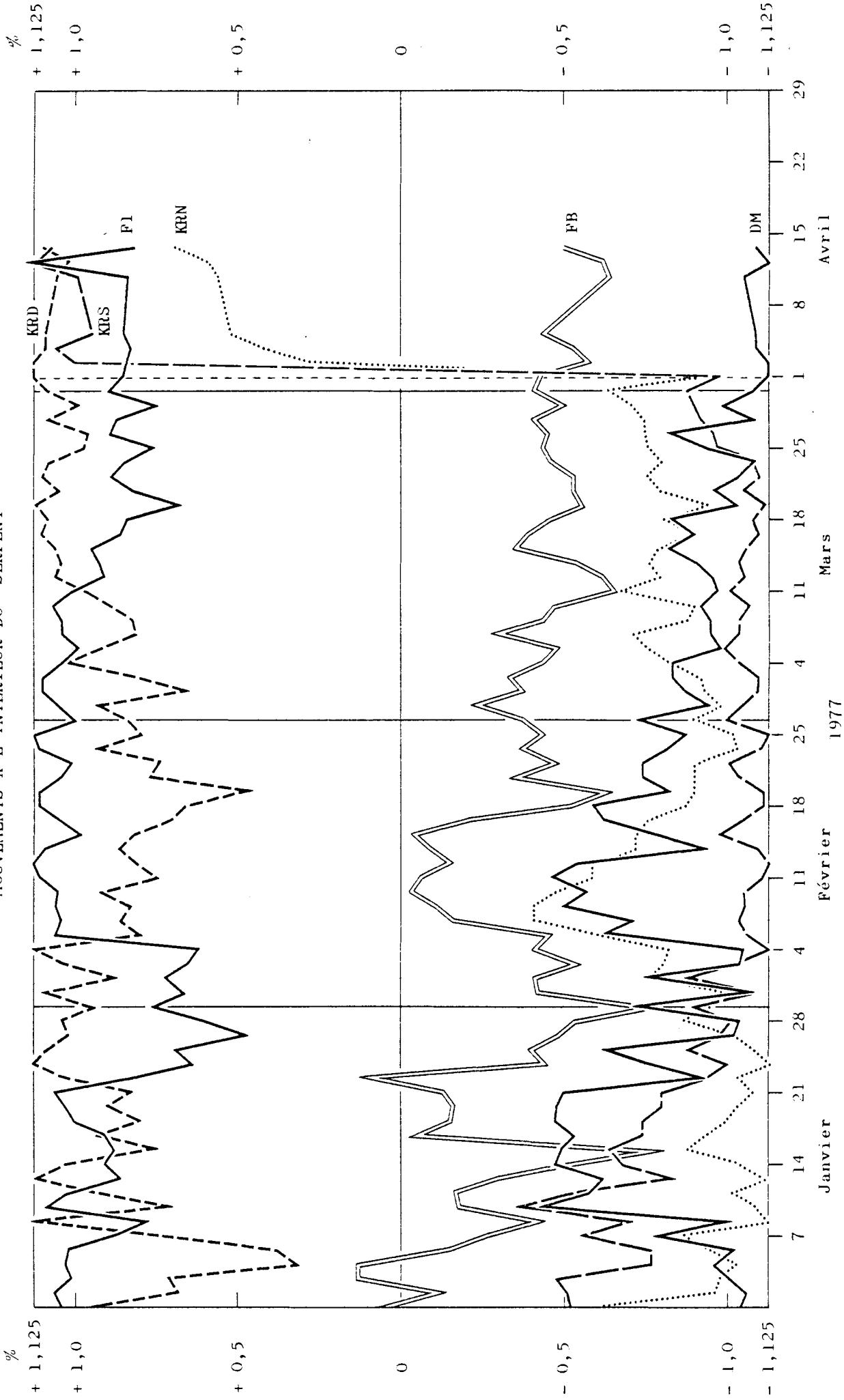


\*En vigueur jusqu'au 1.4.1977:  
Effectifs, 1 dollar EU =  
FB 40,3344; FF 4,60414; F1 2,78118.  
Théoriques, 1 dollar EU =  
KRD 6,5438; DM 2,6167; Lit 523,35;  
Yen 277,20; KRN 5,75359; KRS 4,606;  
FS 3,456. £1 = \$2,8952.

\*En vigueur à partir du 4.4.1977:  
Effectifs, 1 dollar EU =  
FB 40,3344; FF 4,60414; F1 2,78118.  
Théoriques, 1 dollar EU =  
KRD 6,74615; DM 2,6167; Lit 523,35;  
Yen 277,20; KRN 5,93154; KRS 4,90;  
FS 3,456. £1 = \$2,8952.

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

MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DU "SERPENT"



Le réaligement des taux pivots à l'intérieur du serpent, entré en vigueur le 4 avril 1977, s'est traduit par une dépréciation de 3% pour la KRD et la KRN et de 6% pour la KRS.

14 avril 1977