

PROTOKOLL \*

DER EINHUNDERTVIERUNDREISSIGSTEN SITZUNG DES AUSSCHUSSES  
DER PRAESIDENTEN DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN  
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT  
BASEL, DIENSTAG, 8. MAI 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 und Rieke; der Generaldirektor der Central Bank of Ireland, Herr Breen; 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 und de Boer; der Gouverneur der Bank of England, Herr Richardson, begleitet von den Herren McMahon und Balfour; zugegen sind ferner der Direktor für währungspolitische Angelegenheiten der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Herr Boyer de la Giroday, begleitet von Herrn 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 133. Sitzung

Der Vorsitzende teilt mit, dass das Sekretariat einen Abänderungsantrag von Herrn Heyvaert erhalten hat, der den Schluss seiner Ausführungen

---

\* Endgültige, in der Sitzung vom 10. Juni 1979 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige Aenderungen redaktioneller Art aufweist.

auf Seite 2 des Protokollentwurfs präzisieren möchte; er erklärt ferner, dass er, um Fehlinterpretationen zu vermeiden, vorschlägt, seine einführenden Bemerkungen folgendermassen zu ändern: auf Seite 2, erste Zeile, nach dem Komma, soll der Satz lauten: "... die unglückliche Angelegenheit möge rasch zu einem guten Ende geführt werden."

Der Vorsitzende stellt fest, dass, nachdem die Mitglieder keine weiteren Bemerkungen haben, das Protokoll der 133. Sitzung vom Ausschuss einstimmig angenommen wird, wobei die vorgeschlagenen Aenderungen im endgültigen Text aufgenommen werden.

Herr Baffi gibt die folgende Erklärung ab:

"Ich danke dem Vorsitzenden für seinen Vorschlag, eine Formulierung fallenzulassen, die dahingehend ausgelegt werden konnte, dass die Wertschätzung der Gouverneure für die Bank von Italien und deren leitende Persönlichkeiten möglicherweise von der raschen Beendigung dieser "unglücklichen Angelegenheit" abhängt, von einer Bedingung also, die schwer zu erfüllen sein könnte. Herr Sarcinelli und ich hatten vermutet, dass diese Interpretation nicht der Auffassung der Gouverneure entspricht, aber wir sind für diese eindeutige Klarstellung dankbar. Die weitreichenden Reaktionen, welche die "Angelegenheit" in Italien hervorgerufen hat, wurden verursacht durch die Tatsache, dass die Bank von Italien - wie sie das schon in der Vergangenheit jeweils tat - ein im Bankengesetz verankertes Vorrecht ausübte, nämlich nach seit langer Zeit bestehenden Verfahren darüber zu urteilen, ob aufgrund einer Inspektion gewisse Tatbestände dem Strafrichter zur Kenntnis gebracht werden müssen. Wenn die Bank von Italien dieser Prärogative beraubt wird - und die Zentralbank hat ihre geldpolitische Funktion bereits weitgehend verloren wegen der Rolle, welche das Schatzamt in der Schöpfung von interner Liquidität spielt -, so läuft sie Gefahr, in eine untergeordnete Funktion als Kontrollinstanz der Banken abgedrängt zu werden, in der sie auch ihre gesellschaftspolitisch bedeutsamen Aufgaben verlieren würde, die mit der Stabilität der Kreditmärkte verbunden sind. Eine solche Entwicklung käme einer weiteren Verarmung der institutionellen Landschaft der italienischen Gesellschaft gleich und würde es der Bank von Italien praktisch verunmöglichen, fähige Männer als Mitarbeiter zu gewinnen. Aus all diesen Gründen hat die Bank von Italien in der schwierigen Prüfung, die sie zu bestehen hat, an die Sympathie der Gouverneure appelliert."

Der Vorsitzende versichert Herrn Baffi im Namen aller Mitglieder des Ausschusses erneut der Sympathie der Gouverneure. Herr Baffi hat die Konsequenzen geschildert, welche die gegenwärtige Situation für die Funktionen der Bank von Italien haben könnte; diese Konsequenzen sind so schwerwiegend, dass die Zentralbank auf die Sympathie der Gouverneure zählen darf.

II. Entwicklung der Devisenmärkte der an der Konzertation beteiligten Länder im April und in den ersten Maitagen 1979: Verabschiedung des Ausschussberichts an die Finanzminister der EWG-Länder; Kurzbericht über den Verlauf der Konzertation

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

Herr Heyvaert fasst kurz die wesentlichen Punkte des dem Protokoll beigelegten Berichts zusammen und kommentiert sie; er verweist insbesondere darauf, dass der belgische Franken am 3. Mai seine Divergenzschwelle überschritt und dass die Belgische Nationalbank in der Folge ihre offiziellen Zinssätze an hob und ihre Devisenmarktinterventionen diversifizierte, indem sie französische Franken abstieß, deren Kurs sich dem oberen Limit näherte. Er fügt hinzu, dass die Konzertation ausgebaut wurde, so wie dies die Gouverneure im April gewünscht hatten. Bereits sind deutliche Fortschritte erzielt worden, die jedoch noch ungenügend sind.

Der Vorsitzende dankt Herrn Heyvaert für seine wie immer klaren und erschöpfenden Ausführungen und bittet Herrn Théron, die Ergebnisse der Diskussion der Stellvertreter über den Bericht mitzuteilen.

Herr Théron erklärt, dass die Stellvertreter den Bericht an die Minister geprüft und einige Änderungen vorgenommen haben, die in der Fassung vom 7. Mai 1979 berücksichtigt sind. Die vier Schaubilder im Anhang unterscheiden sich geringfügig von denjenigen des Vormonats; offenbar können sie noch leicht verbessert werden und sollen im Juni in ihrer endgültigen Form vorliegen.

Die Stellvertreter haben festgestellt, dass sich die Konzertation seit April verbessert hat, und sie sind der Meinung, dass die Bemühungen

in diesem Sinne fortgesetzt werden müssen; sie schlagen den Gouverneuren vor, über die folgenden zwei Themen zu diskutieren:

- Die Situation des belgischen Frankens, der seine Divergenzschwelle überschritten hat.
- Das Problem des irischen Pfundes, das zwar Mitglied des Europäischen Währungssystems ist, sich gleichzeitig aber bemüht, sich nicht zu sehr vom Pfund Sterling zu entfernen.

Der Vorsitzende dankt Herrn Théron für seine Ausführungen; er stellt fest, dass der Ausschuss den Wortlaut des Berichts und die vier Schaubilder für die Finanzminister der EWG-Länder gutheisst und schlägt dem Ausschuss vor, die zwei von den Stellvertretern vorgeschlagenen Probleme zu diskutieren.

## B. Entwicklung der innergemeinschaftlichen Konzertation

-----

### 1. Der belgische Franken und der Divergenzindikator

Herr de Strycker erklärt, dass die Erfahrungen mit der "Abweichung" des belgischen Franken noch zu neu sind, um Lehren daraus zu ziehen, dass er jedoch einige Erklärungen über die Entwicklung des belgischen Frankens abgeben kann, die in den graphischen Darstellungen sehr gut veranschaulicht ist. Der belgische Franken befindet sich in einer möglicherweise aussergewöhnlichen Situation, die bei der Ausgestaltung des Europäischen Währungssystems nicht in ihrer ganzen Tragweite vorgesehen wurde, insofern als er gleichzeitig an seine bilaterale Grenze gegenüber einer anderen Währung, der dänischen Krone, und an seine Divergenzschwelle stiess. Dies ist ein Zeichen für die Schwäche des belgischen Frankens gegenüber allen anderen Währungen des Systems, und diese Schwäche geht im wesentlichen auf das Defizit der Grundzahlungsbilanz zurück, das im Verlauf der letzten Monate entstanden ist: einerseits wird die Erhöhung des Defizits der Handelsbilanz nur zum Teil ausgeglichen durch den Ueberschuss in der Dienstleistungsbilanz, andererseits sind die langfristigen Kapitalbewegungen wiederum leicht negativ geworden. Obwohl es schwierig ist, die Ursachen eines Handelsbilanzdefizits zu analysieren, lässt sich doch sagen, dass es struktureller Art ist, denn Belgien und Luxemburg haben traditionelle Industrien (Stahl, Textilien etc.), die mit grossen Schwierigkeiten kämpfen und einem zunehmenden Wettbewerb aus dem Ausland ausgesetzt sind, und dass gleichzeitig

auch konjunkturelle Gründe mitspielen, die allerdings weniger beunruhigend sind, weil sie mit der Phase einer mässigen Wiederbelebung der Wirtschaftstätigkeit in Zusammenhang stehen. Da die belgisch-luxemburgischen Wirtschaftsunion die verarbeitende Industrie die Hauptrolle spielt, muss viel eingeführt werden, bevor man ausführen kann. Um zu vermeiden, dass, wegen des Zinsniveaus, zum Defizit der Grundzahlungsbilanz noch ein Defizit der kurzfristigen Kapitalbewegungen kommt, hat die Belgische Nationalbank ihren Basisdiskontsatz angehoben, um eine Erhöhung der Geldmarktsätze herbeizuführen und zu vermeiden, dass das Zinsgefälle gegenüber den Märkten der Nachbarländer, insbesondere der Niederlande, noch grösser wird. Damit musste die Belgische Nationalbank auf die schrittweise Senkung der Zinssätze verzichten, eine Politik, welche sie während mehrerer Monate verfolgt hatte, um die Wirtschaftstätigkeit zu unterstützen; sie musste als Antwort auf die Herausforderung, welche das Ueberschreiten der Divergenzschwelle darstellte, sogar eine Politik steigender Zinssätze anwenden.

Es muss betont werden, dass das zuletzt beschriebene Phänomen nicht ausschliesslich mit der Situation des belgischen Frankens zusammenhängt, denn in einem System, das mehrere Währungen umfasst, ist die Stärke oder die Schwäche jeder einzelnen dieser Währungen relativ, verglichen mit derjenigen der anderen. So kann man sich fragen, ob die relative Stärke der D-Mark, deren Gewicht in der Stellung der ECU gegenüber den Währungen gross ist, nicht weitgehend auf die umfangreichen Interventionen (\$ 3,6 Mrd. im April) der Deutschen Bundesbank und der Federal Reserve Bank von New York zurückzuführen ist.

Herr de Strycker unterstreicht abschliessend, dass die Stellung des belgischen Frankens im EWS also auf Faktoren zurückzuführen ist, die durch die belgisch-luxemburgische Wirtschaftsunion gegeben sind und deren ungünstige Auswirkungen die Behörden mit Hilfe der Geldpolitik beizukommen versuchen, sowie auf äussere Faktoren, insbesondere die Interventionen der Partner.

Herr Zijlstra weist darauf hin, dass die Erfahrung der Niederlande gezeigt hat, dass ein relativ enger Zusammenhang besteht zwischen dem Defizit oder dem Finanzierungsbedarf der öffentlichen Hand und dem Zahlungsbilanzdefizit, und zwar in dem Sinne, dass wenn der Finanzierungsbedarf aufgrund der in einem Land gegebenen Umstände und Bedingungen einen

gewissen Schwellenwert überschreitet, fast automatisch ein Defizit in der Grundbilanz entsteht. Er fragt sich, ob dieses Phänomen nicht auch in Belgien besteht, da das Defizit des öffentlichen Sektors sehr hoch ist und ständig wächst.

Herr de Strycker räumt ein, das Defizit der öffentlichen Hand in Belgien sei im Augenblick sehr hoch, sogar aussergewöhnlich, und man könne sich fragen, ob es 1979 nicht die Kapazität des Kapitalmarkts übersteigen und in beträchtlichem Umfang durch monetäre Ressourcen finanziert werden müsse. Eine monetäre Finanzierung habe es bereits 1978 gegeben; allerdings sei sie damals in begrenztem Umfang und teilweise in Form von Devisenanleihen erfolgt. Im Jahre 1979 werde sie in grösserem Umfang anfallen.

Ein hohes Defizit der öffentlichen Hand sei in Belgien nichts neues; seit mehreren Jahren seien hohe Defizite ohne grosse Schwierigkeiten über den Kapitalmarkt finanziert worden, da die Sparneigung in Belgien hoch und die Anleihen des privaten Sektors wenig umfangreich gewesen seien. In diesen Jahren habe man auch keine Korrelation zwischen dem Defizit der öffentlichen Hand und der Entwicklung der Zahlungsbilanz festgestellt, da letztere einen Ueberschuss aufwies oder ausgeglichen war. Das von Herrn Zijlstra erwähnte Phänomen habe es in der Vergangenheit nicht gegeben; es könnte sich aber in absehbarer Zukunft mit der zunehmenden monetären Finanzierung der öffentlichen Hand bemerkbar machen.

Der Vorsitzende stellt fest, dass die belgischen Behörden konstruktiv und diversifiziert auf das Ueberschreiten der Divergenzschwelle durch den belgischen Franken reagiert hätten; diese Reaktion sei konform mit dem Geist und den Bestimmungen der EWS-Abkommen. Die Belgische Nationalbank habe nämlich intramarginal und diversifiziert interveniert, auf die Zinssätze eingewirkt und überwache aufmerksam die Risiken einer monetären Finanzierung des Defizits der öffentlichen Hand für die kommenden Monate.

Herr Emminger ist mit der Art, wie der Vorsitzende die Aktionen der belgischen Behörden einschätzt, einverstanden; letztere hätten tatsächlich so reagiert, wie man es von ihnen erwarten konnte. Er hat jedoch eine Frage hinsichtlich der Verschlechterung der belgischen Handels- und Grundbilanz. In diesem Zusammenhang habe Herr de Strycker nicht nur von offensichtlich strukturellen, sondern auch von konjunkturellen Gründen gesprochen. Letztere müssten eigentlich einen günstigen Einfluss ausüben, da die belgische Wirtschaft im Augenblick vom Konjunkturaufschwung in Deutschland profitiere. Die belgische Handelsbilanz habe sich aber nicht verbessert, und dies scheine anzuzeigen, dass vielleicht tiefere Ursachen beständen.

Herr de Strycker versteht die Bemerkung von Herrn Emminger und stellt klar, dass man bei der Ueberprüfung der Situation eines Landes, dessen Währung schwach ist und die Divergenzschwelle überschritten hat, sorgfältig die verschiedenen Ursachen und insbesondere die strukturellen, konjunkturellen und zufälligen Faktoren zu unterscheiden habe. Die Geldpolitik könne auf die beiden letzteren Faktoren antworten, wogegen die ersteren in die Zuständigkeit der allgemeinen Wirtschaftspolitik fielen und bestimmte Anstrengungen und Zeit erforderten.

Der Vorsitzende bittet Herrn Breen die Situation des irischen Pfunds und die diesbezüglichen Probleme der irischen Zentralbank darzulegen.

## 2. Das irische Pfund und seine Beziehung zum Pfund Sterling

Herr Breen führt aus, er könne den Ausführungen im Bericht über die Konzentration wenig hinzufügen. Die Divergenz zwischen dem irischen Pfund und dem Pfund Sterling beherrsche weiterhin den Devisenmarkt in Dublin. Diese Divergenz habe sich Mitte April und Anfang Mai stabilisiert, es liege jedoch auf der Hand, dass das Fortbestehen einer bedeutenden Divergenz Probleme für die Wirtschaftspolitik der irischen Regierung darstelle. Innerhalb ihres beschränkten Spielraums sei es der Zentralbank gelungen, den Kurs des irischen Pfunds gegenüber dem belgischen Franken zu drücken; sie habe im April auch beträchtliche Reserveverluste erlitten und es für klug erachtet, eine Fazilität in Höhe von \$250 Mio. zu vereinbaren. Die Reserveposition dürfte jedoch demnächst von dem Erlös aus der Emission von Regierungsanleihen im Ausland profitieren. Die Zinssätze in Dublin seien stark gestiegen und während sie üblicherweise von den Londoner Sätzen wenig abwichen, seien sie nun 3 bis 4 Prozentpunkte höher.

Der Vorsitzende dankt Herrn Breen für seinen Bericht.

### III. Prüfung der Koordination der Geldpolitik in der Gemeinschaft auf der Grundlage des Berichts Nr. 14 der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Bastiaanse und des Vortrags von Herrn Lamfalussy

Der Vorsitzende bittet Herrn Bastiaanse, den Bericht Nr. 14 über die Geldpolitik in den EWG-Mitgliedsländern einzuführen.

Herr Bastiaanse erinnert daran, dass die Hauptschlussfolgerungen auf den Seiten 2 bis 4 dargelegt sind; wenn der Bericht der Experten im allgemeinen

auch einen düsteren Ton in dem Sinne anschlage, dass er die Gefahr einer Verschlechterung anstatt die Aussicht auf eine Verbesserung der Situation bezüglich der Konvergenz zwischen den Mitgliedstaaten erwähne, so sei dennoch die Hoffnung ausgesprochen, dass die Mitgliedsländer in koordinierter Weise auf den Konflikt zwischen Wachstums- und Preiszielen antworteten. Der Zusammenhalt, der bis jetzt im EWS zu beobachten sei, gehe auf besondere Faktoren zurück, z.B. die gute Verfassung des Dollars und die Ueberschlüsse in laufender Rechnung einiger Teilnehmerländer, die nur vorübergehender Natur sein können. Der Bericht Nr. 13 vom September 1978 war bereits sehr vorsichtig zum Thema EWS: die Stabilität der Wechselkursrelationen könne helfen, einige nationale Wirtschaftsprobleme zu lösen, aber das Streben nach einer solchen Stabilität könnte einige Länder dazu führen, ihre wirtschaftspolitischen Prioritäten zu ändern.

Das hohe Niveau der Zinssätze in einer Reihe von Ländern sei nur zum Teil auf das Niveau der amerikanischen Sätze zurückzuführen; es gehe vielmehr auf Kapitalabflüsse, auf eine ungenügende nationale Sparneigung oder auf die erhöhte Inflationsrate zurück und stelle eine Botschaft dar, welche die Politiker und die Gewerkschaften beherzigen sollten. In mehreren EWG-Ländern stelle man auch einen Mangel an budgetärer Disziplin und einen raschen Anstieg der Löhne fest; beides beinhalte die Gefahr, die Geldpolitik zu überlasten.

Die Anlage 2 zum Bericht sei der monetären Basis als Indikator und Kontrollvariable der Geldpolitik gewidmet; sie stelle das Resultat der Diskussion dar, welche die Experten auf der Basis eines Vermerks der Bank von Italien geführt hätten. Wie auf Seite 2 des Berichts gesagt sei, sei die Gruppe zu der Schlussfolgerung gekommen, dass sie nur in beschränktem Masse das Konzept der monetären Basis verwenden könne.

Der Vorsitzende dankt Herrn Bastiaanse und der Expertengruppe für den erstellten Bericht und bittet Herrn Lamfalussy, einige Ausführungen insbesondere hinsichtlich der weltweiten Zinssituation zu machen.

Herr Lamfalussy macht die nachstehend zusammengefassten Ausführungen.

Der Bericht Nr. 14 der Experten stellt zwei völlig zutreffende Erklärungen für den Anfangserfolg des EWS heraus, nämlich den Ueberschuss in laufender Rechnung einer Reihe von wichtigen Mitgliedsländern wie Italien, Frankreich und Grossbritannien, und der spektakuläre Rückfluss von Mitteln in den Dollar, der seit Januar eingesetzt und zur Abschwächung der DM, des Schweizer Frankens und des Yens geführt hat. Kann diese günstige Situation andauern und welche Gefahren können sie bedrohen? Die Antwort auf diese Frage hängt zuerst von den Reaktionen



in Europa und den Vereinigten Staaten auf die überall wieder etwas zunehmende Inflation ab. Das Wiederaufleben der Inflation lässt sich in mehreren Ländern, insbesondere aber seit ungefähr zwei Jahren in den Vereinigten Staaten, bei den Einzelhandelspreisen feststellen. Die Inflationsbeschleunigung ist jedoch noch genereller auf der Stufe der Grosshandelspreise, wobei die Niederlande die einzige grössere Ausnahme bilden. Sie geht auf die Erhöhung der industriellen Rohstoffpreise (+35 bis 40% in Dollarpreisen innerhalb eines Jahres) zurück, wozu noch die beträchtliche Preissteigerung bei den Oelprodukten kommt. Die Abschwächung einiger Währungen gegenüber dem Dollar verstärkt die Erhöhung der Importpreise, die den bedeutendsten Faktor darstellen. Dieser Anstieg der Rohstoffpreise ist beunruhigend, wenn man bedenkt, dass er bei lebhafter Konjunktur in den USA, aber bei leichtem oder sehr leichtem Konjunkturaufschwung in Europa entstanden ist.

Die Währungsbehörden haben auf eine solche Entwicklung reagiert: der Bericht Nr. 14 legt die Reaktionen der EWG-Länder dar. In Japan z.B. war die Reaktion ähnlich und vielleicht sogar noch energischer als in Deutschland, da die Abschwächung des effektiven Yen-Wechselkurses sehr stark war. Im allgemeinen kann man sich auf eine restriktivere Geldpolitik und höhere Zinsen gefasst machen, während die zukünftige Politik der Vereinigten Staaten ungewiss ist. Die amerikanischen Behörden scheinen bei ihrer augenblicklichen Politik von der Annahme auszugehen, dass sich die Konjunktur Ende des Jahres abschwächen wird; sie halten es daher nicht für angebracht, ihre Geldpolitik etwas restriktiver zu gestalten. Letztere ist bereits seit Herbst 1978 restriktiv und die amerikanischen Behörden fürchten, zu heftig zu reagieren, wie man es ihnen in der Vergangenheit vorgeworfen hat. Wenn sich diese Hypothese bewahrheiten würde, gäbe es für die EWG-Länder wenig zu fürchten, da sich die von der Konjunkturabschwächung in den Vereinigten Staaten ausgehenden Einflüsse auf die Welthandelspreise und die amerikanische Leistungsbilanz günstig für die Gemeinschaft auswirken und den grossen Ländern ausserhalb der Vereinigten Staaten erlauben würden, keine zu restriktive Geldpolitik zu führen.

Ein zweites Szenario könne nicht ausgeschlossen werden. In diesem Szenario würde die amerikanische Konjunktur in einen inflationären Boom umschlagen, worauf bereits einige Zeichen im Bausektor und im Verhalten der Konsumenten hindeuteten. In dieser Hypothese dürfte die Geldpolitik überall restriktiver ausfallen und die Verschlechterung der US-Leistungs- und Grundbilanz würde das Risiko neuer Devisenmarktkrisen beinhalten.

Der Vorsitzende dankt Herrn Lamfalussy für seinen Vortrag und bittet die Präsidenten um Wortmeldungen.

Herr Emminger führt aus, der Bericht Nr. 14 und der Vortrag von Herrn Lamfalussy böten einen breiten Diskussionsstoff. Die aufmerksame Lektüre des Berichts führe tatsächlich zu wenig optimistischen Schlussfolgerungen, da die Experten klar sagten, dass die augenblickliche Richtung der Geldpolitiken keinen Fortschritt auf dem Wege zu einer grösseren Konvergenz der Wirtschaftspolitiken darstelle und sogar die Gefahr bestehe, dass sich die Divergenzen verstärken würden. Man könne sich daher fragen, ob nicht entweder die Geldpolitiken zwecks grösserer Konvergenz geändert werden müssten oder ob man sich nicht darauf vorbereiten sollte, die Wechselkurse anzupassen, ohne aber damit grosse Devisenmarktkrisen auszulösen. Die Herren Bastiaanse und Lamfalussy hätten klar gezeigt, dass das bisher zufriedenstellende Funktionieren des EWS weitgehend Sonderfaktoren zu verdanken sei. Herr Lamfalussy habe eine sehr interessante Analyse über das eventuelle Fortbestehen dieser Faktoren vorgetragen. Hinsichtlich der zwei von Herrn Lamfalussy skizzierten Szenarien der amerikanischen Konjunkturentwicklung könne man auf der Grundlage der regelmässigen Kontakte zwischen der Bundesbank und dem Federal Reserve System sagen, dass letztere Anfang April ihre Politik auf das erste Szenario gegründet hätten, aber Anfang Mai sei es weniger sicher, dass dieses Szenario eintrete, so dass das zweite Szenario eines inflationären Booms nicht ausgeschlossen werden dürfe.

Herr Zijlstra macht die folgenden drei Bemerkungen:

- Von den geldpolitischen Risiken und Inkompatibilitäten müsse man diejenigen hervorheben, die durch die Verschiedenartigkeit des Instrumentariums entstehen können. Die Unterschiede auf diesem Gebiet erzeugten Schwierigkeiten und Reibungen, wie dies bei den Arbeiten der Arbeitsgruppe "Harmonisierung des geldpolitischen Instrumentariums" erwähnt worden sei, und es sei notwendig diese im Rahmen der Koordinierung der Geldpolitiken in Betracht zu ziehen. Wenn sich zum Beispiel in einigen Mitgliedsländern die Geldpolitik direkter Lenkungsinstrumente wie der Kreditplafondierung bediene, während man in anderen Ländern auf die Zinssätze einwirke, um über den Preismechanismus die Mengen zu steuern, könnte dieser Unterschied Spannungen im EWS und auf den Devisenmärkten erzeugen. Man müsse daher diesen Problemen viel Aufmerksamkeit schenken und unter Beachtung von strukturellen Unterschieden die Instrumente schrittweise harmonisieren - was für ein gangbares und dauerhaftes EWS unabdingbar sei - sowie den Gebrauch und die Vereinbarkeit der den Ländern zur Verfügung stehenden verschiedenen Instrumente prüfen.

- Zu Herrn Lamfalussy's Ausführungen über die amerikanische Geldpolitik macht Herr Zijlstra die Anmerkung, er zweifle, ob diese Geldpolitik restriktiv sei; das Leistungs- und Kapitalbilanzdefizit und kaum positive Realzinssätze (diese letztere Tatsache könne schon allein ein Kriterium für die restriktive Ausrichtung sein) bewiesen, dass die Geldpolitik der Vereinigten Staaten nicht restriktiv sei. Eine solche Einschätzung sollte den amerikanischen Behörden zur Kenntnis gebracht werden und könnte von den Präsidenten und Herrn Lamfalussy diskutiert werden.

- Herr Zijlstra meint ferner, es sei angebracht, das Konzept der monetären Basis (Anlage 2 zum Bericht Nr. 14), seine Implikationen und seine Vorzüge und Nachteile zu diskutieren.

Herr Lamfalussy antwortet Herrn Zijlstra, er gebe zu, dass der Realzinssatz insbesondere langfristig ein guter Indikator für die Ausrichtung der Geldpolitik sei. Die von Herrn Zijlstra angeführten anderen Indikatoren seien weniger verlässlich und offensichtlich. Im November 1978 sei die amerikanische Geldpolitik nämlich etwas restriktiver geworden; gleichzeitig hätten die amerikanischen Banken im Zeitraum November/Dezember für ungefähr 12 Mrd. Dollar Kapital exportiert, während andererseits seit Januar beträchtliche Rückflüsse zu verzeichnen seien, ohne dass sich die Geldpolitik nennenswert geändert habe. Wenn auch eine Beziehung zwischen der Zahlungsbilanz und der Ausrichtung der Geldpolitik bestehe, so sei diese nicht immer klar und eindeutig und mache sich nicht ausschliesslich in den Auslandstransaktionen der Banken bemerkbar.

Herr de Strycker hält den Bericht Nr. 14 für sehr interessant und dankt Herrn Bastiaanse und seiner Gruppe für die getane Arbeit. Er sei jedoch von dem ein wenig pessimistischen Ton überrascht, den der Bericht hinsichtlich der Konvergenz der Geldpolitiken in der EWG anschlage, sowie von der mehrmals vorgebrachten Behauptung, dass diese Politiken nicht zur Stabilität der Wechselkurse beitragen dürften. Die Lektüre des Berichts erlaube aber nicht, einen solchen Konvergenzmangel festzustellen, und der einzige flagrante Fall, derjenige Dänemarks, erkläre sich dadurch, dass dieses Land aus zwingenden Gründen hohe Zinssätze beibehalten müsse. Insgesamt gesehen lägen vielmehr die Auffassungen über die kurz- und mittelfristen wirtschaftspolitischen Ziele und über die Rolle der Geldpolitik als Instrument zu ihrer Verwirklichung nahe beieinander. Sie könnten natürlich nicht identisch sein, da zeitliche Verschiebungen in der konjunkturellen Situation und Unterschiede in der Zahlungsbilanzentwicklung zwischen den Mitgliedstaaten beständen. Wenn aber die Gefahr eines Konvergenzmangels so real sei, wie es der Bericht auszusagen scheine, müssten die Präsidenten reagieren, da es sich um eine wesentliche Aufgabe des Ausschusses handle.

Der Vorsitzende fasst die Bemerkungen zum Bericht Nr. 14, zu dessen Einführung durch Herrn Bastiaanse und zum Vortrag von Herrn Lamfalussy zusammen. Hinsichtlich dieses letzteren Vortrags sei gesagt, dass die Gouverneure tatsächlich aufmerksam und besorgt hinsichtlich der amerikanischen Konjunkturentwicklung sein sollten und es angebracht sei, dass dieser Punkt auf die Tagesordnung der Sitzung der Gouverneure der Zehnergruppe in zwei Monaten gesetzt und mit den amerikanischen Kollegen diskutiert werde.

Hinsichtlich des Berichts Nr. 14 führt der Vorsitzende aus, er sei wie Herr de Strycker von dem pessimistischen Ton überrascht, den der Bericht bezüglich der sehr relativen Konvergenz bzw. des Mangels an Konvergenz, wenn nicht sogar der Vertiefung der Divergenzen zwischen den Geldpolitiken der EWG-Länder anschlage. Er regt an, dass die Präsidenten mit mehr Zeit zur aufmerksamen Lektüre des Berichts Nr. 14 und einer Vorbereitung durch die Stellvertreter dieses wichtige Problem noch einmal diskutieren, um möglicherweise Massnahmen zur Abhilfe zu finden.

Zum Mangel an Konvergenz der Geldpolitiken kommt noch das Problem der Kohärenz und Vereinbarkeit der geldpolitischen Instrumente. Dieses von Herrn Zijlstra erwähnte Problem müsse von den Präsidenten auch behandelt werden, wobei die Experten und Stellvertreter die Diskussion der Präsidenten vorzubereiten hätten.

Die monetäre Basis, die bereits auf dem Niveau der Experten und der Stellvertreter behandelt worden sei, könnte ebenfalls Gegenstand einer vertieften Diskussion der Präsidenten sein.

Der Vorsitzende stellt klar, dass es sich dabei um den Diskussionsrahmen und das Arbeitsprogramm für die Juni- und Juli-Sitzungen des Ausschusses handle. Falls keine aussergewöhnlichen Ereignisse eintreten würden, sollte die Juni-Sitzung am Sonntag, den 10. Juni 1979 um 15 Uhr stattfinden (wobei man von dem Umstand profitiere, dass keine Sitzung der Gouverneure der Zehnergruppe stattfinde); sie sollte neben der Diskussion über die Devisenmarktentwicklung und die Interventionspolitik der Zentralbanken im wesentlichen dem Problem der Konvergenz der Geldpolitiken in der EWG und der Frage der dabei verwandten Instrumente gewidmet sein.

Der Ausschuss bekundet sein Einverständnis mit den Vorschlägen des Vorsitzenden.

IV. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

- Steuerliche Behandlung der in den USA befindlichen und dem EFWZ übertragenen US-Dollar-Aktiva

Nachdem die Herren Larre und Klein als Vertreter des Agenten auf Einladung des Vorsitzenden im Sitzungssaal erschienen sind, bittet der Vorsitzende Herrn Klein, den Zusatzbericht, den der Agent an die Präsidenten und deren Stellvertreter vor der Sitzung verteilt hat, einzuführen sowie den augenblicklichen Stand dieser steuerlichen Frage zu erläutern.

Herr Klein führt aus, die BIZ habe während des Wochenendes einen Vorwurf des Antrags an den Internal Revenue Service erhalten, der von der Federal Reserve Bank von New York vorbereitet worden sei. Dieses lange Dokument, das vom Agent sehr sorgfältig überprüft werde, gründe sich im wesentlichen auf zwei Artikel der amerikanischen Gesetzgebung, die ausländischen Regierungen und Zentralbanken Steuerbefreiungen gewähre. Die drei nachstehenden Vorgehen seien daher möglich:

1) Der EFWZ würde einer ausländischen Regierung gleichgestellt, da er Teil der EWG sei; letztere sei 1968 einer ausländischen Regierung gleichgestellt worden. In diesem Fall brauche man eine Bescheinigung eines dazu autorisierten Funktionärs der EWG.

2) Der EFWZ könnte einer ausländischen Zentralbank gleichgestellt werden, da er ECU, also Reservegeld, ausgabe.

3) Die Swapoperationen zwischen dem EFWZ und den Zentralbanken beinhalten keinen fiskalischen Eigentumsübergang der Reserveaktiva, da die Zentralbanken weiterhin das Risiko und die Erträge aus diesen Aktiva behalten.

Der Vorsitzende meint, die dritte Lösung sei korrekt, während er Zweifel an der ersten und zweiten Lösung hat; letztere sei im augenblicklichen Stadium nur eine Vorwegnahme der Zukunft. Der Europäische Währungsfonds werde erst so etwas wie eine europäische Zentralbank sein, wenn er volles Eigentum an den von den Zentralbanken abgetretenen Reservenerhalten und diese auch verwalte.

Herr Pöhl teilt die Ansicht des Vorsitzenden. Ein Antrag, in welchem der Fonds einer Zentralbank gleichgestellt werde, nehme über Gebühr die Zukunft vorweg, und man lege sich schon fest, ohne die zukünftige Rolle des Fonds zu kennen. Er scheidet die erste Lösung aus und bekundet seine deutliche

Präferenz für die dritte, die nicht eine Fiktion zuhulfe nimmt und insbesondere in den Augen der amerikanischen Steuerbehörden keine Neuerung darstellt. Er erinnert daran, dass für die beim EFWZ hinterlegten Aktiva bereits Steuerbefreiung erreicht ist.

Herr Klein bestätigt, dass die Zwischenoperationen hinsichtlich der steuerlichen Behandlung unbestreitbar sind und keine Grundsatzentscheidung oder "ruling" des IRS erfordern.

Herr de Strycker meint, da ja die BIZ damals einer Zentralbank gleichgestellt worden sei, sollte dies auch mit dem EFWZ geschehen können.

Herr Richardson erinnert daran, dass die Steuerbefreiung, die die BIZ genieße, ihr ausdrücklich nach Artikel 895 des Internal Revenue Code erteilt worden sei. Er meint dagegen, dass der EFWZ unter die Definition der internationalen Organisation gemäss Artikel 892 dieses Gesetzes fallen sollte.

Herr Klein stellt klar, die verschiedenen diesbezüglichen "rulings" des IRS zeigten, dass als internationale Organisationen solche Organisationen anerkannt worden seien, in denen die USA Mitglied sind.

Herr Boyer de la Giroday teilt die Auffassung des Vorsitzenden und derjenigen Präsidenten, die einige Argumente als Spekulation auf eine noch ungewisse Zukunft erachten; die dritte Lösung sei wahrscheinlich im Augenblick die vernünftigste und schliesse andere Wege in der Zukunft nicht aus.

Der Vorsitzende schliesst die Diskussion mit der Bitte an den Agenten, sich mit der Federal Reserve Bank von New York über die dritte Lösung abzustimmen, da die zwei anderen Argumentationen im Augenblick kühne Spekulationen seien.

Herr Larre antwortet, dass demgemäss die zwei ersten Lösungen vorerst ausgeschieden werden müssten.

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

Wie bereits unter Ziffer III der Tagesordnung vereinbart worden ist, findet die nächste Sitzung am Sonntag, den 10. Juni 1979 um 15 Uhr in Basel statt.

---

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

---

APRIL 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 April sowie in den ersten Maitagen 1979.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Wie im März war der Devisenmarkt im April ruhig; der US-Dollar wies eine feste Tendenz auf und im Europäischen Währungssystem kam es zu keinen ernsthaften Spannungen.

Im Europäischen Wechselkurssystem befand sich der belgische Franken weiterhin an unterster, die dänische Krone an oberster Stelle (abgesehen von der italienischen Lira, für die weitere Bandbreiten angewendet werden). Der Abstand zwischen diesen beiden Währungen erhöhte sich in den ersten Apriltagen auf 2,25%, was im Laufe des Monats den Verkauf von dänischen Kronen gegen belgischen Franken erforderlich machte. Zusätzlich kaufte die dänische Zentralbank begrenzte Mengen Dollar.

---

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

Nachdem die Parität mit dem Pfund Sterling Ende März aufgegeben worden war, setzte die Irische Zentralbank ihre Politik fort, im Rahmen einer Uebergangsvereinbarung bis zur Entwicklung eines irischen Devisenmarktes den Kurs des irischen Pfunds innerhalb der EWS-Bandbreite zu administrieren. Der Kurs wurde nahe am oberen Ende der Bandbreite unterhalb der Dänischen Krone gehalten, um die Auswirkungen der raschen Kursbefestigung des Pfund Sterling im Anschluss an die Aufhebung der Sterling-Parität zu mildern. Die dritte Position hatte der französische Franken inne, der im April eine feste Tendenz aufwies und in die obere Hälfte des Gemeinschaftsbandes hinaufglitt.

Ende April lagen der Gulden und die D-Mark etwa in der Mitte der EWS-Bandbreite. Im April vermochte die D-Mark ihre Position deutlich zu verbessern; dies war zum Teil das Ergebnis umfangreicher Dollarverkäufe gegen D-Mark seitens der Deutschen Bundesbank und der Federal Reserve Bank von New York. Am 20. April wurde die beachtliche, 2,1%ige Erhöhung der deutschen Grosshandelspreise bekanntgegeben, was zu einer kurzen Reaktion des Wechselkurses führte.

Die italienische Lira schliesslich blieb fest, was es der Bank von Italien ermöglichte, mit ihren Dollarkäufen fortzufahren. Die Spanne zwischen der Lira und dem belgischen Franken erweiterte sich Ende April auf 3,8%, verglichen mit 2,4% Ende März.

Die obenerwähnten Wechselkursbewegungen beeinflussten die ECU-Werte in den verschiedenen Währungen. Im April verminderte sich der Wert der ECU gegenüber der Lira und erhöhte sich gegenüber den anderen Währungen. Ende April hatte der belgische Franken seine Divergenzschwelle praktisch erreicht, während andererseits die Divergenz der dänischen Krone ungefähr auf die Hälfte der zulässigen Abweichung zurückgegangen war. Diese Entwicklung war auf die Tatsache zurückzuführen, dass der belgische Franken zu jenem Zeitpunkt die einzige Währung im unteren Teil der Bandbreite war, während alle anderen Währungen sich in der oberen Hälfte befanden, wobei insbesondere der französische Franken und die D-Mark ihren Abstand zum belgischen Franken vergrösserten.



Im April stieg der Kurs des US-Dollar, gesamthaft gesehen, gegenüber allen anderen Währungen, mit Ausnahme des kanadischen Dollar. Am stärksten war die Erhöhung gegenüber dem japanischen Yen (4,7%), während sie gegenüber dem Schweizer Franken und der D-Mark etwa 1,8% betrug. Relativ bescheiden war der Kursanstieg gegenüber dem Pfund Sterling (0,5%) sowie gegenüber der italienischen Lira (0,9%). Der ECU gegenüber betrug die Wertsteigerung 1,6%.

Der Kursanstieg des US-Dollar geschah trotz umfangreicher Dollarverkäufe seitens der Zentralbanken von Japan, der Schweiz und der Bundesrepublik Deutschland und obwohl die Federal Reserve Bank von New York andere Währungen, insbesondere D-Mark, kaufte.

Die positive Einstellung des Marktes dem Dollar gegenüber führte zu einer Liquidation von spekulativen Positionen und zu einer Umkehr in den "leads and lag" zugunsten der amerikanischen Währung. Einer der Faktoren, die entscheidend zu dieser Entwicklung beitrugen, war ein positives Zinsgefälle gegenüber anderen wichtigen Ländern.

Das Fortbestehen einer hohen Inflationsrate in den USA hatte weniger starke Auswirkungen auf den Dollarkurs zu einem Zeitpunkt, wo die Wechselkurserwartungen in Bezug auf die starken Währungen dadurch ungünstig beeinflusst wurden, dass sich die Inflation in den betroffenen Ländern in jüngster Zeit beschleunigte und sich Unruhe über steigende Ölpreise ausbreitete. Ende April wurde der Dollarkurs positiv beeinflusst durch eine Erhöhung der Zinssätze für "federal funds" in New York und die Bekanntgabe von Zahlen, die eine starke Verringerung des US-Handelsdefizits im März anzeigten.

Der Kursanstieg des kanadischen Dollar, der im März eingesetzt hatte, dauerte an, was es der Bank von Kanada ermöglichte, grosse Dollarbeträge zu kaufen. Gesamthaft stieg der kanadische Dollar um 1,6% gegenüber dem US-Dollar. Wichtige Faktoren, die zu dieser Stärkung beitrugen, waren die Umkehr in den terms of payments und die beträchtlichen Käufe von kanadischen festverzinslichen Wertpapieren durch Gebietsfremde.

Der Kursanstieg des Pfund Sterling bewog die britischen Behörden, am 5. April den Mindestausleihesatz von 13 auf 12% zu senken. Gleichzeitig wurde beschlossen, die Währungsinterventionen auf Operationen zur Kursglättung zu

beschränken, da die internen geldpolitischen Ziele durch fortgesetzte umfangreiche Dollarkäufe in Gefahr geraten wären. Seit jenem Zeitpunkt intervenierte die Bank von England nur in beschränktem Umfang. Ende des Monats wurden jedoch Dollar abgestossen, nachdem der Sterlingkurs als Reaktion auf neue Meinungsumfragen, welche vorübergehend Zweifel über den erwarteten Ausgang der bevorstehenden Wahlen aufkommen liessen, fiel. Der effektive Wechselkurs des Pfund Sterling stieg von 66,2 Ende März auf 68 am 9. April und lag Ende April bei 67,1. Zu diesem Datum betrug der Wechselkursabstand zwischen dem englischen und dem irischen Pfund etwa 2% zugunsten des Pfund Sterling.

Wegen der Abhängigkeit Japans von den Energieeinfuhren wirkten sich die Erdölpreiserhöhungen sehr negativ auf den Wert des Yen aus. Wie im März verkaufte die Bank von Japan hohe Dollarbeträge. Ausserdem wurde der offizielle Diskontsatz am 17. April von 3,5 auf 4,25% erhöht; es war dies die erste Diskontsaterhöhung seit 1973. Dennoch setzte sich der Kursverfall des Yen in der zweiten Aprilhälfte fort.

Die Wechselkursbewegungen des Schweizer Franken liessen weitere umfangreiche Dollarverkäufe zu, welche zu einem weiteren Abbau der internen Liquidität beitrugen. Der Kurs gegenüber der D-Mark blieb mit sfr 90,60 für DM 100 praktisch unverändert.

Der Kurs der norwegischen und der schwedischen Krone ging gegenüber dem Dollar um 1,2 resp. 0,7% zurück. Die Bank von Norwegen kaufte kleine Dollarbeträge, während die Bank von Schweden Dollar abstiess. Der effektive Wechselkurs der nowegischen Krone blieb praktisch konstant, derjenige der schwedischen Krone stieg um ein wenig.

## II. DIE INTERVENTIONEN IN US-DOLLAR

Während des zweiten aufeinander folgenden Monats verkauften die an der Konzentration beteiligten Zentralbanken gesamthaft gesehen hohe Dollarbeträge. Die Nettoverkäufe, einschliesslich der Gegenposten von Fremdwährungskäufen seitens der Federal Reserve Bank von New York, beliefen sich im April insgesamt auf \$8 Mrd. gegenüber \$5,5 Mrd. im März.

Der grösste Teil der Bruttoverkäufe, die insgesamt \$11,9 Mrd. betragen, wurden gegen D-Mark, Yen und Schweizer Franken getätigt. Der grössere Teil der Transaktionen gegen D-Mark fand in New York statt. Die Transaktionen in Frankfurt waren zwar ein wenig kleiner, aber ebenfalls umfangreich. In bedeutend bescheidenerem Umfang wurden Dollarverkäufe auch von der Bank von Schweden und der Irischen Zentralbank vorgenommen.

Die Dollarkäufe beliefen sich auf insgesamt \$3,9 Mrd. Der weitaus grösste Teil dieser Käufe entfiel auf die Bank von Kanada und, in geringerem Umfang, die Bank von Italien. Ausserdem kauften die Dänische Nationalbank und die Bank von Norwegen Dollar. Die Bank von England intervenierte auf beiden Seiten des Marktes; gesamthaft gesehen kaufte sie netto Dollar.

Die Bundesbank und die Schweizerische Nationalbank begrenzten die restriktiven Wirkung der Interventionen auf ihren internen Geldmärkten, indem sie mit ihren Geschäftsbanken Dollar-Swaptransaktionen abwickelten. Beide Zentralbanken verkauften auch begrenzte Dollarbeträge im Rahmen von festem Termingeschäften, um direkte Auswirkungen auf ihre Geldmärkte zu vermeiden.

### III. DIE INTERVENTIONEN IN EUROPÄISCHEN WÄHRUNGEN

Die Interventionen im Europäischen Währungssystem wurden in erster Linie dadurch verursacht, dass die dänische Krone ihr oberes Limit gegenüber dem belgischen Franken erreichte. Diese Interventionen, die sich auf etwa 160 Mio. ECU beliefen, wurden unverzüglich durch Transfer von ECU ausgeglichen. In der ersten Monatshälfte kauften die Bank von Frankreich und die Dänische Nationalbank überdies begrenzte D-Mark-Beträge. Im Laufe des Monats verkaufte die Zentralbank von Irland Pfund Sterling im Betrage von \$34 Mio.

Die DM-Käufe, welche die Federal Reserve Bank auf dem Markt von New York tätigte, sowie zusätzliche Käufe bei einem ausländischen Korrespondenten ermöglichten es den amerikanischen Behörden, die ausstehenden Ziehungen im Rahmen der seit Oktober 1977 ununterbrochen beanspruchten Swapvereinbarungen mit der Bundesbank vollständig zurückzuzahlen.

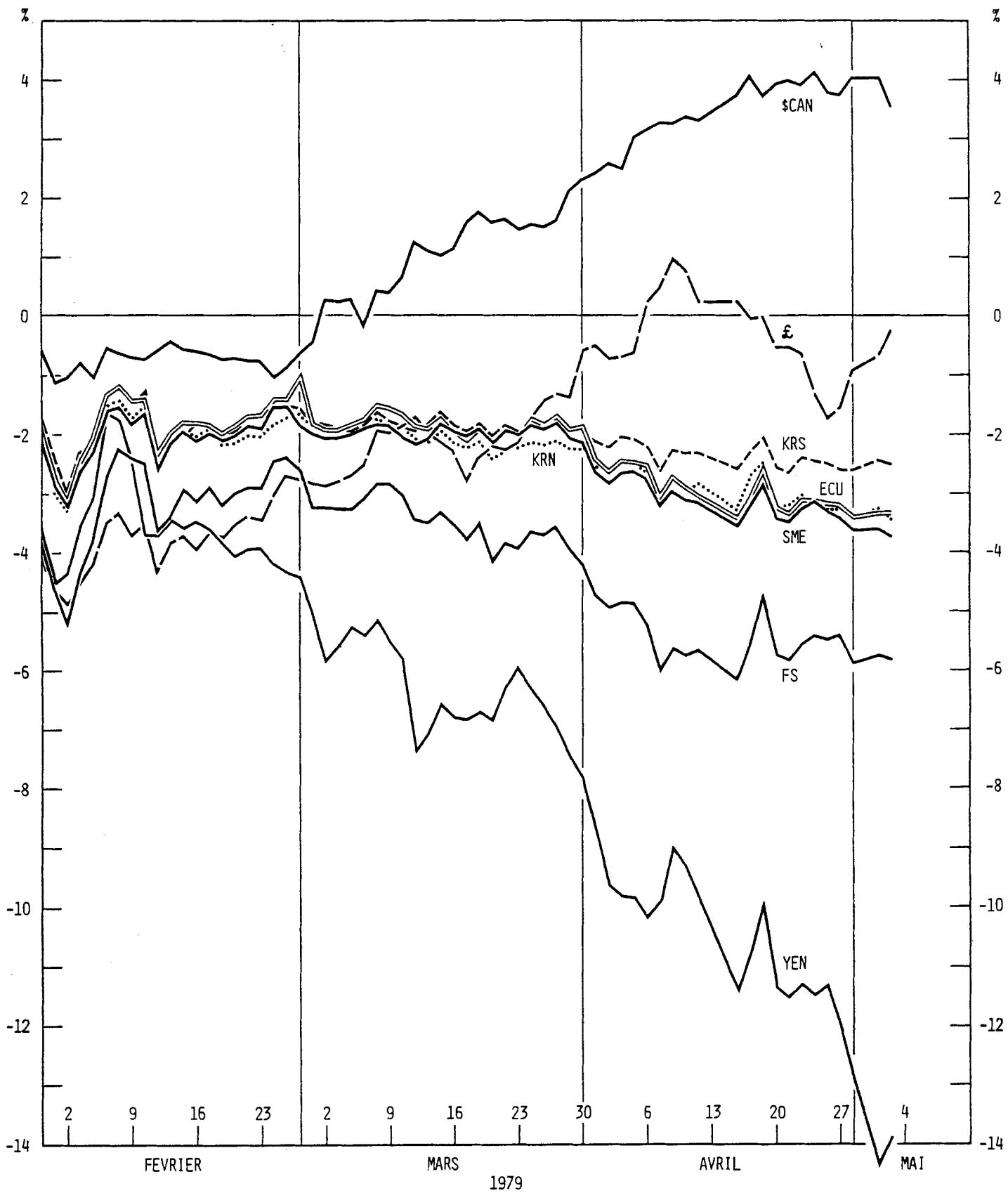
Abgesehen davon, dass sie umfassende Interventionen in D-Mark tätigte, kaufte die Federal Reserve Bank auch kleine Schweizerfrankenbeträge auf dem Markt.

Während der ersten Maitage zeigte der Dollar ein gemischtes Bild, gesamthaft gesehen waren die Schwankungen jedoch nicht gross. Er setzte seinen deutlichen Kursanstieg gegenüber dem Yen jedoch fort. Anfänglich betrug dieser etwa 2,5% in Tokyo (Yen 224,55 pro US-dollar am 2. Mai), später in der Woche gab der Dollar-kurs jedoch nach, und zwar in Folge von Ministerpräsident Ohira's Bemerkung, dass die japanische Regierung eine Stabilisierung des Yen bei etwa 200 pro Dollar als wünschenswert erachte. Insgesamt stieg der Dollar um 1,7% gegenüber dem Yen. Die Bank von Japan verkaufte weiterhin hohe Dollarbeträge.

Die Schweizerische Nationalbank gab ebenfalls hohe Dollarbeträge ab. Die Bank von Kanada tätigte Dollarverkäufe, nachdem sich der US-Dollar gegenüber der kanadischen Währung befestigt hatte. Die Bank von Italien und die Bank von Norwegen erwarben begrenzte Dollarbeträge.

Innerhalb des EWS verblieb der belgische Franken im unteren Bereich der Bandbreite, auch nachdem der offizielle Diskontsatz am 3. Mai von 6% auf 7% erhöht worden war. Weitere begrenzte Verkäufe von dänischen Kronen gegen belgische Franken erwiesen sich als erforderlich, während die Dänische Nationalbank einen kleinen Dollarbetrag erwarb. Der belgische Franken überschritt seine Divergenzschwelle gegenüber der ECU, da die D-Mark, der französische Franken und der niederländische Gulden ihren Abstand zum belgischen Franken erhöhten. Am 4. Mai begann die belgische Nationalbank ihre Interventionen zu diversifizieren, indem sie französische Franken auf dem Markt verkaufte, da diese Währung sich der oberen Grenze der Bandbreite genähert hatte.

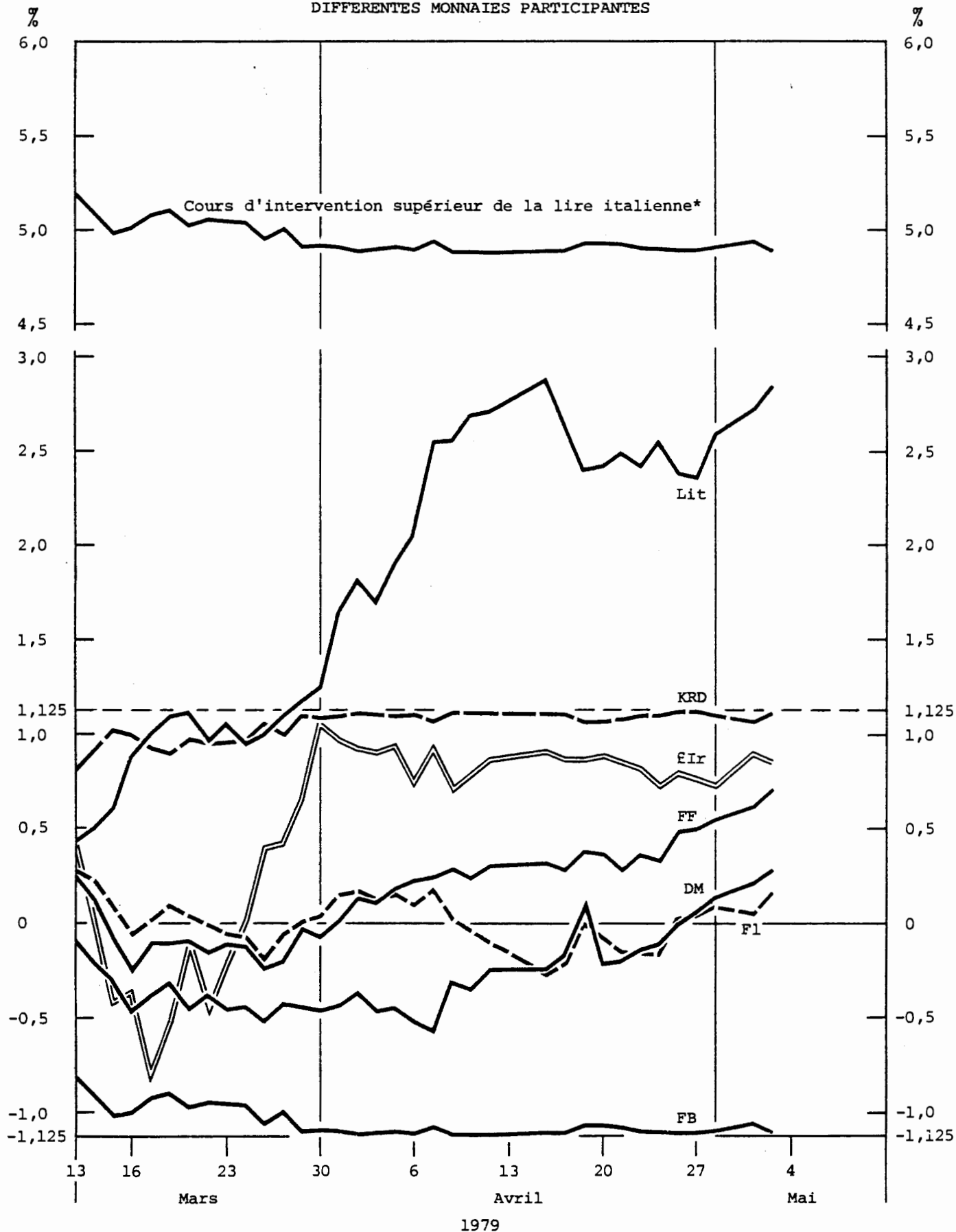
EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU SME  
 ET DES MONNAIES DES AUTRES BANQUES CENTRALES PARTICIPANT A LA  
 CONCERTATION SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE 28 DECEMBRE 1978  
 VIS-A-VIS DU \$EU\*



\*ECU 1,37773; COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU SME 1,3806;  
 £ 0,48040; \$CAN 1,18652; FS 1,6215; KRS 4,2850; KRN 4,9910; YEN 193,30.

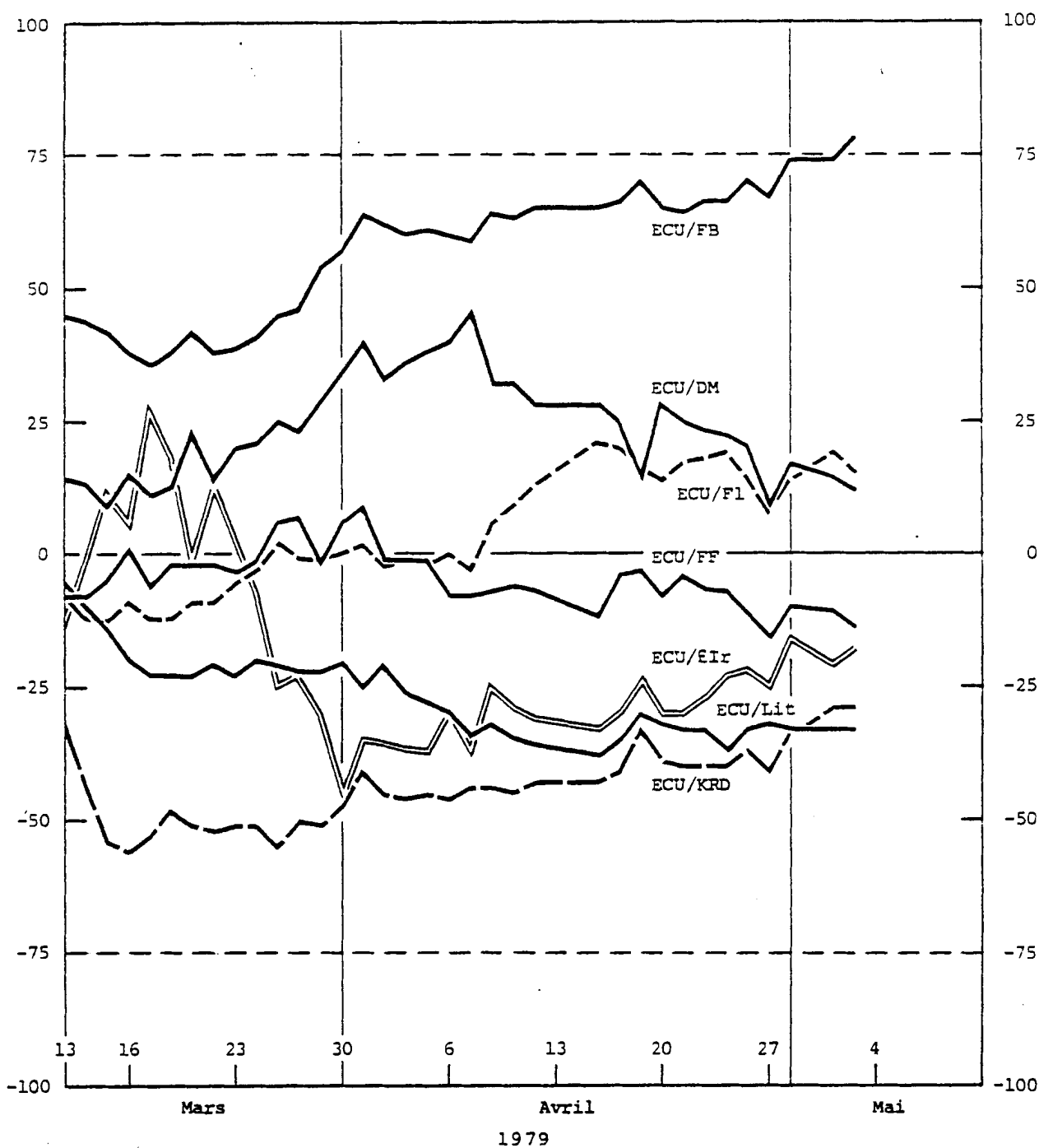
3 MAI 1979/MED

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



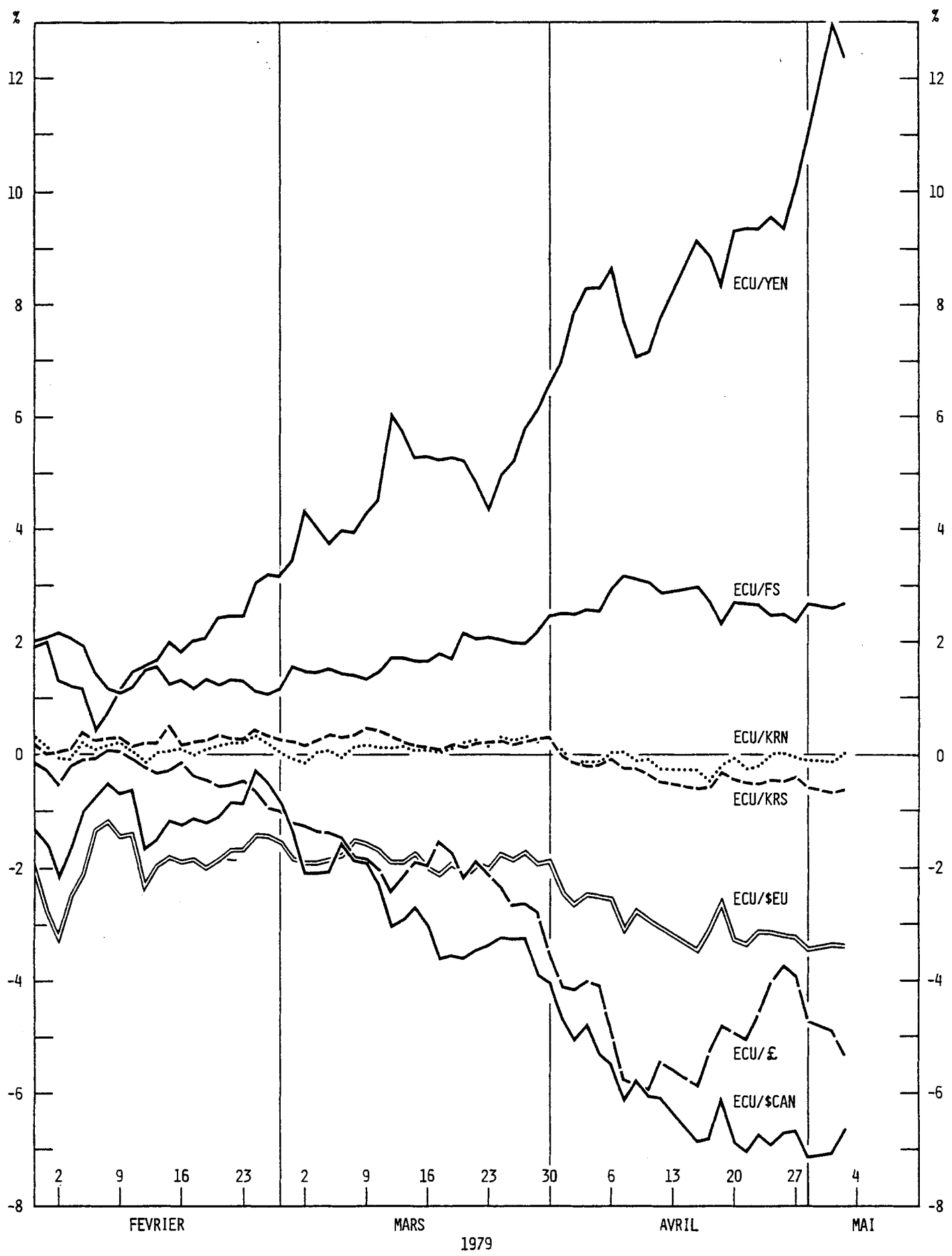
\* Le cours d'intervention supérieur de la lire italienne représente l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible dans la bande de fluctuation étroite de  $\pm 2,25\%$ .

## 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 des 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. Le signe - traduit une dépréciation de l'Ecu par rapport à la monnaie considérée et donc une appréciation de celle-ci; le signe + traduit une appréciation de l'Ecu par rapport à la monnaie considérée et donc une dépréciation de celle-ci.

EVOLUTION DE L'ECU PAR RAPPORT A LA LIVRE STERLING ET AUX MONNAIES  
TIERCES DES BANQUES CENTRALES PARTICIPANT A LA CONCERTATION  
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.