

PROTOKOLL <sup>1)</sup> DER  
EINHUNDERTVIERZIGSTEN SITZUNG DES AUSSCHUSSES  
DER PRAESIDENTEN DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN  
DER EUROPAEISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT  
BASEL, DIENSTAG, 11. DEZEMBER 1979, 10 UHR

---

Anwesend sind: der Gouverneur der Danmarks Nationalbank und Ausschussvorsitzende, Herr Hoffmeyer, begleitet von den Herren Mikkelsen und Dalgaard; der Gouverneur der Banque Nationale de Belgique, Herr de Strycker, begleitet von Herrn Janson; der Präsident der Deutschen Bundesbank, Herr Emminger, begleitet von den Herren Gleske und Rieke; der Gouverneur der Banque de France, Herr de la Genière, begleitet von Herrn Lefort; der Gouverneur der Central Bank of Ireland, Herr Murray, begleitet von Herrn Breen; der Gouverneur der Banca d'Italia, Herr Ciampi, begleitet von den Herren Sarcinelli und Magnifico; der Präsident der Nederlandsche Bank, Herr Zijlstra, begleitet von den Herren Szász, de Beaufort Wijnholds und de Boer; Herr McMahon, Direktor bei der Bank of England, begleitet von Herrn Balfour; 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; zugegen sind ferner 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. <sup>2)</sup>

Der Vorsitzende eröffnet die Sitzung, indem er Herrn de la Genière in seiner Eigenschaft als Gouverneur der Banque de France als Nachfolger von Herrn Clappier herzlich willkommen heisst. Er betont, dass alle Gouverneure Herrn de la Genière als eine Persönlichkeit kennen, die als Mitglied des Direktoriums der alten Europäischen Zahlungsunion sowie,

- 
- 1) Endgültige, in der Sitzung vom 12. Februar 1980 gebilligte Fassung, der gegenüber der Fassung des Entwurfs nur einige Aenderungen redaktioneller Art aufweist.  
2) An der Diskussion von Punkt VI, 1. der Tagesordnung nahm auch Mr. Scott Pardee, Senior Vice President der Federal Reserve Bank of New York teil.

in jüngerer Zeit, als Mitglied des Währungsausschusses der Europäischen Gemeinschaften bereits einen Beitrag zur europäischen Integration geleistet hat. Als früherer Stellvertretender Gouverneur der Banque de France kenne Herr de la Genière sämtliche Aspekte der Aufgaben einer Zentralbank; aufgrund seiner Erfahrung als Budgetdirektor sei er ebenfalls Fachmann auf dem Gebiet der Haushaltspolitik, einem Bereich, der mit der Geldpolitik aufs engste verbunden ist. Die Gouverneure schätzten sich glücklich, mit Herrn de la Genière einen Kollegen in ihrer Mitte zu begrüßen, dessen Erfahrung und vorangegangene Tätigkeiten zu der Hoffnung berechtigten, er werde einen aktiven Beitrag zu den Arbeiten des Ausschusses leisten.

I. Billigung des Protokolls der 139. Sitzung

Herr Schleiminger bittet den Ausschuss, die verspätete Uebermittlung des Protokollentwurfs in einer unkorrigierten Fassung entschuldigen zu wollen; die Verspätung sei auf den starken Arbeitsanfall, insbesondere im Zusammenhang mit den Sitzungen der Expertengruppen "Bastiaanse" und "Heyvaert", zurückzuführen gewesen. Eine korrigierte Fassung sei den Gouverneuren und Stellvertretern in Basel ausgehändigt worden. Um sämtlichen Teilnehmern die Möglichkeit zu geben, sich zu dem Protokollentwurf, wenn möglich schriftlich, zu äussern, schlage er vor, die Billigung des Protokolls auf die nächste Sitzung im Januar zu verschieben.

Der Ausschuss erklärte sich mit dem Vorschlag von Herrn Schleiminger einverstanden.

II. Entwicklung der Devisenmärkte der an der Konzertation beteiligten Länder im November und in den ersten Dezembertagen 1979

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

Herr Heyvaert fasst kurz die wesentlichen Punkte des dem Protokoll beigefügten Berichts zusammen und kommentiert sie.

Der Vorsitzende dankt Herrn Heyvaert für seine Ausführungen. Er stellt die Billigung des Entwurfs des Berichts an die Finanzminister durch den Ausschuss fest, vorbehaltlich der Korrektur eines Irrtums in der englischen Fassung des Berichts.

## B. Prüfung der innergemeinschaftlichen Konzertation

Der Vorsitzende macht einige Ausführungen zu der jüngsten Abwertung der dänischen Krone als Teil eines von der dänischen Regierung ausgearbeiteten Sanierungsprogramms. Dieses Programm, das vom Parlament noch nicht gebilligt sei, ziele unter anderem auf eine Verringerung der Realeinkommen; zu diesem Zweck sei vorgeschlagen:

- in dem für die Anpassungen der Gehälter massgebenden Preisindex die Einflüsse zu neutralisieren, die auf die Abwertung der dänischen Krone zurückzuführen sind, sowie, ab 1. Januar 1979, die Auswirkungen der Preissteigerungen der Erdölprodukte;
- die automatische Indexbindung der Löhne und Gehälter für den grössten Teil des Jahres 1980 auszusetzen.

Zum Verfahren anlässlich der Abwertung der Krone führt Herr Hoffmeyer aus, dass am Dienstag, dem 27. November, Kontakt mit den anderen Zentralbanken aufgenommen wurde, um deren Meinung sowohl zur Sache als auch über die Notwendigkeit eines Ministertreffens einzuholen. Da die Antworten rasch erfolgten, konnte die Abwertung ohne eine vorherige Reaktion des Marktes am Freitag, dem 30. November, erfolgen. Rein technisch gesehen sei dieses Verfahren demnach erfolgreich gewesen, jedoch habe die Danmarks Nationalbank der dänischen Regierung klar zu verstehen gegeben, dass weder das am 30. November eingeschlagene Verfahren noch die kurze Abfolge von Abwertungen der Krone (die vorletzte Abwertung habe erst im September stattgefunden) in der Zukunft beibehalten werden dürften.

Herr de Strycker stellt die zwei folgenden Fragen:

- Ist man in Dänemark nicht der Ansicht, dass der Preisindex ein getreues Spiegelbild der durchschnittlichen Preisentwicklung sein soll? Worin besteht noch die Bedeutung eines Index, der in der Weise bereinigt ist, wie es der Vorsitzende beschrieben habe?
- Auf welche Weise kann man den Einfluss der Abwertung der Krone auf die Indexentwicklung neutralisieren?

Der Vorsitzende erklärt, es gäbe zwei verschiedene Indizes in Dänemark: der eine spiegle die Entwicklung der Lebenshaltungskosten wider, der andere diene als Basis zur Anpassung der Löhne und Gehälter und sei bereits seit langem um die Erhöhungen der indirekten Steuern und nunmehr um die Einflüsse der Erdölpreissteigerungen und der Abwertung der dänischen Krone bereinigt.

Diese letztgenannten Einflüsse werden dadurch neutralisiert, dass der Preisentwicklung zwischen Ende November 1979 und dem 1. Januar 1980 nicht Rechnung getragen werde.

Herr Ortoli erklärt, dass das in Aussicht genommene Vorgehen der dänischen Regierung in Einklang steht mit den Empfehlungen der Kommission, den Missbrauch der Indexmechanismen zu bekämpfen und insbesondere die Energiepreise daraus auszuklammern. Was das Verfahren anlässlich der Abwertung der Krone angehe, so sei es zwar erfreulich, dass es zu Konzentrationen zwischen den Zentralbanken gekommen sei, bedauerlich sei es aber, dass die Kommission zu spät konsultiert worden sei. In der Tat sei die Kommission für die Verwaltung des agrarmonetären Systems verantwortlich, wobei Wechselkursneuordnungen dieses System (insbesondere die Grenzausgleichsbeträge) nicht unberührt lassen. Das Realignment-Verfahren müsse deshalb überprüft werden.

Nach dem Verständnis von Herrn de Strycker gibt es in Dänemark zwei Preisindizes; in dem einen schlägt sich die wirkliche Entwicklung der Lebenshaltungskosten nieder, während der andere manipuliert ist, damit die Gehälter nicht völlig an die Preissteigerungen angepasst werden. In einigen Mitgliedsländern, insbesondere in Belgien, wäre eine derartige Manipulierung oder Verzerrung unmöglich und unannehmbar, auch wenn sie im Hinblick auf die Inflationsbekämpfung nützlich und verführerisch sei.

Der Vorsitzende erklärt, dass Dänemark seit langem zwei Indizes kennt (der eine einschliesslich, der andere ausschliesslich der indirekten Steuern); ob ein solcher Zustand akzeptiert wird, sei eine politische Frage; das Parlament sei gegenwärtig mit einem Vorhaben zur Erstellung des neuen Index befasst. Der Vorsitzende erklärt sich bereit, für die Mitglieder des Ausschusses eine kurze erklärende Note über die in Dänemark herrschende Praxis zu erstellen.

Herr Murray erklärt, dass Irland ebenfalls zwei Indizes besitzt, zum einen den "echten Index" und zum anderen einen, der um die Einflüsse bereinigt ist, die sich aus den Änderungen der indirekten Besteuerung und aus den Preissubventionen ergeben. Der letztgenannte Index werde jedoch nicht mehr verwendet.

Herr McMahon erklärt, dass in Grossbritannien der Grad der Indexierung gering sei. Immerhin habe die britische Regierung soeben einen neuen Index eingeführt, der nicht nur um die Änderungen der indirekten

Steuern, sondern auch um jene der direkten Steuern bereinigt sei. Dieser Index sei im Hinblick auf die Lohnverhandlungen erstellt worden, habe bisher jedoch noch keine Rolle gespielt.

III. Prüfung, anhand des Berichts Nr. 15 der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Bastiaanse, der in den einzelnen EWG-Mitgliedsländern in Kraft befindlichen Geldpolitik und deren Koordinierung

A. Referat von Herrn Bastiaanse

Herr Bastiaanse weist auf zwei Hauptmerkmale des Berichts Nr. 15 hin:

- In Analogie zu der Handhabung bei der OECD wurden die Hauptthemen des Berichts Nr. 15 in einem gesonderten Papier ("Main issues paper") zusammengefasst, das insbesondere jene Probleme darlegt, denen sich die Geldpolitik 1980 gegenübersehen oder sich gegenübersehen könnte.
- Zum ersten Mal wurden in dem Bericht die Operationen der Zentralbanken und deren Einfluss auf die monetäre Basis und die Bankliquidität näher untersucht.

Was die Hauptthemen angeht, scheint man sich weitgehend einig darüber zu sein, dass das Tempo der Preissteigerungen gebremst werden muss, da einhellig erkannt wird, dass relative Preisstabilität eine Vorbedingung für anhaltendes Wirtschaftswachstum auf mittlere Sicht ist. Unter diesem Gesichtspunkt hat die Gruppe die Beibehaltung eines festen geldpolitischen Kurses für wünschenswert erachtet. Einerseits wäre ein "Ueberreagieren" der Geldpolitik angesichts eines drohenden Wiederauflebens der Inflation nicht angezeigt wegen des in den meisten Ländern für 1980 zu erwartenden langsameren realen Wirtschaftswachstums; andererseits wäre ein laxerer geldpolitischer Kurs zur Förderung von Wachstum und Beschäftigung im Jahre 1980 wohl ein Wagnis, bedenkt man die jüngste und die zu erwartende Inflationsbeschleunigung. Kurz: die gegenwärtige Lage bestätigt, dass mittelfristig eine auf die Inflationsbekämpfung ausgerichtete Geldpolitik beizubehalten ist.

Als beispielhaft für die Umsetzung einer solchen Einstellung in die Praxis kann man den Beschluss der britischen Behörden ansehen, die

Zielzone von 7 bis 11% bis zum Oktober 1980 zu verlängern, womit die Behörden ihre Entschlossenheit demonstrieren, vor der Inflationsbeschleunigung auch dann nicht zu kapitulieren, wenn eine starke Rezession in Aussicht steht. Ein weiteres Beispiel ist die Ankündigung der Deutschen Bundesbank, dass die Ausweitung der Zentralbankgeldmenge 1980 innerhalb einer Bandbreite von 5 bis 8% gehalten werden soll.

Die Gruppe ist jedoch der Meinung, dass die Dosierung von Haushaltspolitik und Einkommenspolitik einerseits und der Geldpolitik andererseits nicht optimal ist. Eine solche Einschätzung bleibe auch dann richtig, wenn man einerseits die Ankündigung der dänischen Behörden hinsichtlich eines Sanierungsprogramms auf dem Gebiet der Einkommen und andererseits eine Verbesserung der Situation bei den öffentlichen Haushalten in Deutschland und in Frankreich sowie in mehreren anderen Ländern berücksichtigt. Die Schwierigkeiten in bezug auf eine Kürzung der öffentlichen Ausgaben werden allgemein anerkannt, wenn jedoch die Währungsbehörden ihr geldpolitisches Ziel beibehalten, so wird sich eine Zunahme des öffentlichen Defizits unter anderem zwangsläufig in steigenden Zinsen niederschlagen. In einer solchen Situation muss man sich fragen, welcher der nachfolgenden zwei Einflüsse dem wirtschaftlichen Wachstum am meisten abträglich wäre: der Einfluss eines hohen Zinsniveaus auf die Investitionen des privaten Sektors oder der einer Kürzung der öffentlichen Ausgaben.

Was das Europäische Währungssystem betrifft, so hat die Gruppe festgestellt, dass dieses System ein nützliches Instrument für die Koordination der Geldpolitik war. Im Lichte der gemachten Erfahrung und auf der Basis der verfügbaren Voraussagen über die wirtschaftlichen Grundbedingungen sind die Experten freilich der Ansicht, dass bei einem Anhalten der Unterschiede in den wirtschaftlichen Ergebnissen und die häufig unterschiedliche Einschätzung der Märkte hinsichtlich der grundlegenden Wirtschaftssituation in den einzelnen Mitgliedstaaten das reibungslose Funktionieren des EWS in Frage stellen könnte. Nach der Auffassung einiger Experten macht diese Situation prompte, aber nicht zu plötzliche Wechselkursanpassungen notwendig. Diese Experten halten in der Tat dafür, dass die Länder mit schwachen Währungen eine äussere Stabilität nicht ausschliesslich mit Hilfe monetärer Massnahmen erreichen können. Desgleichen kann man ein Land mit tendenziell starker Währung nicht zwingen, von seinem mittelfristig gesetzten monetären Ziel abzuweichen und damit sein gesetztes Preisstabil-

tätsziel zu gefährden. Andere Experten hingegen haben geltend gemacht, dass die Zinssteigerungen weniger stark ausgefallen wären, wenn Haushalts- und Geldpolitik besser untereinander abgestimmt worden wären. Sie haben ausserdem auf die Notwendigkeit hingewiesen, mehr als bisher vorhergehende Konsultationen abzuhalten und der Wahl der Instrumente sowie deren Anwendungsweisen mehr Aufmerksamkeit zu schenken.

Seit Erstellung des Berichts haben sich die Zinsauftriebstendenzen z.B. in den Niederlanden und in Italien fortgesetzt. Diese Situation wirft grundsätzliche und taktische Fragen auf, aber auch die Frage der Wahl möglicher Szenarien. So kann man sich fragen, wann und unter welchen Bedingungen die Tendenzen im Bereich der kurzfristigen Zinsen in den USA und in Deutschland sich umkehren werden. Dieses letzte Problem könnte von den Zentralbankpräsidenten zusätzlich zu den drei Hauptthemen des "Main issues paper" diskutiert werden.

#### B. Diskussion des Ausschusses

Der Vorsitzende dankt Herrn Bastiaanse für sein Referat und den Bericht der Gruppe, die er beide als eine ausgezeichnete Diskussionsgrundlage für die Zentralbankpräsidenten ansieht. Lasse man das Jahr 1979 Revue passieren, so könne man mit Befriedigung feststellen, dass die Zentralbankpräsidenten offene Aussprachen über drei wichtige Themen hatten:

- die Politik der Interventionen in US-Dollar,
- die Gefahr einer Ueberreaktion oder einer zu laxen Orientierung der Geldpolitik,
- das Risiko einer Zinssatzeskalation innerhalb wie ausserhalb der Gemeinschaft.

Was die für 1980 voraussichtlich auftretenden Probleme betreffe, so nehme der Bericht der Gruppe eine Zweiteilung vor zwischen einerseits den - nach Ansicht einiger - vorrangigen Bemühungen, die Unterschiede in den wirtschaftlichen Ergebnissen zu verringern, die tendenziell weiter bestehen oder sich sogar verstärken, und andererseits den notwendigen Bemühungen um eine Verbesserung der monetären Zusammenarbeit. Die Berechtigung einer solchen Unterscheidung sei indessen anzuzweifeln, denn eine Verbesserung der monetären Zusammenarbeit bleibe notwendig trotz der Unterschiede in der Entwicklung der Grundfaktoren.

Herr de Strycker dankt Herrn Bastiaanse und seiner Gruppe für den sehr interessanten Bericht, der sehr realitätsnah ist und sich insofern positiv gegenüber früheren Berichten unterscheidet, die zuweilen zu theoretisch gehalten waren. Die Feststellung der Experten, dass die Geldpolitik häufig dazu herhalten muss, die Mängel der anderen wirtschaftspolitischen Massnahmen zu korrigieren, treffe möglicherweise zu, sei jedoch nicht ungewöhnlich. In der Tat habe die Geldpolitik ganz allgemein gerade zum Ziel, die Verzerrungen in der wirtschaftlichen und der monetären Entwicklung, die nicht in spontaner Weise das wirtschaftliche Gleichgewicht gewährleistet, zu korrigieren. Dies bedeute jedoch nicht, dass nicht andere Korrektivmassnahmen notwendig oder sogar nützlich sein können, insbesondere im Bereich der öffentlichen Finanzen.

Die Unterschiede in den Meinungen der Experten hinsichtlich der Rolle der Geldpolitik bei der Gewährleistung des äusseren Gleichgewichts sind auffallend und bedauerlich; einige Zentralbanken scheinen zu meinen, man könne die Wechselkurse dem Urteil des Marktes überlassen, also abwerten und aufwerten, wenn der Markt der Ansicht ist, eine Währung ist über- oder unterbewertet. Ein solches Konzept widerspreche jedoch dem fundamentalen Ziel stabiler Wechselkurse, wie es mit dem EWS verfolgt wird, und stelle die Haltungen der anderen Zentralbanken, die diese gegenüber dem Druck der Märkte einnehmen, in Frage.

Herr Emminger teilt die Ansicht des Vorsitzenden, dass man jederzeit um die bestmögliche Zusammenarbeit bemüht sein müsse. Unter Bezugnahme auf die Bemerkung von Herrn de Strycker betont er, dass stabile Wechselkurse nicht das einzige Ziel des EWS sind; dieses ziele auch auf eine bessere innere Stabilität, wie es in der Entschliessung des Rates vom 5. Dezember 1978 formuliert sei. Die deutschen Behörden seien der Ansicht, dass die Stabilität der Wechselkurse auf Dauer nur durch eine Annäherung der Wirtschaftsergebnisse erreicht werden könne. Diese Ansicht entspreche im übrigen den Bestimmungen des neugefassten IWF-Uebereinkommens.

Die Frage, inwieweit man der Stimmung am Markt Rechnung tragen müsse, sei im September ausführlich diskutiert worden. Zwar dürfe man sich nicht einem vorübergehenden, spekulativ motivierten Druck beugen, doch müsse ein Anhalten des Drucks über längere Zeit eine Ueberprüfung der fundamentalen Faktoren nach sich ziehen. Das "overshooting" der Märkte, das allgemein als eines der wesentlichen Nachteile des Regimes

freischwankender Wechselkurse angesehen werde, habe zumindest eine positive Wirkung in dem Sinne, dass sie die Behörden der betreffenden Länder zu einer Anpassung ihrer internen Politik zwingt.

Herr de la Genière hält es nicht für sinnvoll, sich zu sehr an Meinungsströmungen und Theorien zu halten; die Zentralbankpräsidenten seien vielmehr aufgerufen, das Europäische Währungssystem funktionsfähig zu halten und eine möglichst grosse Annäherung der Volkswirtschaften in den kommenden Monaten zu bewerkstelligen. Diese Annäherung muss ihre konkrete Form in einer Verringerung der zu hohen Inflationsraten erhalten, wenn sich diesem Ziel auch einige Hindernisse entgegenstellen, bedenke man die Probleme im Bereich der wirtschaftlichen Entwicklung und des Aufrechterhaltens der Vollbeschäftigung. Um Fortschritte in dieser Richtung zu erzielen und der Ueberzeugung Rechnung zu tragen, dass sich in den Wechselkursen mittelfristig die Entwicklung der wirtschaftlichen Grundbedingungen widerspiegeln müsse, bedarf es einer gewissen Stabilisierung der Wechselkurse. In der Tat trügen diese Kursschwankungen selbst zur Binneninflation bei mangels einer spontanen Anpassung an diese Schwankungen im Innern. Aus diesem Grund müsse die Wechselkurspolitik in einem Land wie Frankreich so beschaffen sein, dass sie einen Beitrag zur Inflationsbekämpfung leistet, denn es sei nicht möglich, einen Wechselkurs zu verteidigen, wenn erhebliche Divergenzen zwischen den Ländern bestehen.

Die Stabilität der Wechselkurse könne indessen nicht auf einmal erreicht werden, und deshalb sehe das EWS geräuschlose Anpassungen der Leitkurse vor. Eine zu häufige Anpassung könnte jedoch die Glaubwürdigkeit des Systems unterminieren.

Während der letzten Monate habe es unterschiedliche Ansichten der EWG-Zentralbanken zur Zinspolitik gegeben. Jede einzelne von ihnen ist natürlich überzeugt, dass sie handelt, wie sie handeln muss, man müsse jedoch bedenken, dass die Geldpolitik eines jeden EWG-Landes die Wechselkurse und die Geldpolitik der anderen Länder direkt beeinflusst. Hierin unterschieden sich die Länder der Gemeinschaft z.B. von den USA, wo der Einfluss äusserer Faktoren auf die interne Politik äusserst begrenzt sei. Es sei daher notwendig, in den kommenden Monaten das gegenseitige Verständnis unter den EWG-Zentralbanken über die äusseren Einflüsse der geldpolitischen - und nicht nur der zinsrelevanten - Massnahmen zu fördern. Ohne ein solches Bemühen wäre es schwierig, innerhalb des EWS eine Wechselkursstabilität zu erreichen.

Herr Ciampi hat Verständnis dafür, dass der Expertenbericht, der eine ausgezeichnete Arbeit ist, für 1980 einen restriktiven geldpolitischen Kurs empfiehlt. Die unlängst von den italienischen Behörden getroffenen geldpolitischen Beschlüsse stellten die Entschlossenheit zur Inflationsbekämpfung unter Beweis. Es sei insbesondere zu hoffen, dass das steigende Zinsniveau eine Stabilisierung des Wechselkurses der italienischen Lira nach sich ziehe und dadurch vermieden werde, dass der intern entstehende Inflationsdruck noch durch äussere Faktoren verstärkt werde.

In einem Land wie Italien, wo die Unternehmen stark verschuldet seien, sei eine restriktive Geldpolitik indessen sehr kostspielig für das reale Wachstum, vor allem wenn sie nicht von einer kohärenten Haushaltspolitik unterstützt werde. Es müsse daher vermieden werden, dass die Geldpolitik 1980 mit der Aufgabe wirtschaftlicher Anpassung als Reaktion auf externe Schocks infolge einer neuen Anhebung der Erdölpreise überfordert wird. Die Erfahrung habe im übrigen gezeigt, dass die Geldmenge nach Perioden einer restriktiven Geldpolitik übermässig zugenommen habe, was für eine regelmässigere Ausweitung der Geldmengenaggregate spreche.

Es treffe zu, dass die wachsende Divergenz innerhalb der EWG-Länder hinsichtlich der wirtschaftlichen Ergebnisse und die sehr häufig wenig abgestimmte Dosierung von Geld- und Haushaltspolitik geeignet seien, die Ex-ante-Koordinierung der Geldpolitik der EWG-Länder zu gefährden. Hingegen müsse man der Tatsache Rechnung tragen, dass die Spannungen innerhalb des EWS sich zwangsläufig verstärken, wenn Länder mit starker Währung Kapitalzuflüsse aufgrund einer Diversifizierung der Währungsreserven mittels einer restriktiven Geldpolitik bekämpfen. Deshalb sei es wichtig, sich ex ante um eine möglichst enge Koordinierung der Geldpolitik zu bemühen, um übertriebene Wechselkursschwankungen zu vermeiden.

Herr Ortoli räumt ein, dass die Koordinierung der Geldpolitik eine schwierige Aufgabe sei; die Tatsache, dass die Zentralbankpräsidenten hierüber bereits seit einiger Zeit regelmässig diskutieren, sei jedoch bereits ein Schritt nach vorn, dem jedoch noch andere folgen müssten.

Diese Frage könne wieder aufgegriffen werden, wenn die Zentralbankpräsidenten über die Vorschläge der Kommission zur Koordinierung der Wirtschaftspolitik diskutieren, wobei sie ebenfalls die Möglichkeiten zur Verbesserung der Kohärenz zwischen der Geldpolitik und den wichtigen Entscheidungen betreffend die anderen politischen Massnahmen, insbesondere

die Haushaltspolitik (auf dieses Problem habe bereits Herr Bastiaanse hingewiesen), erörtern müssten. In jedem Falle sei es wichtig, dass sich die Bemühungen auf den Kampf gegen die Inflation konzentrieren; dem gegenwärtig zentrale Bedeutung zukomme.

Herr Zijlstra ist der Meinung, dass die nationale wie internationale Koordinierung der verschiedenen politischen Programme ein sehr umfangreiches komplexes Gebiet darstellt. Ohne die Unterschiede im Niveau und in der Entwicklung der Löhne und Gehälter sowie der Produktivität unterschätzen zu wollen, meint er, dass sich die Zentralbanken mit Fragen beschäftigen sollten, die näher in ihrem Verantwortungsbereich liegen und ihre direkten Anliegen betreffen, wie die Grösse des öffentlichen Finanzierungsbedarfs im Verhältnis zum Bruttosozialprodukt. Die von der Experten-Gruppe unter dem Vorsitz von Herrn Bastiaanse vorgelegten Statistiken lassen tiefgreifende Unterschiede zwischen den EWG-Ländern erkennen, die die Koordinierung der Geldpolitik innerhalb der EWG in Frage stellen. In der Tat sei es äusserst schwierig, ja sogar unmöglich, die expansiven Wirkungen eines riesigen öffentlichen Defizits auf die Liquidität der Wirtschaft zu neutralisieren. Im Falle der Niederlande hält die Zentralbank das gegenwärtige Defizit für zu hoch; seine Verminderung um etwa 1% des BSP

- würde die teilweise monetäre Finanzierung überflüssig werden lassen,
- würde die Leistungsbilanz verbessern,
- würde eine Auflockerung des Kreditmarktes ermöglichen, dessen gegenwärtig gespannte Lage sich aus dem Bemühen erklärt, den holländischen Gulden auf dem angestrebten Kursniveau zu halten.

Sobald sich jedoch die Position des Guldens ausreichend konsolidiert habe, erwägen die niederländischen Währungsbehörden eine Lockerung ihrer Geldpolitik. In der Tat werden die kurzfristigen Zinsen als zu hoch angesehen; sie liegen jetzt über jenen des Kapitalmarkts (die sich nicht fühlbar erhöht haben), während ein umgekehrtes Verhältnis der Normalzustand sei.

Solange diese Konsolidierung nicht gewährleistet ist, werde die Nederlandsche Bank ihre gegenwärtige Politik fortsetzen. In der Tat sei es unter den gegenwärtigen Umständen kaum möglich, die Leistung der Wirtschaft durch eine Abwertung der Währung zu verbessern. So habe sich z.B.

die niederländische Regierung verpflichtet, das reale Niveau der verfügbaren Einkommen unverändert zu lassen. In dieser Situation ist der Wechselkurs kein wirtschaftspolitisches Instrument mehr, und die Zentralbank muss klar zu erkennen geben, dass ihre Hochzinspolitik die unvermeidliche Konsequenz einer solchen Verpflichtung ist.

Herr McMahon räumt ein, dass die Wechselkurse langfristig gesehen die Entwicklung der Grundbedingungen widerspiegeln müssen, eine zu starre Anwendung dieses Grundsatzes stelle indessen das EWS als Instrument zur Annäherung der wirtschaftlichen Ergebnisse der Teilnehmerländer in Frage. Desgleichen erscheine es zweifelhaft, dass die Märkte von alleine die Wechselkurse finden können, die die wirtschaftlichen Leistungen korrekt widerspiegeln. Ueberdies könnten die Wechselkurse im Prinzip als ein Instrument zur Beeinflussung der Erwartungen der Wirtschaftssubjekte dienen. Das gemeinsame Beschreiten dieses letztgenannten Weges, der dem einer Festsetzung quantitativer Ziele im Bereich des Geldmengenwachstums entsprechen würde, sei vielleicht noch eine Utopie, doch könne diese Möglichkeit im Prinzip durch nichts ausgeschlossen werden.

Zur Ausgewogenheit von Geldpolitik und Haushaltspolitik erklärt Herr McMahon, dass man in Grossbritannien gegenwärtig die Frage diskutiere, ob es angesichts einer zu erwartenden Rezession, die automatisch ein höheres Haushaltsdefizit bringen werde, und unter Einhaltung der im Bereich des monetären Wachstums eingegangenen Verpflichtung angezeigt wäre, das ursprünglich vorgesehene Defizit beizubehalten oder dieses vielmehr an die Konjunkturlage anzupassen. Die erste Lösung würde zu keinen zusätzlichen Zinssteigerungen führen, die deflatorischen Tendenzen jedoch eher verstärken. Zugunsten der zweiten Lösung habe man angeführt, dass das angepasste Defizit der öffentlichen Finanzen von einem höheren Ueberschuss des privaten Sektors begleitet wäre; infolgedessen würde sich die Kreditnachfrage dieses Sektors so stark abschwächen, dass der Anstieg der Zinssätze gebremst würde.

Herr de Strycker erinnert daran, dass die EWG-Länder sich bei der Errichtung des EWS zu einer Annäherung der wirtschaftlichen Programme und Ergebnisse verpflichtet hätten; in der Praxis sei es jedoch schwierig, dieser Verpflichtung einen konkreten Inhalt zu geben. Handele es sich um eine Konvergenz im Bereich

- der Inflationsraten?
- des Kreditbedarfs des öffentlichen Sektors?
- der konjunkturellen Voraussagen?
- der Höhe und der Entwicklung der Löhne und der Produktivität?

Die Erfahrung habe gezeigt, dass keines dieser Kriterien als entscheidend für ein Gleichgewicht der Wechselkurse zwischen den Partnerwährungen im EWS angesehen werden kann. Bedeute dies, dass man auf allen Gebieten eine Annäherung verwirklichen muss, um stabile Wechselkurse zu erreichen? Oder müssten diese Kurse jedesmal geändert werden, wenn in einem einzigen dieser Bereiche eine Divergenz bestehe? Das Ergebnis wäre eine völlige Instabilität der Wechselkurse, die kaum mit den Zielen des EWS vereinbar wäre. In der Tat fordere das System, der Stabilität der Wechselkurse, die mit allen Mitteln zu bewahren sei, damit die innere Stabilität gefördert werde, Priorität einzuräumen.

Es sei daher angezeigt, nicht der Versuchung zu erliegen, die Wechselkurse in Anlehnung an dieses oder jenes wichtige, jedoch nicht allein geltende Element anzupassen.

Herr Zijlstra unterstreicht die Bedeutung des Ausmasses der öffentlichen Defizite und die Art ihrer Finanzierung für eine wirksame Geldpolitik. Dieser Punkt müsste von den Zentralbankpräsidenten vertieft werden.

Zu der von Herrn McMahon aufgeworfenen Frage meint Herr Zijlstra, dass eine Zunahme des öffentlichen Defizits aufgrund konjunktureller Faktoren grundsätzlich nicht durch Steuererhöhungen oder eine Verminderung der öffentlichen Ausgaben korrigiert werden darf. Gleichwohl sollte man sich nicht an die ursprünglich geplante Höhe des Defizits halten, sondern an das "normale" Niveau, also jenes, das durch das reale Sparaufkommen im Land mittelfristig finanziert werden kann. Sofern das ursprünglich geplante Niveau mit jenem "normalen" Niveau identisch ist, könne man eine Verschlechterung der öffentlichen Finanzen aufgrund zyklischer Faktoren hinnehmen.

Der Vorsitzende schliesst die Aussprache mit der Feststellung, dass die Zentralbankpräsidenten sich einig sind über die Notwendigkeit einer engen Zusammenarbeit im Bereich der Geldpolitik, und spricht Herrn Bastiaanse gegenüber die Wertschätzung der Zentralbankpräsidenten für den sehr interessanten Bericht aus, den die Expertengruppe erstellt hat.

VI. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

1. Ausdehnung der Konzertationsverfahren auf die Federal Reserve Bank von New York

Der Vorsitzende erinnert daran, dass der Ausschuss in seiner Juli-Sitzung übereingekommen war, die Entscheidung über den Anschluss der "Fed" aufzuschieben, bis die amerikanische Notenbank ihren Antrag bestätigen und erklären würde, in welchem Sinne sie an der Konzertation beteiligt zu werden wünscht. Er habe soeben in Basel Gespräche mit dem ehemaligen Präsidenten der "Fed" und jetzigen Vorsitzenden des Board, Volcker, und mit dem Ersten Vizepräsidenten der "Fed", Scott Pardee, geführt. Diese Gespräche hätten ergeben, dass die amerikanischen Währungsbehörden eine direkte Teilnahme der "Fed" an den Konsultationen am Donnerstagabend als im Interesse der USA wie der europäischen Länder liegend ansähen. Diese Erklärung dürfte dem im Juli geäußerten Verlangen gerecht werden, und es werde daher vorgeschlagen, die "Fed" einzuladen, die notwendigen Schritte für den Anschluss an die Konzertation am Donnerstagabend zu unternehmen.

Herr de Strycker verweist darauf, dass damals vorgesehen war, Herrn Volcker zu einer Ausschusssitzung einzuladen, damit er den Zentralbankpräsidenten erläutern könne, auf welche Weise die "Fed" zu einer besseren Währungszusammenarbeit zwischen den USA und den europäischen Ländern beizutragen gedenke. Wenn auch Herr Volcker inzwischen andere Aufgaben übernommen habe, so wäre es doch angebracht, eine vorherige Unterredung mit einem Verantwortlichen der "Fed" zu führen.

Herr de la Genière hält es ebenso wie Herr de Strycker für nützlich, mit einer leitenden Persönlichkeit der "Fed" eine Unterredung zu führen, bevor über deren Teilnahme an der Konzertation, und sei es auch nur einmal in der Woche, entschieden werde.

Der Vorsitzende verweist darauf, dass bereits drei nicht der EWG angehörende Zentralbanken, die Schweizerische Nationalbank sowie die Zentralbank Schwedens und Norwegens, bereits an sämtlichen Konzertationen (einschliesslich der vom Donnerstagabend) teilnehmen, und schlägt vor, Herrn Scott Pardee aufzufordern, sich den Zentralbankpräsidenten anzuschliessen, nachdem Herr Volcker bereits ausgeschieden ist. Der Ausschuss erklärt sich mit diesem Vorschlag einverstanden.

Herr Scott Pardee erinnert daran, dass im Anschluss und im Sinne der Konferenz von Rambouillet Ende 1975 ein Konzertationsnetz geschaffen wurde, dem die "Fed" 1976 beitrug. Diese nehme an dem täglichen Datenaustausch und den monatlichen Sitzungen der Gruppe unter dem Vorsitz von Herrn Heyvaert teil. Hingegen nehme sie nicht an der speziellen Konzertation am Donnerstagabend teil. Die auf dieser Konzertation unter den Teilnehmern ausgetauschten Informationen rücke diese in die Nähe der monatlichen Basler Sitzungen der Gruppe "Gold und Devisen". In der Tat spreche man mehr über die Bewertung der Marktfaktoren und die Motive der Interventionspolitik als über blosse Daten. Die "Fed" sehe sich sehr häufig vor die Notwendigkeit gestellt, die rasche Entwicklung auf den Märkten zu beurteilen, habe jedoch, sehe man einmal von den bilateralen Konzertationen mit der deutschen und der schweizerischen Zentralbank ab, nur einmal im Monat die Möglichkeit, ihre Aktionen einer grossen Anzahl von Notenbanken zu erläutern. Eine Teilnahme an der besonderen Konzertation würde ihr diese Gelegenheit häufiger einräumen. Gleichzeitig könnte sie die Stellungnahmen der europäischen Zentralbanken erfahren. Herr Pardee betont, dass die "Fed" lediglich eine Teilnahme an wöchentlichen Konzertationen auf der Ebene der Leiter der Devisenabteilungen wünsche, und dass eine solche Teilnahme an der Konzertation mit Sicherheit im Interesse aller liege.

Herr de Strycker begrüsst die generelle Einstellung der amerikanischen Behörden zur Teilnahme an der Konzertation der EWG-Zentralbanken. In der Tat sei es nützlich, dass jene Zentralbanken, die eine bestimmte Verantwortung für das Funktionieren der Devisenmärkte im allgemeinen und das EWS im besonderen übernommen hätten, mit den amerikanischen Behörden einen Meinungs austausch über die devisen- und interventionspolitischen Ereignisse führen, damit eine verbesserte Koordinierung der an den Märkten ergriffenen Massnahmen zustande komme. Gleichwohl sei es zweckmässig, vor einer Beschlussfassung eingehender über das Prinzip und die praktischen Fragen eines Anschlusses der "Fed" nachzudenken. Die Stellvertreter könnten diese Ueberlegungen vorbereiten und z.B. der Frage nachgehen, an welcher Konzertationssitzung und wie häufig die "Fed" teilnehmen sollte.

Herr Zijlstra räumt ein, es sei vernünftig, die praktischen Fragen zu prüfen, er hält jedoch dafür, dass die Zentralbankpräsidenten

angesichts der Erklärung von Herrn Pardee schon jetzt ihre grundsätzliche Zustimmung zu dem Ersuchen der "Fed" geben sollten. Deren Teilnahme an der Konzertation wäre für sämtliche Teilnehmer äusserst nützlich.

Die Herren Emminger und Ciampi teilen die Ansicht von Herrn Zijlstra.

Der Vorsitzende stellt fest, dass sich die Zentralbankpräsidenten grundsätzlich über eine Teilnahme der "Fed" an der Konzertation unter den von Herrn Pardee genannten Bedingungen einig sind. Was die technischen Modalitäten betreffe, so seien die Stellvertreter beauftragt, für die nächste Sitzung der Zentralbankpräsidenten Vorschläge zu machen.

2. Vorschlag der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, insbesondere die Geldpolitik innerhalb der EWG besser zu koordinieren

Der Vorsitzende schlägt vor, die Stellvertreter aufzufordern, die Ausarbeitung der Kommission zu prüfen, die von dieser am 10. Dezember 1979 in Basel verteilt wurde.

Herr Ortoli verweist darauf, dass er in der November-Sitzung zwei Ausarbeitungen der Kommission angekündigt hatte, die eine über konkrete Vorschläge zur Kooperation, die andere weniger umfassend und politischer gehalten. Die Kommission habe beschlossen, das zweite Papier nicht zu verfassen, da sie der Meinung ist, dass es dann überflüssig werde, wenn die politische Koordinierung effektiv erörtert werde, wie dies seit mehreren Monaten im Ausschuss der Zentralbankpräsidenten geschehe.

Was das Verhältnis zwischen der Geldpolitik und der Haushaltspolitik angehe, dürfte die Art, wie die zuständigen Instanzen und Ausschüsse diese Frage angehen, erneut zu überprüfen sein. 1977 hatte die Kommission, freilich erfolglos, vorgeschlagen, die öffentlichen Finanzsalden sowie die Art ihrer Abdeckung zu einem zentralen Punkt in der Koordinierungsdebatte zu machen. In der soeben verteilten Ausarbeitung werde angeregt, die Frage der öffentlichen Finanzen umfassend zu betrachten, indem der Finanzierungsbedarf des erweiterten öffentlichen Sektors analysiert und eine Verbindung zu der allgemeinen wirtschaftlichen Lage hergestellt wird; diese Position hatte die Kommission bereits 1977 vertreten.

Herr Ortoli schlägt vor, dass der Ausschuss in seiner nächsten Sitzung die Note der Kommission sowie andere die Koordinierung betreffende Gesichtspunkte erörtert, so z.B. den Gedanken von Herrn Clappier, ein Kommunikationssystem für dringende Fälle zu schaffen, wenn die eine oder die andere Zentralbank währungspolitische Entscheidungen grosser Tragweite zu treffen beabsichtigt.

### 3. Programm zur Prüfung der mit der Errichtung des Europäischen Währungsfonds zusammenhängenden Probleme

Herr Ortoli macht darauf aufmerksam, dass der Europäische Rat am 29. und 30. November in Dublin die Kommission aufgefordert habe, ihm für seine nächste Sitzung im März 1980 einen Bericht vorzulegen, der einen Ueberblick über die bisher auf diesem Gebiet erzielten Fortschritte und die hierbei aufgetretenen Schwierigkeiten gibt. Die Kommission wird diesen Bericht eigenverantwortlich erstellen. Sie habe inzwischen dem Währungsausschuss, in dem die Zentralbanken vertreten sind, ein erstes analytisches Papier im Juli vorgelegt und soeben demselben Ausschuss eine zweite vollständigere Ausarbeitung unterbreitet, in der die seit Juli geführten Diskussionen berücksichtigt sind.

Es wäre nützlich, wenn der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten demnächst ebenfalls in der Sache eine Debatte führen würde, um die Hauptprobleme ersichtlich zu machen und darzulegen, welche Richtung die Zentralbankpräsidenten der Angelegenheit zu geben wünschen. Es sei in der Tat wichtig, dass der Bericht der Kommission der Stellungnahme des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten Rechnung tragen könne, und er erkläre sich bereit, sich mit jenen Zentralbankpräsidenten zu treffen, die mit ihm eine offene Diskussion zum Thema EWF zu führen wünschen.

Der Vorsitzende bittet Herrn Mikkelsen, dem Ausschuss über den kurzen Meinungsaustausch der Stellvertreter zu diesem Thema Bericht zu erstatten.

Herr Mikkelsen erklärt, die Stellvertreter hätten den Vorsitz des Ausschusses der Stellvertreter und das Sekretariat beauftragt, eine Ausarbeitung zu erstellen, die die grundlegenden Fragen darlegt. Dieses Papier, das vor Weihnachten verteilt wird, sollte als Ausgangspunkt für eine erste Diskussionsrunde der Stellvertreter im Januar dienen. Die Zentralbankpräsidenten könnten ihrerseits, ausgehend von einem mündlichen

Bericht der Stellvertreter, am 8. Januar eine Grundsatzdebatte führen. Die Arbeiten über den EWF würden dann zu dem Zweck fortgesetzt werden, dass die Zentralbankpräsidenten im Februar der Kommission ihre Stellungnahme übermitteln, damit diese in ihrer Ausarbeitung an den Europäischen Rat im März 1980 dem Rechnung tragen könne. Es könne sich hierbei nur um einen ersten Bericht der Kommission handeln, denn es sei offensichtlich, dass für einen endgültigeren Text sehr viel längere Fristen notwendig seien.

Herr Ortoli führt aus, dass die Kommission natürlich im März 1980 keine Vorschläge vorlegen werde, sich jedoch um eine Darlegung der Probleme bemühen und über eine blosse Berichtserstattung bezüglich der im Währungsausschuss und im Ausschuss der Zentralbankpräsidenten geleisteten Arbeiten hinausgehen werde.

Der Vorsitzende stellt das Einverständnis des Ausschusses bezüglich des von den Stellvertretern vorgeschlagenen Verfahrens fest, das insbesondere vorsieht, die Arbeiten im Zusammenhang mit dem EWS mit einer Aufstellung der wichtigsten Fragen zu beginnen, mit denen sich sowohl die Stellvertreter wie die Zentralbankpräsidenten in ihren Sitzungen am 7. und 8. Januar 1980 beschäftigen werden.

Er macht noch zwei weitere Bemerkungen:

- einerseits erwartet der Rat der Wirtschafts- und Finanzminister am 17. Dezember 1979 vom Vorsitzenden des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten einen mündlichen Bericht über den Stand der Arbeiten des Ausschusses in bezug auf den EWF; dieser zwangsläufig sehr kurze Bericht könnte in etwa feststellen, dass sich die Zentralbankpräsidenten bisher mit dem Anlaufen des EWS, dessen Funktionieren und mit der Koordinierung der entsprechenden interventions- und währungspolitischen Massnahmen beschäftigt hätten und nunmehr die Arbeiten zum EWF beginnen mit dem Ziel, ein Dokument für März 1980 zu erstellen, rechtzeitig also, um von der Kommission in ihrem Bericht an den Europäischen Rat berücksichtigt zu werden;
- andererseits werde sich der Ausschuss gemäss dem Wunsch von Herrn Ortoli anlässlich seiner nächsten Analyse der Geldpolitik der Mitgliedstaaten um eine eingehendere Erörterung des Zusammenhangs zwischen der Geldpolitik und der Haushaltspolitik bemühen.

4. Vorschlag des Federal Reserve System von neuen Bestimmungen mit Auswirkungen auf die in den USA ansässigen ausländischen Banken

Herr McMahon erklärt, dass Gouverneur Richardson, der nicht mehr in Basel für diese Sitzung bleiben konnte, seine Kollegen auf die Bestimmungen aufmerksam machen möchte, der Federal Reserve Board im Rahmen des "US International Banking Act" vorschlägt. Diese Bestimmungen würden den amerikanischen Behörden den in den USA ansässigen europäischen Banken gegenüber Befugnisse einräumen, die für diese unangenehm wären. Diese Banken wären gehalten, dem "Board" Mitteilung z.B. über ihre stillen Reserven zu machen, Informationen, die in der Folge angesichts der amerikanischen Gesetze zur Informationsfreiheit der Öffentlichkeit bekannt werden müssten. Ausserdem wären diese Banken gehalten, über jene Geschäfte zu berichten, die vollumfänglich ausserhalb der USA getätigt würden, was die seit einiger Zeit zu beobachtende gefährliche Tendenz einer Exterritorialisierung des Tätigwerdens amerikanischer Behörden noch verstärken würde.

Herr McMahon ist der Ansicht, ohne dass er im Namen der EWG um eine gemeinsame Antwort nachsuchen möchte, dass sich die europäischen Zentralbanken der Gefährlichkeit dieser Vorschläge des "Board" bewusst sein sollten und es für wünschenswert halten könnten, Vorbehalte gegenüber diesen Vorschlägen vorzubringen.

IV. Fortsetzung des Meinungs austausches betreffend die Koordinierung der Wechselkurspolitik der EWG-Zentralbanken gegenüber dem Dollar

Der Vorsitzende bittet Herrn Mikkelsen, über die Aussprache der Stellvertreter zu diesem Punkt zu berichten.

Herr Mikkelsen verweist darauf, dass der Ausschuss in seiner November-Sitzung die Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Heyvaert aufgefordert habe, die Koordinierung der Wechselkurspolitik der EWG-Zentralbanken gegenüber dem Dollar zu prüfen. Herr Heyvaert habe die Stellvertreter über die bisher von den Experten in zwei Sitzungen geleistete Arbeit informiert und insbesondere erklärt, dass die Gruppe auf Schwierigkeiten gestossen sei, einen für alle annehmbaren Bericht vorzulegen. Zu mehreren Grundsätzen sei eine generelle Einigung erzielt worden, es beständen jedoch Meinungsunterschiede hinsichtlich der Aktionsmodalitäten oder der Anwendung dieser Grundsätze. Die Uebermittlung des Berichts an

die Stellvertreter ist bis zum 20. Dezember vorgesehen, und in ihm werden sich sehr wahrscheinlich diese Divergenzen widerspiegeln. Angesichts dieser Situation hielten die Stellvertreter dafür, dass im gegenwärtigen Stadium eine Erörterung der Sachfragen nicht dienlich sei und es besser wäre, dies im Januar oder Februar zu tun, um dann den Zentralbankpräsidenten etwaige Schlussfolgerungen vorzulegen.

Der Vorsitzende stellt das Einverständnis des Ausschusses mit dem von den Stellvertretern angeregten Verfahren fest.

#### V. Analyse der Folge monatlicher Statistiken

Der Vorsitzende erklärt, dass diese Analyse praktisch mit der Erörterung des Berichts Nr. 15 der "Bastiaanse"-Gruppe erledigt ist.

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

Die nächste Sitzung findet am Dienstag, dem 8. Januar 1980, um 10.00 Uhr in Basel statt.

Herr de la Genière erklärt sich besorgt über die Fülle der Themen, die in der Januar-Sitzung und möglicherweise in den darauffolgenden Sitzungen zu behandeln seien (Koordinierung der Wechselkurspolitik gegenüber dem Dollar, Europäischer Währungsfonds und Koordinierung der Geldpolitik) und meint, dass sich ein Prioritätenproblem stelle, sofern die Zentralbankpräsidenten eine eingehende Diskussion der anstehenden Fragen zu führen wünschten. Angesichts des vom Europäischen Rat festgelegten Zeitplans müsste wohl dem EWF Priorität eingeräumt werden, dies um so mehr, als die Stellvertreter einer Orientierung für ihre Arbeiten bedürften. Die Zentralbankpräsidenten müssten insbesondere für den EWF klären, wie weit sie gehen und welche Grenzen sie nicht überschreiten wollen.

Der Vorsitzende stellt das Einverständnis des Ausschusses mit dem Vorschlag von Herrn de la Genière fest, den Arbeiten im Zusammenhang mit dem EWF Vorrang einzuräumen und die ersten Aussprachen der Zentralbankpräsidenten sorgfältig vorzubereiten.

Herr Ortoli verweist darauf, dass der Ausschuss, wie bereits geplant, eine oder mehrere seiner monatlichen Sitzungen bis 16.00 oder 16.30 Uhr ausdehnen könnte, um die Fülle der Arbeiten in den nächsten Monaten zu bewältigen.

Der Vorsitzende macht vor Schluss der Sitzung den Ausschuss darauf aufmerksam, dass die Gouverneure zum letzten Mal Herrn Emminger in ihrer Mitte haben. Seit der Gründung des Ausschusses im Jahr 1964 habe Herr Emminger ständig und aktiv an den Sitzungen teilgenommen; zunächst als Stellvertreter der Herren Blessing und Klasen und danach als Präsident der Deutschen Bundesbank habe er immer ein grosses Interesse am Ausbau der währungspolitischen Zusammenarbeit - sowohl innerhalb der EWG als auch weltweit - an den Tag gelegt und mit für seine Kollegen bewundernswerter Kompetenz und Geschicklichkeit zu den Lösungen beigetragen, die in fünfzehn ereignisreichen Jahren gefunden wurden. Die Gouverneure hätten die Offenheit geschätzt, mit der Herr Emminger stets seine Ansichten vorgetragen habe, auch wenn diese zuweilen unbequem waren, und sie seien der Ansicht, dass es sich hierbei um ein gutes Beispiel fruchtbarer Zusammenarbeit im Ausschuss handle. Der Vorsitzende bringt Herrn Emminger gegenüber für die kommenden Jahre die besten Wünsche des Ausschusses zum Ausdruck und versichert ihm, wie sehr seine Kollegen seinen Weggang bedauern.

Herr Emminger dankt dem Vorsitzenden für seine liebenswerten Worte und erinnert daran, dass er sogar vor der Einsetzung des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten an dessen Mandat oder Statuten mitgearbeitet habe. Herr Emminger räumt ein, dass er nicht immer ein bequemes Ausschussmitglied war, jedoch stets bemüht gewesen sei, sowohl im persönlichen Kontakt als auch auf institutioneller Ebene als Vertreter der Deutschen Bundesbank in bester Weise zusammenzuarbeiten. Er fügt hinzu, dass er die während der Ausschusdiskussionen gesammelten Erfahrungen und Kenntnisse als sehr wertvoll empfunden habe und stets um ein fruchtbares Verhältnis zwischen der deutschen Währungspolitik und den gemeinschaftlichen Integrationserfordernissen bemüht gewesen sei. Herr Emminger spricht den Zentralbankpräsidenten seinen aufrichtigen Dank für all das aus, was sie ihm in diesen vergangenen fünfzehn Jahren gegeben haben.

Der Vorsitzende erklärt, dass die Umstände es verhindert haben, dass der Ausschuss Herrn Baffi seinen Dank ausgesprochen habe, der im vergangenen Oktober aus der Banca d'Italia ausgeschieden sei und der, wie Herr Emminger, dem Ausschuss seit seiner Gründung angehörte. Er werde Herrn Baffi in einem Schreiben die Wertschätzung der Zentralbankpräsidenten für dessen bedeutenden und ausgezeichneten Beitrag zu den Arbeiten des Ausschusses zum Ausdruck bringen.

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

---

NOVEMBER 1979

---

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

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Im Rampenlicht des Geschehens an den internationalen Devisenmärkten stand im November einmal mehr der US-Dollar. Sein Wechselkurs wurde in diesem Monat aber weniger durch fundamentale ökonomische Faktoren, als vielmehr durch die krisenhafte Entwicklung der politischen und wirtschaftlichen Beziehungen zwischen den USA und dem Iran im Gefolge der Geiselnahme amerikanischer Botschaftsangehöriger in Teheran beeinflusst. Angesichts der Brisanz der Lage reagierten die Devisenmärkte jedoch, alles in allem genommen, besonnen. Bis zu einem gewissen Grade mag hierzu die weitverbreitete Unsicherheit über die weitere Entwicklung beigetragen haben; sie wirkte offenbar dem Eingehen grösserer "short positions" in US-Dollar entgegen. Negativ wirkte sich auf die Kursentwicklung des US-Dollar im Verlaufe des November aber auch aus, dass es bei den Dollarzinsen zunächst zu einem Stillstand der Aufwärtsentwicklung und später sogar zu einer gewissen Umkehr der Zinsentwicklung kam. Obwohl der Zinsrückgang im wesentlichen mit einer abnehmenden Kreditnachfrage in den USA zusammenhing, kamen aus den Devisenmärkten Befürchtungen auf,

---

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

die Inflationsbekämpfung in Amerika könne weniger dezidiert verfolgt werden. Hinzu kam, dass im November einige ausseramerikanische Notenbanken ihre Leitzinsen anhoben und sich somit das Zinsgefälle auch von dieser Seite her zuungunsten des US-Dollars verschob. Ende November lag daher der Kurs des Dollars gegenüber den meisten anderen Währungen wieder auf jenem vergleichsweise niedrigen Niveau, das er kurz vor den am 6. Oktober 1979 veröffentlichten kreditpolitischen Beschlüssen der amerikanischen Währungsbehörden aufgewiesen hatte.

Besondere Beachtung verdient auch die Entwicklung der Wechselkurse einiger Währungen des Europäischen Währungssystems. Zwar kam es im November zu keinen ausgeprägten Spannungen im Wechselkursgefüge, doch zeichneten sich deutlich Veränderungen bei den Divergenzindikatoren verschiedener Partnerwährungen ab. Sie widerspiegelten die Tatsache, dass sich die effektive Abweichungsspanne zwischen der jeweils schwächsten und stärksten Währung, die Anfang November bei rund 1 3/4% gelegen hatte, bis zum Monatsende auf rund 2% ausweitete. Dabei haben sich die D-Mark und der französische Franken relativ stark befestigt, während die dänische Krone und die italienische Lira schwächer wurden. Diese Entwicklung kulminierte am 30. November 1979 in der Abwertung der dänischen Krone gegenüber den anderen Währungen des Europäischen Währungssystems um knapp 5%.

Im November überschritt keine der EWS-Währungen ihre obere oder untere Abweichungsschwelle.

Im einzelnen betrachtet blieb der belgische Franken auch im November schwächste Währung im EWS; er büsste im Verlaufe des Monats kontinuierlich an Wert ein, so dass kurz vor dem Monatsende seine Abweichung nur noch 10% Punkte von der unteren Schwelle entfernt war. Während die belgische Notenbank bis zum 29. November an den Interventionspunkten nicht einzugreifen brauchte und überdies in der Lage war, unter Verwendung von D-Mark, die öffentliche Stellen am Kapitalmarkt aufgenommen hatten, ihre Verbindlichkeiten gegenüber dem EFWZ zu reduzieren, geriet die belgische Währung am Monatsultimo, dem Tage des Realignment, gegenüber der dänischen Krone an ihren unteren Interventionspunkt. Dies löste Pflichtinterventionen sowohl der belgischen als auch der dänischen Notenbank aus.

Die dänische Krone stand im Berichtsmonat gelegentlich unter Druck. Die Schwankungsbreite ihres Wechselkurses gegenüber den anderen EWS-Währungen lag bei etwa 1,3%. Im Zuge von Abwertungsspekulationen pendelte die dänische Krone im Paritygrid zwischen dem ersten und dem vierten Platz; nach der Leitkursänderung rückte sie dann freilich wieder an die erste Stelle.

Die D-Mark befestigte ihre Stellung im EWS, insbesondere in der zweiten Novemberhälfte. Hatte die D-Mark zu Beginn des Monats im Währungsband noch an vierter Stelle gelegen, so rückte sie zum Monatsende auf den zweiten Platz vor; ihr Divergenzindikator erhöhte sich von 4% auf 25%. Die zum 1. November beschlossene Erhöhung des Diskontsatzes von 5% auf 6% und des Lombardsatzes von 6% auf 7% und die gleichzeitig vorgenommene Erhöhung der Refinanzierungsmöglichkeiten der Kreditinstitute bei der Bundesbank um annähernd DM 5 Mrd. spielte dabei keine besondere Rolle. Tatsächlich war es die Politik der Bundesbank, die Leitzinsen an die Märktsätze heranzuführen, nicht aber das gesamte Zinsniveau nach oben zu verschieben. Gegenüber dem US-Dollar setzte in der dritten Novemberwoche im Zuge der Irankrise eine Kursbefestigung ein, die am Monatsende zu einem neuen Jahreshöchststand von 1,7300 DM führte - ein Kurs, der vorher nur einmal, am 30. Oktober 1978, überschritten worden war.

Der französische Franken konnte seine Position im EWS weiter befestigen. Hielt er sich schon zu Beginn des Monats November auf dem zweiten Platz, so war er später gelegentlich - in der letzten Novemberwoche sogar beständig -festeste Währung im System. Auch gegenüber dem US-Dollar befestigte sich der französische Franken deutlich, möglicherweise im Zusammenhang mit Nachrichten, dass er zu den vom Iran ausgewählten Währungen gehöre.

Das irische Pfund tendierte im Berichtszeitraum eher etwas zur Schwäche, bewegte sich aber im Währungsband unverändert auf Platz fünf. Gegenüber dem US-Dollar konnte es leichte Kursgewinne verbuchen, die aber geringer waren als diejenigen anderer EWS-Währungen. Unter den kurssteuernden Interventionen in Dollar und Pfund Sterling überwogen in diesem Monat mit Abstand die Pfund-Verkäufe.

Der holländische Gulden war bis zum 29. November, dem Tag, an dem die niederländische Notenbank ihre amtlichen Sätze um 1 Prozentpunkt erhöhte

(wobei der Lombardsatz auf 10 1/2% stieg), beständig zweitschwächste Währung. Die Kursveränderungen gegenüber den anderen Partnerwährungen des EWS bewegten sich aber, insgesamt gesehen, in relativ engen Grenzen. Die mit der Erhöhung der amtlichen Sätze einhergehende Verbesserung der Rangstellung im Währungsband von Platz sechs auf Platz vier hielt allerdings nur für einen Tag an; gleich danach glitt der Gulden wieder auf Platz fünf ab.

Die Kurseinbussen der Lira setzten sich Anfang November zunächst nur langsam fort, nahmen dann aber rasch grösseres Ausmass an mit der Folge, dass die Lira von der Position der stärksten Währung im EWS auf den vorletzten Platz fiel. Interventionen fanden im Berichtszeitraum allerdings nicht statt.

Bei der Kursentwicklung des englischen Pfundes ging es im November recht bewegt zu, was die Bank von England veranlasste aktiv in beiden Richtungen am Markt zu intervenieren. Während die britische Valuta in der ersten Novemberhälfte im Anschluss an die vollständige Aufhebung der Devisenkontrolle zunächst stärkere Einbussen ihres Aussenwertes hinnehmen musste, befestigte sie sich dann im Gefolge der Erhöhung der "Minimum lending rate" am 15. November 1979 von 14% auf 17% und der Krise im Iran sprunghaft und setzte die Aufwärtsbewegung bis zum Monatsende fort. Sowohl gegenüber den EWS-Währungen, als auch gegenüber dem US-Dollar verzeichnete das Pfund starke Kursverbesserungen. Die Kursbefestigung gegenüber dem Durchschnitt der EWS-Währungen und dem US-Dollar betrug ungefähr 2 1/2 bzw. rund 5%.

Mit der Erhöhung des Leitzinses gewann das Pfund in der internationalen Zinsskala wieder jene Spitzenposition zurück, die es für einige Zeit an den US-Dollar abgegeben hatte.

Der kanadische Dollar verzeichnete eine erhebliche Befestigung, hervorgerufen durch die Verbesserung der Handelsbilanz und der Preisentwicklung sowie die im Vergleich zu der Entwicklung in Kanada rückläufigen Zinsen in den USA. Vorteilhaft wirkte sich auch weiterhin die verhältnismässig günstige Energieposition Kanadas aus.

Neuerliche ausgeprägte Kursabschwächungen musste der Yen hinnehmen; gegenüber US-Dollar und D-Mark erreichte er neue Tiefststände. Weder die Diskontsatzserhöhung von 5 1/4% auf 6 1/4% am 2. November noch massive Dollarverkäufe der Bank von Japan oder gar die Unruhe um den US-Dollar

vermochten einen weiteren Kursverfall der japanischen Valuta aufzuhalten. Der wichtigste Grund für die anhaltende Abschwächung des Yen dürfte die im Zuge der weltpolitischen Ereignisse abermals ins Bewusstsein gerufene Abhängigkeit der japanischen Wirtschaft von Oeleinfuhren gewesen sein.

Eine erstaunliche Entwicklung nahm der Kurs des Schweizer Frankens. Obwohl die schweizerische Nationalbank am 5. November ihre amtlichen Sätze um einen Prozentpunkt erhöhte (wobei der Diskontsatz auf 2% und der Lombardsatz auf 3% heraufgesetzt wurde) und die Negativzinsen auf Frankenguthaben reduziert wurden, blieb eine verstärkte internationale Nachfrage nach Franken aus, vor allem wohl wegen des niedrigen Zinsniveau in der Schweiz, das aber Kapitalabflüsse begünstigte. Da es offenbar auch nicht zu grösseren, aus der weltpolitischen Situation resultierenden Umschichtungen von US-Dollar in Schweizer Franken kam, gewann der Franken gegenüber dem US-Dollar wenig an Wert. In der Folge schwächte sich die schweizerische Valuta gegenüber der D-Mark relativ stark ab, und entfernte sich damit weiter von dem zuvor lange Zeit gewohnten Kursverhältnis von 0,9 Franken für 1 D-Mark. Gerüchte über eine baldige Aussetzung der Negativzinsen in der Schweiz führten zum Monatsende zu einer deutlichen Erholung des Schweizer Frankens, so dass der Wechselkurs des Schweizer Frankens nicht wesentlich beeinflusst wurde, als am 30. November tatsächlich die Aussetzung bekanntgegeben wurde.

Die schwedische Krone schwächte sich effektiv um ein halbes Prozent ab. Am 23. November wurden einige geldpolitische Massnahmen ergriffen, die eine Erhöhung des Diskontsatzes von 8% auf ein neues Rekordniveau von 9% einschlossen.

In Reaktion auf anhaltende Kursverluste der norwegischen Krone erhöhte die norwegische Notenbank am 30. November ihren Diskontsatz von 7% auf 9%, den höchsten bisher in Norwegen erreichten Satz; daneben wurden auch die Marktzinssätze angehoben. Besonders deutlich schwächte sich die norwegische Währung zum Beispiel gegenüber der D-Mark und dem Pfund Sterling ab: der Wertverlust betrug 3,4% bzw. 4,7%.

## II. DIE INTERVENTIONEN IN US-DOLLAR

Netto betrachtet verkauften die an der Konzertation beteiligten Notenbanken im November 3,6 Mrd. US-Dollar verglichen mit 3,1 Mrd. US-Dollar im Vormonat. Dabei dominierten die Dollarabgaben der Bank von Japan, die den vorstehend erwähnten Betrag überstiegen.

Die Bank von England und im entsprechenden Verhältnis die Nationalbank von Dänemark intervenierten ebenfalls aktiv, jedoch in beiden Richtungen, so dass der Nettosaldo relativ unbedeutend ausfiel. Die Schwedische Reichsbank gab für nicht unbeträchtliche Beträge Dollar in den Markt.

Die Federal Reserve Bank schliesslich intervenierte nur mit einigen gerinfügigen Dollarkäufen gegen D-Mark.

Unter der Swaptransaktionen mit heimischen Kreditinstituten sind insbesondere diejenigen der Deutschen Bundesbank und der Schweizerischen Nationalbank zu erwähnen. Zur kurzfristigen Steuerung des Geldmarktes kaufte die Deutsche Bundesbank im November D-Mark per Kasse im Gegenwert von rd. 2,5 Mrd. US-Dollar (Netto), während die Schweizerische Nationalbank - ebenfalls zur Beeinflussung des Geldmarktes - per Kasse Schweizer Franken im Gegenwert 0,5 Mrd. US-Dollar (Netto) verkaufte.

## III. INTERVENTIONEN IN EUROPÄISCHEN WÄHRUNGEN

Die Interventionen der EWS-Zentralbanken in EWS-Währungen beliefen sich auf den Gegenwert von rd. 300 Mio. US-Dollar. Sie bestanden zu mehr als zwei Dritteln aus intramarginalen Interventionen. Der grösste Teil hiervon entfiel auf DM-Verkäufe der Niederländischen Bank, die überwiegend von der Deutschen Bundesbank gegen US-Dollar zur Verfügung gestellt wurden. Weitere intramarginale Interventionen wurden von der Dänischen Nationalbank und der Belgischen Nationalbank vorgenommen, die D-Mark bzw. französische Franken verkauften.

Obligatorische Interventionen fanden erst nach der Abwertung der dänischen Krone statt. Sie beliefen sich auf den Gegenwert von rd. 70 Mio. US-Dollar und bestanden in Käufen von belgischen Franken gegen dänischen Kronen.

Die Schweizer Nationalbank verkaufte 735 Mio. DM per Termin, wobei sie der Schwäche des Schweizer Frankens entgegenwirkte und Terminforderungen verwandte, die im Zusammenhang mit den in früheren Jahren von schweizerischen

Banken an deutsche öffentliche Stellen gewährten (und über die Notenbank kursgesicherten) DM-Krediten entstanden waren.

\* \* \*

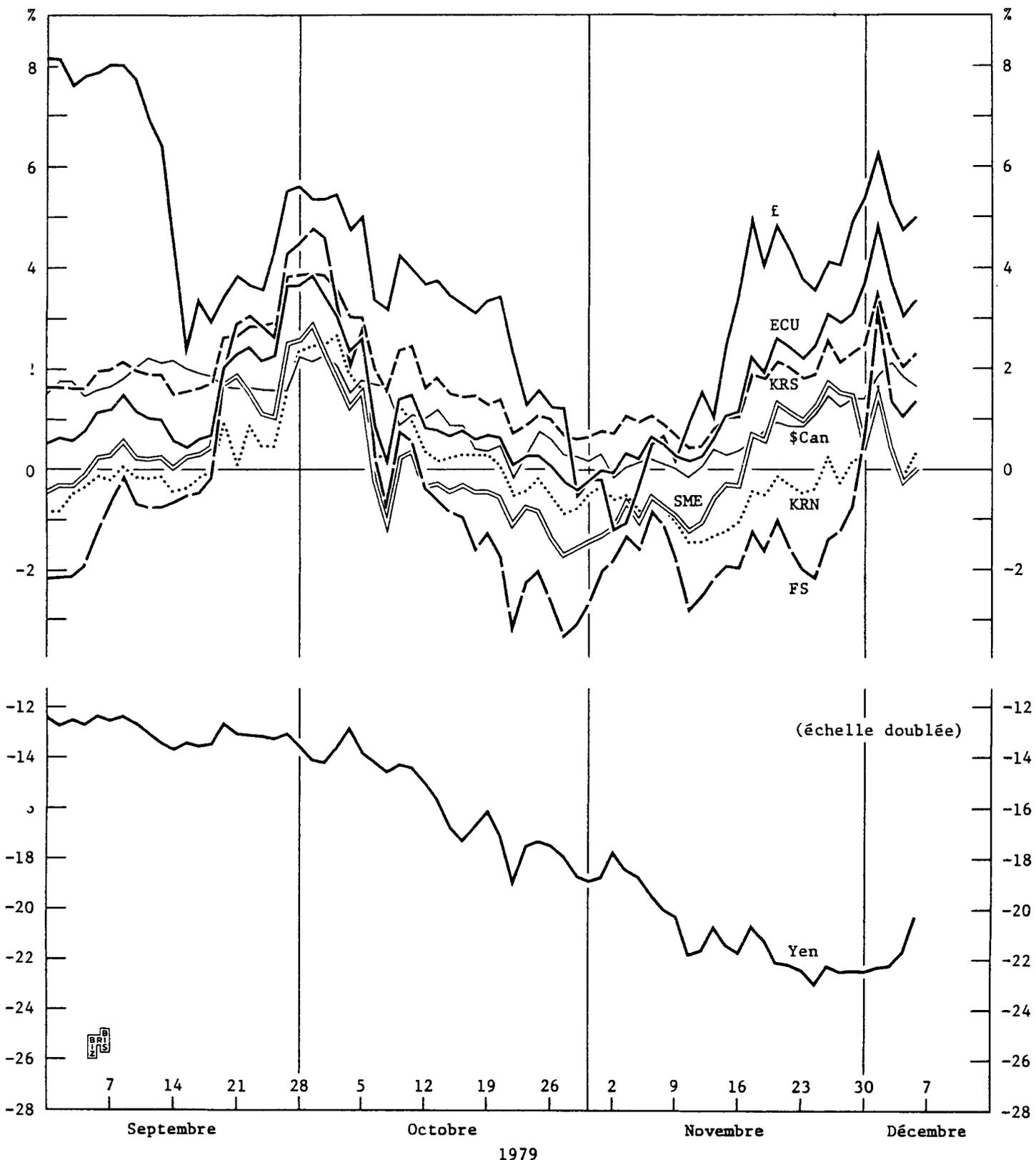
In der ersten Dezemberwoche gab der Dollar zwar zunächst nochmals stärker nach, konnte sich dann aber in den folgenden Tagen deutlich befestigen ; Interventionen spielten dabei nur eine relativ bescheidene Rolle, entscheidend war vielmehr eine Belebung der kommerziellen Nachfrage. Der Kursanstieg des Dollars betrug rund 1,4% gegenüber allen EWS-Währungen mit Ausnahme des Guldens und der italiensichen Lira, gegenüber denen sich eine Befestigung von weniger als 3/4% ergab. Die dänische Krone blieb die stärkste, der belgische Franken die schwächste Währung innerhalb des EWS. Unter den übrigen EWS-Währungen gab es dagegen gewisse Verschiebungen: die D-Mark schwächte sich etwas ab, wohingegen sich besonders der holländische Gulden und die italienische Lira befestigen konnten. Kursstärkend wirkte sich beim Gulden der Umstand aus, dass sich die Zinsen im Gefolge einer restriktiveren Geldmarktpolitik der Behörden kräftig erhöhten. Die Kräftigung der italienischen Lira wurde vor allem von der Erhöhung des Diskontsatzes der Banca d'Italia von 12% p.a. auf 15% p.a. mit Wirkung vom 6. Dezember 1979 bewirkt.

Die schwache Position des belgischen Frankens gegenüber der dänischen Krone führte wiederholt zum Anstossen der beiden Währungen an ihre gegenseitigen Interventionspunkte. Im Laufe der ersten Dezemberwoche kam es dadurch zu obligatorischen Stützungsoperationen zugunsten des belgischen Frankens. Darüberhinaus intervenierte die Belgische Nationalbank zur Stützung des belgischen Frankens in US-Dollar sowie intramarginal in französischen Franken.

Ausgesprochen fest tendierte der japanische Yen. Sein Dollarkurs konnte sich von rd. 250 Yen auf rd. 240 Yen verbessern; möglicherweise hängt dies damit zusammen, dass die Diskonterhöhung und die administrativen Massnahmen der japanischen Währungsbehörden ihre Wirkung erst mit einem gewissen "time-lag" entfalten.

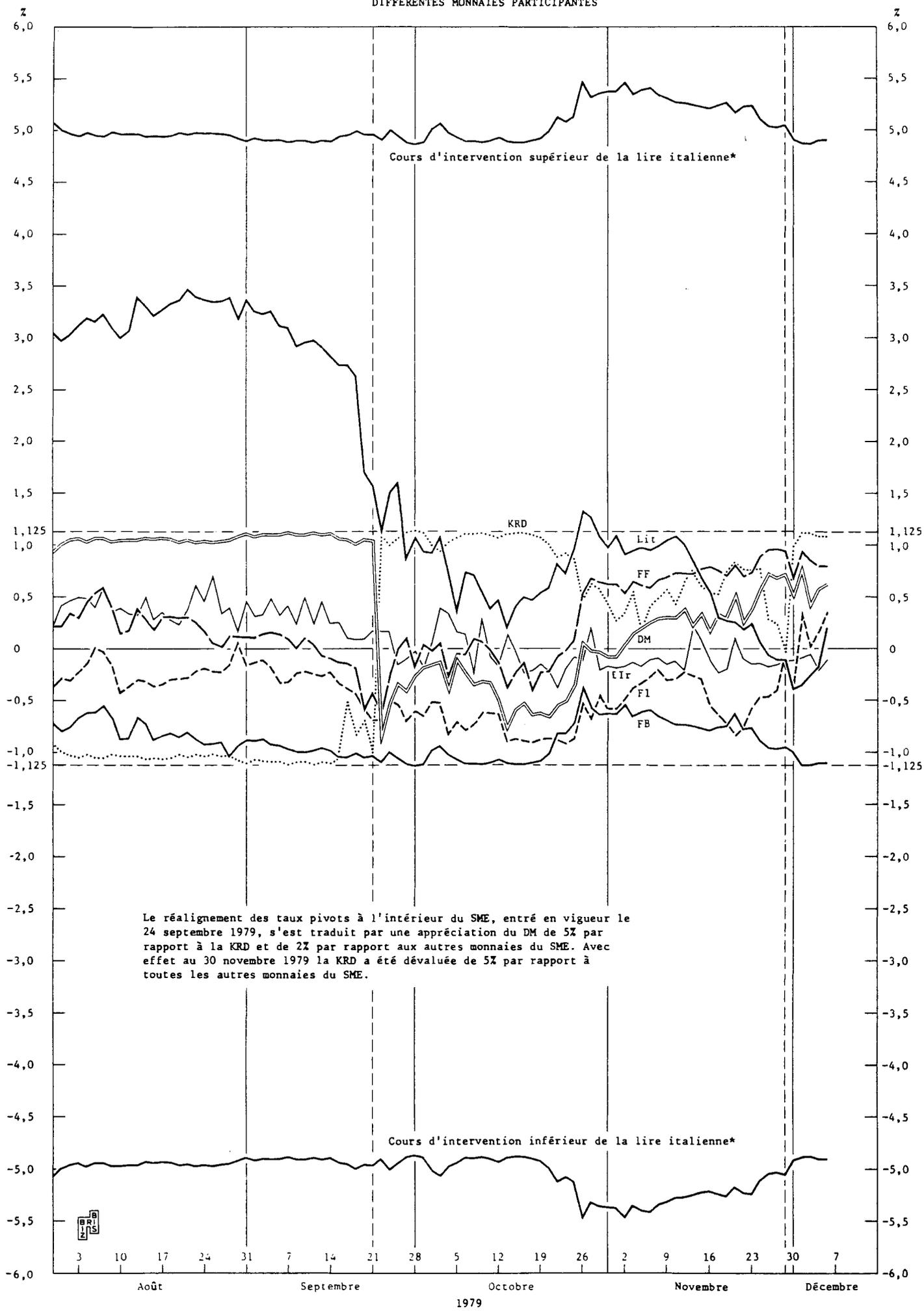
Auch der Schweizer Franken befestigte sich gegen die meisten Währungen, teilweise wohl hervorgerufen durch die Aussetzung der Negativzinsregelung für Guthaben im Besitz von Gebietsfremden.

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\*



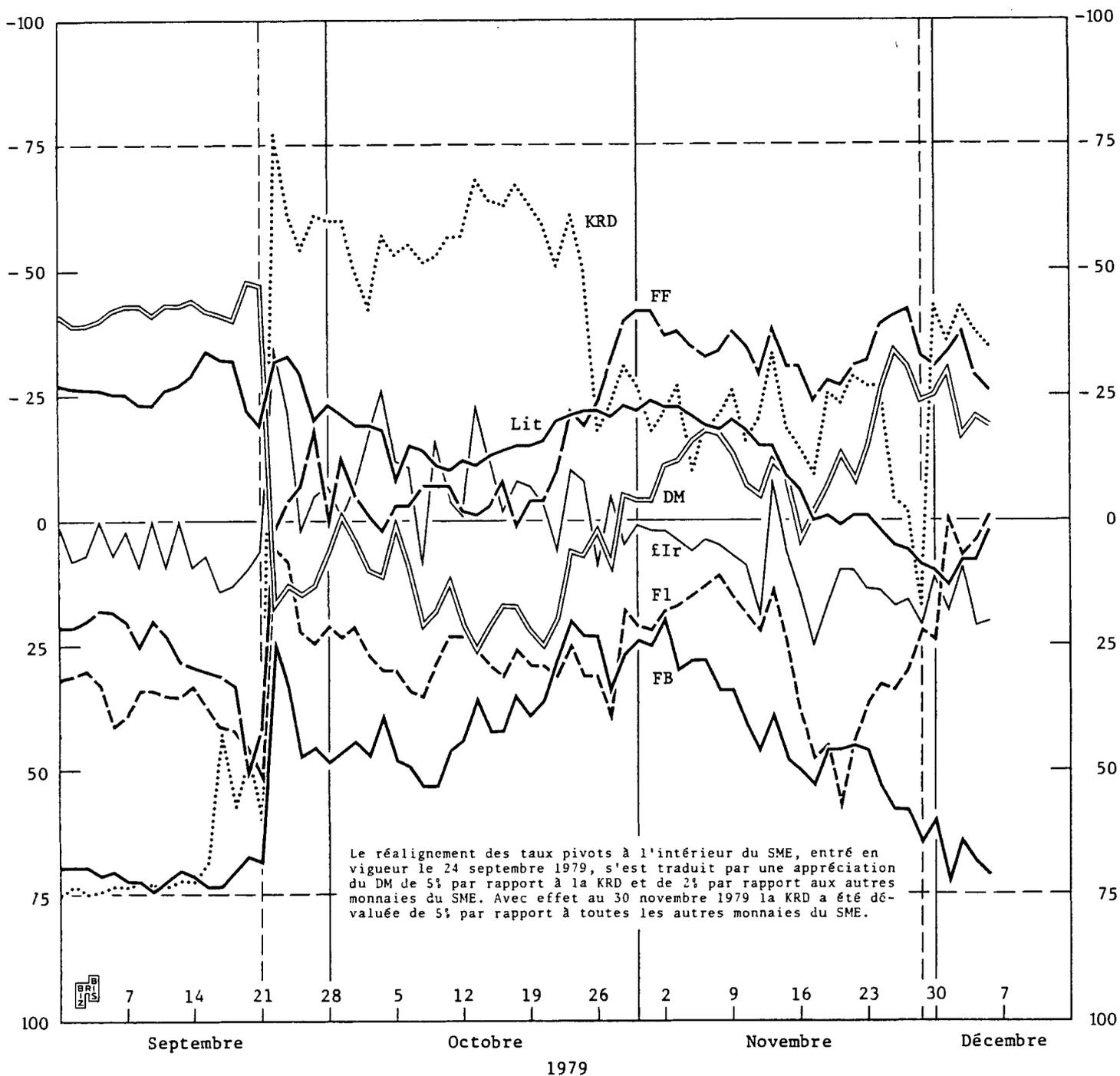
\*ECU 1,37773; cours médian des monnaies participant au SME 1,3806;  
£ 0,48040; \$Can 1,18652; FS 1,6215; KRS 4,2850; KRN 4,9910; Yen 193,30.

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



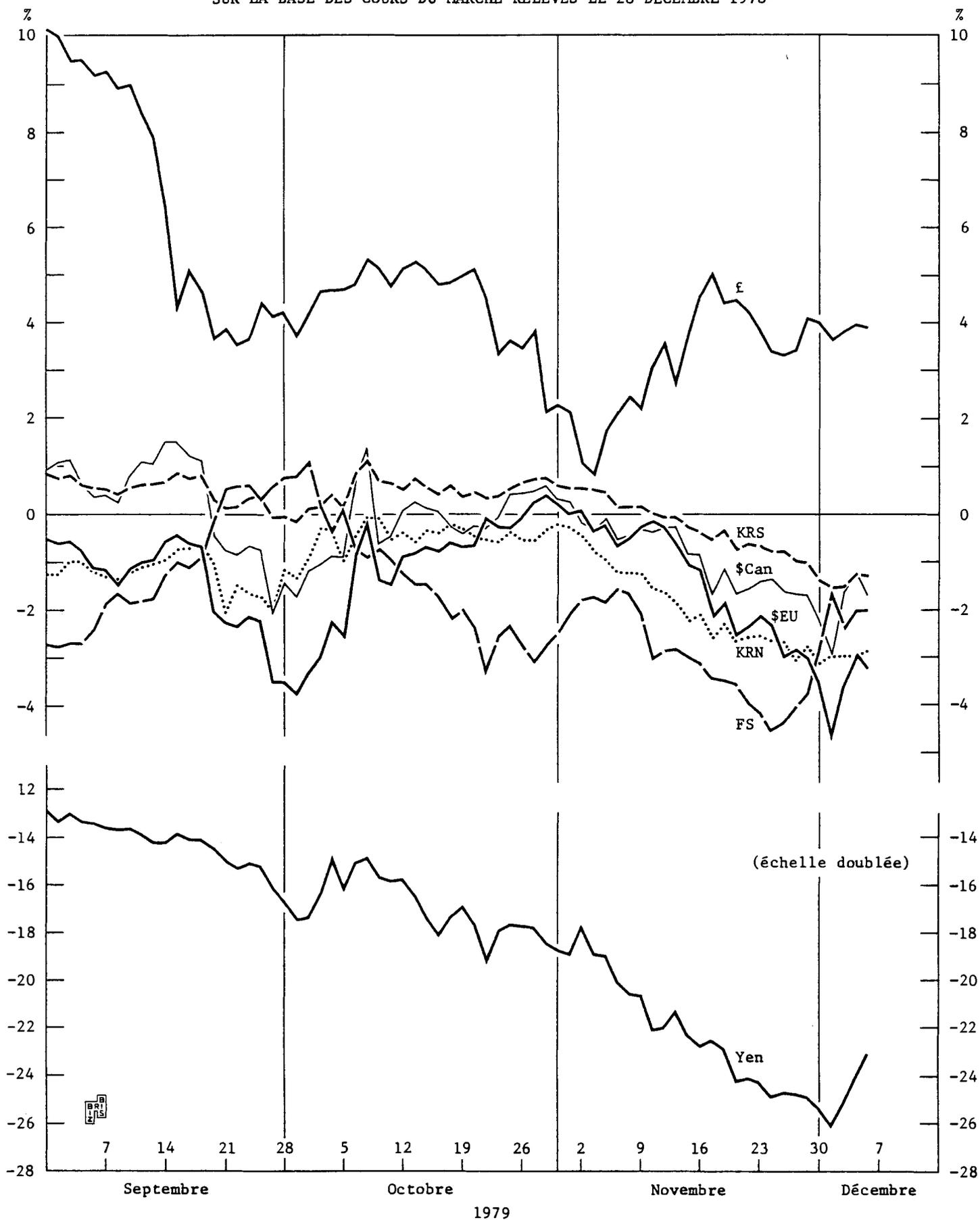
\* Les cours d'intervention supérieur et inférieur de la lire italienne représentent l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible respectivement la plus forte dans la bande de fluctuation étroite de + 2,25%.

## 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.

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 décembre 1979/MED