

PROTOKOLL* DER
EINHUNDERTSECHSUNDDREISSIGSTEN SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER
PRAESIDENTEN DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN DER
EUROPAEISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT
BASEL, DIENSTAG, 10. JULI 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 Vizepräsident der Deutschen Bundesbank, Herr Pöhl, begleitet von den Herren Gleske und Schlüter; der Gouverneur der Central Bank of Ireland, Herr Murray, begleitet von Herrn Breen; der Gouverneur der Banca d'Italia, Herr Baffi, begleitet von den Herren Sarcinelli und Magnifico; der Präsident der Nederlandsche Bank, Herr Zijlstra, begleitet von den Herren Szász und Timmerman; der Gouverneur der Bank of England, Herr Richardson, begleitet von den Herren McMahon und Balfour; zugegen sind ferner der Generaldirektor für Wirtschaft und Finanzen der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Herr Padoa-Schioppa, begleitet von den Herren Boyer de la Giroday und Kees; der Kommissar für die Bankenaufsicht des Grossherzogtums Luxemburg, Herr Jaans; die Vorsitzenden der Expertengruppen, die Herren Heyvaert und Bastiaanse. Ebenfalls anwesend sind der Generalsekretär des Ausschusses, Herr Schleiminger, sein Beigeordneter, Herr Bascoul, Herr Scheller und Herr Mortby sowie die Herren Lamfalussy und Dagassan.

Der Vorsitzende gibt bekannt, Herr Ortoli habe ihn wissen lassen, dass er an der heutigen Sitzung nicht teilnehmen könne; er werde durch Herrn Padoa-Schioppa, dem Nachfolger von Herrn Mosca als Generaldirektor für Wirtschaft und Finanzen der Kommission, vertreten. Der Vorsitzende heisst Herrn Padoa Schioppa herzlich willkommen.

* Endgültige, in der Sitzung vom 11. September 1979 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige Aenderungen redaktioneller Art aufweist.

I. Billigung des Protokolls der 135. Sitzung

Der Ausschuss billigt das Protokoll der 135. Sitzung einstimmig in der Fassung des Entwurfs, vorbehaltlich zweier Aenderungen redaktioneller Art im Zusammenhang mit den Interventionen der Herren Heyvaert (Seite 2), Murray (Seite 10) und Emminger (Seite 12); alle drei Aenderungen werden in den endgültigen Text eingefügt.

II. Entwicklung der Devisenmärkte der an der Konzertation beteiligten Länder im Juni und in den ersten Julitagen 1979

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

Herr Heyvaert fasst kurz die wesentlichen Punkte des dem Protokoll beigefügten Berichts zusammen und kommentiert sie; er weist ferner darauf hin, dass die Teilnehmer an der heutigen Sitzung neben den zwei üblichen Tabellen über alle im Monat Juni bzw. im ersten Halbjahr 1979 von den Konzertationsteilnehmern getätigten Geschäfte drei neue Tabellen für den Monat Juni erhalten haben:

- Die erste Tabelle zeigt die Dollar-Bruttointerventionen (Käufe und Verkäufe) eines jeden Konzertationsteilnehmers.
- Die zweite Tabelle gliedert die Interventionen in Gemeinschaftswährungen im Rahmen des EWS nach Interventionen an den Interventionspunkten und solchen innerhalb der Marge auf und zeigt die verschiedenen Finanzierungsmodalitäten.
- Die dritte Tabelle zeigt auf, in welcher Höhe Gemeinschaftswährungen bei Interventionen gegen Dollar oder gegen europäische Währungen verwandt wurden.

Diese Tabellen lassen insbesondere folgende Entwicklungen erkennen:

- Der Nettoerwerb von US-Dollar durch die Gesamtheit der EWG-Zentralbanken erreichte im Juni einen ungefähr gleich hohen Betrag wie die im Rahmen des EWS angefallenen Interventionen in Gemeinschaftswährungen (ungefähr US-\$ 1,5 Mrd.).
- Letztere Interventionen setzen sich zu gleichen Teilen aus Interventionen an den Interventionspunkten und solchen innerhalb der Margen zusammen und wurden in recht unterschiedlicher Weise finanziert.

Der Vorsitzende dankt Herrn Heyvaert für seinen klaren Bericht und die neue Dokumentation, die er mit den drei Tabellen vorgelegt hat. Das Ganze stelle eine ausgezeichnete Synthese der Ereignisse auf den Devisenmärkten dar. Der Vorsitzende stellt fest, dass der Ausschuss mit der Fassung des Berichts an die Finanzminister der EG-Länder einverstanden ist.

B. Prüfung des Funktionierens der innergemeinschaftlichen Konzertation

Der Vorsitzende schlägt vor, dass der Ausschuss in Ermangelung von spezifischen Bemerkungen der Zentralbankpräsidenten zur Interventionspolitik seinen gewohnten Gedankenaustausch über das Funktionieren der innergemeinschaftlichen Konzertation im Zusammenhang mit Punkt III der Tagesordnung nach den Exposés der Herren Lamfalussy und Théron vornimmt; Herr Théron wird die Resultate vortragen, die sich bei der Sitzung der Stellvertreter vom 9. Juli 1979 ergeben haben.

III. Gedankenaustausch über die Koordinierung der Geldpolitik in den EWG-Ländern unter besonderer Berücksichtigung der Zinspolitik

A. Vortrag von Herrn Lamfalussy

Herr Lamfalussy weist einleitend darauf hin, dass er drei Tabellen vorbereiten liess, die für die EWG- und einige andere Industrieländer die Entwicklung der kurz- und langfristigen nationalen Zinssätze, der Euromarktsätze und der Grosshandels- und Verbraucherpreise zeigen.

Wie aus diesen Tabellen hervorgehe, zeigten die Zinssätze mit Ausnahme derjenigen in den Vereinigten Staaten und in der Schweiz allorts eine steigende Tendenz, die sich anscheinend beschleunige. Dagegen seien die Motive für die Politik der Zinserhöhung von Land zu Land verschieden: sie seien ausschliesslich aussenwirtschaftlicher Art in Belgien und Dänemark, während sie in anderen Ländern mehr binnenwirtschaftlicher Natur seien, nämlich die Ueberhitzung der Konjunktur (z.B. in Deutschland) oder ausschliesslich die Preissteigerungstendenzen (z.B. in Grossbritannien).

Die Zinserhöhungen forderten zwei Fragen heraus:

- Ist die Zinneskalade in den meisten Industrieländern gerechtfertigt?

- Welche Konsequenzen haben die Unterschiede im Verhalten und in den Motiven der einzelnen Länder?

Hinsichtlich der ersten Frage sei festzustellen, dass das Wiederaufleben der Inflation (insbesondere auf der Grosshandelsstufe) eine gewisse Zinserhöhung rechtfertige; diese sei aber vielleicht schon zu stark und würde in jedem Falle eine Rosskur bedeuten, wenn die Zinseskalade anhalte. Die Inflationsbeschleunigung könne nämlich nicht wie 1973/74 einer zu laschen Geldpolitik angelastet werden, sondern gehe in grossem Umfang auf die brutale Verteuerung des Erdöls, anderer Rohstoffe und der Agrarprodukte zurück. Diese Verteuerung resultiere aber nicht aus einem Nachfrageüberhang, sondern aus einem Angebotsknick bzw. aus Aenderungen in den Klimabedingungen. Selbst unter diesen Umständen könne zwar eine restriktive Geldpolitik von heilsamer Wirkung auf internationaler Ebene sein, indem sie eine Rezession hervorrufen und damit die Verschlechterung der Terms of trade, die die westlichen Länder infolge der Oelverteuerung erleiden würden, mildern oder annullieren würde. Eine solche Politik sei aber nicht die geeignetste. Man könne nämlich argumentieren, dass bei einem Angebotsknick die Anpassungsanstrengungen auf dem Gebiete der Einkommen und nicht durch eine Drosselung der Konjunktur erfolgen sollten. Eine restriktive Geldpolitik sei daher zu einem gewissen Grade gerechtfertigt, doch sei die augenblickliche Stärke der Zinserhöhungen nicht angebracht.

Zur zweiten Frage sei gesagt, dass es an ein Wunder grenzen würde, wenn die so komplexen und je nach Land so unterschiedlich motivierten wirtschaftspolitischen Bestrebungen ein kohärentes und konfliktfreies Ganzes ergeben würden. Anomalien seien daher ganz natürlich; die zwei wichtigsten seien:

- die Unterschiede in der Entwicklung der Zinssätze zwischen den Vereinigten Staaten und einigen europäischen Ländern;
- die Unterschiede innerhalb der EWG.

Vergleiche man die Euromarktsätze, stelle man fest, dass das Zinsgefälle zwischen dem US-Dollar und der DM von 8 Punkten Ende Dezember 1978 auf 4 Punkte Anfang Juli 1979 gefallen sei. Gleichzeitig habe sich der negative Zinsunterschied gegenüber den anderen europäischen Währungen, insbesondere dem Pfund Sterling, noch verstärkt. Diese Bewegungen können aber kaum durch unterschiedliche Inflationsraten begründet werden. Die Erhöhung der Verbraucherpreise beschleunige sich überall, und bei den

Grosshandelspreisen sei z.B. der Anstieg in den Vereinigten Staaten deutlich kräftiger als in Grossbritannien.

Innerhalb der Gemeinschaft beständen bedeutende Zinsunterschiede von 2 bis 5 Prozentpunkten zwischen Belgien, Dänemark und den Niederlanden einerseits und Deutschland andererseits, die ebenfalls nicht durch die Lage an der Preisfront gerechtfertigt seien.

Abschliessend könne gesagt werden, dass die augenblicklichen Zinspolitiken kaum mit dem Ziel der Wechselkursstabilität vereinbar seien; wenn sie fortgesetzt würden, wäre eine Anpassung der Paritäten und/oder eine beträchtliche Erhöhung der Interventionen auf den Devisenmärkten notwendig.

B. Vortrag von Herrn Théron

Herr Théron führt aus, die Stellvertreter hätten bei ihrem Gedankenaustausch über die Wechselkurs- und Zinspolitik festgestellt, dass alle EWG-Länder mehr und mehr dazu neigten, den Ereignissen weitgehend zuvorzukommen, anstatt sie zu korrigieren. Diese Neigung komme der Interventionspolitik in folgendem zum Ausdruck:

- Die intramarginalen Interventionen seien deutlich angestiegen.
- Von der sehr kurzfristigen Finanzierung im Rahmen des EFW mache man in relativ beschränktem Masse Gebrauch und ziehe es stattdessen vor, die Schulden aus Interventionen sofort zu begleichen, wobei hierfür auf die eigenen Reserven zurückgegriffen würde, die ihrerseits gelegentlich aus dem Erlös aus Kreditaufnahmen im Ausland gespeist würden.

Bei der Zinspolitik zeige sich dieselbe Wachsamkeit: eine Reihe von Ländern, deren Währung als schwach angesehen würde, zögerten nicht, energisch und rasch ihre Zinssätze zu erhöhen, um Reserveabflüsse zu vermeiden. In einigen Ländern traten diese Massnahmen in Konflikt mit binnenwirtschaftlichen Zielsetzungen. Der allgemeine Eindruck sei, dass es für die augenblicklichen Politiken vom nationalen Standpunkt aus gesehen zwar stichhaltige Motive gebe, die derzeitigen Zinspolitiken der Mitgliedsländer aber in gewisser Weise inkompatibel seien.

C. Aussprache des Ausschusses

Herr Hoffmeyer macht die folgenden drei Bemerkungen:

- Hinsichtlich der Gefahr einer exzessiven Reaktion der Geldpolitik sei zu sagen, dass sich in Dänemark zusätzlich zu der Erhöhung der Erdöl- und Rohstoffpreise der inflationäre Druck binnenwirtschaftlichen Ursprungs verstärkte. Dieser letztere Umstand habe mit dazu beigetragen, dass die dänischen Behörden eine Verschärfung ihrer Geldpolitik beschlossen.
- Im Rahmen des EWS spiele Dänemark eine passive Rolle, da die schwache Aussenposition diesem Lande keinen Spielraum in der Zinspolitik lasse.
- Die Analyse von Herrn Lamfalussy messe den Zinssätzen und den Inflationsraten zu grosse Bedeutung zu und abstrahiere von den anderen Faktoren, die Einfluss auf den Devisenmarkt hätten. Diese Faktoren könnten grundlegende Gegebenheiten und insbesondere Erwartungen hinsichtlich einer Anpassung der Paritäten sein und erklärten weitgehend die derzeitigen Zinsunterschiede. Eine feste Haltung der Währungsbehörden könne aber diese Erwartungen eliminieren und auf den Devisenmärkten das Gleichgewicht wiederherstellen.

Herr Richardson legt die Gründe dar, die für die im Zusammenhang mit der Vorlage des neuen Budgets ergriffenen Massnahmen ursächlich waren. Obwohl die Zuwachsrate von £M3 für das Finanzjahr 1978/79 insgesamt innerhalb der im April 1978 festgelegten Spanne von 8 bis 12% lag, ist dieses Aggregat seit Oktober 1978 mit einer Rate (14%) gewachsen, die oberhalb der Spanne lag, welche die frühere Regierung festgesetzt hatte und von der neuen Regierung als viel zu hoch angesehen wird. Insbesondere die Bankkredite haben zum beschleunigten Wachstum von £M3 beigetragen, selbst wenn man gewisse Verzerrungen berücksichtigt. Auf dem Gebiet der öffentlichen Finanzen stellt man fest, dass der Finanzierungsbedarf der öffentlichen Hand mit Pfund Sterling 9 1/4 Mrd. die Vorausschätzungen überschritten hat und sich im letzten Monat mit einer noch höheren Zuwachsrate entwickelt habe dürfte. Die Transaktionen mit dem Ausland haben dagegen trotz der Stärke des Pfundes leicht kontraktiv auf die Geldmenge gewirkt.

Das neue Budget spiegle die Absicht der Regierung wider, die Wirtschaftspolitik zu ändern; es sehe insbesondere vor,

- dass die Zuwachsrate der öffentlichen Ausgaben, die im letzten Jahr gestiegen ist, beträchtlich beschnitten werde;
- dass die direkte Besteuerung beträchtlich verringert wird und die Mindereinnahmen durch eine Erhöhung der indirekten Steuern ausgeglichen werden.

Die restriktive Ausrichtung der Budget- und Steuerpolitik werde sich jedoch insbesondere deshalb erst nach und nach bemerkbar machen, weil die Erleichterungen bei den direkten Steuern, die für die seit April 1979 erzielten Einkommen gelten würden, sich schneller auswirken würden als die Erhöhung der Mehrwertsteuer.

Die Regierung habe fernerhin einen beträchtlichen Abbau der Devisenkontrollen beschlossen. Hinsichtlich der Geldpolitik sei ein etwas restriktiverer Kurs als notwendig angesehen und eine Zielzone von 7 bis 11% für das Wachstum von fM3 in den kommenden zehn Monaten ab Juni 1979 beschlossen worden. Um dieses Ziel zu erreichen, hätten es die Währungsbehörden als unumgänglich erachtet, die "minimum lending rate" zu erhöhen. Diese Entscheidung sei ausschliesslich binnenwirtschaftlich motiviert gewesen, da es in Ermangelung einer formellen Einkommenspolitik die Geld- und Finanzpolitik sei, die den inflationären Tendenzen, die noch durch die Verlagerung von den direkten zu den indirekten Steuern verstärkt würden, in angemessener Weise entgegenwirken müsse.

Zur Zinspolitik käme noch das System der Sondereinlagen auf die verzinslichen Bankverbindlichkeiten, das den Hang der Banken zur Kreditausweitung in gewissem Masse bremse; die Währungsbehörden ständen jedoch zur Zeit der Notwendigkeit gegenüber, das Wachstum der monetären Aggregate in kürzester Frist zu beschneiden, denn ihre Politik werde nur nach und nach von der Verringerung der öffentlichen Ausgaben unterstützt.

In einer Situation, die durch Preis- und Angebotsprobleme beim Erdöl gekennzeichnet sei, seien in einem erdölproduzierenden Land mit fester Geldpolitik Zielkonflikte unvermeidlich. Die Währungsbehörden sähen jedoch keine Möglichkeit, diese Politik aufzulockern. Die realen Zinssätze seien knapp positiv und selbst wenn die Erhöhung der Mehrwertsteuer nur einen einmaligen Preisschub bedeute, müsse die Inflation bekämpft werden. Die Lockerung der Devisenkontrollen sei erst ein erster Schritt und habe noch keine präzise Auswirkung gehabt.

Man könne hoffen, eine Mässigung des Geldmengenwachstums zu erreichen und dann das Niveau der kurzfristigen Zinsen reduzieren zu können; die langfristigen Zinsen hätten ja bereits etwas nachgegeben.

Herr Richardson schliesst mit der Bemerkung, dass bei der Betrachtung der Dollar/Pfund-Relation das derzeitige Niveau der britischen Zinsen angemessen zu sein scheine, während man dies nicht von den amerikanischen Zinsen sagen könne. Dies führe dazu, die derzeitige Zinspolitik der Vereinigten Staaten als fragwürdig anzusehen.

Herr Pöhl führt aus, dass das Dilemma zwischen aussen- und binnenwirtschaftlichen Zielen, auf das Herr Lamfalussy hingewiesen habe, nicht nur durch die Errichtung des neuen Europäischen Währungssystems, sondern auch durch die im November 1978 beschlossene neue Ausrichtung der amerikanischen Wechselkurspolitik verstärkt worden sei. Für die Beziehungen zwischen dem US-Dollar und der DM resultiere daraus, dass man sich mit umfangreichen Kapitalbewegungen abfinden müsse. So sei nach den umfangreichen Kapitalzuflüssen von Ende 1978 Kapital in vergleichbarer Grössenordnung bis Mitte Juni 1979 abgeflossen. Seitdem scheine sich die Tendenz aber wieder umgekehrt zu haben; die Dollarankäufe hätten einen Gegenwert von DM 7 Mrd. erreicht, und hinzu kämen noch im Rahmen des EWS Käufe von europäischen Währungen in Höhe von DM 4 Mrd.

Der Umfang der Kapitalbewegungen im Rahmen der DM/US-Dollar-Beziehungen zwinge die deutschen Währungsbehörden, Instrumente zu entwickeln bzw. zu verfeinern, mit denen die monetären Effekte der Kapitalströme kompensiert werden können. Als Beispiel seien hier die Offenmarktgeschäfte in Form von Swaps mit den Geschäftsbanken genannt. Man befinde sich jedoch noch in einer Lernphase, da die Rolle der DM als nach dem US-Dollar wichtigste Reservewährung eine Tatsache sei, die noch nicht von allen Leuten erkannt und begriffen worden sei.

Die Verringerung des Zinsgefälles zwischen den Vereinigten Staaten und Deutschland sei im Zuge der Kursbefestigung des US-Dollars eingetreten und stelle nicht die einzige Ursache des erneuten Schwächeanfalls des US-Dollars dar; dieser gehe anscheinend mehr auf andere Faktoren zurück, insbesondere auf die amerikanische Energiepolitik. Es verbleibe aber der Eindruck, dass die amerikanischen Zinssätze im Vergleich mit der Inflationsrate zu niedrig und dementsprechend die realen Zinssätze negativ seien.

Das Dilemma zwischen den Zielen der Geldpolitik und den aussenwirtschaftlichen Rücksichten könne nicht durch eine Politik künstlich niedriger Zinsen gelöst werden. Eine solche Politik sei auch nicht im Interesse der anderen europäischen Länder, da sie die Inflation noch mehr anheizen würde. Im Gegensatz zu einer weit verbreiteten Auffassung sei die derzeitige Geldpolitik in Deutschland auch nicht restriktiv oder antizyklisch; sie ziele vielmehr darauf ab, das Wachstum der Zentralbankgeldmenge zwischen dem letzten Vierteljahr 1978 und dem letzten Vierteljahr 1979 innerhalb der Bandbreite von 6 bis 9% zu halten. Ueberschreitungen der quantitativen Ziele, wie sie in den vorangegangenen Jahren hingenommen worden seien, könnten unter den derzeitigen Umständen nicht mehr toleriert werden. Derzeit wachse die Zentralbankgeldmenge mit einer Zuwachsrate, die mit ungefähr 10% oberhalb der Bandbreite liegt. Die Ausweitung der Bankkredite sei in den ersten fünf Monaten des Jahres 1979 sehr stark gewesen. Besonders kräftig sei sie bei den Neukrediten an den privaten Sektor gewesen, die doppelt so hoch gewesen seien wie vor Jahresfrist. Ausserdem nähmen die Kreditzusagen kräftig zu.

Der Anstieg der Zinsen sei im wesentlichen nicht die Konsequenz einer restriktiven Geldpolitik gewesen, sondern resultiere in erster Linie aus Marktfaktoren, d.h. insbesondere aus den Kapitalabflüssen. Die Zentralbankpolitik habe insoweit eine Rolle gespielt, als sie die Entschlossenheit der Währungsbehörden bekundet habe, die Zielvorgabe für das Geldmengenwachstum zu verfolgen, und damit einen Einfluss auf die Zinserwartungen gehabt habe. Die offiziellen Zinssätze, die mit den schweizerischen Sätzen zu den niedrigsten gehörten, seien nicht so stark gestiegen wie die Marktsätze, an die sie den Anschluss verloren hätten. Unter diesen Bedingungen sei es wahrscheinlich, dass der Zentralbankrat am 12. Juni eine Diskont- und Lombardsatzerhöhung beschliessen werde. Diese Erhöhung, die eigentlich schon vor zwei Wochen hätte stattfinden sollen (aber wegen der Gipfelkonferenz von Tokio verschoben worden sei), dürfte aber nicht zu Schwierigkeiten im EWS führen, da sie einerseits weitgehend vom Markt vorweggenommen worden sei, andererseits die Zinsdifferenzen nur ein Faktor unter anderen mehr fundamentaler Art seien, die Einfluss auf die Wechselkurse hätten.

Der Vorsitzende dankt Herrn Pöhl für den Freimut und die Klarheit, mit denen er die Zentralbankpräsidenten von den Absichten der deutschen Behörden unterrichtet habe.

Herr Zijlstra beschränkt sich auf einige Kommentare zu Herrn Lamfalussys Schlussfolgerungen, wonach "die augenblickliche Zinspolitik der EWG-Länder nicht mit dem Ziel der Wechselkursstabilität vereinbar sei". Er betont insbesondere, dass Paritätsanpassungen zwar ausdrücklich vorgesehen seien, letztere aber zahlreiche technische und politische Probleme aufwerfen (Notwendigkeit eines einstimmigen Beschlusses, Agrarprobleme usw. ...), die die Funktionsfähigkeit des EWS in dem Sinne bedrohen könnten, dass in Ermangelung eines einstimmigen Beschlusses das eine oder das andere Land eventuell seinen Wechselkurs freigeben würde. Unter diesen Bedingungen sollte man eine Paritätenänderung nicht zu früh ins Auge fassen und lieber über eine bessere Konvergenz der Geldpolitiken nachdenken.

Herr Zijlstra betont die aussergewöhnliche Situation, in der sich die Niederlande befänden. Ohne den Einfluss von Sonderfaktoren zu verkennen, sei es bemerkenswert, dass die Inflationsrate von ungefähr 4% zu den niedrigsten in der ganzen Welt gehöre. Dagegen belaufe sich das langfristige Zinsniveau auf ungefähr 8 1/2%, so dass der Realzinssatz die aussergewöhnliche Höhe von 4 1/2% aufweise. Die Geldpolitik sei effizient; die derzeitige Zuwachsrate des Geldvolumens läge deutlich unterhalb der Norm von 7%, die für dieses Jahr angestrebt würde. Die 1978 defizitäre Zahlungsbilanz dürfte 1979 nahezu ausgeglichen sein; die Verteuerung des Erdöls wirke sich zwar ungünstig auf die Aussenposition aus, doch dürfte die Verschlechterung nur vorübergehend sein, da sich der Erdgaspreis normalerweise dem Erdölpreis anpasse. Das insgesamt günstige Bild stände im Widerspruch zur Schwäche des Guldens, und letztere sei der einzige Grund für die von der Niederländischen Bank beschlossenen Diskontsatzserhöhung gewesen.

Herr Zijlstra weist darauf hin, dass im Falle einer Lombardsatzerhöhung durch die Deutsche Bundesbank die Niederländische Bank gezwungen sei, unverzüglich zu folgen. Anders wäre es, wenn nur der deutsche Diskontsatz erhöht würde, da eine solche Massnahme nur den Vorteil eliminieren würde, den die Banken aus dem Unterschied zwischen dem Diskontsatz und den Marktsätzen ziehen.

Der Kampf Deutschlands gegen die Inflation sei im Interesse aller EWG-Länder. Unter den derzeitigen Umständen, die durch eine fundamentale Stärke der Deutschen Mark gekennzeichnet seien, sei eine Hochzinspolitik aber nicht angebracht; letztere würde durch ihren Anreiz für Kapitalzuflüsse das Risiko beinhalten, weder vom Standpunkt der deutschen Behörden aus gesehen effizient noch mit dem Funktionieren des EWS vereinbar zu sein.

Herr de Strycker führt aus, seine in der letzten Ausschusssitzung geäußerten Befürchtungen bezüglich einer Zinseskalade hätten sich bewahrt. Diese Entwicklung sei beunruhigend sowohl im Hinblick auf die Konjunktorentwicklung als auch bezüglich der Wechselkursstabilität im internationalen Rahmen und innerhalb des EWS. Wie Herr Lamfalussy dargelegt habe, sei die Verteuerung des Erdöls und der Rohstoffe nicht einer zu starken monetären Expansion zuzuschreiben, und es sei daher nicht notwendig, dass alle Länder eine restriktive Geldpolitik verfolgten.

Herr de Strycker lässt zwar gelten, dass die Wechselkurse von vieltaligen Faktoren beeinflusst würden; die Erfahrung aus den vergangenen Jahren zeige aber, dass die Wechselkurse sehr genau auf Veränderungen der Zinsgefälle reagiert hätten. Im Rahmen der Bestrebungen für stabilere Wechselkurse sowohl in den Beziehungen zwischen dem Dollar und den europäischen Währungen als auch innerhalb der Gemeinschaft (Errichtung des EWS) sei es daher unabdingbar, dass die Länder die aussenwirtschaftlichen Auswirkungen ihrer Zinspolitik berücksichtigten. Während die fundamentalen Faktoren keine Leitkursanpassung rechtfertigten, sei es sehr schwierig, die augenblicklichen Leitkurse aufrechtzuerhalten, wenn eine Zinspolitik getrieben würde, die die Stabilität des Systems erschütterte.

Herr de Strycker bedauert die deutsche Politik der Zinserhöhung, da sie die Wechselkursstabilität bedrohe, indem sie

- den Dollarkurs schwäche und dem Ziel eines stabilen Dollars zuwiderlaufe;
- die Position der DM gegenüber den EWS-Währungen stärke.

Es werde nicht mehr lange dauern, bis die Deutsche Mark "abweichende" Währung im EWS geworden sei (falls man eine korrekte Berechnungsmethode anwende), und eine solche Entwicklung könne nur die Spannungen im EWS verschärfen, Spekulationen auf den Devisenmärkten auslösen sowie die von Herrn Zijlstra angedeuteten schädlichen Auswirkungen auf die deutsche Binnenwirtschaft haben.

Herr de Strycker hofft, dass die Mitglieder des Zentralbankrats der Deutschen Bundesbank die Rückwirkungen berücksichtigen würden, die eine Erhöhung der offiziellen Zinssätze auf den Dollar und das EWS hätte.

Herr Baffi betont, die Bank von Italien habe nicht an der jüngsten Zinseskalade teilgenommen und könne vielleicht im Gegenteil dafür kritisiert werden, dass sie angesichts des Wiederauflebens der inflationären Tendenzen ihre Zinssätze nicht angehoben habe.

Zwischen Mai 1978 und Mai 1979 sei der offizielle Satz von 11,50 auf 10,50% heruntergesetzt worden; eine zwar geringere Senkung sei auch bei den Geldmarktzinsen (von 11,75 auf 11,37%) und bei der langfristigen Kapitalmarktrendite (von 13,60 auf 13,51%) festzustellen. Diese Zinssenkung sei im zweiten Halbjahr 1978 erfolgt und sei angesichts der fühlbaren Verlangsamung des Preisauftriebs im Laufe des Jahres 1978 gerechtfertigt gewesen: bei den Grosshandelspreisen sei die Steigerungsrate von 12,3 auf 9,4 und bei den Verbraucherpreisen von 14,9 auf 11,9% zurückgegangen. Im laufenden Jahr habe sich dagegen die Inflation wieder beschleunigt: seit Mai 1978 seien die Grosshandelspreise um 13,8% und die Verbraucherpreise um 14,5% gestiegen. Die Realzinssätze, die im Jahre 1978 gestiegen seien, wären 1979 wieder gefallen, und die kurzfristigen Realzinssätze seien derzeit um 3 bis 4 Prozentpunkte negative.

Die Gründe für die zinspolitische Abstinenz der italienischen Behörden seien sowohl aussen- wie binnenwirtschaftlicher Natur. In aussenwirtschaftlicher Hinsicht sei zu sagen, dass zumindest bis heute Italien einen beträchtlichen Ueberschuss in laufender Rechnung aufweise und das Bankensystem Kapital importiere, zwei Entwicklungen, die man nicht durch eine Erhöhung der Zinssätze verstärken wolle.

Zur binnenwirtschaftlichen Situation sei zu sagen, dass die Finanzierung der öffentlichen Hand dank der Sparneigung der Haushalte zufriedenstellend verlaufe; die Erhöhung der monetären Basis sei im ersten Halbjahr vollständig externen Ursprungs gewesen. Der Multiplikatoreffekt auf das Kreditvolumen werde durch die Kreditplafondierung begrenzt, die in zwar starrer und weniger eleganter Weise die Funktionen wahrnehme, die normalerweise den Zinsbewegungen zukomme.

Diese allgemeine Lage könnte aber schon dabei sein, sich zum Schlechteren zu wenden, sowohl hinsichtlich der Zahlungsbilanz in laufender Rechnung als auch später an der Preisfront. Der Zustrom von Bankengeldern sei anscheinend auch schon beendet. Diese Faktoren könnten sich im Herbst dahingehend auswirken, dass der Zuwachs der monetären Basis externen Ursprungs begrenzt werde, ganz aufhöre oder sogar von einer Vernichtung abgelöst würde, wodurch die, gemessen an den im Rahmen der Kreditplafondierung erlaubten Kreditgewährungen, überschüssige Liquidität absorbiert würde. Als Folge davon würden die Zinssätze bei den monetären Schatzwechselversteigerungen anziehen, und es würde genügen, dass die Zentralbank

nicht den Nachfragerückgang kompensieren würde, damit das ganze Zinsniveau nach oben in Bewegung kommen würde. Dabei würde es sich aber immer um eine mehr defensive als aggressive Zinspolitik handeln, die sich in den binnen- und aussenwirtschaftlichen Anpassungsprozess einfügen würde.

Die Wahl einer Politik würde schwieriger werden, wenn der Ueberschuss der Zahlungsbilanz trotz Inflationsbelegung anhalten sollte. In diesem Falle müsste man mehrere Instrumente gleichzeitig einsetzen: die Wechselkurspolitik, die Einkommenspolitik, die Steuerpolitik und vielleicht, verbunden mit geeigneten Massnahmen zur Begrenzung der Kapitalimporte, die Zinspolitik.

Herr Lamfalussy führt aus, er habe die Auswirkung der Erdölverteuerung auf das Preisniveau in verschiedenen Ländern berechnen lassen. Obwohl diese Berechnungen eine Unsicherheitsmarge beinhalteten, zeigten sie doch, dass die Auswirkung nur in zwei Ländern besonders fühlbar seien. Es handle sich um Deutschland und die Schweiz. In diesen Ländern habe im Juni der Anstieg der Verbraucherpreise 4 bzw. 4,1% gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode betragen. Wenn man aber den Preisindex von der Zunahme der Heizpreise (100 bzw. 120%) bereinige, komme man zu Inflationsraten von 2,8% in Deutschland und 0,8% in der Schweiz.

In anderen Ländern sei dagegen der Einfluss der Erdölverteuerung auf das Preisniveau viel schwächer und in einigen Fällen sogar unbedeutend; die Inflationsbelegung sei daher in diesen Ländern weitgehend binnenwirtschaftlich bedingt.

Der Vorsitzende bekundet einleitend seine Genugtuung über den offenen, direkten und umfassenden Gedankenaustausch zwischen den Zentralbankpräsidenten. Damit auch in Zukunft solche Diskussionen stattfinden könnten, sei es wichtig, dass die Teilnehmer an den Sitzungen des Ausschusses sich der grössten Diskretion hinsichtlich der ausgetauschten Informationen befleißigten.

Hinsichtlich des delikaten Problems der Vereinbarkeit zwischen der internen Geldpolitik und den Erfordernissen der Kohärenz und des guten Funktionierens des EWS sei zu sagen, dass zwar niemand die Geldpolitik einiger Länder als binnenwirtschaftlich nicht gerechtfertigt ansehe, dass aber die Konsequenzen dieser Massnahmen für die Stabilität im Inneren des EWS und in bezug auf das Erfordernis einer gewissen Gesamtkohärenz der Geldpolitiken fragwürdig seien.

In diesem Sinne bittet der Vorsitzende Herrn Pöhl, an dessen Rolle bei der Errichtung des EWS er erinnert, sein Möglichstes im Interesse der Bewahrung des gemeinschaftlichen Wechselkurssystems zu tun und dem Zentralbankrat der Deutschen Bundesbank die Ergebnisse des heutigen Gedankenaustausches zu übermitteln.

Hinsichtlich der Anspielung von Herrn Pöhl auf den Gipfel von Tokio meint der Vorsitzende, eine Zinserhöhung zum damaligen Zeitpunkt hätte Anlass zu zahlreichen Diskussionen gegeben, umsomehr als man in den Kulissen ausgiebig über die deutsche Interventionspolitik gesprochen habe, die sowohl von den europäischen Ländern als auch von den Vereinigten Staaten als verhältnismässig weich in den Perioden eines schwachen Dollars und ziemlich energisch in den Perioden eines starken Dollars angesehen wurde. Persönlich teilt der Vorsitzende die Besorgnis einiger Zentralbankpräsidenten über die deutsche Zinspolitik. Ein neuer Anstieg der deutschen Zinssätze würde die kurzfristige Stabilität der Währungen einer Reihe von Ländern gefährden und diese zwingen, zur Verteidigung ihrer Aussenposition dem Zinsanstieg zu folgen. Eine Aenderung der EWS-Leitkurse sei zwar ausdrücklich in den Bestimmungen des Systems vorgesehen; wenn sie aber schon nach vier Monaten seit der Ingangsetzung des Systems erfolge, könne sie dessen Glaubwürdigkeit gefährden. Um Entwicklungen zu verhindern, die sich leider in der Vergangenheit oft ereignet hätten, sei es unabdingbar, dass jedes Land bei der Verfolgung seiner internen Geldpolitik die Auswirkungen dieser Politik auf die Wechselkursstabilität im EWS berücksichtige.

IV. Prüfung des Berichts der Arbeitsgruppe "Harmonisierung des geldpolitischen Instrumentariums" über bestimmte Fragen im Zusammenhang mit den geldpolitischen Instrumenten

A. Einführung des Berichts durch Herrn Bastiaanse

Herr Bastiaanse erinnert daran, dass der vorliegende Bericht gemäss einem Mandat des Ausschusses vom 13. März 1979 erarbeitet worden sei; im Rahmen dieses Mandats sei die Arbeitsgruppe aufgefordert worden, die folgenden zwei Fragen zu prüfen:

- Welches sind die Gründe für die Unterschiede zwischen den geldpolitischen Instrumenten der einzelnen Mitgliedstaaten?

- Ergeben sich aus diesen Unterschieden spezielle Schwierigkeiten?

Am 13. März 1979 habe der Ausschuss präzisiert, dass bei den Studien die Wichtigkeit des guten Funktionierens des EWS zu beachten sei.

Der vorliegende Bericht sei von der Arbeitsgruppe, die übrigens ein gemeinsamer Unterausschuss des Währungsausschusses und des Zentralbankpräsidentenausschusses sei, im Verlauf von drei Sitzungen fertiggestellt worden; die dritte Sitzung habe unter Vorsitz von Mlle Lambert stattgefunden, die den abwesenden Herrn Bastiaanse vertreten habe.

Der Bericht erwähne vier eng miteinander verbundene Faktoren, die die Unterschiede in den von den verschiedenen EWG-Ländern benutzten geldpolitischen Instrumentarien erklären könnten:

- die Strategie der Währungsbehörden: einige vertrauen auf die Einsicht der Wirtschaftssubjekte, während andere an die Notwendigkeit spezifischer Lenkungsmechanismen glauben;
- die Finanzstruktur;
- die institutionellen Unterschiede: in einigen Ländern seien die Währungsbehörden nicht ermächtigt, gewisse Instrumente zu benutzen. Das Fehlen dieser Instrumente sei entweder Ausfluss einer grundlegenden politischen Betrachtungsweise oder Besonderheiten in den Beziehungen zwischen der Regierung und der Zentralbank;
- allgemeinere wirtschaftspolitische Ueberlegungen: kleine Länder mit offener Volkswirtschaft, die an einem System fester Wechselkurse teilnehmen und deren Zinspolitik aussenwirtschaftlichen Zwängen ausgesetzt ist, neigen dazu, andere Instrumente zu benutzen, als es die Länder mit grösserem Spielraum in der Zinspolitik tun.

Um die Schwierigkeiten zu entdecken, die eventuell aus instrumentellen Unterschieden resultieren könnten, habe die Arbeitsgruppe den Preiseffekt (Zinssatz) sowie den Mengeneffekt (Verfügbarkeit) von drei verschiedenen instrumentellen Methoden und die Reaktion der Kapitalströme auf diese Effekte untersucht. Es handle sich dabei um die drei folgenden Methoden:

- indirekte Kontrolle eines Geld- oder Kreditaggregats;
- Bruttokreditplafond;

- Nettokreditplafond.

Die Gruppe sei zu der Schlussfolgerung gekommen, dass der Umfang der Preis- und Mengeneffekte der verschiedenen instrumentellen Methoden von den spezifischen Wirtschaftsbedingungen abhängen, unter denen die eine oder die andere Methode eingesetzt werde, und dass es schwierig sei, die aus verschiedenartigen instrumentellen Ansätzen herrührenden Probleme voneinander zu trennen, die auf zwischenstaatliche Unterschiede in der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit und in den wirtschaftspolitischen Prioritäten zurückgehen. Die Gruppe habe es daher für wichtig gehalten, dass jedes Land bei der Entscheidung über bedeutsame geldpolitische Massnahmen die möglichen Auswirkungen auf die Nachbarländer und das EWS in Erwägung ziehen.

Die Arbeitsgruppe sei sich bewusst gewesen, dass Zeit- und Grundsatzprobleme vorgängige Konsultationen über spezifische Änderungen bei den Instrumenten schwierig machen (wenn auch der heutige Gedankenaustausch gezeigt habe, dass solche vorgängigen Konsultationen nicht a priori unmöglich seien); die Experten seien aber der Meinung, dass Konsultationen über allgemeine Entwicklungen in der Geldpolitik in den kompetenten Gemeinschaftsinstitutionen zu einem besseren Verständnis für die Auswirkungen spezifischer Instrumente führen und die latent schädlichen Auswirkungen auf die Nachbarländer mildern könnten.

Die Experten seien einstimmiger Meinung gewesen. Das bedeute aber nicht, dass der Bericht Meinungsverschiedenheiten verberge; die Einstimmigkeit gehe vielmehr auf zwei Faktoren zurück:

- Die Probleme seien ausschliesslich theoretisch behandelt worden.
- Die Länder, die sich mehr oder weniger mit einer der drei instrumentellen Methoden identifizierten, hätten es akzeptiert, dass der Bericht nicht nur die guten, sondern auch die schlechten Eigenschaften der betrachteten Methode erwähnt hätte.

B. Weitere Behandlung durch den Ausschuss

Der Vorsitzende dankt Herrn Bastiaanse für seinen Vortrag und der Arbeitsgruppe für den interessanten Bericht, der in der knappen Zeit fertiggestellt werden musste. Wegen der vorgerückten Stunde und der Anzahl der noch zu behandelnden Tagesordnungspunkte schlägt er dem Ausschuss vor, die Stellvertreter zu beauftragen, in einer der nächsten Sitzungen

und falls es die aktuellen Fragen zuliessen, den Bericht einer Vorausprüfung zu unterziehen; daraufhin könnte der Ausschuss den Bericht diskutieren.

Der Ausschuss bekundet sein Einverständnis mit dem vom Vorsitzenden vorgeschlagenen Verfahren.

V. Vorlage und Prüfung der neuen Folge der monatlichen Statistiken

Herr Théron erinnert daran, dass der Ausschuss am 13. März 1979 einer Ad-hoc-Expertengruppe den Auftrag erteilt habe, die für jede Sitzung der Zentralbankpräsidenten erstellten "Arbeitsdokumente" einer Revision zu unterziehen. Die vorliegende Dokumentation stelle das Arbeitsergebnis dieser Gruppe dar; sie unterscheide sich von den ehemaligen "Arbeitsdokumenten" insbesondere insoweit, als sie die im wesentlichen monetären Statistiken aus den halbjährlichen Berichten der Bastiaanse-Gruppe monatlich aktualisiere und in den Zahlungsbilanz- und Reservestatistiken, die früher in EWRE ausgedrückt gewesen seien, die ECU als gemeinsamen Nenner verwende.

VI. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

1. Antrag der Federal Reserve Bank von New York auf Anschluss an das Konzertationssondertelefonnetz Nr. 1

Herr Théron erinnert daran, dass dieser Antrag bis jetzt erst offiziös und mit dem Ziel der Vorausabklärung von Herrn Scott Pardee auf der Ebene der Experten gestellt worden sei. Die Stellvertreter, die den Antrag geprüft hätten, seien im Prinzip für den Anschluss der Federal an das Sondertelefonnetz Nr. 1, wobei aber einige Vorbehalte gemacht worden seien. Einige wünschten, dass die Amerikaner ihren Antrag offiziell bekräftigten und die Gründe für diesen Antrag genauer darlegten. Ferner sei darauf aufmerksam gemacht worden, dass die technischen Möglichkeiten für den Anschluss noch nicht genügend abgeklärt worden seien. Und schliesslich mache der Anschluss der Amerikaner an das Netz Nr. 1 es unumgänglich, dass das Netz Nr. 2 gut funktioniere; nur letzteres erlaube es den EWG-Zentralbanken, telefonische Konzertationen auf bestimmte Teilnehmer zu beschränken.

Herr de Strycker betont, die Zentralbankkonzertation sei ein wesentliches Instrument des EWS. Die Finanzminister hätten die Präsidenten beauftragt, über das gute Funktionieren dieses Instruments zu wachen, und der Anschluss der Federal Reserve Bank von New York an die Konzertation verdiene es, sorgfältig geprüft zu werden. Dies setze aber voraus, dass die Präsidenten wüssten, warum dieses Institut assoziiert werden wolle, und wie Herr de Strycker schon beim letzten Mal vorgeschlagen hat, sollte der Präsident der Federal offiziell die Absichten der Devisenabteilung seiner Bank darlegen, damit die EWG-Zentralbanken sehen könnten, ob diese Absichten ihrer eigenen politischen Linie entsprächen. Man sollte vor allem wissen, ob die Federal bereit sei, selbst einen aktiven Beitrag zur Konzertation zu leisten und in diesem Rahmen ihre eigene Interventionspolitik zu unterbreiten, wie es die anderen Konzertationsmitglieder machten. Lediglich eine solche Zusicherung erlaube es, eine positive Entscheidung über den Antrag der Federal gegenüber dem Ministerrat zu vertreten. Es sei daher angebracht, den Präsidenten der Federal zur nächsten Ausschusssitzung einzuladen und mit ihm die vorstehend dargelegten Fragen zu besprechen.

Herr Baffi teilt die Ansicht von Herr de Strycker. Wenn er den Antrag der Federal unterstütze, so tue er dies, weil er natürlich erwarte, dass jene in der Konzertation Informationen über die Interventionspolitik gebe. Man sollte sich auch ein Telefonnetz bewahren, das telefonische Konzertationen ausschliesslich unter EWG-Zentralbanken erlaube. Es sei angebracht, auch die Meinung der Kommission über dieses Problem zu hören.

Herr Hoffmeyer erinnert daran, dass der Anschluss der Schweiz an das Netz Nr. 1 damals von den Präsidenten als eine Frage angesehen worden sei, die ausschliesslich in ihre Zuständigkeit falle und deshalb nicht den Finanzministern zu unterbreiten sei. Es würde delikater sein, die Federal anders als die Schweizerische Nationalbank zu behandeln.

Herr Zijlstra ist auch der Ansicht, dass diese Frage in die Zuständigkeit der Präsidenten fällt.

Herr Pöhl ist der gleichen Meinung. Ferner stellt er klar, dass der Anschluss der Federal auch im Interesse der EWG-Zentralbanken läge, vorausgesetzt man verfüge über ein zweites Netz, das im Bedarfsfall gestatte, sich z.B. über die gemeinsame US-Dollarpolitik im Kreise der EWG-Zentralbanken abzustimmen.

Herr Padoa-Schioppa hält die Möglichkeit zu Konzertationen mit den amerikanischen Behörden für nützlich, wenn die Beiträge zu dieser Konzertation auf gegenseitiger Grundlage erfolgten. Andererseits müsse man sich der technischen Mittel für strikt innergemeinschaftliche Konzertationen vergewissern.

Der Vorsitzende stellt fest, dass die Präsidenten mit dem Anschluss der Federal an das Netz Nr. 1 grundsätzlich einverstanden seien; insoweit als der amerikanische Antrag bestätigt würde, sollte der Ausschuss den Präsidenten der Federal zu der Septembersitzung einladen, um mit ihm über die Bedingungen zu sprechen, unter denen der Anschluss vereinbart werden könnte. Ferner stellt der Vorsitzende fest, dass alle Zentralbankpräsidenten es als notwendig erachteten, sich eine ausschliesslich innergemeinschaftliche Konzertationsfazilität zu bewahren und zu diesem Zweck das Fuktionieren von Netz Nr. 2 zu verbessern.

2. Verfahren und Zeitplan für die am Ende des Sechmonatszeitraums vorgesehene Ueberprüfung der Funktionsregeln des EWS

Der Vorsitzende informiert den Ausschuss, dieser Punkt stehe auch auf der Tagesordnung der Julitagung des Rates der Finanzminister. Wie Gouverneur Murray ihn wissen liess, möchte der derzeitige Präsident des Rates, Herr Colley, dass ein Vertreter des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten die Absichten der Präsidenten darlege. Der Ausschuss müsse daher heute den Zeitplan und das Arbeitsprogramm für diese Studien festlegen, die nützlicherweise im September beginnen und im Oktober anlässlich einer ausserordentlichen Sitzung des Ausschusses fertiggestellt werden sollten; die Novembersitzung liege nämlich nur einige Tage vor der Ministerratstagung, die wiederum kurz vor der Tagung des Europäischen Rates stattfinde.

Herr Théron erinnert daran, dass die Entschliessung des Europäischen Rates vom 5. Dezember 1978 drei spezifische Punkte nenne, die im Laufe oder am Ende des Sechmonatszeitraums Gegenstand einer Ueberprüfung sein sollten. Es handle sich um:

- die Gewichte der Währungen in der ECU;
- die Definition und die Funktionsweise des Divergenzindikators;
- die Fragen bezüglich der Ungleichgewichte, die bei abweichenden Gläubiger- oder Schuldnerländern entstanden sind.

Andere Aspekte des Abkommens zwischen den Zentralbanken der Mitgliedstaaten der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft über die Funktionsweise des Europäischen Währungssystems könnten ebenfalls behandelt werden, aber eine zu starke Ausdehnung der zu behandelnden Probleme könnte die Erstellung des Berichts, den der Ausschuss kurzfristig erstellen müsse, komplizieren.

Die Stellvertreter hielten es für notwendig, dass der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten ihnen so schnell wie möglich ein Mandat gebe, damit sie in Zusammenarbeit mit der Heyvaert-Gruppe die Probleme studieren und während der Septembersitzung ihre ersten Ueberlegungen in Form eines mündlichen Berichts darlegen könnten. Anschliessend würde ein schriftlicher Bericht für die ausserordentliche Sitzung im Oktober ausgearbeitet werden.

Herr de Strycker fragt sich, ob der Zeitplan und das Arbeitsprogramm der Stellvertreter nicht über das hinausgehe, was man von den Zentralbankpräsidenten erwarte. Die Entschliessung des Europäischen Rates sehe nämlich eine Ueberprüfung am Ende des Sechmonatszeitraums vor, ein Zeitraum, der nicht übertrieben lang sei, um ein Urteil über das Funktionieren des EWS abzugeben. Die Absicht der Stellvertreter, einen Bericht für die Septembersitzung vorzubereiten, impliziere aber, dass man vor Ablauf der sechs Monate zu arbeiten beginne und sich auf einen zu kurzen Erfahrungszeitraum stütze.

Der Vorsitzende stellt klar, der Vorschlag der Stellvertreter beinhalte, dass sich die Experten und danach die Stellvertreter kurz vor der Sitzung des Ausschusses im September treffen würden, um eine Bestandsaufnahme der eventuellen Probleme vorzunehmen und den Zentralbankpräsidenten die Punkte vorzulegen, zu denen man die Meinung der Präsidenten kennen müsste, bevor man die beabsichtigten Studien vertiefe.

Der Ausschuss erklärt sein Einverständnis mit dem von den Stellvertretern vorgeschlagenen und vom Vorsitzenden erläuterten Verfahren. Herr Théron wird in Vertretung des Ausschussvorsitzenden den Rat der Finanzminister anlässlich dessen Julitagung über das Verfahren informieren. Der Ausschuss kommt ferner überein, am Dienstag, den 16. Oktober 1979 um 10.30 Uhr in Brüssel eine ausserordentliche Sitzung abzuhalten, in der die Stellungnahme an den Rat der Finanzminister fertiggestellt werden sollte.

VII. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Die nächste Sitzung findet am Dienstag, den 11. September 1979 um
10 Uhr in Basel statt.

Ausschuss der Präsidenten
der Zentralbanken der Mitgliedstaaten
der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft

10. Juli 1979

Vertraulich

Uebersetzung

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

JUNI 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 Juni sowie in den ersten Julitagen 1979.

I. Entwicklung der Wechselkurse

Das Hauptereignis an den Devisenmärkten im Juni war eine erneute Umkehr im Kurstrend des US-Dollars. In der Tat schwächte sich die amerikanische Währung im Verlauf der zweiten Monatshälfte ganz erheblich ab, was auf mehrere binnenwirtschaftliche und aussenwirtschaftliche Gründe zurückgeführt werden kann. Binnenwirtschaftlich waren von Bedeutung:

- die Ausweitung der Geldmenge, die Befürchtungen über die Zukunft des Dollars und Zweifel darüber, dass die Inflationsrate unter 10% gedrückt werden kann;
- der Rückgang einer Reihe von Zinssätzen, der die Zinsdifferenz zugunsten der amerikanischen Märkte verringert hat und die Marktteilnehmer in ihrer Ueberzeugung bestärkte, dass die Periode steigender Zinsen in den Vereinigten Staaten als beendet anzusehen ist;

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

- die Verschlechterung der Handelsbilanz, die im Mai nicht nur ein hohes sondern gegenüber April sogar gestiegenes Defizit aufwies (\$ 2,48 gegenüber 2,15 Mrd.).

Auf internationaler Ebene beruhte der Kursrückgang des Dollars auf Erwartungen im Zusammenhang mit zwei wichtigen wirtschaftspolitischen Ereignissen: zum einen handelt es sich um die Genfer Konferenz, auf der die erdölexportierenden Länder ihren neuen Oelpreis festsetzen wollten, und zum andern um das Tokioter Gipfeltreffen, von dem man eine Reaktion der westlichen Industrieländer auf die Beschlüsse der OPEC erwartete.

Alle diese Faktoren beeinflussten den in negativer Weise den Kurs des Dollars, der im Berichtsmonat trotz massiver Stützungsinterventionen seitens der europäischen Zentralbanken und insbesondere der Federal Reserve Bank die nachstehenden Kursänderungen verzeichnete :

Brüssel	- 3,5%
Dublin	- 3,3%
Kopenhagen	- 3,2%
Frankfurt	- 3,2%
Paris	- 3,0%
Amsterdam	- 2,9%
Rom	- 2,5%
London	- 4,7%
Zürich	- 3,7%
Stockholm	- 2,4%
Oslo	- 1,7%
Tokio	- 1,0%
Ottawa	+ 0,5%

Im europäischen Wechselkursmechanismus besetzte der belgische Franken abwechselnd mit der dänischen Krone die schwächste Position, während die D-Mark die stärkste Position innehatte, wenn man von der italienischen Lira absieht, die bekanntlich eine weitere Marge einhält

In den ersten zwei Wochen hatte der Abstand zwischen dem belgischen Franken und der dänischen Krone einerseits und der DM andererseits mehrere Male 2,25% erreicht.

Mitte Juni erhöhten die Nationalbank von Dänemark und die Nationalbank von Belgien ihrer Diskontsatz von 8 auf 9%. Im weiteren Verlauf konzentrierten beide Zentralbanken ihre Aktionen auf intramarginale Interventionen (Abgaben von europäischen Währungen und US-Dollar). Ende Juni verstärkte die Nationalbank von Belgien ihre bereits ergriffenen geldpolitischen Massnahmen durch eine beträchtliche Erhöhung ihrer Diskont- und Zinssätze; unter anderem wurde der Lombardsatz von 9 auf 11% heraufgesetzt. Zudem kauften ab Mitte Juni die Deutsche Bundesbank und insbesondere die Federal Reserve Bank of New York in beträchtlichem Umfang

Dollar gegen DM. Diese geldpolitischen Massnahmen und Interventionen bewirkten zusammengenommen eine gewisse Entspannung im europäischen Wechselkurssystem, in dem die Maximalabstände auf ungefähr 2% schrumpften.

Die anderen Währungen des europäischen Gruppenfloatings verzeichneten eine ziemlich ausgewogene Entwicklung. Der französische Franken schwankte nur geringfügig und hielt sich ständig in der oberen Hälfte des Gemeinschaftsbandes. Die Zentralbank von Irland steuerte ihrerseits weiterhin den Kurs des irischen Pfunds innerhalb des EWS gemäss den Uebergangsarrangements, die seit der Ende März erfolgten Abkoppelung vom Pfund Sterling in Kraft sind.

Der holländische Gulden notierte anfangs stabil im Zentrum der Schwankungsmarge von 2,25%, schwächte sich aber in der zweiten Monatshälfte etwas ab. Die italienische Lira, die sich innerhalb ihrer Marge von 6% bewegte, bewahrte ihre feste Haltung. Die Bank von Italien hat indessen ihre Interventionskäufe von Dollar deutlich eingeschränkt, und der Abstand zwischen der Lira und dem belgischen Franken, der Ende Mai 4,49% betrug, belief sich Ende Juni auf 3,50%.

Der im Vergleich zu den übrigen europäischen Währungen trotz erheblicher Dollarkäufe der Bank von England sehr viel stärkere Kursanstieg des Pfund Sterlings kann damit erklärt werden, dass die Erwartung höherer Erdölpreise natürlich einen geringeren Einfluss auf die britische Währung hat. Ein weiterer Faktor war die im Budget enthaltene Ankündigung einer strafferen Geldpolitik. Der Index des effektiven Wechselkurses des Pfund Sterlings hat sich von 67,3 Ende Mai auf 69,4 Ende Juni erhöht. Zu diesem Zeitpunkt war die britische Währung 6% mehr wert als das irische Pfund.

Die Entwicklung der oben genannten Wechselkurse, die teilweise auch durch hartnäckige Gerüchte über ein "Realignment" der am EWS teilnehmenden Währungen verursacht wurde, beeinflusste natürlich den Wert der ECU in jeder einzelnen Währung. Im Juni verlor die ECU gegenüber dem Pfund Sterling und dem Schweizer Franken 1,3 bzw. 0,7% an Wert; dagegen blieb sie praktisch stabil gegenüber der D-Mark (+ 0,1%), dem französischen Franken (+ 0,2%), dem holländischen Gulden (+ 0,4%), der dänischen Krone (+ 0,1%), dem belgischen Franken (- 0,2%) und dem irischen

Pfund (unverändert), während sie gegenüber der italienischen Lira (+ 0,8%), der schwedischen und der norwegischen Krone (+ 0,9 bzw. + 1,8%) sowie gegenüber dem Yen (+ 2,4%), dem US-Dollar (+ 3,4%) und dem kanadischen Dollar (+ 4%) an Wert gewann. Im Verlauf des Monats erreichte der Abweichungsindikator für die dänische Krone einen Wert unterhalb der Abweichungsschwelle, während der Abweichungsindikator für den belgischen Franken deutlich (von 90 am 31. Mai auf 77 am 29. Juni) zurückgegangen ist.

Die Abwärtsbewegung des US-Dollars setzte praktisch nach der Monatsmitte ein, und ihr Ausmass muss vor dem Hintergrund bedeutender Dollarkäufe seitens der Zentralbanken der Schweiz, Deutschlands und Grossbritanniens sowie beträchtlicher Abgaben anderer Währungen, insbesondere von D-Mark, seitens der Federal Reserve Bank of New York gesehen werden.

Der kanadische Dollar schwächte sich im Verlauf des Juni infolge von Berichten über einen verringerten Handelsbilanzüberschuss für April und erneut für kurze Zeit auflebenden Befürchtungen über einen Abzug von OPEC-Geldern ab. Der Kurs erholte sich dann gegen Monatsende, als der Markt Kanadas Energielage positiv einschätzte.

Trotz anhaltender Oelversorgungsprobleme und steigender Inflation festigte sich der Yen leicht (etwa 1%) gegenüber dem Dollar, wobei die Bank von Japan praktisch keine Interventionen vornahm.

Der Schweizer Franken zeigte demgegenüber eine sehr feste Haltung; die schweizerischen Währungsbehörden bekräftigten ihre Wechselkurspolitik, deren Ziel es ist, das Kursverhältnis zwischen dem Schweizer Franken und der D-Mark zu stabilisieren. Anfang des Monats hat die Schweizerische Nationalbank die obligatorische Umwandlung bewilligungspflichtiger Kapitalexporte, von denen zuvor 50% in Dollar bei der Nationalbank und der Rest in Fremdwährungen am Devisenmarkt umzutauschen waren, aufgehoben. Die Aufhebung wurde beschlossen, um angesichts einer wieder normalen Versorgung des Geldmarktes unnötige Dollarabgaben zu vermeiden.

Die norwegische und die schwedische Krone gewannen gegenüber dem Dollar 1,7 bzw. 2,4% an Wert; während jedoch die Bank von Norwegen nur bescheidene Interventionen vornahm, verkaufte die Schwedische Reichsbank Dollar in relativ beträchtlichem Umfang. Der effektive Wechselkurs der schwedischen Krone hat sich indessen in etwa auf dem Niveau des Vormonats gehalten.

II. INTERVENTIONEN IN DOLLAR

Der Tendenzumschwung beim Dollar führte per saldo zu einer Richtungsänderung der Operationen der an der Konzertation beteiligten Zentralbanken. Diese Operationen saldierten sich zu einem Kaufüberschuss, der einschliesslich des Gegenwerts der Abgaben von europäischen Währungen seitens der Federal Reserve Bank von New York sich im Juni auf \$5,3 Mrd. belief. Im Mai waren dagegen Nettoabgaben von etwa \$8 Mrd. zu verzeichnen gewesen.

Die Bruttokäufe in Höhe von insgesamt US-\$8,7 Mrd. fanden vor allem gegen D-Mark, Schweizer Franken und Pfund Sterling statt. Die meisten Transaktionen gegen D-Mark wurden in New York getätigt. Die Bank von Italien, die Bank von Frankreich und die Bank von Kanada kauften ebenfalls Dollar, jedoch in einem geringeren Ausmass.

Die Bruttoverkäufe von Dollar beliefen sich auf \$3,4 Mrd.; sie verteilten sich in Einzelbeträgen mittlerer Grössenordnung auf fast alle Zentralbanken und erfolgten teils im Rahmen der Regulierung des US-Dollar-Kurses, teils im Zusammenhang mit der Stützung der heimischen Währung.

III. INTERVENTIONEN IN EUROPÄISCHEN WÄHRUNGEN

Die Interventionen in europäischen Währungen innerhalb des EWS beliefen sich im Juni auf relativ hohe Beträge, nämlich umgerechnet auf nahezu \$1,5 Mrd. Dieser Betrag setzte sich zu gleichen Teilen aus Interventionen an den Interventionspunkten DM/belgischer Franken bzw. dänische Krone und aus intramarginalen Interventionen zusammen. Letztere Interventionen wurden vor allem von der Nationalbank von Belgien und in geringerem Ausmass von den Zentralbanken Frankreichs, der Niederlande und Dänemarks vorgenommen. Die Modalitäten der Interventionsfinanzierung waren je nach Zentralbank verschieden: 40% der Gesamtsumme wurden beim EFWZ im Rahmen der sehr kurzfristigen Finanzierung finanziert, 18% wurden direkt durch Abtretung von ECU ausgeglichen, während der Rest entweder den Reserven entnommen oder in US-Dollar beglichen wurde.

Die Zentralbank von Irland regulierte den Kurs ihrer Währung fast ausschliesslich durch Nettoabgaben von Pfund Sterling.

Die Federal Reserve Bank von New York verkaufte DM im Gegenwert von \$2,3 Mrd., wobei sie einen Teil der DM-Guthaben verwandte, die sie kürzlich nach vollständiger Rückzahlung der Ziehungen auf die Swaplinien mit der Bundesbank

gebildet hatte. Für den Restbetrag wurden die Swaplinien reaktiviert. In sehr begrenzter Höhe gab die Federal Reserve Bank auch Schweizer Franken ab.

* * *

In der ersten Juliwoche hat sich die Schwäche des US-Dollars trotz beträchtlicher Interventionen seitens der Schweizerischen Nationalbank, der Bank von England und der Deutschen Bundesbank sowie in einem geringeren Masse der Federal Reserve Bank of New York verstärkt. Die Anhebung der Erdölpreise durch die OPEC-Länder wirkte sich negativ auf den Kurs der amerikanischen Währung aus, die auf der Basis der Notierungen vom 29. Juni gegenüber sämtlichen Währungen an Wert eingebüsst hat. Gegenüber den EWS-Währungen betrug der Kursrückgang zwischen 0,55 und 1,08%, während er gegenüber dem Pfund Sterling 2,48% erreichte. In Ottawa und Tokio fiel er dagegen geringer aus.

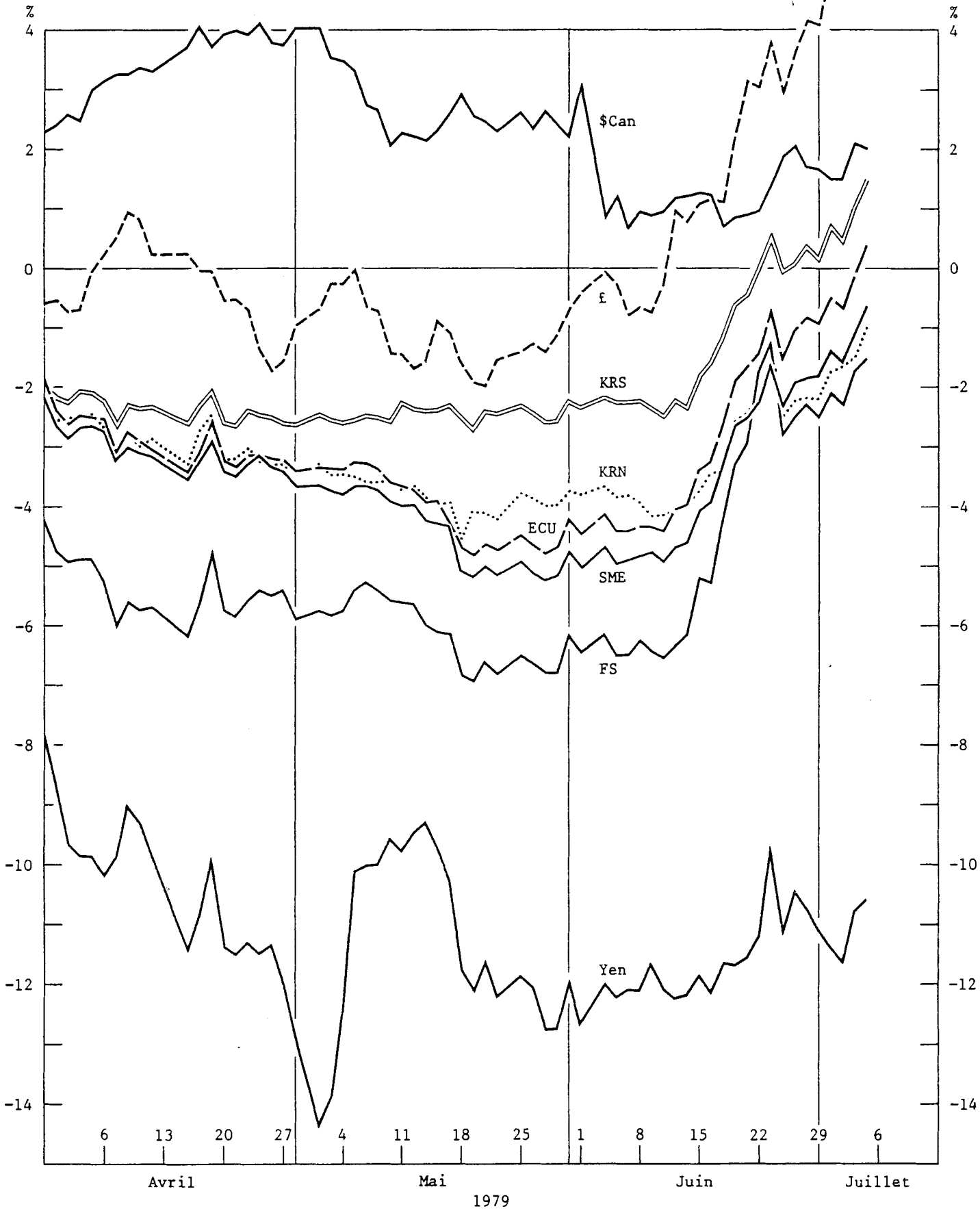
Innerhalb des EWS hat sich der holländische Gulden schrittweise dem belgischen Franken und der dänischen Krone genähert, deren Abstand zur DM bei ungefähr 2% blieb. Am 6. Juli erhöhte die Niederländische Bank ihren Diskontsatz von 7 auf 7,5%. An den Interventionspunkten waren keine Interventionen notwendig, aber die Zentralbanken Belgiens, der Niederlande, Dänemarks und Frankreichs tätigten für einen relativ hohen Betrag Interventionen in DM innerhalb der Bandbreite von 2,25%. Die drei ersteren Zentralbanken gaben darüber hinaus begrenzte Dollarbeträge ab. Die Bundesbank erwarb ihrerseits Dollar in mittlerem Umfang.

Der Divergenzindikator für den belgischen Franken fiel auf einen Wert unterhalb der Divergenzschwelle, und die dänische Krone blieb unterhalb dieser Linie.

Das Pfund Sterling notierte weiterhin sehr fest.

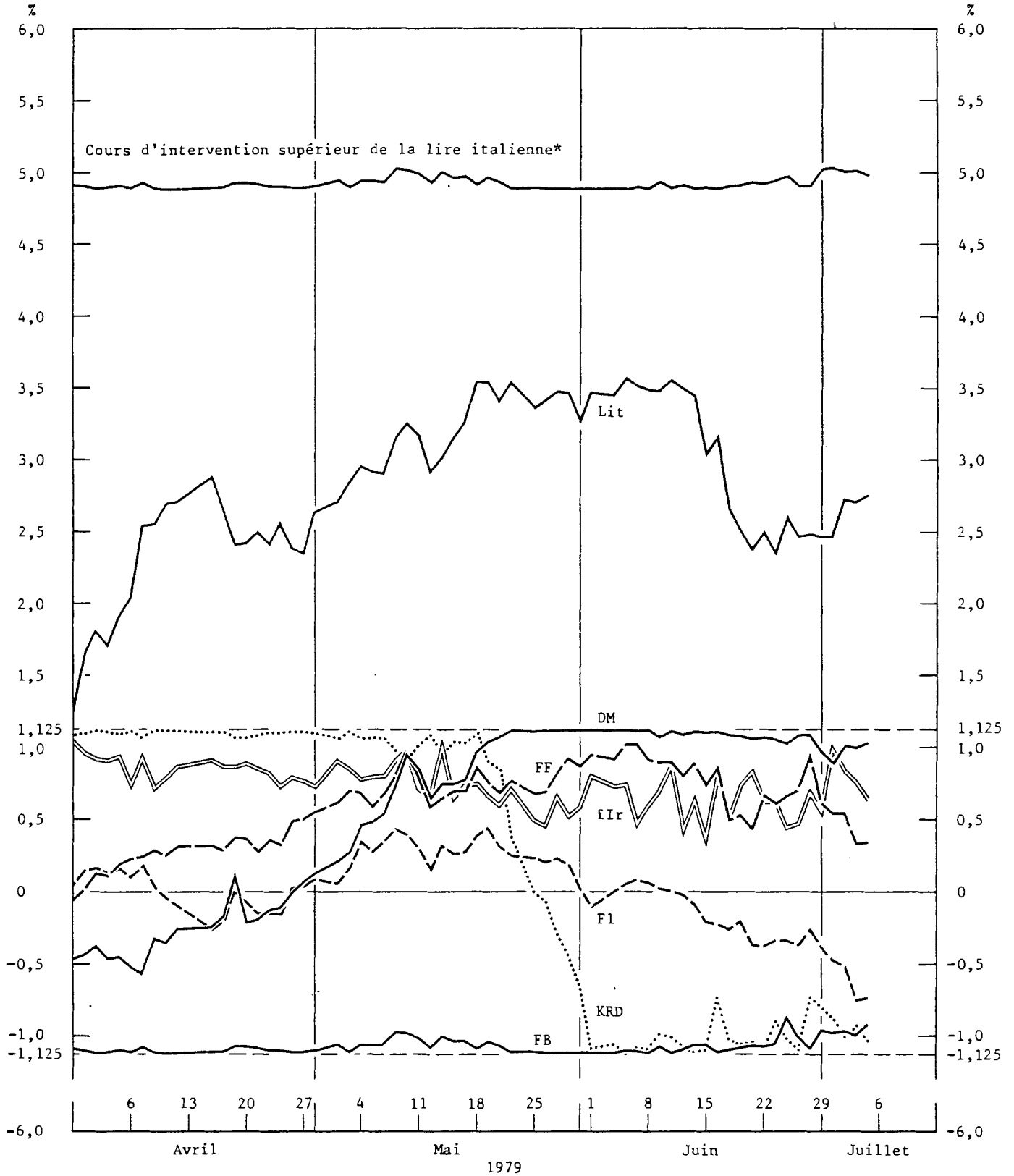
Die Schwedische Reichsbank verkaufte Dollar in verhältnismässig hohem Umfang; mit Wirkung vom 6. Juli setzte sie ihren Diskontsatz von 6,5 auf 7% herauf.

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



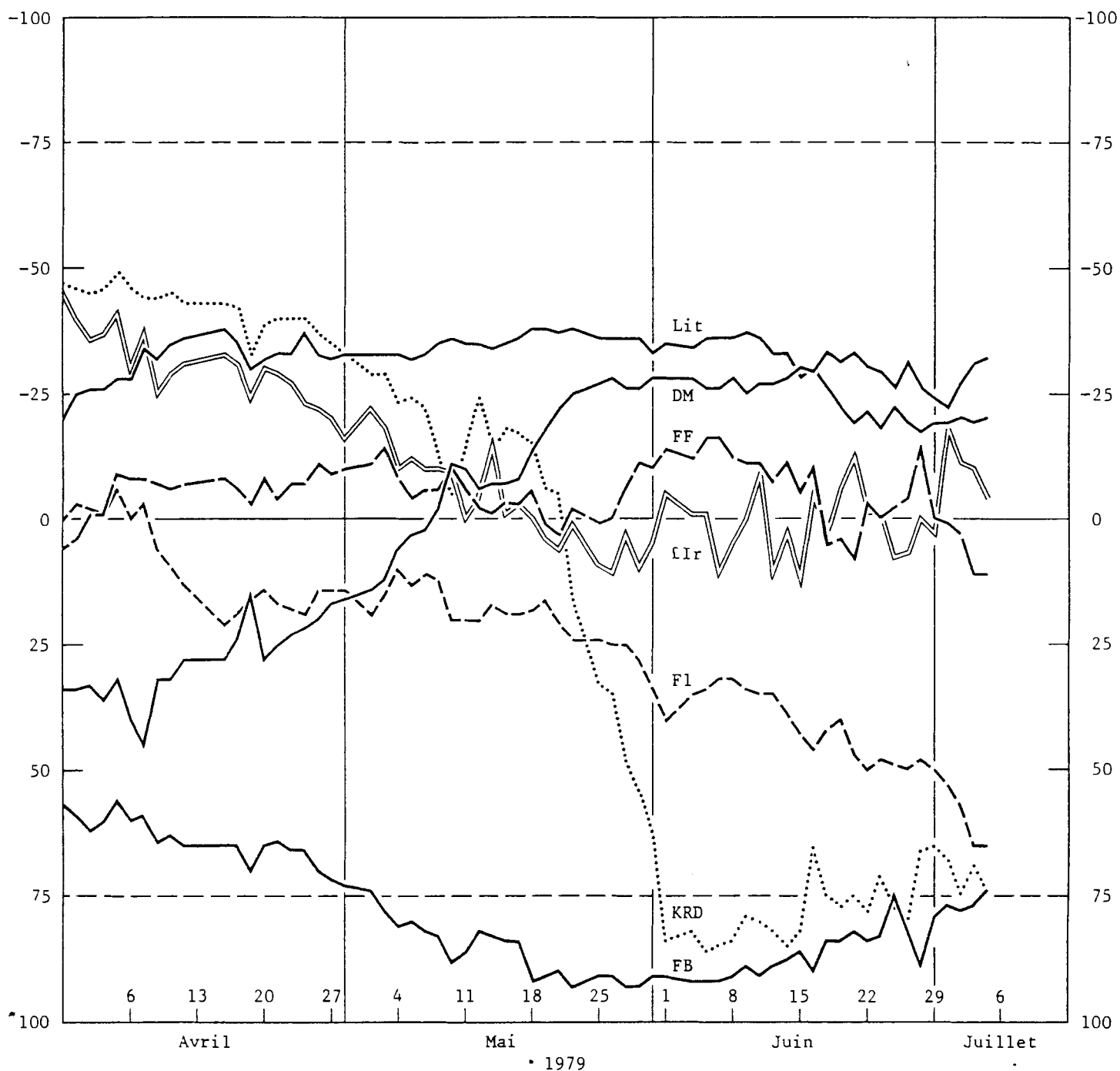
*ECU 1,3773; cours médian des monnaies participant au SME 1,3806;
 £ 0,48040; \$Can 1,18652; FS 1,6215; KRS 4,2850; KRN 4,9910; Yen 193,30.

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



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

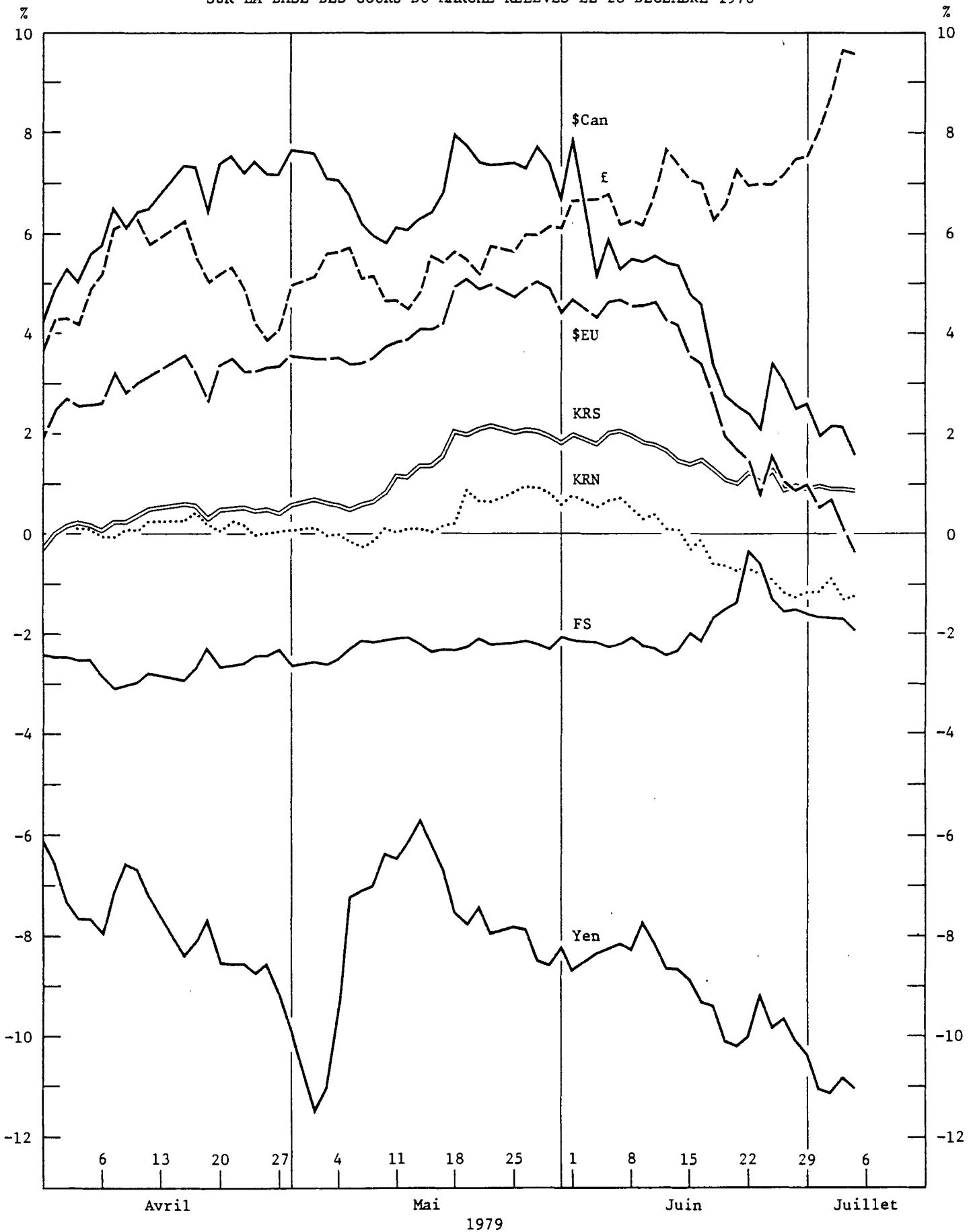
EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE*



* L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot Ecu. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'Ecu dans chaque monnaie peut s'apprécier ou se déprécier par rapport à son cours-pivot Ecu; il est exprimé par ± 100 , le seuil de divergence étant ± 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.

5 juillet 1979/MED

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



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