

Vertraulich  
Uebersetzung

PROTOKOLL\* DER 152. SITZUNG DES  
AUSSCHUSSES DER PRAESIDENTEN DER ZENTRALBANKEN  
DER MITGLIEDSTAATEN DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT  
BASEL, DIENSTAG, 10. FEBRUAR 1981, 10 UHR

---

Anwesend sind: der Gouverneur der Bank of England und Ausschussvorsitzende, Herr Richardson, begleitet von den Herren Loehnis und Balfour; der Gouverneur der Banque Nationale de Belgique, Herr de Strycker, begleitet von Herrn Janson; der Gouverneur der Danmarks Nationalbank, Herr Hoffmeyer, begleitet von den Herren Mikkelsen und Dalgaard; der Präsident der Deutschen Bundesbank, Herr Pöhl, begleitet von den Herren Gleske, Rieke und von Rosen; der Gouverneur der Bank von Griechenland, Herr Zolotas, begleitet von den Herren Chalikias und Papageorgiou; der Gouverneur der Banque de France, Herr de la Genière, begleitet von den Herren Lefort und Waitzenegger; der Generaldirektor der Central Bank of Ireland, Herr Breen, begleitet von Herrn Reynolds; 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 Szasz und de Boer; 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 ist ferner der Vorsitzende der Expertengruppe, Herr Heyvaert. Ebenfalls anwesend sind der Generalsekretär des Ausschusses, Herr Morelli, und sein Beigeordneter, Herr Bascoul, sowie die Herren Scheller und Mortby und die Herren Lamfalussy und Dagassan.

I. Billigung des Protokolls der 151. Sitzung

Der Ausschuss billigt einstimmig das Protokoll der 151. Sitzung vom 13. Januar 1981 vorbehaltlich einiger Aenderungen redaktioneller Art, die im endgültigen Text berücksichtigt werden.

---

\* Endgültige, in der Sitzung vom 10. März 1981 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige Aenderungen redaktioneller Art aufweisen.

II. Entwicklung der Devisenmärkte der an der Konzertation beteiligten Länder im Januar und in den ersten Februartagen 1981: Vorlage des Berichts an die Finanzminister der EWG-Länder und Verabschiedung dieses Berichts durch den Ausschuss; Ueberprüfung des Funktionierens der innergemeinschaftlichen Konzertation

Herr Heyvaert fasst kurz die wesentlichen Punkte des dem Protokoll beigelegten Berichts (Anlage 1) zusammen und kommentiert sie. Er weist zudem darauf hin, dass die Bank von Griechenland seit Mitte Januar 1981 indirekt, d.h. über die Bank von Italien, an der Konzertation beteiligt ist. Der Anschluss der Bank von Griechenland an die Sondertelefonnetze der Zentralbanken dürfte vermutlich im April d.J. erfolgen.

Der Vorsitzende dankt Herrn Heyvaert für sein Referat; er regt an, dass der Ausschuss bei seiner Diskussion über die Entwicklung auf den Devisenmärkten auch die kurze Begleitnote berücksichtigt, die das Sekretariat, zu Punkt IV der Tagesordnung, über aktuelle Entwicklungen im Bereich der Leistungsbilanzen verfasst hat.

Herr Gleske führt aus, dass die vom Zentralbankrat der Deutschen Bundesbank am 22. Januar 1981 ergriffenen Massnahmen falsch interpretiert worden seien, was übrigens zur jüngsten Schwäche der D-Mark beigetragen habe. In der Tat sollte mit diesen Massnahmen, die eine Aufstockung der Rediskontkontingente um DM 3 Mrd. und eine Senkung der Mindestreserven um DM 3,7 Mrd. beinhalteten, dem Geldmarkt keine zusätzliche Liquidität zugeführt werden; vielmehr sollte damit ein Liquiditätsentzug in Höhe von DM 9,9 Mrd. infolge des Auslaufens Anfang Februar fällig gewordener Wertpapierpensionsgeschäfte teilweise kompensiert werden. Neue Pensionshereinnahmen seien nur über sehr geringe Beträge und zu höheren Zinssätzen getätigt worden. Ueberdies habe die Bundesbank seit Freitag, dem 6. Februar, Liquidität abgeschöpft, indem sie auf Dollar lautende Forderungen in Pension gegeben habe. Diese Operationen würden das deutsche Bankensystem dazu zwingen, sich noch weiter bei der Zentralbank zu verschulden, und damit steigende Geldmarktzinsen nach sich ziehen. Gleichzeitig habe die deutsche Notenbank ihre Interventionen am Kapitalmarkt eingestellt und damit zu einem deutlichen Zinsanstieg auf diesem Markt beigetragen.

Der Zinsanstieg am Geld- und am Kapitalmarkt hänge mit der Leistungsbilanzentwicklung zusammen, und beim gegenwärtigen Stand der Dinge sei von der Annahme auszugehen, dass die Stabilisierung des

DM-Wechselkurses ein höheres Niveau der Marktzinsen erfordere. Gewiss sei das Leistungsbilanzdefizit im letzten Quartal 1980 zurückgegangen, wie dies die Note des Sekretariats zu Recht erwähne, doch sei diese Verringerung auf Saisoneinflüsse zurückzuführen gewesen. Saisonbereinigt sei der Fehlbetrag vielmehr von DM 7 Mrd. im dritten Quartal auf DM 8 Mrd. im vierten Quartal 1980 gestiegen.

Herr de Strycker weist auf die starken Kurssteigerungen des US-Dollars gegenüber den EWS-Währungen hin, die innerhalb nur eines Monats etwa 8% betragen hätten, während die Dollarinterventionen der am gemeinschaftlichen Wechselkursmechanismus teilnehmenden Zentralbanken - mit der wesentlichen Ausnahme derjenigen der Bank von Italien - nur relativ geringe Beträge erreicht hätten. Er frage sich, aus welchen Gründen sich die betreffenden Zentralbanken so wenig aktiv gezeigt hätten und ob eine konzertiertere Aktion im EWS mit dem Ziel eines Abbremsens dieses starken Kursanstiegs des US-Dollars nicht angezeigt gewesen wäre.

Herr de la Genière erklärt, dass Dollarabgaben der Bank von Frankreich angesichts der Position des französischen Francs im EWS nicht das Richtige gewesen wären, denn ein solches Vorgehen hätte die Spannungen im gemeinschaftlichen Währungsband noch verstärkt. In der gegenwärtigen Situation obliege es daher eher jenen Zentralbanken, deren Währungen unter Abwertungsdruck im EWS ständen, Dollar an den Markt abzugeben. Abgesehen von diesen rein technischen Überlegungen könne man auch gewisse Zweifel hinsichtlich der Zweckmäßigkeit und Wirksamkeit einer konzertierten Aktion der EWG-Zentralbanken und der amerikanischen Währungsbehörden haben, die darauf abzielt, den Kursanstieg des Dollars zu bremsen. In der Tat sehe es gegenwärtig so aus, als ob sämtliche die Wechselkurse beeinflussenden Faktoren auf eine Festigung des Dollars hinwirkten. Zu diesen Faktoren gehörten die politischen Ereignisse und technische Einflüsse, insbesondere das hohe Zinsgefälle zwischen den USA und Europa. Um dieses Gefälle zu überbrücken, wären riesige und nicht tragbare Interventionen erforderlich. Man könne daher sagen, dass eine aktivere Interventionspolitik zum Scheitern verurteilt wäre, solange dieses Problem des Zinsgefälles nicht zumindest teilweise gelöst sei; da es aber wenig wahrscheinlich sei, dass in den USA die Zinsen in nächster Zeit fühlbar zurückgehen würden, müssten die Zinsen in Europa steigen.

Herr Gleske teilt weitgehend die Meinung von Herrn de la Genière. Die Dollarhaussa im Januar sei auf das sehr hohe Zinsgefälle zugunsten der USA zurückzuführen gewesen, wobei die Verhältnisse am Markt alles in allem geordnet gewesen seien. Bei dieser Sachlage wäre es nicht sinnvoll gewesen, massiv an den Devisenmärkten zu intervenieren. Immerhin habe die Federal Reserve Bank von New York erhebliche DM-Beträge gekauft, wenn auch nicht um die deutsche Währung zu stützen, sondern aus anderen Gründen. Als Anfang Februar erratische Kursschwankungen des Dollars aufgetreten seien, habe die Bundesbank nicht gezögert, im Zusammenwirken mit der amerikanischen Notenbank ihre Interventionen am Dollarmarkt zu verstärken; diese Interventionen hätten beträchtliche Beträge erreicht, und zwar bis zu \$ 500 Mio. an einem einzigen Tag.

Herr Zolotas ist ebenfalls der Ansicht, dass die Dollarhaussa nicht durch Aktionen an den Devisenmärkten gebremst werden könne. Der wirkliche Grund für die Kapitalflüsse von Europa in die USA sei das sehr hohe Zinsgefälle; dieses sei Ausdruck der amerikanischen Geldpolitik, die sich ausschliesslich von Antiinflationserwägungen leiten und die Auswirkungen auf die übrige Welt unberücksichtigt lasse. Eine Koordinierung auf dem Gebiet der Währungspolitik sei nicht nur zwischen den EWG-Ländern in höchstem Masse wünschenswert, sondern noch mehr mit den USA. Gelingen dies nicht, so müsse man mit ernsthaften Problemen auf den Finanzmärkten und bei den Inflationsraten rechnen - Probleme, die den Grund für eine weltweite, ernste Krise legen könnten.

Herr Sarcinelli stimmt der Äusserung von Herrn de la Genière zu, wonach Dollarabgaben seitens der Zentralbanken, deren Währung innerhalb des EWS-Wechselkursmechanismus fest sei, die Spannungen in diesem Verbund noch verstärkt hätten. Daraus folgert, dass eine bessere Koordinierung möglich gewesen wäre, wenn die Hauptwährungen des EWS nicht in Opposition zueinander gestanden hätten, sondern um die Nulllinie gruppiert gewesen wären. Es sei richtig, dass die Dollarhaussa im wesentlichen auf gewissen Erwartungen hinsichtlich der neuen Administration Reagan, auf Zinsdifferenzen und auch auf der günstigen Leistungsbilanzsituation beruhe. Gleichwohl könnte man im Bereich der Interventionen bestimmte Massnahmen vorsehen; diesbezüglich erinnere er an seinen in der Januar-Sitzung gemachten Vorschlag, Mechanismen zu prüfen, wonach die Partnerländer, im Falle einer gemessen an den Grundtendenzen als übertrieben anzusehenden

Wertverringern der D-Mark gegenüber dem Dollar, D-Mark (statt Dollar) innerhalb gewisser angemessener und gegenseitig vereinbarter Höchstbeträge ansammeln könnten. Dieser Vorschlag sei zumindest einiger Ueberlegungen wert. Da die Bank von Italien erhebliche Beträge an Dollar verkauft habe, als sich der Dollar gegenüber dem EWS befestigt habe, und da die Lira die schwächste Währung des Systems sei, habe ihre Kursentwicklung mit den Zielen einer gemeinsamen Politik gegenüber dem Dollar im Einklang gestanden.

Zu den in der Note des Sekretariats enthaltenen Angaben erklärt Herr Sarcinelli, dass die aktuellsten Zahlen, die freilich auf das dritte Quartal 1980 zurückgingen, noch keine Verbesserung in der Leistungsbilanz erkennen liessen; saisonbereinigt habe sich vielmehr das Leistungsbilanzdefizit von Lit 1.900 Mrd. im ersten Quartal auf Lit 2.400 Mrd. im zweiten und auf Lit 4.000 Mrd. im dritten Quartal ausgeweitet.

Bei der Handelsbilanz sei für den gleichen Zeitraum eine ähnliche Entwicklung festzustellen; die Defizite bezifferten sich auf Lit 4.065, 4.600 bzw. 6.400 Mrd. für die ersten drei Quartale des Jahres 1980.

Angesichts dieser Zahlungsbilanzentwicklungen habe Gouverneur Ciampi im Einvernehmen mit dem Schatzminister beschlossen, die Kreditbeschränkungen zu verschärfen. In die Kreditplafonds seien auch die Kleinkredite (die zuvor ausgenommen waren) und die auf Fremdwährungen lautenden Bankkredite (mit Ausnahme der Exportkredite) einbezogen worden. Diese Massnahmen beinhalteten keine Aenderung des Geldmengenziels, das sich weiterhin an der Entwicklung der Gesamtzahlungsbilanz orientiere. Um dieses Ziel zu erreichen, müsse freilich das Wachstum der Inlandskredite besser gesteuert werden. Natürlich könne die Zentralbank nicht alle Komponenten der inländischen Ausleihungen kontrollieren; dank der jüngsten Massnahmen der Bank von Italien sei jedoch der Anteil der nicht erfassten Ausleihungen von etwa 50 auf 10% zurückgegangen.

Der Vorsitzende erinnert daran, dass Herr Volcker am Montag im Rahmen der Zehnergruppe sich sehr deutlich zur Position der "Fed" in bezug auf die Geldpolitik geäussert habe. Diese Position finde ihre Erklärung auch in der (von Herrn Volcker nicht erwähnten) Tatsache, dass die Orientierung der Haushaltspolitik noch präzisiert werden müsse. Andere Gouverneure hätten politische Faktoren und Leistungsbilanzeinflüsse genannt, die derzeit eine wichtige Rolle in den Wechselkursbeziehungen zwischen den USA und Europa spielten.

Herr de Strycker weist darauf hin, dass im Rahmen der von den Gouverneuren am Montag geführten Diskussion, auf die der Vorsitzende soeben Bezug genommen habe, noch eine andere Bemerkung gefallen sei; wenn sie vielleicht auch nicht von allen geteilt werde, so sei sie es doch wert, vom Ausschuss der Zentralbankpräsidenten geprüft zu werden, eventuell nach vorbereitenden Arbeiten der Stellvertreter oder einer Expertengruppe. Es handle sich darum, dass die amerikanischen Behörden von einer Art "Dogma" ausgingen, wonach die Inflation praktisch nur durch eine Begrenzung des Geldmengenwachstums bekämpft werden darf und kann. Es liege indessen kein Beweis dafür vor, dass das derzeitige monetäre Wachstum in den USA zu stark und für die Preissteigerungen verantwortlich sei. Diese beruhten vielmehr auf anderen, nichtmonetären Faktoren, und angesichts dieser Umstände könne man sich fragen, ob die amerikanische Geldpolitik von den richtigen Voraussetzungen ausgehe. Angesichts der Tatsache, dass diese Politik ernste Auswirkungen auf die Lage in Europa habe und die Rezession dort noch verschärfen könnte, sei es angebracht, dass sich die Gouverneure eingehender mit diesem Problem befassen.

Herr Zijlstra ist der Ansicht, das von Herrn de Strycker angesprochene Problem berühre grundsätzliche und sehr weit gefasste Fragenkomplexe der Bedeutung und Wirksamkeit der Geldpolitik und deren Instrumente. Für eine gründliche Prüfung dieser Fragen bedürfe es vorbereitender Arbeiten seitens der Stellvertreter oder einer Expertengruppe, beispielsweise der Gruppe "Harmonisierung des währungspolitischen Instrumentariums".

Herr de la Genière ist ebenfalls der Ansicht, dass man das von Herrn de Strycker angesprochene Problem nicht aus dem Stegreif angehen könne; andererseits dürfe die Feststellung, die europäischen Länder hätten geringe Möglichkeiten, die derzeitige Situation zu beeinflussen, nicht den Ernst der Lage, die sich zunehmend verschärfen könnte, verschleiern. Infolgedessen dürfe man mit einer gründlichen Prüfung dieses Problems nicht hinwarten. Vor Erteilung eines Mandats an eine Arbeitsgruppe wäre es jedoch nützlich, in der nächsten Sitzung, vielleicht anhand einer Ausarbeitung von Herrn Lamfalussy, einen ersten Gedankenaustausch zur Abgrenzung des Problemkreises vorzunehmen.

Herr Pöhl teilt einerseits die Auffassung von Herrn Zijlstra und Herrn de la Genière; andererseits äussert er Verständnis für die von Herrn de Strycker vorgebrachten Bedenken, die Inflation ausschliesslich

über die Geldpolitik bekämpfen zu wollen und diese Politik an einer einzigen statistischen Grösse auszurichten. In der Tat sei es falsch, zu glauben, die Geldpolitik könne ohne die Unterstützung durch andere Politiken, namentlich die Haushaltspolitik, Erfolg haben. Indes dürften die amerikanischen Währungsbehörden angesichts der hohen Geldentwertung in den USA kaum eine andere Wahl haben, als ihren gegenwärtigen Kurs beizubehalten. Gewisse Vorbehalte könnten hinsichtlich der angewandten Verfahren, die zu starken Ausschlägen der kurzfristigen Zinsen führten, angebracht werden, wiewohl festzuhalten sei, dass der Kapitalzins, etwa die Rendite der Staatsanleihen, relativ niedrig sei, vor allem wenn man ihn mit der Inflationsrate vergleiche. Es wäre also falsch, den amerikanischen Behörden eine andere Orientierung ihrer Geldpolitik naheulegen, denn eine Lockerung dieser Politik würde den europäischen Ländern nur vorübergehend Vorteile bringen, während langfristig ein beschleunigter Preisauftrieb in den USA sich weltweit nur negativ auswirken könnte. Bei diesem Stand der Dinge sei zu hoffen, dass sich der Preisauftrieb in den USA demnächst abschwächen werde und damit auch die Zinsen zurückgingen. Die Absichten der amerikanischen Behörden im Bereich der Haushalts- und Finanzpolitik liessen freilich einige Zweifel aufkommen, ob diese Hoffnung begründet sei.

Herr Ciampi meint, dass Herr de Strycker ein sehr wichtiges Problem aufgeworfen habe. Er weiss sich einig mit Herrn Zijlstra, dass dieses Problem nicht in der heutigen Sitzung behandelt werden könne, doch sei es klar, dass das Problem einer besseren Koordinierung der Interventionsmassnahmen einer gründlichen Diskussion bedürfe, die in der nächsten Sitzung auf der Basis einer vorbereitenden Studie stattfinden sollte.

Herr Zolotas unterstreicht die Tatsache, dass die am EWS teilnehmenden Länder durch den gemeinschaftlichen Wechselkursmechanismus gezwungen seien, ihre Geld- und Wechselkurspolitik zu koordinieren, während der Dollar, der international als Recheneinheit, Zahlungsmittel und Reserveaktivum verwendet werde, floate. Die im Rahmen des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten durchzuführende Studie müsste sich insbesondere mit den Möglichkeiten einer verbesserten Abstimmung zwischen den USA und dem EWS befassen und konkrete Alternativen ausarbeiten, welche die amerikanischen Behörden überzeugten.

Herr Ortoli pflichtet der Feststellung bei, dass alle Faktoren, seien sie wirtschaftlicher oder politischer Natur, auf eine Festigung des

Dollars hinwirkten. Auch denke natürlich niemand daran, die Inflationsbekämpfung aufzugeben. Diesbezüglich sei freilich darauf hinzuweisen, dass auch in einigen Gemeinschaftsländern die Finanzpolitik noch eine Bedrohung für die innere wie die äussere Stabilität darstelle.

Bei allem Verständnis für die Ziele der amerikanischen Geldpolitik halte er die Annahme, dass von den amerikanischen Behörden angewandte Verfahren sei das bestmögliche, für verfehlt. Deshalb begrüsse er den Vorschlag, anhand einer vorbereitenden Untersuchung von Herrn Lamfalussy der Frage nachzugehen, ob das gegenwärtig verfolgte Verfahren sowohl für die USA als auch für deren Partner das beste sei. Wenn dem Handlungsspielraum der europäischen Länder auch Grenzen gesetzt seien, so sollten diese doch nicht darauf verzichten, sich über die amerikanische Geldpolitik eine Meinung zu bilden und ihre Ansicht hierzu in den einzelnen internationalen Ausschüssen wie der Zehnergruppe oder der Arbeitsgruppe 3 vorzutragen. Dieses Vorhaben würde auch den Anliegen der Finanzminister entsprechen, die auf ihrer Februar-Tagung die wirtschaftspolitischen Entwicklungen in den USA zu erörtern hätten.

Auf eine Frage von Herrn Pöhl bezüglich des von Herrn Ortoli als zu hoch angesehenen amerikanischen Zinsniveaus antwortet dieser, dass die rein wirtschaftlichen Faktoren wohl ein etwas niedrigeres Zinsniveau als das derzeit bestehende rechtfertigen würden und ausserdem die den Dollar begünstigenden Faktoren gegenwärtig ausreichen und nicht noch durch hohe Zinsen verstärkt werden müssten. Ganz allgemein könne gesagt werden, dass derzeit das Inflationsgefälle wegen des hohen Zinsniveaus und des gegenwärtigen Zahlungsbilanzgefüges zum Nachteil der Länder ausschlage, die die niedrigsten Inflationsraten aufwiesen.

Herr Pöhl räumt ein, dass die derzeitige Situation mit gewissen Unzuträglichkeiten für die europäischen Länder verbunden sei; man könne indes den amerikanischen Behörden nicht nahelegen, die Zinsen zu senken, bevor es ihnen nicht gelungen sei, den Preisauftrieb, der das eigentliche Problem darstelle, zu dämpfen. Wie bereits erwähnt, seien die langfristigen amerikanischen Zinsen gemessen an der Inflationsrate nicht besonders hoch; die Realrendite auf Staatsanleihen etwa sei praktisch gleich Null.

Herr Zijlstra verweist darauf, dass einige Aspekte der besagten Frage bereits in den Berichten der Gruppe "Geldpolitik" unter dem Vorsitz von Herrn Bastiaanse (z.B. im Bericht Nr. 17 bei den Ueberlegungen über

die Dosierung von Geld- und Haushaltspolitik) und im dritten Bericht der Gruppe "Harmonisierung des währungspolitischen Instrumentariums" behandelt worden seien; bei der Erörterung dieser Aspekte sei deutlich geworden, dass zwischen den europäischen Währungsbehörden unterschiedliche Ansichten über die Bedeutung und Wirksamkeit der Geldpolitik beständen, und bevor man erwäge, Empfehlungen an die USA zu richten, wäre es notwendig, zunächst zwischen den Gemeinschaftsländern eine Annäherung der Standpunkte in dieser Materie zu erreichen.

Herr de Strycker betont, dass er keine theoretische Studie nach dem Beispiel der von den Expertengruppen unternommenen Arbeiten vorschläge; er denke vielmehr an eine sehr konkrete und praktische Untersuchung der gegenwärtig von den USA - vor dem Hintergrund der Konjunkturlage in den USA und in der Welt sowie der Art der Inflation in den USA - verfolgten Geldpolitik. Zudem sollte die Studie nicht a priori von der Annahme ausgehen, es bestehe ein direkter Zusammenhang zwischen dem monetären Wachstum und der Inflationsrate und zwischen dieser und dem Zinsniveau. So sei es in der gegenwärtigen Situation keineswegs sicher, dass eine Teuerungsrate von 13% Zinsen von 20% erfordere; der gegenwärtigen Inflation könne man mit etwas weniger hohen Zinssätzen Rechnung tragen.

Herr Richardson ist der Auffassung, dass die erwogene Studie, ungeachtet des Wunsches von Herrn de Strycker nach einer konkreten Diskussion, zwangsläufig theoretischer Natur sein müsse, wenn sie auch die Frage behandeln solle, ob ein Zusammenhang zwischen Geldmengenwachstum und Inflation bestehe, eine Frage, auf die Herr de Strycker angespielt habe, als er vom Dogma der amerikanischen Geldpolitik gesprochen habe. Man könne sich schwerlich vorstellen, wie eine innerhalb des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten durchgeführte Studie die amerikanischen Behörden zu einem Meinungswandel hinsichtlich der geeignetsten Mittel zur Inflationsbekämpfung bringen könne. Es wäre deshalb nützlicher, die Studie darauf zu beschränken, eine Analyse der Wechselwirkungen zwischen der Geldpolitik der USA und jener der anderen Währungsblöcke vorzunehmen und nach Möglichkeiten für eine Koordinierung dieser Politiken zu suchen. Man könnte auch die Frage einbeziehen, ob die in Anwendung befindlichen Instrumente und Verfahren die geeignetsten seien und ob sie verbessert oder sogar aufeinander abgestimmt werden könnten. Es dürfte indessen äusserst schwierig sein, die auf gründlichen Studien und einiger Erfahrung beruhende Ueberzeu-

gung erschüttern zu wollen, dass der Geldpolitik bei der Bekämpfung der Inflation eine entscheidende Rolle zufalle.

Herr Zijlstra ist der Auffassung, dass die innerhalb des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten anzustellende Untersuchung von der gemeinsamen Ueberzeugung ausgehen müsste, dass eine wirksame Geldpolitik eine notwendige, aber nicht die alleinige Voraussetzung für eine Antiinflationpolitik darstelle. Er sei einverstanden mit Herrn de Strycker, dass die Untersuchung praktischer Natur sein sollte; er mache jedoch den Ausschuss darauf aufmerksam, dass diese Untersuchung sich notwendigerweise eingehend mit den geldpolitischen Verfahren beschäftigen müsse. Herr Pöhl habe zu Recht darauf hingewiesen, dass der langfristige Zins in Amerika nicht sonderlich hoch sei; der Hauptstörfaktor bestehe vielmehr darin, dass die kurzfristigen Zinsen sehr hoch im Vergleich zu den Zinsen am Kapitalmarkt und zugleich äusserst unbeständig seien.

Dieses Phänomen beruhe auf dem besonderen Verfahren, das die amerikanischen Behörden anwenden, doch könnte die Untersuchung über alternative Verfahren vielleicht ergeben, dass die USA in ihrer grossen Volkswirtschaft über keine besseren als die derzeit angewendeten Instrumente verfügen. Jedenfalls wäre das Schlimmste, das eintreten könnte, wenn die USA die Kontrolle über die Inflation verlieren würden.

Der Vorsitzende verweist darauf, dass dann, wenn die Geldpolitik eine entscheidende Rolle bei der Inflationsbekämpfung spiele, das Zinsniveau in den Ländern mit starker Geldentwertung zwangsläufig höher sein müsse als in Ländern mit niedrigerer Inflationsrate. Diese Tatsache hat unvermeidbare Folgen für die kurzfristigen Kapitalströme.

Herr de Strycker erklärt, dass er die Geldpolitik als solche nicht in Frage stelle. Sie müsse jedoch flexibel und pragmatisch gehandhabt werden, sich den veränderten Umständen anpassen und undogmatisch sein. Im Falle Amerikas bedürfte es einer Untersuchung des Zustands der Wirtschaft des Landes, der Gründe für die Inflation (sind diese in einer die Produktionskapazitäten der amerikanischen Volkswirtschaft oder sogar der Weltwirtschaft übersteigenden Nachfrage zu sehen, oder ist die überschäumende Nachfrage ihrerseits auf eine zu starke Geldschöpfung zurückzuführen?) und der zur Eindämmung der Geld- und Kreditausweitung geeigneten Instrumente. Diese Fragen, ebenso wie die Folgen einer weniger restriktiven Geldpolitik in den USA, sollten in der Studie von Herrn Lamfalussy behandelt werden.

Herr Hoffmeyer ist wie Herr Zijlstra der Auffassung, dass die vorgesehene Studie vor allem die Probleme der geldpolitischen Verfahren behandeln sollte. Er schlägt deshalb vor, die Ausarbeitung in die zwei folgenden Abschnitte zu gliedern:

- Beschreibung der Funktionsweise der amerikanischen Geldpolitik,
- Möglichkeiten zur Umgehung der negativen Auswirkungen dieser Politik auf die Partner der USA.

Demgegenüber erscheine es ein vergebliches Unterfangen, die Hauptziele der Geldpolitik der USA diskutieren zu wollen.

Herr Lamfalussy führt aus, dass es nicht leicht sein werde, die beiden äusserst vielschichtigen und eng miteinander verzahnten Fragenkomplexe, nämlich den Mechanismus des Durchwirkens der Geldpolitik auf das Preisniveau und die operationellen Verfahren der Geldpolitik, kurz abzuhandeln. Zudem unterscheide sich der institutionelle Rahmen der amerikanischen Geldpolitik sehr stark von dem der europäischen Länder. Herr Lamfalussy teilt andererseits mit, dass er dabei sei, eine Ausarbeitung von rund 50 Seiten zu verfassen, die ebenfalls die von den Gouverneuren angesprochenen Fragen behandle und zu einem späteren Zeitpunkt veröffentlicht werde. Er sei bereit, diese Arbeit dem Ausschuss gegen Ende Februar zur Verfügung zu stellen.

Herr de la Genière begrüsst das Vorhaben von Herrn Lamfalussy; er betont, dass ihn an der amerikanischen Geldpolitik vor allem interessiere, welche kurzfristigen Auswirkungen diese für die europäischen Länder in bezug auf das Realwachstum, die Inflation und die Zahlungsbilanzen habe. Bei der Untersuchung dieser Auswirkungen sollte von der Wahrscheinlichkeit ausgegangen werden, dass die Geldpolitik der USA sich in den nächsten Monaten nicht ändern werde. Ausserdem sollte untersucht werden, ob es möglich sei, für die europäischen Länder die Folgen dieser Politik abzumildern.

Der Vorsitzende beendet die Aussprache, indem er bestätigt, dass der Ausschuss in seiner nächsten Sitzung die mit der amerikanischen Geldpolitik und deren Handhabung verbundenen Probleme prüfen werde. Der Ausschuss begrüsst es, dass er hierfür über die von Herrn Lamfalussy angekündigte Ausarbeitung verfügen werde.

### III. Prüfung eines neuen Mandats der Arbeitsgruppe "Harmonisierung des währungspolitischen Instrumentariums"

Der Vorsitzende erinnert daran, dass der Währungsausschuss derzeit mit der Prüfung eines Entwurfs des Mandats für die unter dem Vorsitz von Herrn Kjaer stehende Arbeitsgruppe "Harmonisierung des währungspolitischen Instrumentariums" befasst ist. Ein erster Mandatsentwurf wurde vom Währungsausschuss in seiner Januar-Sitzung nicht angenommen; im Anschluss daran erhielten alle Mitglieder dieses Ausschusses einen revidierten Text zur schriftlichen Genehmigung zugestellt. Gegen diese zweite Fassung wurden gewisse Einwände erhoben, die in der den Zentralbankpräsidenten übergebenen Fassung berücksichtigt sind. Dieser letztgenannte Text sollte vom Währungsausschuss im schriftlichen Verfahren bis 11. Februar 1981 genehmigt werden.

Der Vorsitzende bittet Herrn Loehnis, von den Beratungen der Stellvertreter über den Mandatsentwurf in seiner derzeitigen Fassung zu berichten.

Herr Loehnis erklärt, dass die Stellvertreter zunächst darauf hingewiesen haben, dass die Arbeitsgruppe "Harmonisierung des währungspolitischen Instrumentariums" sowohl dem Währungsausschuss als auch dem Ausschuss der Zentralbankpräsidenten untersteht. Es wäre somit zweckmässig, auf diese Tatsache Bezug zu nehmen und in der Einleitung zwischen "wird vom Währungsausschuss" und "beauftragt" die Worte "im Einvernehmen mit dem Ausschuss der Zentralbankpräsidenten" einzufügen.

Was den Inhalt des Mandats anbelangt, so wurden hierzu von den Stellvertretern ungeachtet der Tatsache, dass die Zentralbanken ebenfalls im Währungsausschuss vertreten sind, mehrere Vorbehalte angebracht. Der erste wichtige Vorbehalt betrifft den Umfang des zu untersuchenden Fragenkomplexes, der viel zu gross sei und es der Arbeitsgruppe schwerlich erlauben dürfte, einen Bericht innerhalb angemessener Frist vorzulegen. Ein zweiter Vorbehalt spezifischerer Art galt dem ersten Satz nach dem dritten Gedankenstrich, welcher lautet: "Definition und Analyse von Indikatoren für die Ausrichtung der Währungspolitik innerhalb der Gemeinschaft und des EWS anhand von Zeitreihen sowie Ermittlung von Gründen für Spannungen innerhalb des Systems." Nach Auffassung gewisser Stellvertreter könne nämlich dieser Satz zu der Annahme verleiten, es sei möglich, automatische Indikatoren zu definieren, mit deren Hilfe sich die währungs-

politischen Zielsetzungen der einzelnen Länder untereinander vergleichen lassen, obwohl eindeutig feststeht, dass erst andere Faktoren untersucht werden müssen, bevor man gültige Schlussfolgerungen ziehen kann.

Der Vertreter der Kommission, Herr Padoa-Schioppa, hat darauf hingewiesen, dass der Arbeitsgruppe in früherer Zeit gewisse Mandate vom Ausschuss der Zentralbankpräsidenten allein erteilt worden seien; also könne normalerweise der Währungsausschuss ein Gleiches tun. Die Stellvertreter sind jedoch der Auffassung, dass künftighin die beiden verwandten Ausschüsse über die Mandate an die Expertengruppe "Harmonisierung des währungspolitischen Instrumentariums" gemeinsam befinden sollten.

Unter diesen Umständen haben es die Stellvertreter nicht für angezeigt erachtet, Änderungen am Mandatstext vorzuschlagen. Indessen haben sie es für zweckdienlich gehalten:

- dass die von ihnen in ihrer Sitzung vorgebrachten Einwände nach Billigung durch die Zentralbankpräsidenten von der Kommission geprüft werden,
- dass die Vertreter der Zentralbanken im Währungsausschuss den Wunsch vortragen, die Arbeit der Gruppe solle sich auf einen einzigen Punkt der verschiedenen Bestandteile des Mandats konzentrieren.

Im übrigen wurde zur Kenntnis genommen, dass die Mitglieder des Währungsausschusses noch bis zum 11. Februar 1981 schriftlich ihre Bemerkungen anbringen können.

Der Vorsitzende hält es ebenfalls für wichtig, dass die der Expertengruppe "Harmonisierung des währungspolitischen Instrumentariums" übertragenen Mandate nicht nur vom Währungsausschuss, sondern auch vom Ausschuss der Zentralbankpräsidenten erteilt werden, und sei es nur, um die Sicherheit zu haben, dass die von den Zentralbankexperten auszuführende Arbeit in angemessener Weise auf die verschiedenen in Gang befindlichen oder in Angriff zu nehmenden Untersuchungen verteilt wird. Er schlägt vor, dass der Ausschuss das Mandat in seiner derzeitigen Fassung genehmigt, wobei davon ausgegangen wird, dass sich die Gruppe bei ihren Arbeiten zunächst auf den einen der drei mit Gedankenstrichen eingeleiteten Fragenkomplexe, vorzugsweise auf den nach dem zweiten Gedankenstrich, konzentriert, um im Herbst einen Bericht vorzulegen. Ueber die späteren Untersuchungen der Arbeitsgruppe könnten die beiden verwandten Ausschüsse danach entscheiden.

Herr de Strycker ist mit dem Vorschlag des Vorsitzenden einverstanden, obgleich er hinsichtlich des Mandats Bedenken äussert. Tatsächlich ist der Zusammenhang zwischen der Geldpolitik der einzelnen Länder und den Wechselkursen bereits in den zwei letzten Berichten der Expertengruppe behandelt worden, und der Versuch, Indikatoren zum Vergleich der Zielsetzungen der Geldpolitik der einzelnen Länder definieren zu wollen, fordert ausdrückliche Vorbehalte heraus. Trotz dieser Vorbehalte ist Herr de Strycker damit einverstanden, dass das Mandat vom Ausschuss der Zentralbankpräsidenten in der vorgeschlagenen Fassung genehmigt und die Expertengruppe ersucht wird, sorgfältig zu prüfen, in welcher Form die verschiedenen Fragen untersucht werden könnten.

Der Ausschuss billigt die Empfehlung des Vorsitzenden; indessen vermerkt Herr Ortoli, er lege den Beschluss des Ausschusses dahingehend aus, dass die Expertengruppe dem Fragenkomplex nach dem zweiten Gedankenstrich den Vorrang geben und sich mit den übrigen im Mandatstext enthaltenen Fragen später befassen solle.

Der Vorsitzende unterstreicht, dass - so, wie das Mandat gefasst ist - die Untersuchung sämtlicher Fragen mit einem ungeheuren Arbeitsaufwand verbunden wäre, der die dafür verfügbaren Kapazitäten der Zentralbanken möglicherweise übersteigen würde.

Herr Ortoli vermerkt, dass der Währungsausschuss vom Beschluss der Zentralbankpräsidenten über die Dienststellen der Kommission unterrichtet wird.

#### IV. Analyse der monatlichen Statistiken

Dieser Punkt wurde bei der Diskussion von Punkt II der Tagesordnung behandelt.

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

- Gedankenaustausch über das Arbeitsprogramm des Ausschusses für die nächsten Monate

Der Vorsitzende legt den in Anlage 2 zum vorliegenden Protokoll tabellarisch zusammengefassten Entwurf des Arbeitsprogramms des Ausschusses

für die nächsten Monate vor und erläutert ihn. Er weist eigens darauf hin, dass das Arbeitsprogramm keinen starren Rahmen bilde und nach Belieben der Zentralbankpräsidenten erweitert werden könne.

Zu den Punkten 1, 2, 5 und 6 des Arbeitsprogramms macht der Vorsitzende die folgenden Bemerkungen:

1. Institutionelle Phase des EWS

Die Arbeiten der Stellvertreter sind in vollem Gange; ihr Bericht dürfte bis zur Mai-Sitzung zur Verfügung stehen.

2. Gemeinsame Politik gegenüber dem US-Dollar

Das Juli-Datum geht auf den Beschluss des Ausschusses zurück, zweimal jährlich eine qualitative Einschätzung des Verhaltens der amerikanischen Währung vorzunehmen; selbstverständlich kann jedoch bei Bedarf dieses Thema im Rahmen der monatlichen Debatte über die Entwicklung an den Devisenmärkten schon früher diskutiert werden.

5. Fragen allgemeiner Art

Nach den Verlautbarungen des niederländischen Vorsitzes dürfte sich die informelle Sitzung der EWG-Finanzminister und eventuell der Zentralbankpräsidenten von Anfang April 1981 im wesentlichen mit der Sitzung des Interimsausschusses von Ende Mai in Libreville befassen; sofern die Zentralbankpräsidenten es für erforderlich halten, könnte eine Diskussion über die informelle Sitzung im März stattfinden. Die Untersuchung über die Finanzierung und Anpassung der Zahlungsbilanzdefizite (Punkt 5 b) würde dem von Herrn Zijlstra im Dezember 1980 geäußerten Wunsch entgegenkommen und könnte von der "Arbeitsgruppe Raymond" vorbereitet werden.

6. Verschiedenes

Sofern es die Zentralbankpräsidenten für zweckmässig halten, könnte die Frage der Regeln für die Nominierung des Ausschussvorsitzenden im Rahmen eines informellen Gedankenaustausches zwischen den Zentralbankpräsidenten erörtert werden, bevor sie vom Ausschuss der Stellvertreter behandelt wird.

Der Vorsitzende stellt abschliessend fest, dass die Lage in Polen ein anderes wichtiges Diskussionsthema für den Ausschuss bilden könnte.

- Umlage der Sekretariatskosten des Ausschusses für das Jahr 1980

Der Vorsitzende erinnert daran, dass das Sekretariat vor Beginn der Sitzung allen Zentralbankpräsidenten eine Note über die Sekretariatskosten des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten sowie die Sekretariatskosten des Verwaltungsrats des EFWZ und des Agenten für das Jahr 1980 übergeben hat.

Herr Morelli macht darauf aufmerksam, dass der generelle Gesamtbetrag der Unkosten für das Jahr 1980 um sfr 50.000 niedriger war als im Jahr 1979. Diese Verminderung betrifft im wesentlichen die Auslagen für Dolmetscher (es fanden weniger Expertensitzungen statt) und in bescheidenerem Masse die Reisekostenentschädigungen; ein weiterer Grund dafür ist auch, dass im vergangenen Jahr keine aussergewöhnlichen Kosten wie im Jahr 1979 für die Veröffentlichung der Broschüre der Textsammlung zum Europäischen Währungssystem zu verzeichnen waren. Dieser Rückgang wurde durch den Anstieg der Personal- und Materialkosten nur teilweise ausgeglichen.

Herr Pöhl bemerkt, dass er diese Note des Sekretariats noch nicht habe lesen können, und bittet den Ausschuss, die Beschlussfassung zu diesem Punkt auf die nächste Sitzung zu vertagen; der Ausschuss kommt diesem Wunsche nach.

VI. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Die nächste Sitzung des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten findet am Dienstag, dem 10. März 1981, um 10 Uhr in Basel statt.

Ausschuss der Präsidenten  
der Zentralbanken der Mitgliedstaaten  
der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft

10. Februar 1981

Vertraulich  
Uebersetzung

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

JANUAR 1981

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 Januar sowie in den ersten Februartagen 1981.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Im Januar war die Entwicklung an den Devisenmärkten wie folgt gekennzeichnet:

Anhaltende und kräftige Kursgewinne des US-Dollars, des Pfund Sterling und des Yen gegenüber den Währungen des Europäischen Währungssystems, wobei die drei genannten Währungen gegenüber der stärksten EWS-Währung, dem französischen Franken, um rund 8,0, 7,9 bzw. 6,2% höher bewertet wurden.

Diese Wechselkursbewegungen waren in der Hauptsache das Ergebnis eines hohen Zinsniveaus in den USA und in Grossbritannien sowie einer günstigen Entwicklung der Leistungsbilanzen beider Länder; die Höherbewertung des Yen dürfte zum Teil auf die sich abzeichnende Verbesserung in der japanischen Leistungsbilanz beruhen, was auch zu Kapitalzuflüssen in den Yen führte.

---

\* Zentralbanken der EWG, Norwegens, Schwedens, der Schweiz, Japans, Kanadas und der USA. Anlässlich des Beitritts Griechenlands zur EWG am 1. Januar 1981 hat sich auch die griechische Zentralbank der Gruppe der an der Konzertation teilnehmenden Zentralbanken angeschlossen.

Im Europäischen Währungssystem hat sich der Abstand zwischen den am weitesten auseinanderliegenden Währungen kaum verändert: im engeren Kursband blieb er bei 2,25% bzw. nur leicht darunter und variierte zwischen 3 1/2 und 4% für die italienische Lira. In der letzten Januarwoche mussten die D-Mark und der belgische Franken in begrenztem Umfang an ihren Interventionspunkten gegenüber dem französischen Franken gestützt werden.

Anfang Januar schwächte sich der US-Dollar infolge eines weiteren Rückgangs der Dollarzinsen gegenüber allen anderen Währungen ab. Besonders am 5. Januar, als eine US-Bank ihre Prime rate von 21 1/2 auf 20% senkte, notierte der Dollar deutlich niedriger.

Während der darauffolgenden Wochen stabilisierten sich die Zinsen wieder und Erwartungen auf eine weiterhin feste amerikanische Geldpolitik erhärteten sich. Dies zog eine beträchtliche Höherbewertung des Dollars nach sich; begleitet war diese Entwicklung indes von starken Wechselkursausschlägen aufgrund der Verunsicherung angesichts fluktuierender Zinsen und, später, der Ungewissheit, wie sich die Freigabe iranischer Einlagen auf die Finanzmärkte auswirken werde.

Nachdem die amerikanischen Geiseln am 20. Januar freigelassen worden waren und sich herausstellte, dass die Freigabe der Guthaben keine Störungen auf den Märkten verursachte, setzte offenbar ein Meinungsumschwung am Markt ein. Dieser erhielt weiteren Auftrieb, als die neue Reagan-Administration eine Woche später eine Reihe wirtschaftspolitischer Massnahmen ankündigte, darunter eine Freigabe der Oelpreise. Unter diesen Umständen hatte ein erneuter Zinsrückgang in den USA keinen Effekt auf den Dollarkurs. Die Federal Reserve Bank von New York intervenierte häufig hauptsächlich mit D-Mark-Käufen.

Im Europäischen Währungssystem hielt sich der belgische Franken fast ständig am unteren Rand des Bandes auf, während der französische Franken die erste Position behauptete. Die dänische Krone und die D-Mark neigten zur Schwäche. Erstere fiel in die Mitte der Bandbreite zurück, während letztere sich in der letzten Januarwoche zum belgischen Franken am unteren Bandrand gesellte. Die Position des holländischen Gulden und der italienischen Lira war per Saldo wenig verändert, während das irische Pfund seine Position verbessern konnte. Die Kursverschiebungen bewirkten, dass der Abweichungsindikator des französischen Franken vorübergehend die Schwelle von 75 und jener der D-Mark den Wert 66 erreichte.

Die Position der D-Mark im EWS blieb sehr lange während des Monats stabil. Am 22. Januar gab die Deutsche Bundesbank bekannt, dass sie mit Wirkung vom 1. Februar die Mindestreserven um rund DM 3,7 Mrd. senken und die Rediskontkontingente um 3 Mrd. erhöhen werde. Mit diesen Massnahmen sollten die Banken in die Lage versetzt werden, ihre Rückzahlungsverpflichtungen aus den Anfang Februar auslaufenden Pensionsgeschäften teilweise zu erfüllen. In der letzten Woche des Monats geriet die Mark freilich unter Druck. Ausgelöst wurde diese Schwächeneigung durch den steilen Kursanstieg des Dollars und durch Befürchtungen aufgrund ungünstiger Nachrichten in bezug auf Wirtschaftswachstum, Zahlungsbilanz und Preisniveau in der Bundesrepublik Deutschland. Ende Januar notierte der Dollar in Frankfurt mit DM 2,1167 auf einem seit Mai 1978 nicht mehr erreichten Niveau. Die Bundesbank tätigte Dollarverkäufe, in der Hauptsache für Rechnung der amerikanischen Währungsbehörden; ausserdem mussten französische Franken zum Limitkurs abgegeben werden.

Der belgische Franken blieb - in Ermangelung jeglichen Lichtblicks hinsichtlich der Wirtschaftslage und bedingt durch die zunehmenden Spannungen auf dem Arbeitsmarkt - auch im Januar schwach.

Der holländische Gulden war wenig verändert und blieb nahe am oberen Rand des EWS-Bandes. Die Veröffentlichung eines Briefes der Niederländischen Bank an den Finanzminister, in dem die Regierung aufgefordert wird, die durch ein tendenziell ansteigendes Haushaltsdefizit verursachte hohe Liquiditätsschöpfung zu verringern, hatte keinen Einfluss auf den Kurs des Guldens.

Die Zentralbank von Irland griff mit Dollarinterventionen ein, wenn der Kurs des irischen Pfundes zu stark zu schwanken drohte.

Die Kursentwicklung der italienischen Lira nahm einen ruhigen Verlauf, wobei die Bank von Italien in Zeiten einer Liraschwäche Dollar verkaufte.

Die Kursentwicklung des Pfund Sterling war im Januar steil nach oben gerichtet, was teilweise auf die immer noch relativ hohen Zinsen in Grossbritannien zurückzuführen war. Darüber hinaus weist die laufende Rechnung der Zahlungsbilanz weiterhin eine günstige Entwicklung auf, und die Inflation schwächt sich ab. Das Pfund war im Berichtszeitraum die einzige europäische Währung, die keine Wertebussen gegenüber dem Dollar verzeichnete. Auf den europäischen Devisenmärkten wertete sich

das Pfund beträchtlich um rund 8% auf und erreichte Kurshöhen, die in den vergangenen fünf Jahren nicht mehr registriert worden waren. Der effektive Wechselkurs des Pfundes stieg von 78,6 auf 81,4.

Die Drachme\* behauptete sich im Januar relativ gut; ihr effektiver Wechselkursindex ermässigte sich gegenüber Ende Dezember nur um 0.3%. Dies ging wahrscheinlich darauf zurück, dass die Zahlungen für Erdöl im Januar geringer als angenommen ausfielen und eine Reihe von früher abgeschlossenen Auslandsanleiheverträgen realisiert wurden. In den letzten Januartagen und in der ersten Februarwoche beschleunigte sich der Kursverfall der Drachme im Zusammenhang mit dem Kursanstieg des Dollars und der Veröffentlichung der Zahlungsbilanzresultate des Monats Dezember.

Die Kursentwicklung des Schweizer Frankens entsprach in etwa jener der Währungen im EWS-Wechselkursverbund. Gegenüber dem Dollar büsste er 9% an Wert ein, während die Kursrelation zur D-Mark stabil blieb; als der Dollar am Monatsende in Zürich einen Kurs von Fr. 1,9275 erreichte, gab die Schweizerische Nationalbank - allerdings in begrenztem Umfang - Dollar an den Markt ab.

Die schwedische Krone kam im Januar unter Druck. Das beträchtliche Defizit im Haushaltsvoranschlag und der hohe Fehlbetrag in der Leistungsbilanz gaben Gerüchten über einen möglichen Kursverfall der Krone Nahrung. Die Bank von Schweden erhöhte ihren Diskontsatz mit Wirkung vom 21. Januar um 2 Prozentpunkte auf 12% und den Strafzinssatz um 4 Punkte auf 17%. Gleichzeitig wurden die Pflichtreserven erhöht und ein Kreditplafond eingeführt. Gleichwohl bedurfte es umfangreicher Dollarabgaben, um den effektiven Wechselkurs der Krone zu stabilisieren. Als Folge fiel die Abschwächung der Krone gegenüber dem Dollar sehr viel kleiner aus als jene der meisten anderen europäischen Währungen. In den letzten Tagen des Monats liess der Druck auf die Krone nach.

Die norwegische Krone schwächte sich im Januar gegenüber dem Dollar um ungefähr 5% ab, befestigte sich aber zunehmend gegenüber den EWS-Währungen. Ihr gewichteter Wechselkursindex stieg von 100,5 Ende Dezember auf 102,2 Ende Januar. Die Bank von Norwegen stützte den Wechselkurs

---

\* Vgl. auch den beigegefügteten Vermerk der Bank von Griechenland über den Athener Devisenmarkt.

der Krone durch Dollarswaps, eine restriktivere Geldpolitik und steigende Inlandszinsen .

Der Yen wies im Berichtsmonat eine sehr feste Haltung auf: in New York verlor er nur 1% an Wert, und gegenüber den EWS-Währungen verzeichnete er Kursgewinne von rund 6%. Diese Entwicklung beruht im wesentlichen auf der Verbesserung der japanischen Leistungsbilanz, die offenbar verstärkt Kapitalzuflüsse bewirkte. Anfang Januar, als der Dollarkurs sich ¥ 200 näherte, erwarb die Bank von Japan umfangreiche Dollarbeträge.

Der Kurs des kanadischen Dollars blieb gegenüber der US-Valuta weiterhin stabil und festigte sich auf den meisten westeuropäischen Devisenmärkten.

## II. INTERVENTIONEN IN US-DOLLAR

Die Gesamtkäufe waren mit \$ 2,0 Mrd. etwa so hoch wie im Monat davor, während sich die Verkäufe auf insgesamt \$ 4,4 Mrd. erhöhten.

Die bei weitem umfangreichsten Verkäufe tätigte die Bank von Schweden. Die Bank von Italien und die New Yorker Federal Reserve Bank verkauften ebenfalls erhebliche Dollarbeträge, letztere gegen D-Mark in New York und auch, über die Deutsche Bundesbank, in Frankfurt. In der letzten Januarwoche verkaufte die Deutsche Bundesbank Dollar auch auf eigene Rechnung.

Der grösste Teil der Dollarkäufe entfiel auf die Bank von Japan. Den Rest erwarb die Bank von England.

Die Bank von Kanada und die Zentralbank von Irland intervenierten in beiden Richtungen.

## III. INTERVENTIONEN IN EUROPÄISCHEN WÄHRUNGEN

Die Interventionen in europäischen Währungen, die sich fast ausschliesslich auf die letzte Januarwoche konzentrierten, beliefen sich auf umgerechnet US-\$ 620 Mio. Sie wurden hauptsächlich gegen Abgabe französischer Franken getätigt, während die Abgabe von italienischen Lire

geringfügig war. Rund 60% davon wurden zur Stützung der D-Mark eingesetzt und (mit Ausnahme eines geringen, intramarginal erworbenen Betrages) über den EFWZ finanziert. Der Restbetrag wurde zur Stützung des belgischen Frankens verwendet und sofort durch Uebertragung von ECU beglichen.

\* \* \*

Während der ersten Februartage verzeichnete der Dollar erneut starke Kursausschläge; per Saldo konnte er seine Kursverbesserung gegenüber den EWS-Währungen um 1 bis 1 1/2% erhöhen.

Nachdem das Pfund in den letzten Januartagen eine feste Tendenz aufgewiesen hatte, gab es nunmehr gegenüber dem Dollar (2%) und den europäischen Währungen etwas nach, da sich an den Märkten Erwartungen einer möglichen Herabsetzung des Mindestausleihesatzes verstärkten.

Der Yen festigte sich dagegen weiter und gewann gegenüber dem Dollar 1,20% und gegenüber den EWS-Währungen rund 2 1/2% an Wert. Die Bank von Japan intervenierte nicht.

Die Spannungen im EWS hielten an, und die D-Mark sowie der belgische Franken mussten fortlaufend gestützt werden. Die D-Mark-Käufe gegen französische Franken erreichten indes nicht die Höhe der Vorwoche, da die Bundesbank ihre Interventionen auf dem Dollarmarkt verstärkte. Zudem zeigten die deutschen Zinsen eine ansteigende Tendenz, da die Deutsche Bundesbank dem Geldmarkt nur in begrenztem Umfang über zu Beginn der Woche abgeschlossene Pensionsgeschäfte Liquidität zur Verfügung stellte. Darüber hinaus schloss die Bundesbank am Freitag liquiditätsbindende Devisenpensions- und Swapgeschäfte mit den deutschen Banken ab und reduzierte ihre Kurspflege am Kapitalmarkt, was auch dort zu einem spürbaren Anstieg der Zinssätze beitrug.

Die Schweizerische Nationalbank erhöhte den Diskont- und den Lombardsatz mit Wirkung vom 3. Februar um einen halben Prozentpunkt auf 3 1/2% bzw. 4 1/2%, um die Differenz zwischen den Marktzinsen und den Leitzinsen zu verringern, und auch angesichts der relativen Schwäche des Schweizer Franken an den Devisenmärkten.

Die schwedische Krone erholte sich etwas zu Beginn der Woche. Nachdem die Schwedische Reichsbank lange Zeit Dollar hatte verkaufen müssen, konnte sie wieder Dollar am Markt erwerben.

Die Interventionen im Rahmen des EWS beliefen sich auf umgerechnet \$ 340 Mio. und erfolgten sämtlich gegen Abgabe von französischen Franken. Sie wurden grösstenteils zur Stützung des belgischen Frankens eingesetzt. Der Restbetrag wurde zum Kauf von D-Mark verwendet.

Die Dollarinterventionen auf der Abgabenseite der an der Konzertation teilnehmenden Zentralbanken beliefen sich in der ersten Februarwoche auf insgesamt \$ 780 Mio. Die höchsten Dollarbeträge verkauften die Deutsche Bundesbank und die Federal Reserve Bank von New York. Die höchsten Käufe tätigte die Bank von Schweden.

DER DEWISENMARKT IN ATHEN

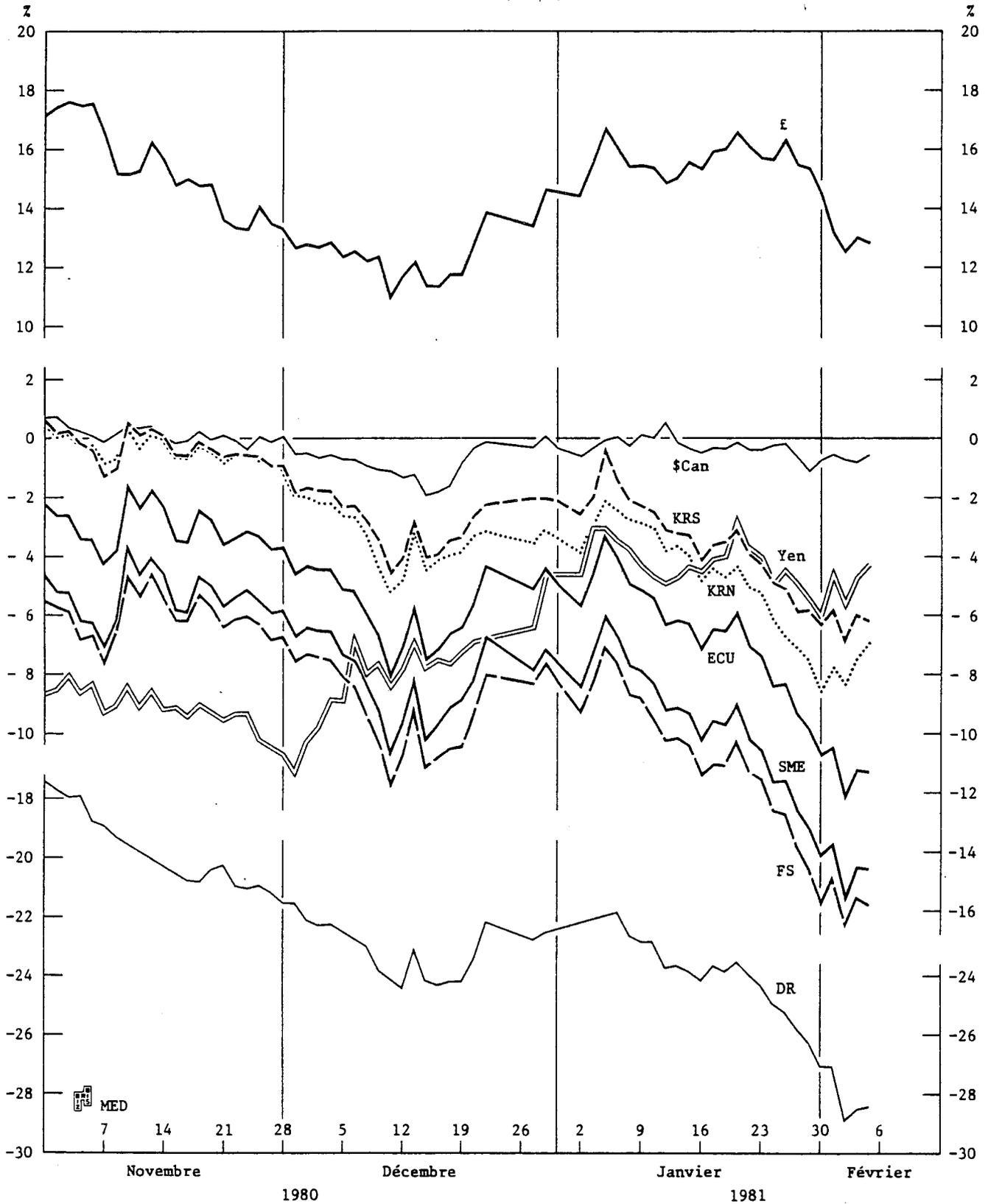
---

Bis November 1980 enthielt der Devisenhandel für die griechischen Geschäftsbanken keinerlei Risiko. Die Zentralbank setzte die Wechselkurse der Drachme für alle Transaktionen der Geschäftsbanken einheitlich fest.

Ein neues, im Oktober 1980 verabschiedetes Devisengesetz gestattete es den griechischen Banken (innerhalb der von der Bank von Griechenland festgesetzten Höchstbeträge), offene Positionen gegen die Drachme zu halten und untereinander Kassageschäfte abzuschliessen. Das neue Gesetz liess geltende Devisenkontrollbestimmungen unberührt. Bankkunden dürfen nach wie vor Devisen nur für behördlich genehmigte Transaktionen kaufen und verkaufen. Den Banken ist es hingegen gestattet, unbeschränkt Interbankgeschäfte zu tätigen, sofern sie die für ihre offenen Positionen geltenden Limits einhalten. Es gibt keinen Terminmarkt, da die Drachmezinssätze behördlich festgesetzt werden. Die Zentralbank gewährt für bestimmte kommerzielle Geschäfte eine Terminabsicherung für drei und sechs Monate. Die amtlichen Notierungen der Drachme werden beim täglichen "Fixing" um 1 Uhr festgestellt. Alle zum Devisenhandel zugelassenen griechischen Geschäftsbanken können sich am "Fixing" beteiligen.

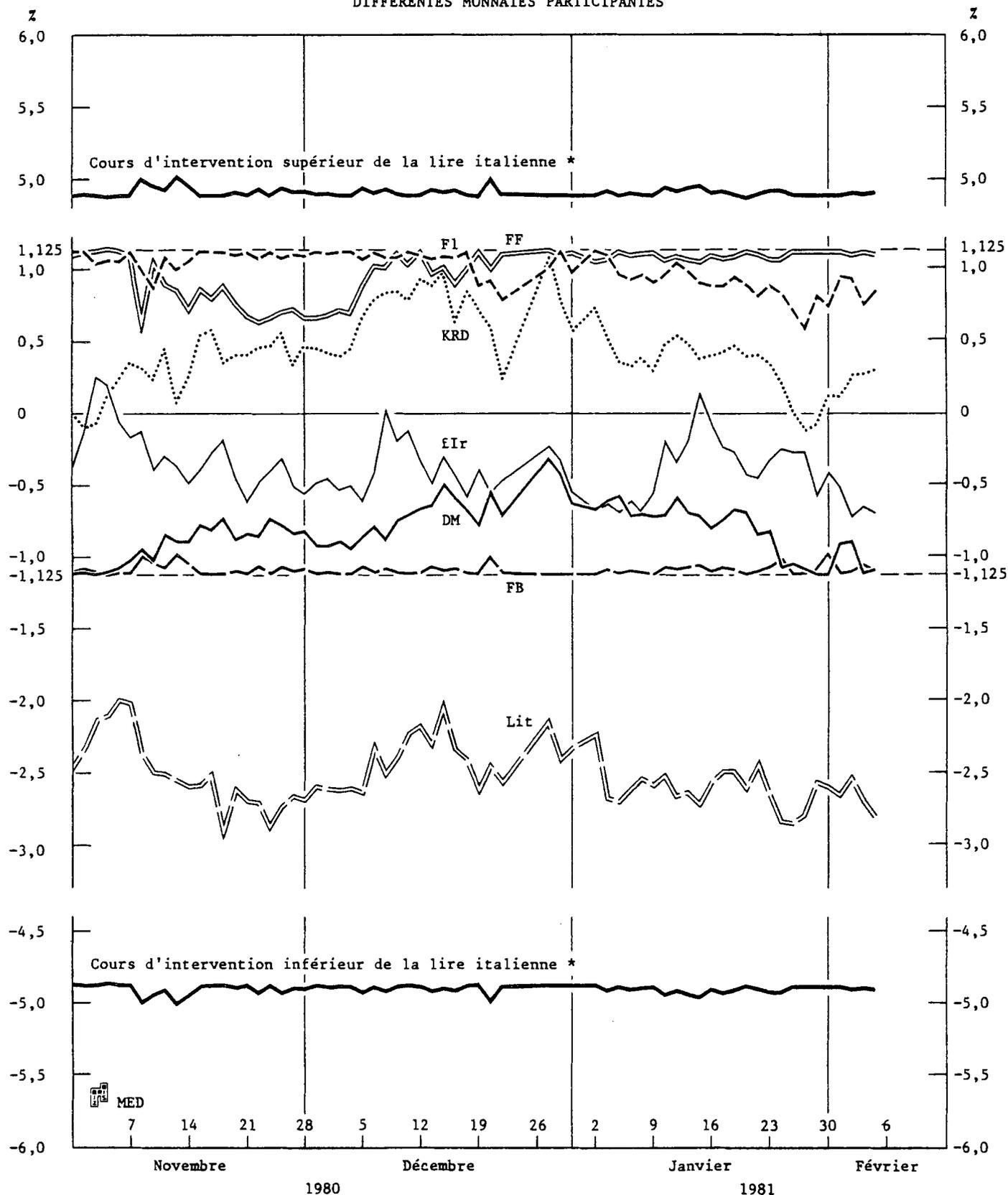
Mit Einführung des Interbank-Devisenhandels im November 1980 verringerten sich die Kursdifferenzen bei grossen Devisengeschäften, während sich die Margen bei kleinen Beträgen vergrösserten. Rund 60% des Geschäfts finden auf Interbankbasis statt, während das Restgeschäft beim "Fixing" getätigt wird. Die Geschäftsbanken haben gezögert, die ihnen für ihre offenen Positionen eingeräumten Limits voll auszunützen. Dieses Verhalten hat im Verein mit dem Entschluss der Bank von Griechenland, in der Anlaufphase des Devisenmarktes als De-facto-Broker zu agieren, verhindert, dass es zu starken Fluktuationen der Währungsreserven kam. Die Schaffung des Devisenmarktes im Dezember 1980 hatte zur Folge, dass die Drachme in das Pariser "Fixing" aufgenommen wurde. Das Geschäftsvolumen ist seither gering gewesen. Die griechischen Devisenbestimmungen verbieten es Devisenausländern, Kredite in Drachme aufzunehmen.

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; £ 0,48040; \$Can 1,18652; FS 1,6215; Yen 193,30; KRS 4,2850; KRN 4,9910; DR 36,0500; cours médian des monnaies participant au SME 1,3806. Le cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne journalière des cours des deux monnaies à marge de fluctuation de 2,25%, exprimés en dollar EU, qui se sont éloignés le plus de leurs cours pivots bilatéraux actuels.

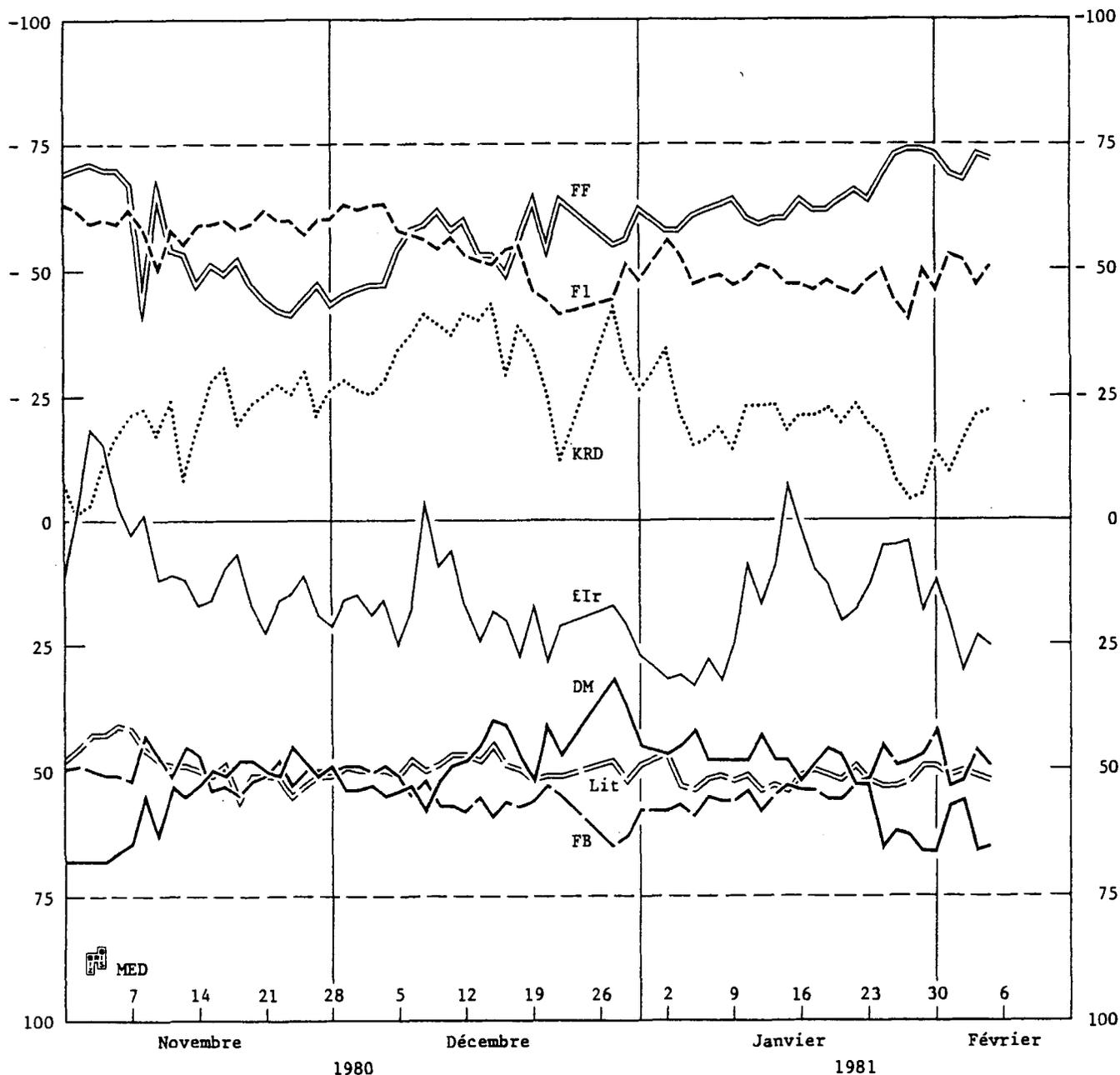
MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DE LA GRILLE DE PARITES DU SME  
 CALCULES SUR LA BASE DES COURS OFFICIELS DE L'ECU DANS LES  
 DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



\* Les cours d'interventions 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  $\pm 2,25\%$ .

5 février 1981

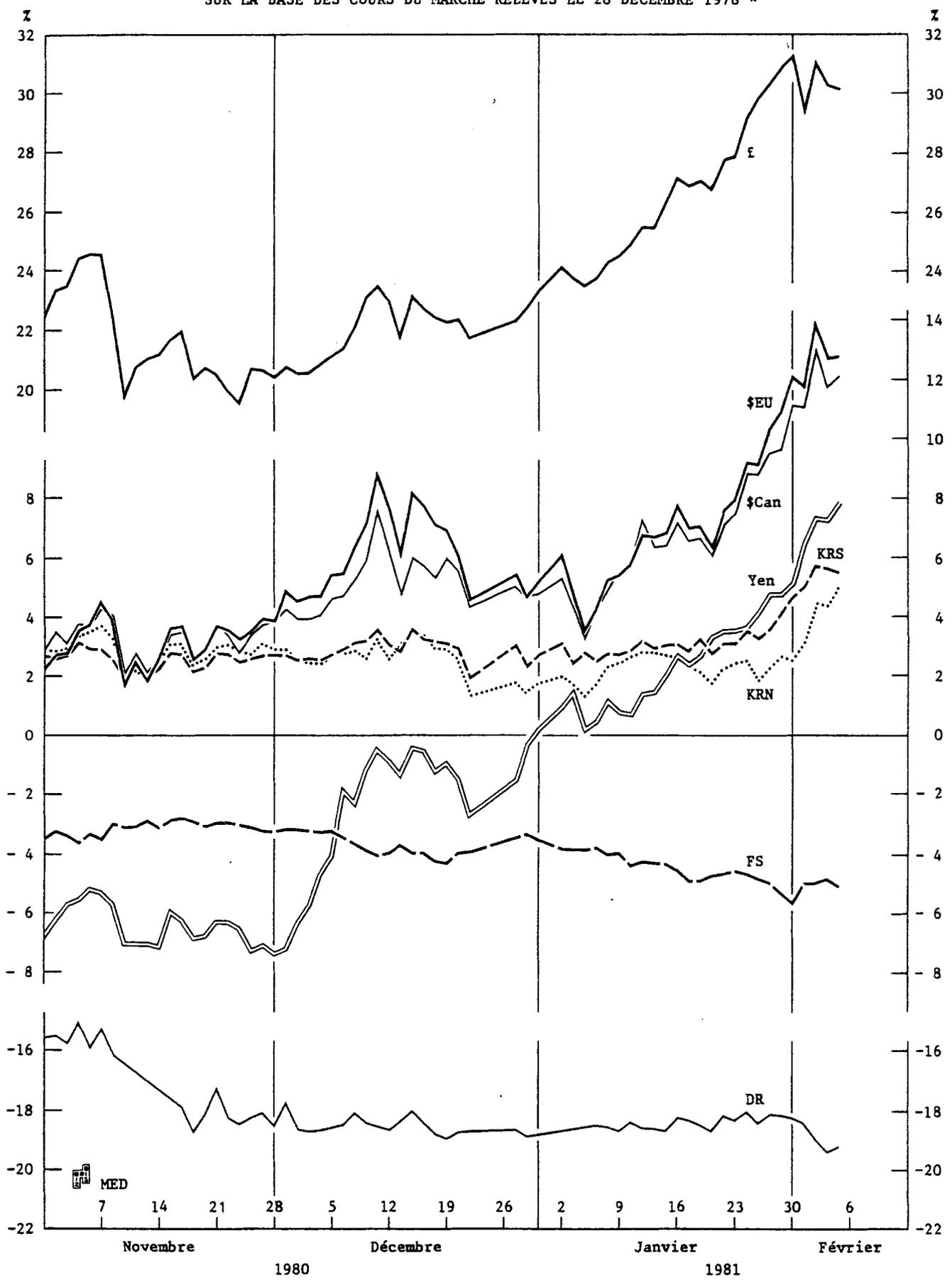
## EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE \*



\* 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.

5 février 1981

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; \$EU 1,37773; \$Can 1,63377; FS 2,23280; Yen 266,00; KRS 5,88910; KRN 6,88210; DR 49,6672.

Ausschuss der Präsidenten  
der Zentralbanken der Mitgliedstaaten  
der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft

3. Februar 1981  
Uebersetzung

Sekretariat

ENTWURF EINES ARBEITSPROGRAMMS  
FUER DEN AUSSCHUSS DER ZENTRALBANKPRAESIDENTEN

Die nachstehende Tabelle wird vom Ausschussvorsitzenden bei seinen Ausführungen bezüglich des Arbeitsprogramms des Ausschusses für die nächsten Monate benutzt werden (vgl. Ziffer V der Tagesordnung der Sitzung des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten vom 10. Februar 1981).

Diskussionsthemen	Termine für die Prüfung durch den Ausschuss	Vorbereitende Arbeiten durch:
1. Institutionelle Phase des EWS	April-Mai und evtl. in den folgenden Monaten	Ausschuss der Stellvertreter
2. Gemeinsame Politik gegenüber dem Dollar	Juli	Prof. Lamfalussy
3. Monetäre Entwicklungen und Geldpolitik in den EWG-Ländern	Mai und November-Dezember	Raymond-Gruppe
4. Geldpolitisches Instrumentarium		Kjaer-Gruppe
5. Fragen allgemeiner Art		
a) Vorbereitung: - der informellen Sitzung der EWG-Finanzminister und -Zentralbankpräsidenten von Anfang April - der Sitzung des Interim Ausschusses von Ende Mai	März	
b) Finanzierung und Anpassung der Zahlungsbilanzdefizite	April oder Mai	(Raymond-Gruppe)
6. Verschiedenes		
a) Regeln für die Nominierung des Ausschussvorsitzenden	März	(Ausschuss der Stellvertreter)
b) Revision der Bestimmungen über die Verwendung des kurzfristigen Währungsbeistands zur Konsolidierung der sehr kurzfristigen Finanzierung*		Heyvaert-Gruppe

\* Vgl. Zweite Direktive des EFZW-Verwaltungsrats vom 28. Juni 1973 an den Agenten.