

Vertraulich  
Uebersetzung

\*  
PROTOKOLL DER 153. SITZUNG DES  
AUSSCHUSSES DER PRAESIDENTEN DER ZENTRALBANKEN  
DER MITGLIEDSTAATEN DER EUROPAEISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT  
BASEL, DIENSTAG, 10. MAERZ 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, Papaefstratiou 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 Szász, Boot 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 152. Sitzung

Der Ausschuss billigt einstimmig das Protokoll der 152. Sitzung vom 10. Februar 1981 vorbehaltlich einiger Aenderungen redaktioneller Art, die im endgültigen Text berücksichtigt werden.

---

\* Endgültige, gemäss der in der Sitzung vom 14. April 1981 vereinbarten Prozedur gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige Aenderungen redaktionelle Art aufweist.

II. Entwicklung der Devisenmärkte der an der Konzertation beteiligten Länder im Februar und in den ersten Märztagen 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 beigefügten Berichts zusammen und kommentiert sie.

Der Vorsitzende dankt Herrn Heyvaert für seine Ausführungen und stellt die Annahme des Berichts durch den Ausschuss fest.

Herr de Strycker hält es für angezeigt, einige Bemerkungen über die Situation des belgischen Frankens vorzutragen. Als Folge eines sehr hohen Leistungsbilanzdefizits, welches zum grössten Teil auf den Preisauftrieb bei Erdöl und anderen Energieträgern zurückzuführen ist, hat der belgische Franken bereits seit langem Zeichen einer relativen Schwäche innerhalb des EWS gezeigt. Die belgische Regierung hat gewisse Massnahmen ergriffen, um die grundlegenden Ungleichgewichte der belgischen Volkswirtschaft zu korrigieren, und die Untersuchung weiterer wirtschaftspolitischer Vorkehrungen ist im Gange. Diese Massnahmen können keine unverzüglichen Auswirkungen zeitigen, und es ist deshalb damit zu rechnen, dass das Leistungsbilanzdefizit in den kommenden Monaten fortbestehen bleibt.

Trotz der Schwächetendenz ist der belgische Franken bis Mitte Februar unterhalb seiner Abweichungsschwelle geblieben, denn bis zu diesem Zeitpunkt haben auch andere Währungen, insbesondere die D-Mark, Zeichen einer relativen Schwäche aufgewiesen. Die Tatsache, dass der belgische Franken seitdem diese Abweichungsschwelle überschritten hat, bedeutet nicht, dass sich die Situation der belgischen Währung geändert habe; es ist vielmehr die Folge des heftigen Zinsauftriebs in Deutschland und der damit einhergehenden Festigung der D-Mark. Nichtsdestoweniger hat es Belgien nicht unterlassen, auf die Ueberschreitung der Abweichungsschwelle mit geldpolitischen Massnahmen zu reagieren; hierbei handelte es sich um:

- eine Anhebung des Lombardsatzes um einen Punkt,
- eine Anhebung der Sätze, zu denen die kurzfristigen Schatzwechsel gezeichnet werden, um 1 bis 1 1/4 Punkte, je nach der Fälligkeit.

Hingegen wurde der amtliche Diskontsatz nicht angehoben, um den Anstieg der Sätze für Bankkredite an die Wirtschaft zu bremsen. Angesichts der konjunkturellen Verfassung der belgischen Wirtschaft und des relativ gemässigten Inflationsrhythmus (7%) wäre es nämlich kaum angemessen, wenn diese Sätze, die bereits ein sehr hohes Niveau erreicht haben (in der Nähe von 14 bis 15%), noch weiter steigen. Indessen dürfte eine solche Anpassung kaum vermeidbar sein, sofern der Auftrieb der Geldmarktsätze fort dauert. Das hohe Zinsniveau in den USA und der heftige Zinsanstieg in Deutschland behindern Belgien bei der Verfolgung seiner Wirtschaftspolitik beträchtlich, doch kann sich unser Land diesen Entwicklungen nicht entziehen.

III. Gedankenaustausch über die Probleme, die sich aus der derzeitigen Geldpolitik der USA für die EWG-Länder ergeben, anhand einer Studie und einer kurzen Abhandlung von Herrn Lamfalussy

Der Vorsitzende legt darauf Wert, Herrn Lamfalussy, bevor er ihn um Erläuterung der beiden obengenannten Dokumente bittet, für die ausserordentliche Klarheit der Studie wie auch für die interessante Abhandlung über die wesentlichen Punkte seine Anerkennung auszusprechen.

Herr Lamfalussy bemerkt einleitend, dass die kurze Abhandlung über die wesentlichen Punkte verfasst wurde, bevor die Deutsche Bundesbank und die Schweizerische Nationalbank ihre jüngsten Beschlüsse gefasst haben. In dieser Abhandlung wird grosser Nachdruck auf die Notwendigkeit gelegt, zwischen der antiinflationären Orientierung der amerikanischen Geldpolitik (der "policy stance") einerseits und der spezifischen Technik der von der Federal Reserve seit Oktober 1979 praktizierten Geldmengensteuerung andererseits deutlich zu unterscheiden.

Obwohl man hinsichtlich der Durchschlagskraft einer Geldpolitik, auf der die ganze Bürde der Inflationsbekämpfung lastet, gewisse Vorbehalte anbringen könne, verdient die antiinflationäre Orientierung der amerikanischen Geldpolitik keine Kritik, denn man darf behaupten, dass die Eindämmung der amerikanischen Inflation auf längere Sicht im Interesse Europas liegt. Hingegen gibt es gute Gründe, die spezifische Technik der Geldmengensteuerung zu kritisieren; deren Anwendung hat zu einer hohen Instabilität

der kurzfristigen Zinssätze geführt; es liessen sich sowohl Zinszyklen von mehreren Monaten als auch eine grosse Unbeständigkeit von einem Tag zum anderen und sogar von einer Stunde zur anderen beobachten.

Die Unbeständigkeit der kurzfristigen Zinssätze bringt für die Weltwirtschaft wie auch für die amerikanische Wirtschaft selber offensichtliche Nachteile. Die Weltwirtschaft leidet unter den unnötigen Wechselkursschwankungen, während in den USA die Unbeständigkeit der kurzfristigen Zinssätze

- ein generelles Klima der Unsicherheit bewirkt,
- bei den Vertretern der Wirtschaft Verwirrung über die generelle Ausrichtung der Geldpolitik hervorruft,
- die Funktionstüchtigkeit der Märkte und der Kreditvermittlung untergräbt, weil sie periodisch zu einer umgekehrten Renditenkurve führt.

Da diese Nachteile vielen Amerikanern durchaus bekannt sind, ist nicht völlig auszuschliessen, dass die kritischen Bemerkungen seitens der europäischen Währungsbehörden, sofern sie wohlbegründet sind, offene Ohren finden; zudem wäre der Tatsache Rechnung zu tragen, dass die neue Technik vor allem aus Gründen politischer Opportunität am 6. Oktober 1979 eingeführt wurde. Der FOMC, dessen Zusammensetzung keineswegs homogen ist, konnte sich nicht zu dem Entschluss durchringen, den Satz für "federal funds" kräftig genug anzuheben, um das Geldmengenwachstum wirksam zu bremsen. Durch den Uebergang zu der neuen Technik blieb ihm dieser heikle Beschluss erspart; die Aufgabe übernahm der Markt.

Zu den jüngsten Massnahmen der Deutschen Bundesbank führt Herr Lamfalussy aus, dass man diese Aktion nur begrüessen könne, obschon man sich der Erschwernisse, die sich aus dem Zinsauftrieb in Deutschland für die Lage der anderen am Wechselkursmechanismus des EWS beteiligten Länder, insbesondere für Belgien, ergeben, durchaus bewusst ist. Eine weitere Entwertung der EWS-Währungen gegenüber dem Dollar würde nämlich die Inflationsbekämpfung in den europäischen Ländern gefährden. Zu wünschen wäre indessen, dass es der Deutschen Bundesbank gelingen möge, sehr heftige tägliche Schwankungen der Zinssätze, wie sie in jüngster Zeit zu beobachten waren, zu vermeiden.

Herr Hoffmeyer weist darauf hin, dass die amerikanischen Behörden jegliche Kritik an der generellen Orientierung ihrer Geldpolitik als unlogisch betrachten dürften. Andererseits seien zu der von Herrn Lamfalussy verfassten Untersuchung drei Bemerkungen zu machen. Die erste betrifft den Instabilitätsgrad der amerikanischen Zinssätze. Tatsächlich ist es nicht sicher, dass die Zinssätze sich erratischer verhalten haben als diejenigen der europäischen Länder, wenn die Schwankungen relativ gemessen werden und nicht absolut, wie dies von Herrn Lamfalussy getan wurde. Die zweite Bemerkung betrifft die Frage, wie lange nach einem Wechsel der Geldmengensteuerungstechnik die "Lehrzeit" dauert. In Dänemark brauchte es jedesmal ungefähr ein bis zwei Jahre, bis sich die massgeblichen Personen an die neuen Methoden angepasst hatten, die 1969 eingeführt wurden (als sich die Zentralbank vom Kapitalmarkt vollständig zurückzog) und 1975 (als für das Bankensystem der Zugang zum Zentralbankkredit beschränkt wurde).

Ausserdem ist zu bemerken, dass - wie die Erfahrungen in der Geldpolitik gezeigt haben - in Perioden mit hohen Zinssätzen die kurzfristigen Sätze immer stärker steigen als die langfristigen Sätze. Das Phänomen der umgekehrten Renditenkurve ist demnach nicht die Folge einer besonderen geldpolitischen Technik, sondern vielmehr das Ergebnis der Geldpolitik selber.

Herr Lamfalussy erwidert, dass die Unbeständigkeit der Zinssätze sich nicht nur absolut, sondern auch relativ verstärkt habe. Diese Feststellung gilt für das Ausmass der Schwankungen zwischen den Zyklen wie auch für die täglichen Veränderungen. Was die Länge der "Lehrzeit" anbetrifft, so gibt Herr Lamfalussy zu, dass jede Änderung der Geldmengensteuerungsmethoden zwangsläufig Beunruhigung hervorruft. Zu bemerken ist indessen, dass die amerikanischen Währungsbehörden ihre Methoden unaufhörlich ändern. Im Oktober 1979 führten sie die Technik ein, das Geldmengenwachstum mittels Kontrolle der Bankreserven zu steuern. Fünf Monate später gingen sie zur direkten Kontrolle des Bankkredits über, welche einige Wochen später wieder abgeschafft wurde. Danach wurde die Definition der Geldmengenaggregate abgeändert, und gegenwärtig fasst die Federal Reserve ins Auge, das Pflichtreservensystem zu revidieren und von der Berechnungsweise auf verschobener Basis zur Berechnungsweise auf aktueller Basis überzugehen. Alle diese Neuerungen, die von lebenswichtiger Bedeutung

für die Verwaltung der Aktiva und Passiva der Banken sind, bewirken jedesmal eine Verlängerung des Lernprozesses.

Im übrigen gibt Herr Lamfalussy zu, dass das Phänomen der umgekehrten Renditenkurve nicht die Folge einer speziellen Technik der Geldmengensteuerung sei. Die von den amerikanischen Behörden angewandte Methode, die zu heftigen Schwankungen bei den kurzfristigen Sätzen führt, dürfte jedoch dieses Phänomen verstärken.

Herr Pöhl ist, wie Herr Lamfalussy, ebenfalls der Auffassung, dass es angesichts des starken Inflationsdrucks in den USA nicht richtig wäre, an der antiinflationären Orientierung der amerikanischen Geldpolitik Kritik zu üben. Die Frage, ob das neue wirtschaftspolitische Programm der Administration Reagan die Aufgabe der amerikanischen Zentralbank erleichtern wird, bleibt offen und darf mit gewisser Skepsis beurteilt werden.

Die Geldmengensteuerungstechnik gibt freilich zu bestimmten Vorbehalten Anlass, die sich indessen nicht gegen die täglichen oder sogar stündlichen Schwankungen der Geldmarktsätze richten, sondern gegen die ausgreifenden Bewegungen anderer bedeutsamerer Sätze, insbesondere der Prime rate. Diese Bewegungen hätten gemildert werden können, wenn die amerikanischen Behörden im vergangenen Jahr auf die veränderten Wirtschafts- und Währungsverhältnisse elastischer reagiert hätten.

Was die jüngsten Massnahmen der Deutschen Bundesbank anbelangt, so bestätigt Herr Pöhl, dass die deutsche Zentralbank keine andere Wahl hatte. Unter dem alten System, das einen unbeschränkten Zugang zum Zentralbankkredit vorsah, war die Bundesbank gezwungen, zu einem relativ begrenzten Zinssatz die kontraktive Wirkung der Kapitalabflüsse auszugleichen. Als Folge der Aenderung der Technik ist der Zugang zum Zentralbankkredit nicht mehr unbeschränkt und garantiert, was natürlich bei den Banken eine gewisse Unsicherheit hervorruft. Da für die Verwaltung der Aktiva und Passiva der Banken eine gewisse Stabilität der Zinssätze wünschenswert ist, gedenkt die Bundesbank, sich dieser neuen Technik nur vorübergehend zu bedienen und zum alten System zurückzukehren, sobald es die Umstände erlauben, um so mehr als sie die Banken dabei unterstützen muss, ihr Mindestreserve-Soll zu erfüllen.

Herr Pöhl verheimlicht nicht, dass die neue Technik auch aus Gründen geldpolitischer Opportunität zur Anwendung gelangte. Mit ihr

konnte ein nennenswerter Zinsanstieg leichter herbeigeführt werden, als wenn die Bundesbank ganz einfach den Diskontsatz heraufgesetzt hätte. Ausserdem kann die deutsche Zentralbank jetzt viel flexibler auf die jeweiligen Gegebenheiten reagieren und Massnahmen vermeiden, die von den Märkten falsch interpretiert werden könnten. Der Geldmarktsatz hat sich mit 12% auf einem Niveau des Satzes für die Sonderlombardkreditfazilität stabilisiert, doch kann letzterer falls nötig von einem Tag auf den anderen angehoben oder herabgesetzt werden.

Herr Pöhl unterstreicht, dass die Sätze am deutschen Geldmarkt extreme Spitzen nur während zwei Tagen verzeichnet haben. Am letzten Werktag des Monats Februar hat die Bundesbank den Schalter für Sonderlombardkredite geschlossen in der Hoffnung, dass der nachfolgende Anstieg der Geldmarktsätze die negativen Auswirkungen auf den Wechselkurs der D-Mark im Anschluss an die am gleichen Tag erfolgte Veröffentlichung der ungünstigen Ergebnisse in der Leistungsbilanz vom Januar ausgleichen würde. Die am 2. März 1981 beobachtete starke Spitze war sehr kurzlebig und darauf zurückzuführen, dass die Banken in Düsseldorf und in Luxemburg geschlossen waren. Eine gewisse Unbeständigkeit indessen ist unvermeidbar, wenn man mehr auf das Volumen als auf den Preis einwirkt.

Unter den gegenwärtigen Umständen hält die Bundesbank ein Niveau von 10 bis 12% am Geldmarkt für ratsam. Am Kapitalmarkt haben sich die Sätze auf Niveaus stabilisiert, die von 10 1/2% für Wertpapiere mit zehnjähriger Laufzeit bis 12% für Wertpapiere mit einjähriger Laufzeit reichen. Die umgekehrte Renditenkurve spiegelt nicht nur die Auswirkungen der Geldpolitik wider, sondern auch die Inflationserwartungen der Märkte, die mit einer Verlangsamung des Inflationsrhythmus und demzufolge mit einem Rückgang der Zinssätze in der Zukunft zu rechnen scheinen. Es ist zu hoffen, dass sich diese Erwartungen erfüllen, denn das Endziel der Bürde, die die Zentralbank dem Bankensystem auferlegt hat, ist, die Inflation in den Griff zu bekommen.

Nach Auffassung des Vorsitzenden beleuchten die Erläuterungen von Herrn Pöhl über die Einführung einer neuen Technik der Geldmengen-

steuerung in Deutschland auch die Probleme der Zentralbanken im angelsächsischen Raum, deren Politik in viel höherem Masse als in Deutschland der Kritik der Öffentlichkeit ausgesetzt ist. Wenn man diese angelsächsischen Gesamtumstände im Lichte der deutschen Erfahrungen betrachtet, versteht man, warum die amerikanischen Währungsbehörden gezwungen waren, im Oktober 1979 zu einer neuen Technik der Geldmengensteuerung überzugehen. Tatsächlich wäre es dem FOMC, wie Herr Lamfalussy ausgeführt hat, damals nicht möglich gewesen, die Zinssätze in dem erforderlichen Ausmass ansteigen zu lassen. Der Preis, der dafür zu zahlen war, bestand indessen darin, dass man anschliessend einen Rückgang der Zinssätze in Kauf nehmen musste. Andererseits scheint der Lernprozess in Gang gekommen zu sein: zu so massiven Eingriffen wie im März 1980, als der Bankkredit der direkten Kontrolle unterstellt wurde, dürfte es nicht mehr kommen, und die amerikanischen Behörden dürften sich in Zukunft einem zu ausgeprägten Rückgang der Zinssätze wahrscheinlich stärker widersetzen, um übermässige Schwankungen zu vermeiden. Indessen handelt es sich bei den Argumenten zugunsten einer Geldmengensteuerung, die mehr auf das Volumen als auf den Preis abzielt, um die gleichen Argumente, die von den monetaristischen Kreisen im Vereinigten Königreich angeführt werden, wo man die Methode der Steuerung des Geldmengenwachstums durch Zinssatzänderungen für völlig ungeeignet hält. Tatsächlich lässt ein solcher Ansatz, der zwangsläufig zu stärkeren Zinssatzschwankungen führt, geldpolitisch das Ziel erkennen, von Zinssatzeingriffen Abstand zu nehmen und die Bestimmung des Zinssatzniveaus den Märkten zu überlassen.

Herr Jaans bemerkt zur Unbeständigkeit der Zinssätze, dass banktechnisch gesehen die Schwankungen absolut gemessen werden müssen. Die von Tag zu Tag oder sogar im Verlauf des gleichen Tages auftretenden starken Zinssatzschwankungen können für die Verwaltung der Aktiva und Passiva der Banken zerstörende Folgen haben; wenn beispielsweise die Sätze innerhalb einer halben Stunde um einen halben Punkt gegenüber dem LIBOR-Satz ansteigen, kann eine Bank bei der nachfolgenden Refinanzierungsoperation seine gesamte Zinsmarge einbüßen.

Herr de la Genière erklärt, dass er die Zweckmässigkeit der Massnahmen der Bundesbank nicht in Zweifel stellt. Einerseits hatte sich das Problem der Verfassung der D-Mark an den Devisenmärkten während der letzten Monate verschärft; andererseits zeigt die Erfahrung, dass in

Deutschland das geldpolitische Instrument wirksam die Inflation zu dämpfen und den Wechselkurs zu stützen vermag. Es wäre indessen wünschenswert, dass diese Waffe in einer Weise gehandhabt wird, die möglichst geringe Zinssatzschwankungen nach sich zieht. Wenn man von den ersten zwei bis drei Tagen nach der Einführung der neuen Technik absieht, scheint es, dass sich die Lage normalisiert hat und dass seither bei den Partner-Zentralbanken hinsichtlich der kurzfristigen Entwicklung der deutschen Zinssätze keine Unsicherheit mehr besteht.

Die Durchschlagskraft der geldpolitischen Waffe in Deutschland beruht darauf, dass die Wirtschaft des Landes sehr wenig inflationär ist: die Inflationsrate ist niedrig, und die Inflationserwartungen sind mässig. Dies hat zur Folge, dass der Marktmechanismus intakt geblieben ist und dass die Schwankungen bei den Preisen (im Falle der Geldpolitik bei den Zinssätzen) einen beträchtlichen Einfluss auf die Kreditnachfrage und somit auf das Verhalten der Wirtschaft ausüben. Dies trifft nicht für die Länder zu, die seit langem eine recht hohe Inflationsrate aufweisen und in denen die heftigen inflationären Erwartungen die Wirtschaft gegenüber Zinssatzänderungen gleichgültig werden lassen. Wenn in einer solchen Volkswirtschaft die Geldpolitik als wichtigstes oder sogar ausschliessliches Instrument der Inflationsbekämpfung dient, muss sie mit grosser Schärfe gehandhabt werden und zeitigt dann Folgen, wie sie seit einer gewissen Zeit in den USA zu beobachten sind. Die geldpolitische Waffe ist bei der Inflationsbekämpfung von grundlegender Bedeutung, doch ist es zweifelhaft, ob sie das Hauptinstrument sein kann; durchgreifende wirtschaftspolitische Massnahmen sind nötig, um das Inflationsproblem zu lösen. In diesem Zusammenhang wäre es interessant, abzuklären, warum die USA und das Vereinigte Königreich, die beide eine sehr restriktive Geldpolitik verfolgen, bisher bei der Inflationsbekämpfung sehr unterschiedliche Ergebnisse erzielt haben; während es dem Vereinigten Königreich gelungen ist, den Preisauftrieb erheblich zu bremsen, ist in den USA der Erfolg viel weniger sichtbar.

Herr Lamfalussy erwidert darauf, dass im Vereinigten Königreich der Erfolg im wesentlichen auf den Anstieg des Wechselkurses des Pfund Sterling zurückzuführen ist. Diese Erklärung steht in Einklang mit den Erfahrungen in anderen Ländern, wie in Deutschland, der Schweiz, Belgien und den Niederlanden, denen es allen gelang, in Zeiten der Höherbewertung

des Aussenwerts ihrer Währungen den Inflationsrhythmus zu bremsen. Dies gilt nicht für die USA, die ohnehin in viel geringerem Ausmass von einer Höherbewertung ihrer Währung profitieren würden, weil die amerikanische Volkswirtschaft geschlossener ist als die europäischen Volkswirtschaften.

Ein weiterer Grund, mit dem sich der von Herrn de la Genière erwähnte Unterschied zwischen dem Vereinigten Königreich und den USA erklären lässt, liegt darin, dass in den USA die Geldpolitik erst seit Herbst 1979 einen restriktiven Kurs eingeschlagen hat. Ausserdem haben die amerikanischen Währungsbehörden im Mai 1980 versucht, den Wachstumsrhythmus der Geldmengenaggregate ungeachtet des starken Rückgangs der Geldnachfrage infolge der Konjunkturverlangsamung beizubehalten; und dieser Versuch hat hinsichtlich der Ziele der amerikanischen Geldpolitik allgemeine Verwirrung hervorgerufen.

Der Vorsitzende bestätigt, dass die Inflationsrate im Vereinigten Königreich weitgehend dank der Verbesserung des Wechselkurses des Pfund Sterling zurückgegangen ist. Die Geldpolitik verfolgt seit langem einen restriktiven Kurs, und bei der Beurteilung ihrer Resultate im Bereich der Inflationsbekämpfung ist der Tatsache Rechnung zu tragen, dass nach Abschaffung der Einkommenspolitik, die während der vier Jahre ihrer Anwendung die Löhne in Schranken gehalten hatte, eine Aufblähung der Löhne erfolgte. Die Auswirkungen auf die Preise, die von diesem Phänomen ausgingen, das gegen Ende der Amtsperiode der früheren Regierung in Erscheinung trat und sich am Anfang der Amtsperiode der jetzigen Regierung noch fortsetzte, wurden durch die Änderungen der direkten und indirekten Steuern und den Anstieg der Erölpreise verschärft. Die Geldpolitik traf indessen fast ausschliesslich den Unternehmenssektor, so dass ausgeprägte Ungleichgewichte sowohl zwischen dem privaten und dem öffentlichen Sektor als auch zwischen dem Unternehmenssektor und dem Sektor der privaten Haushalte bestehen. Die jährliche Inflationsrate konnte von 22% im Mai 1980 auf 13% im Januar 1981 reduziert werden; die Verlangsamung wird noch deutlicher, wenn man die Jahresrate für die letzten sechs Monate betrachtet, die nur 7% beträgt. Diese Prozentzahl ist auf einen sehr spürbaren Rückgang der Preise im privaten Sektor einerseits und auf einen sehr lebhaften Anstieg der Preise der verstaatlichten Industrie andererseits zurückzuführen.

Herr Zijlstra ist der Meinung, dass die Bewegungen der Prime rate, selbst relativ gemessen, sehr unbeständig waren. Eine gewisse Insta-

bilität der Zinssätze ist sicher unvermeidlich, aber die Lage in Europa unterscheidet sich deutlich von derjenigen in den USA. Die jüngsten Massnahmen der Deutschen Bundesbank stellen eine Art Notbremse dar, und dasselbe war vor einigen Jahren in den Niederlanden der Fall. In den USA hingegen führt die Geldmengensteuerung systematisch zu Unsicherheit. Einmal handelt es sich um ein recht komplexes System, und es ist ziemlich schwer, die zwischen den Bankreserven und den verschiedenen Geldmengenaggregaten bestehenden Multiplikatoren mit Genauigkeit im voraus zu berechnen. Ueberdies besteht bei den amerikanischen Währungsbehörden beständig die Tendenz, ihre Steuerungsmethoden abzuändern.

Alle diese Faktoren machen die Märkte äusserst nervös und unsicher, und sofern sich die amerikanische Geldpolitik in Zukunft nicht einer weniger sprunghaften Technik bedient, müssen die europäischen Zentralbanken mit unangenehmen Ueberraschungen rechnen.

Die amerikanische Geldpolitik unterscheidet sich von derjenigen der europäischen Länder noch in einer anderen Hinsicht. Die amerikanische Geldpolitik nämlich ist ausschliesslich darauf ausgerichtet, die Geldmengenaggregate im Griff zu behalten, und kümmert sich nicht um den Wechselkurs, der für die amerikanischen Währungsbehörden lediglich eine abhängige Grösse darstellt; dies hat unheilvolle Rückwirkungen auf die Lage der europäischen Länder, die auch auf den Wechselkurs Rücksicht nehmen müssen; die Massnahmen der Bundesbank beispielsweise wurden nicht wegen der Entwicklung der Geldmenge ergriffen, sondern vielmehr wegen des Verhaltens der D-Mark an den Devisenmärkten.

Es ist sicherlich nützlich, dass sich die Geldpolitik mit einem gewissen Schleier des Geheimnisses umgibt, denn dieses Vorgehen erlaubt den Zentralbanken, sich der zu hartnäckigen Neugier seitens der Oeffentlichkeit zu entziehen. Zwischen diesem Schleier des Geheimnisses einerseits und der Stabilität und der Vorhersehbarkeit andererseits muss jedoch eine optimale Dosierung gefunden werden. Eine solche existiert in den Niederlanden, wo der Zugang der Banken zum Zentralbankkredit nicht unbegrenzt ist; die Banken können auf die Unterstützung der Zentralbank bis zu einer bestimmten Limite zählen, die nach Massgabe bestimmter makroökonomischer Zahlen festgelegt worden ist. Ausserhalb dieses Plafonds steht es der Zentralbank frei, Unterstützung zu gewähren oder nicht und die Bedingungen für diese Unterstützung gegebenenfalls abzuändern.

Herr de Strycker gibt zu, dass die Stabilität der Zinssätze in jedem Falle nur relativ sein kann, denn die Zinssätze sind eines der Instrumente - und vielleicht das wichtigste - der Geldpolitik. Die Zentralbanken müssen die Zinssätze der Entwicklung der Wirtschaftslage anpassen, aber diese Anpassung müsste schrittweise und umsichtig erfolgen, damit zu häufige und vor allem zu ausgreifende Schwankungen der Zinssätze vermieden werden. Dieser Ansatz ist um so gerechtfertigter, als die Volkswirtschaften der westlichen Länder als Folge beispielsweise der politischen und militärischen Ereignisse sowie des heftigen Anstiegs der Energiepreise bereits vielfältigen Erschütterungen ausgesetzt sind. Es ist daher nicht ratsam, diese noch durch weitere Erschütterungen im Bereich der Wechselkurse und der Zinssätze zu vermehren, und aus diesem Grunde müssten die unvermeidlichen Unsicherheiten im Bereich der Geldpolitik (denn die Zentralbank kann nicht von vornherein ihr ganzes Massnahmenpaket enthüllen) mit einer bestimmten Stabilität so harmonisch wie möglich kombiniert werden.

Zu den Massnahmen der Deutschen Bundesbank bemerkt Herr de Strycker, dass die von der deutschen Zentralbank geschaffene absolute Unsicherheit über die Möglichkeiten der Inanspruchnahme von Lombardkredit ihm exzessiv und übertrieben erscheint. Da nämlich die Banken bei ihrer eigenen Geschäftspolitik nicht mehr mit einem normalen Rückgriff auf die Zentralbank rechnen können, sind sie der Willkür ausgesetzt. Eine zweite Bemerkung betrifft die Verwendung der Zinswaffe zum Zwecke der Stabilisierung des Wechselkurses. Bis vor kurzem wurde das Ausmass der Interventionen seitens der Bundesbank (die übrigens nicht ausreichten, um eine Verschlechterung des Wechselkurses der D-Mark gegenüber dem Dollar zu verhindern) nicht nur vom Leistungsbilanzdefizit, sondern auch von den aus dem hohen Zinsgefälle zwischen Deutschland und den USA resultierenden Kapitalexporten bestimmt. Das Vorhaben der Bundesbank, den Rückgang der D-Mark gegenüber dem Dollar zu bremsen, ist wohlbegründet, aber die Methode als solche wirft Probleme auf. Während nämlich die deutschen Behörden in der Vergangenheit Kapitalexporte duldeten, suchen sie jetzt das hohe Leistungsbilanzdefizit vollständig durch Kapitalimporte zu decken; dies Ziel kann indessen nur erreicht werden, wenn die Zinssätze sehr stark angehoben werden. Man steht also erneut vor einem Problem des rechten Masses; es sollte vermieden werden, von einem Exzess, dem der niedrigen Zinssätze, in einen Exzess in der anderen Richtung, nämlich den der Instabilität der Zinssätze, zu fallen,

denn dieser Exzess wäre weder der Stabilität des Europäischen Währungssystems noch Deutschland selber dienlich.

Herr Ortoli bemerkt, dass die von Herrn Lamfalussy verfasste kurze Abhandlung eine längere Debatte insbesondere über den Konflikt verdient hätte, der gegebenenfalls zwischen den generellen Zielen der Wirtschaftspolitik, d.h. der Wiederherstellung des Gleichgewichts, und dem erreichten Ergebnis besteht, das in bestimmten Fällen und bei gewissen Techniken eine Erosion des künftigen Wachstumspotentials sein kann bzw. sein könnte. Tatsächlich laufen die derzeitigen geldpolitischen Methoden Gefahr, eine Form von Erfolg zu verzeichnen, der nicht ihrem Endziel, nämlich der Wiederbelebung der Investitionen zwecks Verbesserung der Beschäftigungslage, entspricht.

Zwar sei die Diskussion über die währungspolitischen Beziehungen, vor allem mit den USA, für jedes einzelne Mitgliedsland wichtig, doch finde sie nunmehr auf Gemeinschaftsebene statt. Sie werde nämlich im Ausschuss der Zentralbankpräsidenten, im Währungsausschuss, im Rat der Finanzminister und wahrscheinlich demnächst im Europäischen Rat geführt. Es gelte daher, möglichst einen gemeinsamen Standpunkt zur Wirtschafts- und Währungspolitik der USA einzunehmen und diesen auch gemeinsam darzulegen. In jüngster Zeit habe es indes anlässlich von Reisen massgeblicher europäischer Politiker in die USA eine Tendenz zu unterschiedlichen Positionen gegeben, was zweifellos die ohnehin bereits begrenzten Möglichkeiten einer Einflussnahme auf die Währungspolitik noch weiter vermindere.

Im Dialog mit den USA bestehe Uebereinstimmung in einem: der Notwendigkeit der Inflationsbekämpfung in diesem Land. Debattiert werde über die Zusammensetzung des Bündels politischer Massnahmen der USA und der von diesen angewandten monetären Verfahren; die Diskussion erweise sich freilich als schwierig, einmal weil es jedem Land freistehe, die an seinen Zielen sowie seinen eigenen Problemen und internen Ursachen ausgerichteten Mittel und Wege zu wählen, und andererseits durch die Tatsache, dass die Unvollkommenheit der bestehenden monetären Verfahren es nicht gestatte, genaue und verlässliche Empfehlungen auszusprechen.

Gleichwohl seien mit Blick auf diese Diskussion drei Punkte hervorzuheben.

1. Die gegenwärtig von den USA eingesetzten geldpolitischen Techniken sind unvollkommen, und zwar sowohl unter dem Blickwinkel dessen,

was wichtig für dieses Land ist, als auch eingedenk der Bedeutung, die der Dollar für die Weltwirtschaft hat. Die USA müssten, ungeachtet der von ihnen vorgebrachten politischen Argumente, die Möglichkeit des Einsatzes komplizierterer und der gegenwärtigen Lage angemessenerer Verfahren erwägen. In diesem Stadium handelt es sich nicht darum, verfahrenstechnische Anregungen zu geben; vielmehr ist es wünschenswert, vermehrt über dieses Thema nachzudenken und zu diskutieren.

2. Die gegenwärtigen amerikanischen Verfahren sind zu sehr auf kurze Zeitabläufe konzentriert, was unbefriedigend ist. Auch über diesen Punkt sollten die Europäer nachdenken und ihre Ansichten wenigstens in einem vertrauensvollen Dialog mit den Amerikanern zum Ausdruck bringen.
3. In dem Masse, wie ein solcher Dialog mit den USA hergestellt wird, müsste in ihm das Problem einer besseren Abstimmung der Interventionspolitik enthalten sein. Bei dieser Frage, die auch im Währungsausschuss erörtert wird, sollte man sich vor zu theoretischen Erwägungen hüten und der Bemerkung von Herrn Lamfalussy in seinem Referat eingedenk sein, dass die Interventionswährung nicht zu einer Ausgabewährung werden darf.

Die Darlegung und die Diskussion dieser drei Punkte hätten zwei Aspekte:

- Zum einen sei es notwendig, einige technische Bestandteile näher zu untersuchen, da die eingesetzten oder verfügbaren Instrumente offenbar noch nicht ausreichend analysiert und aufeinander abgestimmt seien;
- andererseits müssten sich die Zentralbankpräsidenten, was das einzuschlagende Verfahren angehe, fragen, wie diese Probleme auf der Ebene der Finanzminister sowie der Staats- und Regierungschefs zu behandeln seien, da ja für diesen Bereich die Zentralbanken verantwortlich seien.

Auf eine Frage von Herrn Pöhl, wie die von Herrn Ortoli erwähnte Harmonisierung der Interventionen zu verstehen sei, antwortet dieser mit dem Hinweis, dass beschlossen worden sei, gegenüber dem Dollar eine koordinierte Politik zu verfolgen, und dass insbesondere die Bundesbank regelmässig

mit der "Fed" im Rahmen eines gegenseitigen Beistandsmechanismus tätig werde.

Dieser Bereich enthalte mehrere wichtige Aspekte:

- den internen Aspekt einer Koordinierung der Interventionen der EWG-Zentralbanken gegenüber dem Dollar;
- die Schaffung eines Mechanismus, in dessen Rahmen die Entwicklung des Dollars zwar nicht automatisch, aber doch periodisch untersucht werde;
- die Bemühung, gemeinsam mit den USA, wenigstens einen Teil der gegenwärtig zwischen der "Fed" und den Notenbanken der EWG bestehenden, zumeist zweiseitigen Vorkehrungen und Massnahmen auf die Gemeinschaftsebene zu verlagern.

Als Fazit seiner Ausführungen erklärt Herr Ortoli, dass im Rahmen des Dialogs mit den USA die drei folgenden Möglichkeiten erkundet werden müssten:

- verbesserte monetäre Verfahren,
- weniger kurzfristige Zielsetzungen,
- bessere Koordinierung der Interventionspolitik.

Herr Zolotas dankt Herrn Lamfalussy für seine äusserst aufschlussreichen Ausarbeitungen und bekundet im Hinblick auf die laufende Diskussion sein Interesse an den verschiedenen politischen Zielsetzungen und den hierfür eingesetzten Techniken. Eine der wichtigsten Schlussfolgerungen, die man aus dieser Diskussion ziehen könne, sei die, dass im vergangenen wie auch in diesem Jahr die Wechselkursbewegungen weitgehend der Zinsentwicklung gefolgt seien. Der steile Anstieg der amerikanischen Zinsen, der im wesentlichen auf die von den amerikanischen Währungsbehörden eingesetzten neuen Techniken zurückzuführen sei, drohe sich nicht nur auf die europäischen Länder, sondern auch auf die Weltwirtschaft als Ganzes ungünstig auszuwirken. Deutschland habe bereits einen Anstieg seiner Zinsen zulassen müssen, und andere am EWS teilnehmende Länder könnten sich gezwungen sehen, dem deutschen Vorgehen zu folgen. Ein genereller Zinsschub in Europa würde schwerwiegende Folgen für das reale Wirtschaftswachstum und die Beschäftigung haben. Eine Festigung des Aussenwerts des US-Dollars gegenüber den europäischen Währungen hingegen würde sich in höheren Importpreisen niederschlagen und damit eine Inflationsbeschleunigung in den europäischen Volkswirtschaften hervorrufen.

Herr Zolotas spricht sich dafür aus, bei den amerikanischen Behörden gemeinsam vorstellig zu werden, um mit diesen einen gewissen Grad an Harmonisierung der Massnahmen auf dem Gebiet der Zinsen zu erreichen, deren Eigendynamik man nicht tatenlos zusehen dürfe. In der Tat seien die amerikanische Volkswirtschaft und die Stellung des Dollars von einer Grössenordnung, die es den europäischen Ländern unmöglich mache, sich gegen unerwünschte Einflüsse der amerikanischen Währungspolitik abzuschirmen; neben dem Problem, das sich aus der Anwendung besonderer monetärer Techniken seitens der amerikanischen Behörden ergebe, sei hervorzuheben, dass in den USA die Aufgabe der Inflationsbekämpfung ausschliesslich der Geldpolitik zufalle, während die Finanzpolitik, zumindest soweit dies bisher ersichtlich sei, hierzu keinen Beitrag zu leisten habe. Ohne ein Zusammenspiel von Finanz- und Geldpolitik werde es indes kaum möglich sein, zu den gewünschten Ergebnissen zu gelangen.

Die europäischen Staaten könnten und wollten den USA keine Vorschriften machen; es stehe ihnen jedoch das Recht zu, sich Gehör zu verschaffen, denn sie seien es, die die Auswirkungen der amerikanischen Politik zu spüren bekämen. Es wäre zu hoffen, dass die amerikanischen Behörden sich diesmal aufmerksam anhörten, was die Länder der Europäischen Gemeinschaft ihnen zu sagen hätten.

Herr Ciampi dankt ebenfalls Herrn Lamfalussy für seine zwei Ausarbeitungen, die mehr als eine blosser Diskussionsgrundlage darstellten. Angesichts der Tatsache, dass zwischen den Gouverneuren ein weitgehender Konsensus zu bestehen scheine, beschränke er sich auf den Hinweis, dass er die Ansicht von Herrn Ortoli bezüglich der drei Hauptfragen teile. Eine dauerhafte Senkung der Inflationsrate in den USA liege im langfristigen Interesse der Gemeinschaft, und eine Abschwächung des Geldmengenwachstums sei eine Vorbedingung für die Verwirklichung dieses Ziels. Sie genüge indessen nicht, und die Aussicht, dass die Inflation ausschliesslich mit monetären Massnahmen bekämpft werde, sei beunruhigend.

Die Kritik der Länder der Gemeinschaft könnte sich zudem gegen bestimmte Anwendungsmodalitäten der amerikanischen Geldpolitik richten; vor allem wäre es wünschenswert, einen zu häufigen Wechsel der Techniken zu vermeiden, damit der Lernprozess sich nicht zu lange hinziehe.

Was das EWS angehe, so stelle die Massnahme der Deutschen Bundesbank einen wichtigen Beitrag zum Zusammenhalt des Systems dar, doch sei zu

hoffen, dass sich die Bundesbank empfänglich gegenüber den Anregungen der Gouverneure de la Genière und de Strycker zeige. Die jüngsten Ereignisse hätten gezeigt, dass die Interventionen an den Devisenmärkten noch besser aufeinander abgestimmt werden müssten und eine Aenderung der bestehenden Regeln angezeigt wäre. Die Stellvertreter sollten dieser Frage im Lichte der Erfahrungen der letzten Zeit nachgehen.

Zur Frage, anhand welcher Kriterien das Ausmass der Schwankungen der Zinsen zu messen sei, äussert sich Herr Ciampi dahingehend, dass auf nationaler Ebene relative Vergleiche das richtige seien, die internationalen Kapitalströme jedoch eher durch die absoluten Zinsdifferenzen bestimmt würden.

Herr Hoffmeyer ist der Ansicht, dass ein Urteil über den Schwankungsgrad der amerikanischen Zinsen unterschiedlich ausfalle, je nachdem, welche Kategorie von Zinssätzen man betrachte: Handelt es sich um die Sätze am Geldmarkt, am Kapitalmarkt oder um die Kreditzinsen? Professor Lamfalussy habe in seiner Note ausgeführt, dass die Hoffnung bestehe, die Spannweite der Zinsen auf 4 bis 6% verringern zu können; ein Rückblick in die Währungsgeschichte zeige jedoch, dass die Spanne 1969 noch sehr viel weiter gewesen sei. Ausserdem dürfe man sich nicht der "wenig förderlichen Allianz" zwischen Politikern und Geschäftsbanken beugen, die ständig für stabile Verhältnisse insbesondere am Geldmarkt einträten. Vielmehr verschaffe das Risiko nach oben und unten variierender Zinssätze der Geldpolitik den notwendigen Nachdruck; würden die Währungsbehörden auf dieses Mittel verzichten, so müssten sie eine geringere Durchschlagskraft ihrer Politik hinnehmen.

Der Vorsitzende beendet die Diskussion, indem er ausführt, dass einige Aspekte der in dieser Sitzung geführten Diskussion die grundlegende Frage "Einhaltung von Regeln oder diskretionäre Politik" betrafen. Er sei wie Präsident Zijlstra der Meinung, dass man den Verfahren zur Geldmengensteuerung und den von den Behörden angewandten Instrumenten beständig Aufmerksamkeit schenken müsse. Es sei bedauerlich, dass die Debatte über dieses Thema durch Akademiker ohne praktische Erfahrung beeinträchtigt werde, weshalb es vielleicht angezeigt wäre, häufiger und mit Nachdruck auf die Grenzen hinzuweisen, die automatischen Regelungen gesetzt seien. Lasse man die Bewertung aus dem Spiel, werde die monetäre Steuerung zu einer rein technischen Angelegenheit, ohne dadurch an Effizienz zu gewinnen.

Was die praktischen Folgerungen anbelange, die aus dieser Diskussion zu ziehen seien, so weise er darauf hin, dass der Währungsausschuss sich ebenfalls mit dieser Angelegenheit befasst habe und der Präsident des Ausschusses, Herr Haberer, beabsichtige, hierüber dem Rat der Finanzminister am 16. März 1981 mündlich Bericht zu erstatten. Die Diskussion im Währungsausschuss habe erkennen lassen, dass einige Mitglieder befürworten, bilateral oder kollektiv an die USA heranzutreten. Was den Zeitpunkt eines solchen Schrittes anbelange, so scheinen einige dafür einzutreten, damit hinzuwarten, bis die Budgetpolitik der USA definitiv Gestalt angenommen habe.

Der Vorsitzende richtet an den Ausschuss die Frage, ob dieser es wünsche, dass sein Vorsitzender ebenfalls an der Tagung des Rates der Finanzminister teilnehme, um gegebenenfalls Erläuterungen zur Position der Zentralbankpräsidenten geben zu können. Er fügt hinzu, dass er selbst es im gegenwärtigen Stadium nicht für angezeigt erachte, in allzu formeller Weise bei den USA vorstellig zu werden; man sollte eher noch warten, um den europäischen Ländern die Möglichkeit zu geben, ihre eigene Position eindeutiger zu definieren.

Herr Pöhl spricht sich für die Teilnahme des Vorsitzenden des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten an der Tagung des Rates der Finanzminister am 16. März 1981 aus. Es wäre nützlich, die Finanzminister vor der Illusion zu warnen, ein gemeinsames Vorstelligwerden der EWG-Länder bei den Vereinigten Staaten könnte dies Land dazu bewegen, seine Geldpolitik zu ändern; letztere spiele nämlich eine genau bestimmte Rolle im Wirtschaftsprogramm der neuen Regierung, und die letzten Kontakte mit den amerikanischen Währungsbehörden hätten gezeigt, dass jene kaum zu Änderungen bereit sein dürften, um die Lage der europäischen Länder zu erleichtern. Man solle sich auch keine Illusionen über die Hoffnung von Herrn Ortoli auf eine bessere Koordinierung der Interventionspolitik machen. Die neue Regierung nehme nämlich in dieser Hinsicht eine noch restriktivere Haltung als die Carter-Administration ein; sie neige zu einer monetaristischen Haltung und sei zurückhaltend gegenüber jeglicher Intervention. Seitens der Deutschen Bundesbank sei der Aktionsspielraum ebenfalls beschränkt; die Währungsreserven seien in den letzten 14 Monaten um 30% gefallen, und es sei offensichtlich, dass Reserveverluste in diesem Tempo nicht lange durchgehalten werden könnten. Die DM-Käufe der Federal Reserve Bank seien Forderungen an die Bundesbank und würden deren Nettoreserven entsprechend vermindern. Ausserdem habe die "Fed" bereits DM-Reserven im Rekordbetrag von DM 17 Mrd. angesammelt.

Die Frage, ob es angebracht sei, sich in einem Augenblick an die "Fed" zu wenden, in dem die neue Regierung gerade ihr Programm festlegt, möchte Herr Pöhl offenlassen. Er hält es jedoch für nützlich, dass der Vorsitzende des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten während der nächsten Tagung des Finanzministerrats die monetären Aspekte des Problems darlegt, falls er den Eindruck haben sollte, dass sich die Tagungsteilnehmer übertriebene Vorstellungen über die tatsächlichen Aussichten eines Vorstelligwerdens bei den amerikanischen Währungsbehörden machen würden.

Der Vorsitzende stellt das Einverständnis des Ausschusses mit einer Intervention des Vorsitzenden in dem von Herrn Pöhl angeregten Sinne fest.

Herr Ortoli bestätigt seine Uebereinstimmung mit der Linie des Ausschusses. Er ist bereit, eine sehr ähnliche Haltung einzunehmen, warnt aber die Zentralbankpräsidenten vor zu grosser Zurückhaltung; dies könne nämlich die Minister gerade zu der Reaktion veranlassen, die Herr Pöhl befürchte.

Der Vorsitzende schliesst die Debatte, indem er Herrn Lamfalussy die Anerkennung des Ausschusses für dessen Dokumentation zuhanden der Zentralbankpräsidenten ausspricht. Diese Dokumentation habe eine sehr nützliche und lehrreiche Diskussion erlaubt.

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

##### Umlage der Sekretariatskosten des Ausschusses für 1980

Der Vorsitzende erinnert daran, dass dieser Punkt der Tagesordnung auf Wunsch von Herrn Pöhl bis zur heutigen Sitzung vertagt wurde. Er stellt fest, dass der Ausschuss den Voranschlag der Kosten, die der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich im Jahre 1980 als Sekretariat des Ausschusses entstanden sind, billigt. Gemäss Artikel 7 Absatz 5 der Geschäftsordnung des Ausschusses werden diese Kosten zu gleichen Teilen auf die im Ausschuss vertretenen Zentralbanken umgelegt.

Die Höhe und Aufgliederung der Kosten sowie der in Anwendung des vorerwähnten Verteilungsschlüssels auf jede Zentralbank entfallende Betrag sind in der Tabelle Nr. 1 zu der Note des Sekretariats enthalten, die den Mitgliedern des Ausschusses vor der Februarsitzung übergeben

wurde. Das Sekretariat wird das übliche Verfahren zur Regelung der Kosten anwenden.

V. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Die nächste Sitzung findet am Dienstag, dem 14. April 1981, um 10 Uhr in Basel statt.

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

FEBRUAR 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 Februar sowie in den ersten Märztagen 1981.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Im Februar waren die Devisenmärkte durch die folgenden Hauptereignisse geprägt:

- Der US-Dollar, der während der ersten Monatshälfte seinen aufwärtsgerichteten Kurstrend fortgesetzt hatte, schwächte sich in der Folgezeit ab, festigte sich dann jedoch am Monatsende erneut;
- das Pfund Sterling verlor gegenüber allen Hauptwährungen fühlbar an Wert;
- im EWS löste sich die D-Mark in der zweiten Monatshälfte vom unteren Rand des 2,25% breiten Bandes und rückte in die Nähe der Obergrenze. Der belgische Franken überschritt am Monatsende seine Abweichungsschwelle.

Diese starken Wechselkursausschläge ereigneten sich in Erwartung allgemeiner Vorkehrungen, wichtiger Grundsatzklärungen und geldpolitischer Einzelmaßnahmen in mehreren Ländern. Im einzelnen handelte es sich um folgende Ereignisse:

---

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

- Die neue US-Regierung verkündete am 18. Februar die Grundzüge ihres Wirtschaftsprogramms;
- die Bundesbank verschärfte am 19. Februar ihren geldpolitischen Kurs; daraufhin verringerte sich die zwischen dem Eurodollar- und dem Euro-DM-Markt bei Einmonats- und Dreimonatsgeld bestehende Zinsdifferenz, die Ende Januar rund 8 Prozentpunkte betragen hatte, bis Ende Februar auf ca. 3 bis 4 Prozentpunkte;
- die kurzfristigen Zinsen in vielen anderen Ländern zogen an, während in Grossbritannien die Erwartung einer Senkung des Mindestausleihesatzes von entscheidendem Einfluss war.

Der US-Dollar verzeichnete am Monatsbeginn bei leicht steigenden Geldmarktzinsen neue Kursgewinne gegenüber sämtlichen wichtigen Währungen. Nach einem kurzen Stillstand stiegen die Zinsen und vor allem der Dollarkurs erneut. Am 16. Februar verzeichnete die amerikanische Währung im Vergleich zu Ende Januar Kursverbesserungen zwischen 6 und 7% gegenüber den EWS-Währungen und dem Pfund Sterling, von ungefähr 8% gegenüber dem Schweizer Franken, zwischen 1,5 und 3,5% gegenüber dem Yen sowie der schwedischen und der norwegischen Krone und weniger als 1% gegenüber dem kanadischen Dollar.

Aufgrund eines Rückgangs der kurzfristigen Dollarzinsen und wohl auch in Erwartung restriktiver Massnahmen in Deutschland (die dann auch am 19. Februar ergriffen wurden) ging der Kurs der amerikanischen Währung in der dritten Woche des Monats zurück, kam dann jedoch auf seinem relativ hohen Niveau von Ende Januar zum Stillstand, ein Zeichen für die nach wie vor feste Grundtendenz des Dollars im Gefolge der Bekanntgabe des Wirtschaftsprogramms von Präsident Reagan und der Bekräftigung einer restriktiven Geldpolitik seitens der amerikanischen Währungsbehörden. Ende Februar verzeichnete der Dollar neue Kurssteigerungen und notierte am Monatsende im Vergleich zu Ende Januar weniger als 1% höher gegenüber der D-Mark, dem kanadischen Dollar und der norwegischen Krone, mehr als 8,5% höher gegenüber dem Pfund Sterling und zwischen 1,5 und 3% höher gegenüber den anderen Währungen.

Während im Europäischen Währungssystem der französische Franken fast ständig eine Position am oberen Ende des Währungsbandes behauptete, löste sich die D-Mark in der zweiten Februarhälfte vom unteren Rand, um in die Nähe des oberen zu rücken. Der belgische Franken verharrte weiterhin

beständig an der Untergrenze der Schwankungsmarge von 2,25% und überschritt am 25. Februar seine Abweichungsschwelle. Die italienische Lira hielt zu der am höchsten notierenden Währung Abstände zwischen 3,5 und 4% ein.

Die Umkehr der Position der D-Mark im EWS vollzog sich am 19. Februar, als die Bundesbank beschloss, erstens den Lombardkredit zu festem Zinssatz auszusetzen, zweitens den Sonderlombard zu einem täglich veränderbaren Zinssatz einzuführen und drittens die Beschränkung des Erwerbs von DM-Schuldverschreibungen mit einer Restlaufzeit von unter einem Jahr seitens Gebietsfremder aufzuheben. Die DM-Zinssätze am Euromarkt stiegen steil an und lagen am Monatsende bei über 14% für Einlagen von ein und drei Monaten; am deutschen Geldmarkt erreichten die Zinssätze für Tagesgeld vorübergehend Spitzen zwischen 20 und 30%; der Satz für Tagesgeld bildete sich jedoch auf 12% und nur leicht darüber zurück, als die Bundesbank ihre Bereitschaft zur Gewährung von Sonderlombardkrediten zu 12% bekanntgab. Die in den ersten beiden Februarwochen seitens der Bank von Frankreich, der Deutschen Bundesbank und der Federal Reserve Bank zur Stützung der deutschen Währung getätigten Interventionen nahmen in der Folgezeit ab und erfolgten nur noch gegen Dollar. Der Abweichungsindikator der D-Mark veränderte sich im Monat von -67 (12. Februar) auf +26 Ende Februar.

Der belgische Franken, der ständig am unteren Rand der Schwankungsmarge notierte, musste fortlaufend durch Interventionen seitens der Belgischen Nationalbank und der Bank von Frankreich gestützt werden. Nachdem sich die D-Mark gefestigt hatte, überschritt der belgische Franken am Monatsende die Abweichungsschwelle (der Indikator bewegte sich zwischen 80 und 83), worauf die Belgische Nationalbank beschloss, den kurzfristigen Zins für Schatzwechsel in mehreren Stufen heraufzusetzen.

Der französische Franken behauptete sich auch diesmal fast während des ganzen Monats als die festeste Währung des Verbunds. In dem Bestreben, die Veränderung der Zinsdifferenz als Folge der deutschen Massnahmen zu begrenzen, hob die Bank von Frankreich den Leitzins für ihre Interventionen in drei Schritten an (von 10,50 auf 12%).

Der holländische Gulden hielt sich ständig in der Nähe des oberen Randes der Schwankungsmarge auf und nahm gemeinsam mit dem französischen Franken und mitunter allein die erste Position ein. Die Niederländische Bank musste daher in begrenztem Umfang belgische Franken zum Limitkurs ankaufen.

Die dänische Krone festigte sich etwas. Die Dänische Nationalbank intervenierte während des Monats gelegentlich in beiden Richtungen, um den Kurs der Krone zu stabilisieren.

Die Zentralbank von Irland hat vor allem in der zweiten Februarhälfte häufig Dollar verkauft, um das irische Pfund zu stützen.

Der Kurs der italienischen Lira blieb im wesentlichen stabil, da die Bank von Italien vor allem in der letzten Februarwoche beständig Stützungsinterventionen vornahm, die wahrscheinlich dadurch notwendig wurden, dass in Zusammenhang mit den Massnahmen vom 31. Januar d.J., die für die Banken die Verpflichtung begründeten, zum 1. März die zur Importfinanzierung aufgenommenen Fremdwährungskredite so weit zurückzuzahlen, wie sie den Stand vom 31. Dezember 1980 überstiegen; Bankengelder ins Ausland abflossen.

Der Kurs des Pfund Sterling schwächte sich während des Monats deutlich ab (der gewogene Wechselkurs ging von 104,1 auf 98,9 zurück), was ausschliesslich auf steigende Erwartungen einer Senkung des Mindestausleihesatzes zurückzuführen war. Die Bank von England intervenierte in beiden Richtungen mit geringen Beträgen zur Stabilisierung des Wechselkurses.

Die Drachme schwächte sich auf der Basis ihres gewogenen Aussenwerts um rund 3% im Durchschnitt ab, wobei sie gegenüber dem US-Dollar ca. 3,6% und gegenüber den EWS-Währungen ungefähr 2,1% verlor. Diese Kurseinbussen waren Ausdruck der saisonbedingt negativen Zahlungsbilanzsituation Griechenlands.

Der Kursverlauf des Schweizer Frankens entsprach in etwa jenem der EWS-Währungen. Nach einer ersten Anhebung, am 2. Februar, des Diskontsatzes (von 3 auf 3,5%) und des Lombardsatzes (von 4 auf 4,5%) erhöhte die Schweizerische Nationalbank am 19. Februar parallel zu den deutschen Massnahmen diese Sätze ein zweites Mal auf 4% (Diskont) und 5,5% (Lombard).

Die schwedische Krone befestigte sich gemessen an ihrem gewogenen Aussenwert (von 100,11 auf 99,45), und die Schwedische Reichsbank war in der Lage, angesichts kurzfristiger Kapitalzuflüsse als Folge restriktiver Massnahmen des vorangegangenen Monats Devisen zu erwerben.

Die norwegische Krone verzeichnete sehr viel geringere Kursausschläge als die EWS-Währungen; gegenüber den letzteren befestigte sie sich um 1 1/2% im Durchschnitt.

Der Yen verzeichnete gegenüber dem Dollar einen stetigeren Kursverlauf und büsste etwa so viel an Wert ein wie die EWS-Währungen, bei allerdings weniger starken Kursausschlägen nach oben und unten.

Der kanadische Dollar stand unter dem Einfluss der weiten Pendelausschläge des US-Dollars, demgegenüber er jedoch deutlich mehr an Wert verlor als die anderen Währungen. Die Bank von Kanada intervenierte aktiv, um die Kursschwankungen zu mildern.

## II. INTERVENTIONEN IN US-DOLLAR

Die Nettoabgaben von Dollar erhöhten sich im Februar gegenüber Januar von \$ 2,4 auf 2,8 Mrd., da sich die Bruttokäufe stärker verringerten (von \$ 2 auf 1,5 Mrd.) als die Bruttoverkäufe (von \$ 4,4 auf 4,3 Mrd.).

Die bei weitem umfangreichsten Nettoverkäufe tätigten die Deutsche Bundesbank (in der ersten Monatshälfte), die Bank von Italien (in der letzten Woche) und die Federal Reserve Bank von New York (weitgehend gegen D-Mark).

In beiden Richtungen aktiv blieben die Bank von England und die Bank von Kanada.

Nettoabgaben von begrenzter Höhe ergaben sich ausser bei der Bank von Kanada auch bei der Zentralbank von Irland und der Bank von Frankreich.

Die Schwedische Reichsbank war praktisch die einzige, die im Monat netto Dollar erwarb.

## III. INTERVENTIONEN IN EUROPÄISCHEN WAHRUNGEN

Die Interventionen in europäischen Währungen beliefen sich umgerechnet auf US-\$ 1,5 Mrd.; sie waren damit doppelt so hoch wie im Januar und bestanden fast ausschliesslich aus Abgaben von französischen Franken gegen D-Mark (zu einem Drittel) und gegen belgische Franken (zu zwei Dritteln des Gesamtvolumens).

Die während der ersten zwei Februarwochen von der Bank von Frankreich und der Deutschen Bundesbank zur Stützung der D-Mark getätigten Interventionen wurden zur Gänze über den EFWZ finanziert.

Die von der Bank von Frankreich (und zu einem geringeren Teil von der Niederländischen Bank) zur Stützung des belgischen Frankens getätigten Interventionen wurden per Kasse durch Uebertragung von ECU beglichen.

\* \* \*

In den ersten Märztagen verzeichneten die Devisenmärkte erneut erhebliche Kursschwankungen, was vor allem in Zusammenhang mit der Entwicklung der Geldmarktzinsen stand, die unter anderem teils von der Erwartung restriktiver Massnahmen in einigen Ländern, teils von Aenderungen der Leitzinsen in anderen Ländern bestimmt wurde.

In Ermangelung neuer Tatsachen verzeichnete der Dollar einen weiteren Kursgewinn.

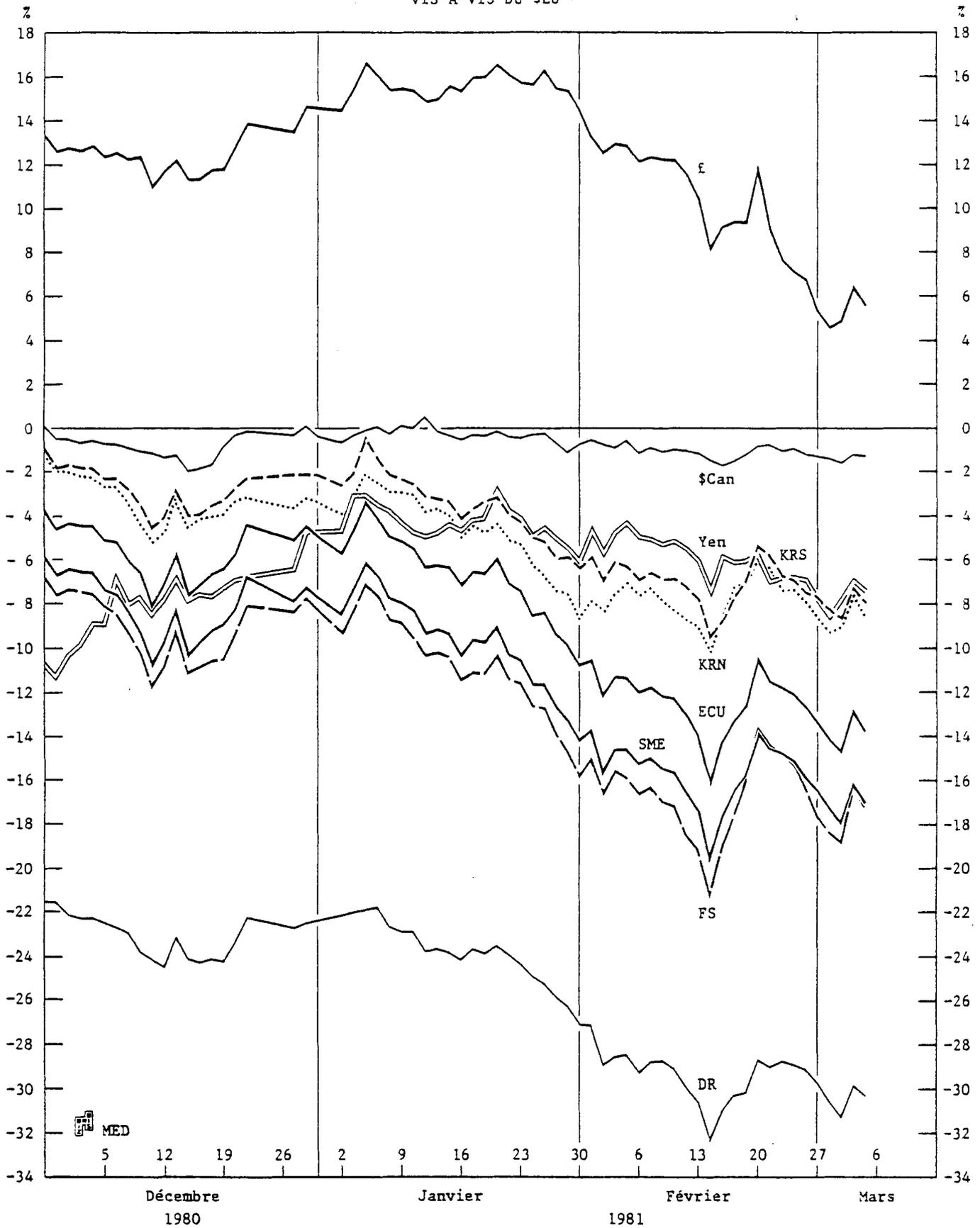
Im EWS setzte die D-Mark ihren Kursanstieg fort, gesellte sich zum französischen Franken und holländischen Gulden an der obersten Position im Verbund und wurde zur Währung mit der stärksten Abweichung nach oben, während der belgische Franken am unteren Rand der Schwankungsmarge und jenseits der Abweichungsschwelle verblieb. Am 4. März erhöhte die Belgische Nationalbank den Lombardsatz von 12 auf 13% und den Satz für Sonderkredit von 13 auf 14%.

Die Niederländische Bank beschloss mit Wirkung vom 3. März eine Anhebung des Diskontsatzes von 8 auf 9% und des Lombardsatzes von 9 auf 10%, während die grossen französischen Banken als Folge der mehrfachen Anhebung des Leitzinses der Bank von Frankreich zuerst ihren Basiszinssatz von 12,25 auf 13% erhöhten, ihn aber später auf 12,75% reduzierten.

Die Dollarinterventionen saldierten sich in der ersten Märzwoche zu Nettoabgaben von rund \$ 50 Mio., die höchsten Nettoverkäufe tätigten die Bank von Italien und die Nationalbank von Dänemark, während der höchste Nettokauf auf die Schwedische Reichsbank entfiel.

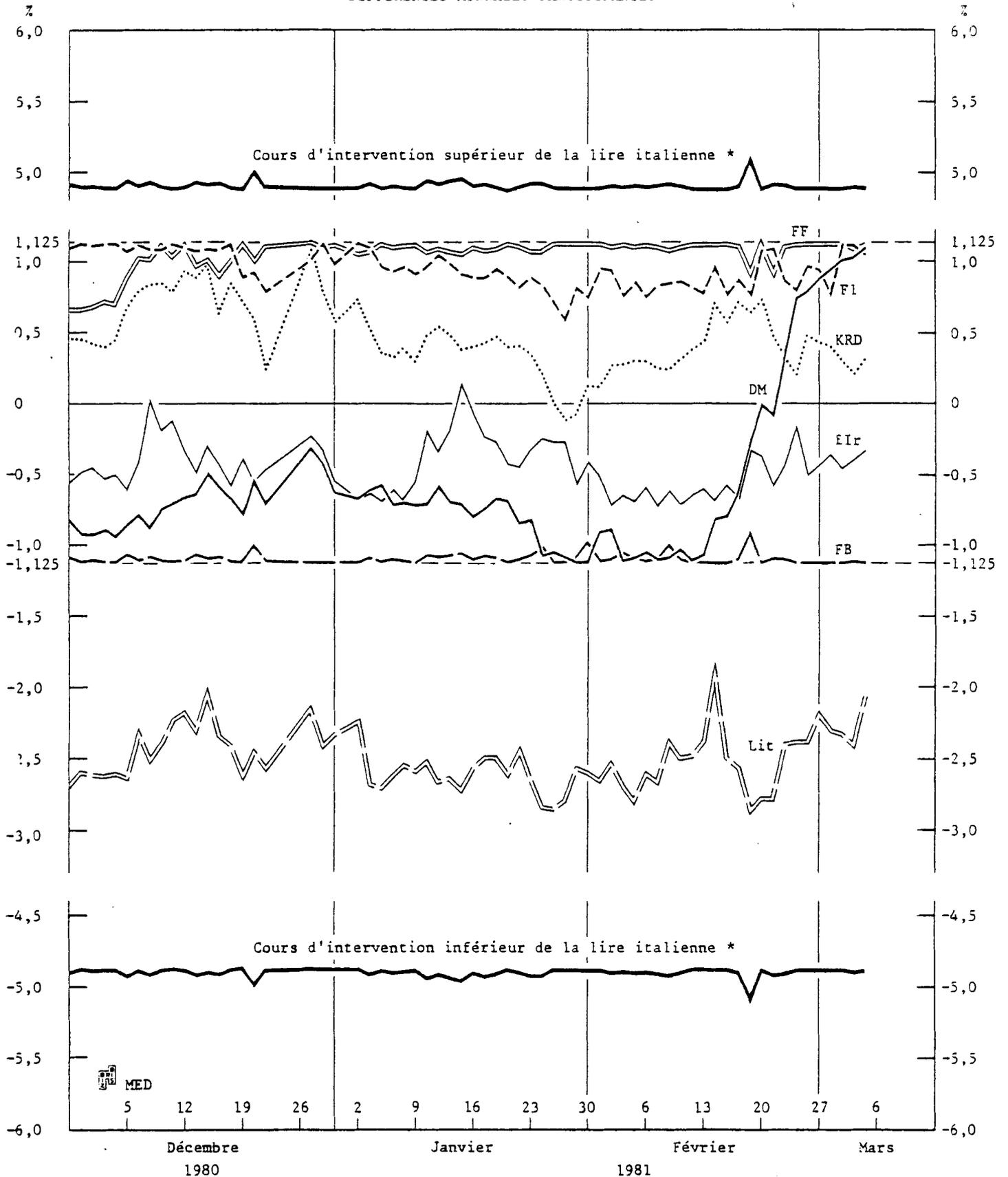
Die Interventionen in Gemeinschaftswährungen (von umgerechnet rund \$ 225 Mio.) dienten vollumfänglich der Stützung des belgischen Frankens und bestanden aus Abgaben in französischen Franken, D-Mark und holländischen Gulden.

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.

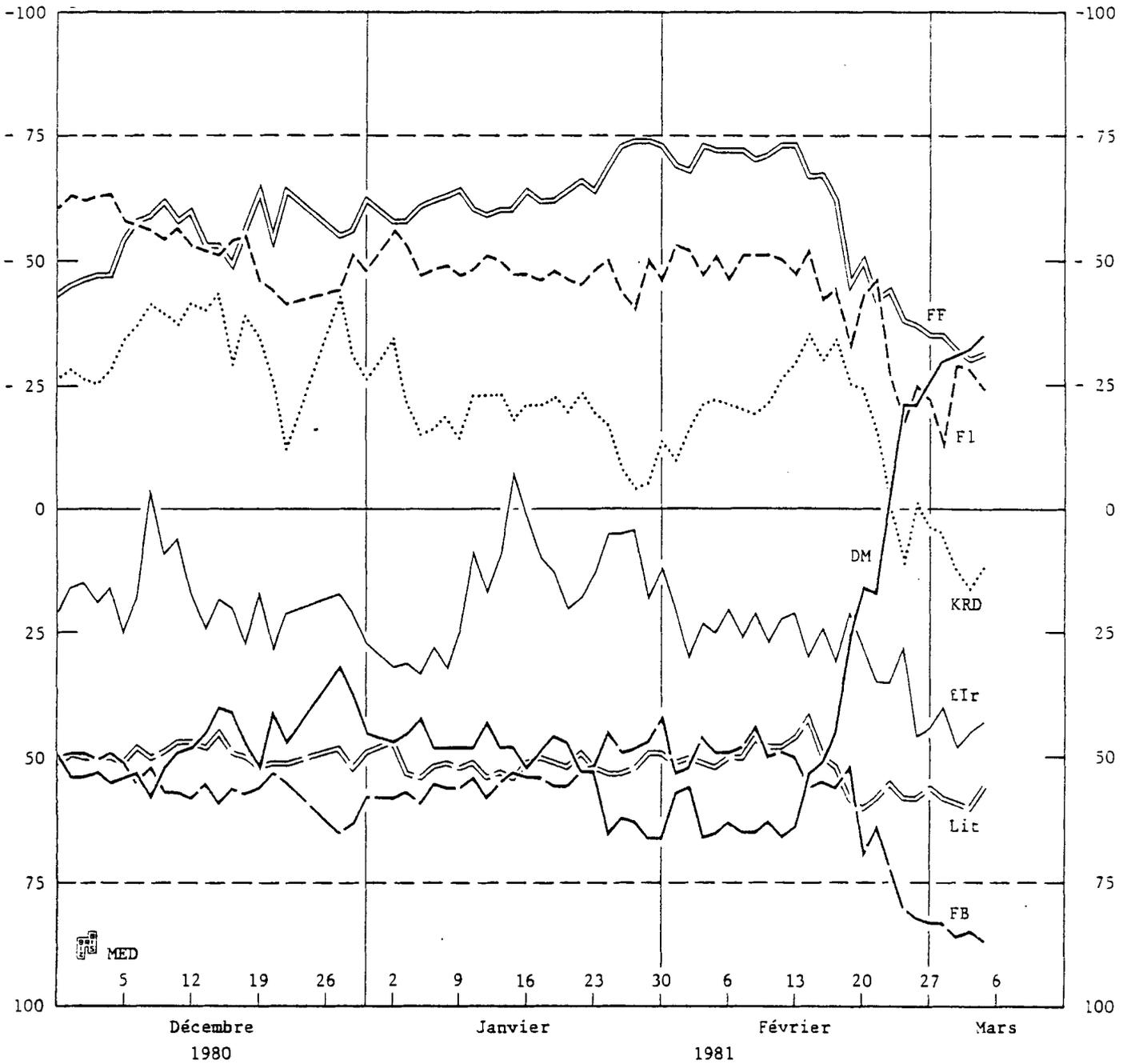
MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DE LA GRILLE DE PARITES DU SME  
 CALCULES SUR LA BASE DES COURS OFFICIELS DE L'ECU DANS LES  
 DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



\* 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 mars 1981

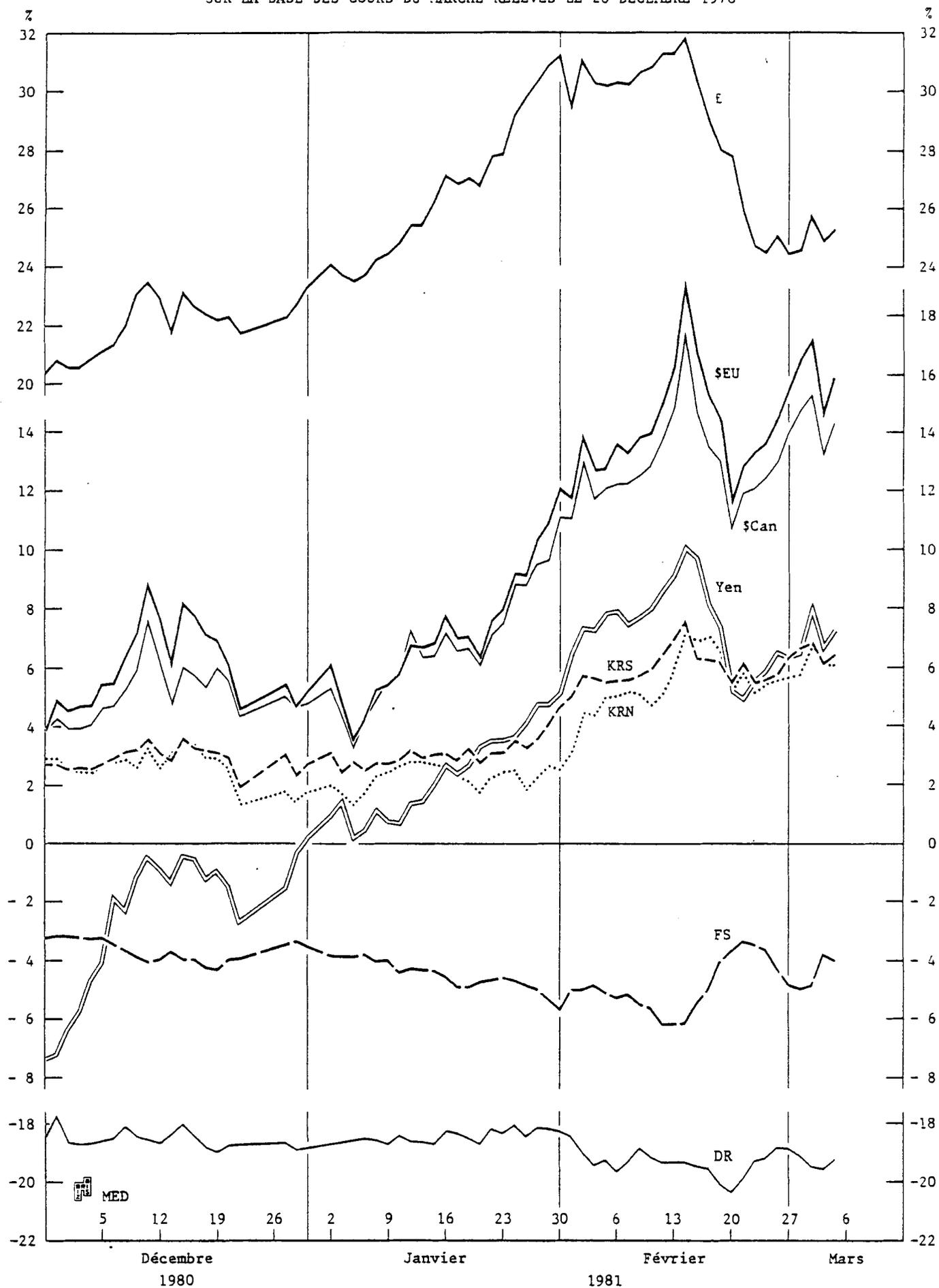
## EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE \*



\* 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 mars 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.