

PROTOKOLL\*  
DER EINHUNDERT EINUND DREISSIGSTEN SITZUNG DES AUSSCHUSSES  
DER PRAESIDENTEN DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN  
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT  
BASEL, DIENSTAG, 13. FEBRUAR 1979, 10 UHR

Anwesend sind: der Gouverneur der Banque Nationale de Belgique und Ausschussvorsitzende, Herr de Strycker, begleitet von Herrn Janson; der Gouverneur der Danmarks Nationalbank, Herr Hoffmeyer, begleitet von Herrn Mikkelsen; der Präsident der Deutschen Bundesbank, Herr Emminger, begleitet von den Herren Gleske und Rieke; der Gouverneur der Banque de France, Herr Clappier, begleitet von den Herren Théron und Lefort; der Generaldirektor der Central Bank of Ireland, Herr Breen, begleitet von Herrn Reynolds; der Gouverneur der Banca d'Italia, Herr Baffi, begleitet von den Herren Sarcinelli und Magnifico; der Präsident der Nederlandsche Bank, Herr Zijlstra, begleitet von den Herren Szász, Muller und de Boer; der Gouverneur der Bank of England, Herr Richardson, begleitet von den Herren McMahon und Balfour; zugegen sind ferner der Generaldirektor für Wirtschaft und Finanzen der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Herr Mosca, begleitet von den Herren Boyer de la Giroday und Kees; der Kommissar für die Bankenaufsicht des Grossherzogtums Luxemburg, Herr Jaans; die Vorsitzenden der Expertengruppen, die Herren Heyvaert und Bastiaanse. Ebenfalls anwesend sind der Generalsekretär des Ausschusses, Herr Schleiminger, sein Beigeordneter, Herr Bascoul, die Herren Scheller und Mortby sowie die Herren Lamfalussy und Dealtry.

I. Billigung des Protokolls der 130. Sitzung

Der Ausschuss billigt das Protokoll der 130. Sitzung einstimmig in der Fassung des Entwurfs, vorbehaltlich einer Aenderung rein redaktioneller Art.

---

\* Endgültige, in der Sitzung vom 13. März 1979 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige Aenderungen redaktioneller Art aufweist.

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

A. Kurzbericht über die Konzertation

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

B. Diskussion des Ausschusses

Der Vorsitzende dankt Herrn Heyvaert für seine Ausführungen und bittet Herrn Hoffmeyer darzulegen, welche Politik die Dänische Nationalbank verfolgt und zu verfolgen gedenkt, um etwas gegen die leicht "exzentrische" Position der dänischen Krone gegenüber den Partnerwährungen zu unternehmen. Wäre das Europäische Währungssystem in Kraft, so hätte die Krone ihre Abweichungsschwelle überschritten; im Hinblick auf dieses neue System scheine es angezeigt, im Sinne einer Vorübung die Fälle zu untersuchen, in denen eine Währung von den anderen abweicht.

Herr Hoffmeyer räumt ein, die dänische Krone hätte im Rahmen eines Wechselkursmechanismus, der jedoch noch nicht in Kraft sei, ihre Abweichungsschwelle seit einigen Tagen oder Wochen überschreiten können. Indes sei die Dänische Nationalbank bestrebt gewesen, vor allem in US-Dollar (aufgrund der Kursabschwächung dieser Währung) und nur gelegentlich in belgischen Franken zu intervenieren; die Interventionen in belgischen Franken seien nicht über den EFWZ finanziert worden.

Die Erklärung für die gegenwärtige Position der dänischen Krone liege vornehmlich in dem im Vergleich zu den anderen Ländern sehr hohen Zinsniveau in Dänemark. Dieses hohe Niveau sei jedoch erforderlich einerseits wegen des Leistungsbilanzdefizits, andererseits wegen des Haushaltsdefizits, das nach einer Vereinbarung zwischen der Regierung und der Dänischen Nationalbank durch Mittelaufnahme an den inländischen Finanzmärkten gedeckt werden muss. Die Dänische Nationalbank räumt ein, dass das Interesse Gebietsfremder für von der dänischen Regierung begebene Wertpapiere (der Verkauf dieser Titel an Gebietsfremde wurde mit Wirkung vom 6. Februar 1979 untersagt) die Verfolgung ihrer Geldpolitik zeitweilig schwierig werden lässt; sie sehe sich jedoch nicht in der Lage, diese Politik zu

ändern, da sich eine expansivere Ausrichtung der Geldpolitik sehr nachteilig auf das binnen- und aussenwirtschaftliche Gleichgewicht auswirken würde. Ueberdies rechne man für März mit einer schwierigen Lohnrunde.

Abschliessend bemerkt Herr Hoffmeyer, bei einer Inflationsrate von rund 7% erschiene ein langfristiger Zins von 16-17% sehr hoch; man müsse jedoch bedenken, dass für ein Land mit defizitärer Leistungsbilanz ein positiver Realsatz erforderlich sei.

Der Vorsitzende weist darauf hin, im Falle der dänischen Krone habe man beobachten können, dass die Abweichungsschwelle und nominale Limitkurse gleichzeitig erreicht wurden, während doch das neue Währungssystem wohl gewährleisten sollte, dass die Abweichungsschwelle überschritten wird, bevor die bilateralen Limits erreicht werden. Es wäre demnach angezeigt, die Stellvertreter aufzufordern, die Ursachen des eben erwähnten Phänomens zu untersuchen, vor allem um festzustellen, ob es sich um einen "Zufall" handelt oder ob die das Europäische Währungssystem betreffenden Annahmen und Vorkehrungen unrichtig sind.

Der Ausschuss erklärt sich mit dem Vorschlag des Vorsitzenden einverstanden.

#### C. Verabschiedung des Ausschussberichts an die Finanzminister der EWG-Länder

Der Ausschuss verabschiedet den Bericht in der dem Protokoll als Anlage beigefügten Fassung; der Bericht wird wie üblich anschliessend den Finanzministern übermittelt werden.

### III. Fortsetzung der Aussprache über die geldpolitische Lage in der EWG und über die Geldpolitik der Mitgliedstaaten im Lichte des "Bastiaanse-Berichts" Nr. 13 sowie der Erörterung der Zentralbankpräsidenten im Januar

Der Vorsitzende bittet

- Herrn Bastiaanse, den Nachtrag zu Bericht Nr. 13 zu erläutern, der gewisse Erklärungen zu den für diese Sitzung aktualisierten Tabellen enthält,
- Herrn Baffi, über den "Pandolfi-Plan" zu berichten, wie er es bei der letzten Sitzung angekündigt hatte,

- Herrn Lamfalussy, den Zentralbankpräsidenten seine Ueberlegungen zum Bericht Nr. 13 der "Bastiaanse-Gruppe" vorzutragen.

#### A. Ausführungen von Herrn Bastiaanse

Herr Bastiaanse erwähnt vorab, entsprechend dem von Gouverneur Baffi bei der letzten Sitzung gestellten Antrag beabsichtige die Expertengruppe auf ihrer nächsten Sitzung, die Möglichkeiten zu prüfen, ob auch die Veränderungen der monetären Basis sowie ihres Gegenpostens in die Analyse miteinbezogen werden können.

Zu dem vom Sekretariat erstellten Nachtrag mit dem Titel "Brief comments on new data available since the finalisation of Report No. 13" bemerkt Herr Bastiaanse, dieser enthalte gewisse aufschlussreiche Punkte. So sei etwa bei Deutschland festzustellen, dass der Beitrag der dem privaten Sektor gewährten Bankkredite zum Wachstum von M3 im Jahre 1978 15% des Bestands dieses Aggregates per 31. Dezember 1977 ausmache, das 1978 um 11% zunahm. Die Erklärung für diese Entwicklung liegt darin, dass im Unterschied zu den anderen Ländern die Kredite der Banken an den privaten Sektor die Geldmenge M3 um 40-50% übertreffen. Aus diesem Grunde kann selbst eine angemessene Ausweitung dieser Kredite dazu führen, dass das Ziel, das sich die Behörden für das Geldmengenwachstum gesetzt haben, überschritten wird, wenn diese Ausweitung nicht von einer entsprechenden Zunahme der in der Definition der Geldmenge M3 nicht eingeschlossenen langfristigen Bankeinlagen begleitet wird. Nun ist aber die Triebkraft der Expansion dieser beiden Aggregate, d.h. der Bankkredite an den privaten Sektor und der langfristigen Einlagen nicht identisch, und somit stellt sich für die deutschen Behörden die auch für die Koordinierung der Geldpolitik in den Ländern der EWG wichtige Frage, durch welche Massnahmen das monetäre Wachstum wirksam gebremst werden kann. So fragt es sich etwa, ob die Zinssätze angehoben oder vielmehr der Kapitalexport noch stärker gefördert werden soll.

Demgegenüber haben die Auslandstransaktionen des Nichtbankensektors weniger zum monetären Wachstum beigetragen als 1977. Dennoch ist der Aussenbeitrag positiv geblieben und hat demnach gemeinsam mit den anderen Faktoren zu einem kräftigen Wachstum der Geldmenge geführt.

Zur gegenwärtigen Lage in Grossbritannien wird im Korrigendum zu der Ausarbeitung des Sekretariats (das den Zentralbankpräsidenten übermittelt

worden ist) ausgeführt, dass das Wachstum von Sterling-M3 seit April 1978 und bis Dezember leicht unterhalb der Marge von 8-12% geblieben ist, die man für das Geldmengenwachstum im Haushaltsjahr 1978/79 gesetzt hatte. Kürzlich wurde der Mindestausleihesatz von 12,5 auf 14% angehoben und befindet sich somit nur geringfügig unter dem absoluten Höchststand von Ende 1976. Wahrscheinlich wird auch die Rendite der festverzinslichen Papiere steigen.

Mit Bezug auf Italien hebt die Ausarbeitung des Sekretariats hervor, dass ein guter Teil des Finanzierungsbedarfs der Zentralregierung 1978 mit nichtmonetären Mitteln gedeckt wurde. Insbesondere haben die Behörden jeglichen Rückgriff auf die Zentralbank vermieden, und es ist ihnen gelungen, den Verkauf von langfristigen Staatspapieren an den Nichtbankensektor von Lit. 1,5 Mrd. im Jahre 1977 auf Lit. 6,5 Mrd. im Jahre 1978 zu steigern. Dieser Erfolg ist einerseits der Rendite der festverzinslichen Titel zuzuschreiben, die trotz des Rückgangs der kurzfristigen Sätze auf einem hohen Niveau gehalten wurde, andererseits dem stärkeren Vertrauen auf eine Abschwächung der Teuerung.

#### B. Ausführungen von Herrn Baffi

Herr Baffi weist eingangs darauf hin, dass er eine Reihe von Tabellen\* verteilen liess, die dem Memorandum über den Dreijahresplan der italienischen Regierung entnommen sind, und auf die er während seiner Ausführungen Bezug nehmen werde.

"Die Entwicklung der monetären Situation in Italien war seit 1973 (Jahr, in dem die Oelkrise ausbrach) von den folgenden beiden Grundzügen gekennzeichnet:

- hohes Inflationstempo,
- offenbar unkontrollierbare Ausweitung des Kreditbedarfs des öffentlichen Sektors, nicht nur absolut gesehen, sondern auch im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt.

Der Preisindex für das Bruttoinlandsprodukt ist in Tabelle 7, Spalte 2, aufgeführt. Während des Sechsjahreszeitraums 1973-78 betrug die jährliche Teuerungsrates (Preisindex des BIP) durchschnittlich 16%. Bei den Lohnstückkosten (Tabelle 6) stieg der auf der Basis von 1970 berechnete Index von 119 im Jahre 1972 auf 303 im Jahre 1978 und damit um 155% während dieses Zeitraums. In den anderen mittelgrossen Industriestaaten stieg er hingegen von 112 auf 173 und damit nur um 55%. Die relative Position Italiens (vgl. die Spalte 3) veänderte sich von 1,06 auf 1,75, was bedeutet, dass sich die Lohnkosten in Italien gemessen an jenen der Wettbewerbsländer um ungefähr zwei Drittel erhöht haben.

---

\* Diese Tabellen sind als Anlage 2 beigefügt.

Diese relative Verschlechterung wurde durch den sinkenden Aussenwert der Lira, der von 0,99 auf 0,59 zurückging, fast gänzlich ausgeglichen, womit der Index der Wettbewerbsfähigkeit 1978 etwa den gleichen Stand wie sechs Jahre zuvor aufwies.

Der Plan der italienischen Regierung für den Dreijahreszeitraum 1979-81 verfolgt als wichtigste Ziele die Verlangsamung dieses abnormalen Teuerungsrhythmus und die Freisetzung von Ressourcen für Investitionen durch eine Verringerung der Zunahme des laufenden Defizits des öffentlichen Sektors. Die im Plan festgelegten Ziele sind jedoch nicht sehr ehrgeizig. So lauten die Ziele für die Preise:

- Anstieg um 12,7% 1979,
- Anstieg um 9,9% 1980,
- Anstieg um 8,3% 1981.

Im übrigen beruhen diese für die Preisentwicklung angenommenen Tendenzen, die noch nicht als zufriedenstellend betrachtet werden können, auf zwei ziemlich optimistischen Hypothesen, die in den Fussnoten der Tabelle erwähnt werden:

1. Stabiler effektiver Wechselkurs, was bedeutet, dass Italien es sich erlauben kann, bezüglich der Wettbewerbsfähigkeit an Boden zu verlieren, und damit allmählich den derzeit hohen Leistungsbilanzüberschuss abbaut,
2. Stabilität der realen Lohnkosten pro Arbeitsstunde, was bedeutet, dass die Verbesserung der Produktivität vollumfänglich den Gewinnen vor Besteuerung zugute kommen wird, wodurch die private Investitionstätigkeit gefördert und/oder die steuerliche Belastung verstärkt werden kann.

Man fragt sich zu Recht, warum die Inflation weiterhin so hoch bleibt, obwohl die realen Lohnstückkosten stabil bleiben. Meiner Ansicht nach kann man darauf so antworten: Das System der Einkommensindexierung, das sich auf alle Kategorien erstreckt, hält als solches einen anfänglichen Kaufkraftüberhang aufrecht, den die Produktivitätssteigerungen nur langsam auffangen können, während die Inflation ein beträchtliches Restelement absorbiert.

Grundsätzlich verstärkt sich die Indexierung der Einkommen noch weiter. Es werden nicht mehr nur die Löhne und Gehälter erfasst, sondern

auch die Renten, die Mieten und indirekt - über die gemeinschaftlichen Regelungen - auch die Agrarpreise; schliesslich werden in gewissem Ausmass über die Marktkräfte auch die Zinssätze einbezogen, die im Zuge der Anpassung an die Teuerungsrate gestiegen sind. Selbst die Gewinnmargen sind über den floatenden Wechselkurs indexiert.

Die Bank von Italien hat die Indexierung der Löhne ohne Erfolg bekämpft, obwohl sie von der EWG und vom IWF darin unterstützt wurde. Ich habe bei verschiedenen Anlässen mit den Gewerkschaftsführern Kontakt aufgenommen und öffentliche Verlautbarungen abgegeben. Ich habe darauf hingewiesen, dass bei einer Ausdehnung des Zeitraums zwischen zwei in Anwendung der gleitenden Lohn-Preis-Skala vorgenommenen Einkommensanpassungen von gegenwärtig drei auf beispielsweise sechs Monate die Inflation sich dermassen verlangsamen würde, dass der Einkommensempfänger während dieser sechs Monate vielleicht nicht mehr an Kaufkraft einbüßen würde als er gegenwärtig in drei Monaten hinnehmen muss. Einmal, nach der Währungskrise von 1976, zeigten sich die Gewerkschaftsführer durchaus bereit, eine Reform in dieser Richtung zu erörtern, aber die Regierung liess die Gelegenheit ungenutzt verstreichen. Seither ist die Gleitklausel tabu.

Im Rahmen der gegenwärtigen Bestimmungen gewährleistet indessen die Gleitklausel allein, ausser für Arbeitnehmer mit niedrigen Löhnen, nicht die volle Wahrung der Realeinkommen. Im Falle des Arbeitnehmers mit durchschnittlichem Einkommen gleicht sie ungefähr 85% des Anstiegs der Lebenshaltungskosten aus. Es verbleiben also 15% als Spielraum bei Tarifverhandlungen, ohne dass die im Plan zur wirtschaftlichen Stabilisierung festgelegte Norm überschritten wird, gemäss der die realen Stundenlöhne während der drei in Betracht kommenden Jahre nicht erhöht werden dürfen.

Wenn auch der Angriff auf die Gleitklausel scheiterte, so dürfte er wahrscheinlich doch mässigend auf die Lohnforderungen im Rahmen der Tarifverhandlungen gewirkt haben, deren baldige Wiederaufnahme im übrigen bevorsteht. Die Gewerkschaftsführer an der Spitze geben sich gewöhnlich massvoll, aber sie werden doch den Forderungen der Basis entgegentreten müssen, und es ist sehr wohl möglich, dass die Verhandlungen zu einem neuen Inflationsschub führen, es sei denn, man hält dem Druck von unten stand.

Sollen auch nur die in Tabelle 11 aufgeführten weniger ehrgeizigen Ziele erreicht werden, so müssten wohl nicht nur die Wechselkurse und die realen Stundenlohnkosten konstant bleiben, sondern es müssten darüber hinaus im Bereich der öffentlichen Finanzen umfassende Massnahmen zur Aenderung des expansi-

ven Trends bei der Verschuldung des öffentlichen Sektors ergriffen werden. Wenn man Tabelle 5 betrachtet, kann man sich vom Ausmass der erforderlichen Bemühungen ein Bild machen. Die erste Zeile dieser Tabelle zeigt, dass das laufende Defizit bei unveränderter Haushaltspolitik von 6,3% des Bruttoinlandsprodukts im Jahre 1978 auf 9,9% im Jahre 1981 ansteigen wird. Ziel ist es, es ungefähr bei dem gegenwärtigen Prozentsatz zu halten, während gleichzeitig die Investitionsausgaben allmählich erhöht werden sollen (vgl. Zeile 2). Hält die gegenwärtige Tendenz an (Zeile 2 der Fussnote), so dürfte der allgemeine Finanzierungsbedarf von Lit. 33.000 Mrd. im Jahre 1978 auf Lit. 58.000 Mrd. im Jahre 1981 zunehmen. Der letztgenannte Betrag soll auf Lit. 48.000 Mrd. gedrückt, also um 10.000 Mrd. oder etwas mehr als 3% des Bruttoinlandsprodukts von 1981 verringert werden. Würde dieses Ziel erreicht, ginge der Anteil des globalen Finanzierungsbedarfs gemessen am Bruttoinlandsprodukt um nur 1 Prozentpunkt zurück, nämlich von 16,6% 1978 auf 15,6% 1981, wie dies aus der 4. Zeile der Tabelle hervorgeht.

Ich hoffe, Herr Vorsitzenden, dass mein Vortrag trotz seiner Kürze und Unvollkommenheit etwas dazu beitragen kann, um der Gruppe besser verständlich zu machen, warum wir eine Regierungskrise haben und warum das Problem, wie der öffentlichen Hand bei ihrer schweren Aufgabe, mit der die italienische Gesellschaft konfrontiert ist, geholfen werden kann, so heiss debattiert wird.

Ich möchte jedoch bei Ihnen nicht den Eindruck erwecken, dass eine erhebliche Verringerung des Defizits des öffentlichen Sektors, zumindest im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt, ein hoffnungsloses Unterfangen sei; es existieren gewisse Wirtschaftsbereiche, in denen man Massnahmen zur Einnahmenerhöhung und Ausgaben-senkungen ergreifen könnte.

- Aufgrund der Teuerung hat sich die Belastung durch die direkten Steuern - für die, die sie bezahlen - erheblich verstärkt, aber jene, die gar keine Steuern bezahlen oder nicht so viel wie sie sollten, sind noch zahlreich;

- Die indirekten Steuern auf verschiedenen Erzeugnissen könnten erhöht werden. So wird etwa der Benzinpreis nicht häufig genug dem Inflationstempo angepasst; er sollte sozusagen indexiert werden, und zwar um so mehr, als er nicht in den für die Gleitklausel verwendeten Lebenshaltungskostenindex eingeht.

- Die Tarife der öffentlichen Verkehrsmittel und anderen öffentlichen Unternehmen sind niedrig, und die Verwaltung lässt manchmal zu wünschen übrig.

- Die Verschwendung im öffentlichen Gesundheitswesen ist beträchtlich. Die Losung zur Mässigung wurde herausgegeben; die Bemühungen in dieser Richtung könnten verstärkt werden.

- Auch das Schulwesen ist ausgabenfreudig. Die Anzahl der Lehrkräfte und Angestellten der Schulen wurde um mehrere Hunderttausend erhöht, obwohl mit einem Rückgang der Schülerzahlen zu rechnen ist. Die Geburten-

zahl ist von einer Million im Jahre 1971 auf 700.000 1978 zurückgegangen. Also könnte man auch hier ohne weiteres die Zügel straffer halten.

- Die Regierung hat in wachsender Masse die Rolle eines Bankiers übernommen, nicht nur für die öffentlichen Unternehmungen, sondern auch für die Privatindustrie. Sie vergibt Mittel in Form von Darlehen und Zuwendungen und gewährt Zinsvergünstigungen. Im Zuge dieser Politik haben sich kapitalintensive Unternehmen entwickelt, und mit Verlust arbeitende öffentliche Unternehmen blieben erhalten. Eine "Flurbereinigung" ist dringend notwendig.

- Weiter hat die Regierung einen Teil der von den Unternehmen geschuldeten Sozialversicherungsbeiträge übernommen. Auch davon könnte man abgehen.

- Ueberdies ist zu den Sozialversicherungsbeiträgen zu bemerken, dass es mehrere Arbeitnehmergruppen gibt, die im Vergleich zu dem, was sie erhalten, sehr wenig bezahlen, und noch weniger gemessen an den gesamten Leistungen dieser Einrichtung einschliesslich der damit verbundenen Kosten. Landwirte, Handwerker und der Kleinhandel gehören insbesondere zu den Gruppen, deren Beiträge heraufgesetzt werden sollten.

- Es gibt zahlreiche Rentner, die mehrere Renten beziehen, die grösstenteils indexiert sind. Seit 1979 sieht das kürzlich verabschiedete Haushaltsgesetz aber vor, dass nur noch eine einzige Rente indexiert sein darf. Anlässlich früherer Interventionen habe ich ihnen - wie sie sich erinnern werden - gesagt, dass die normale Sozialversicherungsrente nicht nur an die Lebenshaltungskosten, sondern auch an die Löhne und Gehälter der Arbeitnehmer im aktiven Dienst gekoppelt ist, so dass sie langfristig gesehen real steigt. Aufgrund des wachsenden Anteils der alten Menschen an der Bevölkerung und wegen der stärkeren Belastung durch die indexierten Renten könnte das Pensionierungsalter schrittweise erhöht werden.

- In Süditalien sind die Bezieher von Invalidenrenten fast so zahlreich wie die Altersrentner. Die Schwierigkeit, eine Anstellung zu finden, wurde einer körperlichen Behinderung gleichgesetzt, womit Erwachsene Anrecht auf eine Rente haben. Dieser Missbrauch wird zur Zeit bereits überprüft. Es wäre natürlich leichter, strenge Kriterien anzuwenden, wenn neue Arbeitsplätze geschaffen würden.

- Wird auf diesen verschiedenen Gebieten energisch durchgegriffen, so werden Inflation und Haushaltsdefizit gleichzeitig zurückgehen; daraus ergäbe sich eine Senkung der Nominalzinssätze und eine geringere Zinsbelastung aus der öffentlichen Verschuldung.

Dieser Massnahmenkatalog ist weit davon entfernt, erschöpfend zu sein. Allerdings, einige dieser Massnahmen könnten auf Widerstand stossen und misslingen. Die Siege könnten aber die Niederlagen übersteigen, und die Schlacht könnte gewonnen werden. Die Botschaft, die ich Ihnen anhand einer etwas längeren Aufzählung von Beispielen überbringen wollte, lässt sich folgendermassen zusammenfassen: in Italien muss an verschiedenen Fronten gekämpft werden, um einen Zustand zu ändern, der von einer Reihe lokaler Ungleichgewichte und lascher Praktiken, die zu einem allgemeinen Ungleichgewicht der Wirtschaft führen, gekennzeichnet ist, und der sich als ein von hartnäckiger Inflation befallenes System offenbart, mit der Folge eines unbefriedigenden und verhängnisvollen Anpassungsmechanismus."

### C. Ausführungen von Herrn Lamfalussy

Herr Lamfalussy erinnert die Zentralbankpräsidenten daran, dass sie zwei für diese Sitzung vorbereitete Tabellen vorsich haben: die eine betrifft die "realen" langfristigen Zinssätze in den Ländern der EWG sowie in der Schweiz und in den USA, während die andere die Veränderungen der "realen" Geldmenge in diesen Ländern wiedergibt. Das Verfahren einer Anpassung der nominalen Zinssätze unter Berücksichtigung des Anstiegs der Verbraucherpreise sei gewiss nicht vollkommen, erbrächte jedoch nicht uninteressante Ergebnisse.

Vorbehaltlich dieser Unvollkommenheit des Berechnungsmodus lässt sich feststellen, dass in der Mehrheit der betrachteten Länder der "reale" Zinssatz Ende 1978 zwischen 3 und 5% lag, was sich im längerfristigen Vergleich nicht als übertrieben ausnimmt. Die wichtigsten Ausnahmen sind in vier Fällen zu verzeichnen, nämlich in den USA (leicht negativer Satz), in Dänemark (über 10%), in Frankreich (wo der Satz nur geringfügig positiv ist) und schliesslich in Deutschland, sofern man das während der letzten sechs Monate beobachtete Zinsniveau berücksichtigt (5,9%).

Nur in einem Fall aber lässt sich der Abstand zwischen dem durchschnittlichen "realen" Satz und dem Satz in den Ausnahmeländern durch die Geldpolitik gemessen an den Veränderungen der "realen" Geldmenge erklären; es handelt sich um Dänemark, wo die "reale" Geldmenge während der letzten drei Jahre rückläufig war. In den Vereinigten Staaten hingegen fällt die Verlangsamung bei diesem Aggregat mit einem negativen realen Satz zusammen, und in Frankreich war trotz des verhaltenen realen Wachstums der Geldmenge der "reale" Satz niedrig. In Deutschland geht die Beschleunigung des Geldmengenwachstums mit einem Ansteigen des realen Satzes einher.

Aus diesen Feststellungen ergibt sich, dass sich keine direkte Verbindung herstellen lässt zwischen dem Niveau der langfristigen "realen" Zinssätze und den Massnahmen der Währungsbehörden; man muss sich - unter Berücksichtigung der institutionellen und strukturellen Faktoren des betreffenden Landes - vielmehr nach anderen Erklärungen umsehen. Für Deutschland beispielsweise bieten sich zwei Arten von Erklärungen an. Einerseits ist es denkbar, dass die Wirtschaftsträger mit einer Beschleunigung der Teuerung rechnen, und andererseits spiegelt die Anhebung des "realen" Satzes ein Verdrängungsphänomen wider, das auf die beträchtliche Zunahme des Finanzierungsbedarfs des öffentlichen Sektors zurückzuführen ist. In Frankreich hingegen kann man das niedrige Niveau des "realen" Satzes unter Umständen einerseits inflationären Erwartungen zuschreiben, die unter der derzeitigen Preissteigerung liegen, und andererseits einem Defizit des öffentlichen Sektors, das im Vergleich zu den meisten westlichen Ländern bescheiden geblieben ist.

#### D. Diskussion des Ausschusses

Herr Richardson betont, auf der Basis der saisonbereinigten Zahlen habe die jährliche Zuwachsrate der Geldmenge in der Definition Sterling-M3 die Obergrenze der Bandbreite von 8-12% - seit deren Festlegung im April 1978 für das Geschäftsjahr 1978/79 - nie überschritten; zwar habe sie sich im Mai dieser Grenze genähert, sich dann aber im Juni unterhalb der unteren Grenze und im Juli in der Mitte der Marge befunden. Seit August ist die Jahresrate der Expansion unterhalb der Bandbreite geblieben. Während des Berichtszeitraums hat die Bank von England dennoch dreimal ihre Geldpolitik restriktiver gestaltet. Im November wurde der Mindestausleihesatz auf 12,5% angehoben; diese Anhebung lag über dem damaligen Anstieg der Geldmarktsätze und ermöglichte es, den Verkauf von langfristigen Staatspapieren an die Öffentlichkeit beträchtlich zu erhöhen. Die am 7. Februar eingetretene Erhöhung des Mindestausleihesatzes brachte den amtlichen Satz auf das Niveau der Marktsätze und zog ebenfalls umfangreiche Verkäufe von langfristigen Staatspapieren nach sich.

Die restriktiven Massnahmen der britischen Währungsbehörden scheinen auf den ersten Blick kaum durch die oben erwähnte monetäre Entwicklung gerechtfertigt zu sein; man muss aber berücksichtigen, dass das verfügte "Korsett", das im Juni für die nächsten zwölf Monate verlängert wurde, zu

einer gewissen "Ausschaltung der Vermittler von Finanzierungsströmen" und somit zu niedrigeren Geldmengen Zahlen führte. Tatsächlich stellten die Behörden eine gewisse Beschleunigung des Wachstums der Bankenausleihungen fest und rechneten damit, dass die im Budget vorgesehenen Steuersenkungen eher eine Beschleunigung der Expansion der monetären Aggregate zur Folge haben würden.

Herr Emminger bemerkt zu den Ausführungen von Herrn Bastiaanse, das gegenwärtige Tempo des Geldmengenwachstums beunruhige die Deutsche Bundesbank, insbesondere deshalb, weil es zunehmend auf der starken Expansion der Kreditgewährung der Banken an den Nichtbankensektor beruhe. Angesichts dieser Situation, die wegen der - vornehmlich infolge von Devisenzugängen - äusserst hohen Liquidität im Bankensystem um so gefährlicher war, traf die Bundesbank einige Massnahmen (Kürzung der Rediskontkontingente im Dezember und Erhöhung der Mindestreservenverbindlichkeiten im Januar), die jedoch sehr bescheiden ausfielen, vor allem wenn man berücksichtigt, dass die deutschen Banken in unbegrenzter Höhe bei der Zentralbank Lombardkredite beanspruchen können. Der freie Zugang zu den Lombardkrediten wird durch die geringfügige Anhebung des Lombardsatzes nicht in Frage gestellt, weshalb die heftige Kritik, die zu dieser Massnahme der Bundesbank geäussert wurde, doch recht überrascht. Allerdings muss bemerkt werden, dass sich die Bedingungen am Rentenmarkt deutlich verschärft haben, eine Entwicklung, die sich bereits im letzten Sommer abzeichnete und die zum Teil der Erwartung einer Tendenzwende bei den Zinssätzen zugeschrieben werden kann (die in den Augen der Wirtschaftssubjekte um so wahrscheinlicher wurde, je länger sich der Rückgang der effektiven Rendite fortsetzte). Diese Versteifung muss auch im Zusammenhang mit dem Verdrängungswettbewerb gesehen werden, der sich einerseits aus dem grösseren Finanzierungsbedarf des öffentlichen Sektors (der im Jahresverlauf noch zunehmen wird) und andererseits aus der verstärkten Kreditnachfrage für Wohnungsbauzwecke ergibt.

Die Zinssätze für Kredite an Unternehmen gingen während des ganzen Jahres 1978 weiterhin zurück, da die Kreditnachfrage der Unternehmen praktisch unverändert blieb und der Wettbewerb zwischen den Banken wegen deren reichlichen Liquiditätsversorgung sehr stark war.

Was die Ausführungen von Herrn Lamfalussy betrifft, so äussert Herr Emminger einige Zweifel bezüglich des Berechnungsmodus, wonach der reale

Kapitalzins in Deutschland in den vorangegangenen sechs Monaten bei 5,90% gelegen hätte. Abgesehen von der Frage, ob es richtig sei, die nominalen Sätze aufgrund des während der letzten zwölf oder sechs Monate verzeichneten Anstiegs der Verbraucherpreise anzupassen, statt die inflationären Erwartungen in Betracht zu ziehen, sei insbesondere zu beachten, dass sich die zugrundeliegende Inflationsrate für das ganze Jahr 1978 auf 3% belief und dass das tatsächliche Ergebnis von 2,3% auf zufälligen Faktoren beruht. Mit einer Rate von 3% rechnet man auch für das laufende Jahr, und auf der Basis dieser erwarteten Rate liegt der "reale" Zinssatz nur bei 3,3%. Der "reale" Zins wäre sogar negativ, wenn man einerseits die Rendite der Hypothekendarlehen (statt jene der Anleihen der öffentlichen Hand, die nicht zinsempfindlich ist) und andererseits den Anstieg der Baupreise berücksichtigen würde, der zur Zeit 7-8% beträgt und im laufenden Jahr mindestens ebenso hoch bleiben dürfte.

Herr Hoffmeyer betont, die Definition des "realen" Satzes sei unscharf, man müsste die Kapitalertragssteuer in die Betrachtung einbeziehen. Dann würde man feststellen, dass der "reale" Satz in praktisch allen betrachteten Ländern negativ sei.

Der Vorsitzende dankt den Herren Bastiaanse und Lamfalussy für ihre Ausführungen und das Zahlenmaterial, das sie den Zentralbankpräsidenten vorgelegt haben; er hebt hervor, wie wichtig der Beitrag ist, den die Arbeiten der Gruppe unter dem Vorsitz von Herrn Bastiaanse zur Diskussion der Zentralbankpräsidenten leisten.

#### IV. Erster Meinungs-austausch über den zweiten Bericht der Arbeitsgruppe "Harmonisierung der Instrumente der Geldpolitik"

##### A. Ausführungen von Herrn Bastiaanse

Herr Bastiaanse erwähnt, der vorliegende von der Expertengruppe erarbeitete Bericht sei der zweite in Ausführung der Entschliessung des Rates der Europäischen Gemeinschaften und der Vertreter der Regierungen der Mitgliedstaaten vom 22. März 1971, in der der Währungsausschuss und der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten aufgefordert wurden, "in enger Zusammenarbeit die Arbeiten über die Harmonisierung der Instrumente der Geldpolitik fortzusetzen". Die in den folgenden Jahren an der Währungsfront eingetretenen Ereignisse haben den Beginn der geforderten Studien ver-

zögert, und erst 1974 haben der Währungsausschuss und der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten ein genaues Mandat festgelegt und die Expertengruppe "Harmonisierung der Instrumente der Geldpolitik" geschaffen. Unter Harmonisierung ist zu verstehen, dass alle Mitgliedstaaten der EWG zur Festlegung der Leitlinien oder Orientierungen der Geldpolitik ein Konzept wie M2 harmonisiert oder Inlandskredit an die Wirtschaft verwenden.

Der erste Bericht mit Datum vom 24. Juni 1976, der vom Ausschuss der Zentralbankpräsidenten im Juli desselben Jahres diskutiert wurde, beschrieb und verglich die verschiedenen geldpolitischen Zwischenziele der Mitgliedstaaten und lieferte eine erste Erklärung dafür, dass von Land zu Land unterschiedliche Ziele gewählt wurden. Die Gruppe hatte aber damals den Eindruck, die Untersuchung der Gründe für die unterschiedlichen Ansätze bedürfe noch einer Vertiefung, und man müsste überdies eine Uebersicht darüber aufstellen, wie die einzelnen Mitgliedsländer den Uebertragungsmechanismus zwischen Zwischenzielen (monetäre Aggregate und Kreditgrössen) und Endzielen (Sozialprodukt, Zahlungsbilanz, Preise) beurteilen.

In Uebereinstimmung mit diesem Arbeitsplan, dem die übergeordneten Ausschüsse zugestimmt hatten, führte die Gruppe Studien durch, die aufgrund ihres Umfangs eine gewisse Zeit beanspruchten und deren Ergebnisse im vorliegenden Bericht dargelegt werden; der Bericht beginnt mit einer Beschreibung der Finanzstrukturen in den Mitgliedstaaten, deren Kenntnis die Gruppe als eine Vorbedingung für das bessere gegenseitige Verständnis der Konzepte der Geldpolitik in den Mitgliedstaaten der EWG hielt. Der folgende Teil des Berichts befasst sich mit den eventuellen Hindernissen, die einer Harmonisierung der Zwischenziele im Wege stehen. Daraus ergibt sich einerseits, dass sich diese Hindernisse kurzfristig nicht beseitigen lassen, andererseits, dass es nicht angezeigt wäre, unter den gegenwärtigen Bedingungen die Harmonisierung der Zwischenziele als Selbstzweck erzwingen zu wollen. Es muss indes eingeräumt werden, dass mangels einer Harmonisierung der Zwischenziele die Koordinierung der geldpolitischen Massnahmen insofern erschwert wird, als die unterschiedlichen zur Festlegung der Geldpolitik verwandten Grössen die Analyse der vergangenen und vorgesehenen monetären Entwicklungen behindern. Unter Berücksichtigung all dieser Anliegen ist die Gruppe der Ansicht, im Rahmen des Informationsaustausches zwecks besserer Koordinierung der Geldpolitik könnte ein analytischer Rahmen der Art, wie er in Anhang 1 des Berichts dargestellt ist, nützlich sein, wobei freilich dieser Rahmen einer eingehenden Ueberprüfung bedürfe.

Herr Bastiaanse regt an, die Zentralbankpräsidenten könnten in ihrer Diskussion auf die folgenden Punkte eingehen:

- die Schlussfolgerung, wonach es zur Zeit nicht möglich ist, die Harmonisierung der Zwischenziele weiter voranzutreiben,
- die Schwierigkeiten, die sich wegen der mangelnden Harmonisierung für die Koordinierung der Geldpolitik Massnahmen ergeben.

Herr Bastiaanse schliesst mit der Bemerkung, der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten möge der Expertengruppe im Hinblick auf die Fortführung ihrer Arbeit gewisse Hinweise oder Orientierungen geben.

Der Vorsitzende dankt Herrn Bastiaanse sehr für den Bericht der Expertengruppe, der sich insbesondere dadurch auszeichne, dass er sehr genau die Gründe darlege, weshalb die Mitgliedsländer der EWG verschiedene Arten von Zwischenzielen verwenden. Ein weiteres Verdienst des Berichts sei es, dass er klar und aufschlussreich darlege, wie die einzelnen Länder den Uebertragungsmechanismus sehen, über den die Zwischenziele auf die wirtschaftspolitischen Endziele einwirken. Deshalb wäre es sehr gut, wenn die Gruppe ihre Arbeiten fortsetzen würde, die der Vorsitzende in jeder Weise unterstützen werde. Insbesondere sollte man weiterhin die Zwischenziele und die Instrumente der Politik einander gegenüberstellen, um zu einer analogen Darstellung der monetären Entwicklung und der Ziele der Geldpolitik zu gelangen.

Hinsichtlich der Empfehlungen der Gruppe fragt der Vorsitzende, ob die Zentralbankpräsidenten das vorgeschlagene Vorgehen gutheissen, und wenn ja, ob es nicht möglich sei, eine gewisse Verbindung herzustellen zwischen dem analytischen Rahmen in der Art, wie er in Anhang 1 des Berichts vorgelegt wird, und den Arbeitsdokumenten, die vom Sekretariat regelmässig für die Zentralbankpräsidenten vorbereitet werden. Durch eine solche Verbindung könnte ein Mehr an Dokumenten verhindert werden.

Herr Janson weist darauf hin, Herr Bastiaanse habe den Stellvertretern auf ihrer Sitzung vom 12. Februar mitgeteilt, der Vorsitzende des Währungsausschusses habe die Gruppe beauftragt, für diesen Ausschuss ein Verfahren zu entwickeln, das einen möglichst raschen Fluss von vergleichbaren Informationen ermögliche. Da das Mandat für diese Untersuchung etwas von den im wesentlichen in Anhang 1 des Berichts der Gruppe dargelegten Empfehlungen abweiche und da diese Empfehlungen in den nächsten Tagen im Währungsausschuss behandelt werden müssten, wäre es angezeigt, dass sich

die Zentralbankpräsidenten zu dieser neuen Aufgabe der Gruppe "Harmonisierung" äussern.

Herr Bastiaanse führt aus, der von der Gruppe entwickelte analytische Rahmen sei für Jahreszahlen bestimmt und deshalb verschieden von dem Schema, das die Gruppe für den Währungsausschuss auszuarbeiten habe und für monatlich aktualisierte Zahlen vorgesehen sei.

Herr Sarcinelli beglückwünscht Herrn Bastiaanse zum Bericht der Expertengruppe; er legt Absatz 53 dieses Berichts, demzufolge sich "die Gruppe bemühen wird, festzustellen, in welchem Masse dieser Rahmen ein technisches Mittel zur vorherigen Beurteilung der Kohärenz der Geldpolitik der Mitgliedstaaten bietet", dahingehend aus, dass die Gruppe vorschlägt zu überprüfen, ob der analytische Rahmen die vorherige Beurteilung der Kompatibilität der von den Mitgliedstaaten angewandten geldpolitischen Massnahmen erlaube. Zur Erfüllung eines solchen Auftrags erscheine es angezeigt, dass die Gruppe einerseits Kriterien erarbeite, anhand derer die Kompatibilität ex ante beurteilt werden könne und sich andererseits dazu nicht nur der Mitarbeit des Sekretariats (das übrigens unter Umständen verstärkt werden könnte), sondern auch anderer Personen versichere.

Herr Sarcinelli schliesst mit der Bemerkung, er könne das vom Vorsitzenden des Währungsausschusses erteilte Mandat (auf das sich Herr Janson bezogen hatte) zur Ausarbeitung neuer monetärer Indikatoren kaum in Einklang bringen mit dem von der Expertengruppe vorgeschlagenen Ansatz, und er zweifle auch, ob beide Aufgaben gleichzeitig in Angriff genommen werden können.

Herr Emminger hebt die Schwierigkeiten hervor, auf die der Versuch einer Ex-ante-Beurteilung der Kohärenz der Geldpolitik der Mitgliedstaaten stösst. In der Tat bleibe die Bundesbank angesichts ihrer zwanzigjährigen Erfahrung in Fragen der Analyse von Geld- und Kreditströmen bei ihrer Ansicht, dass Voraussagen auf diesem Gebiet besonders gewagt sind; aus diesem Grunde sei sie nicht bereit, an der in Absatz 53 des Berichts vorgeschlagenen Übung teilzunehmen, wie dies bereits aus der Fussnote auf Seite 26 hervorgehe, wo von Vorbehalten bestimmter Mitglieder der Gruppe die Rede sei.

Herr Zijlstra beglückwünscht seinerseits Herrn Bastiaanse und seine Gruppe. Er unterstreicht, es gelte zu unterscheiden zwischen Harmonisierung der Instrumente der Geldpolitik und Koordinierung der geldpolitischen

Massnahmen. Die Koordinierung sei das Endziel aller Bemühungen, aber auf dem Gebiet der Harmonisierung der Instrumente bleibe noch viel zu tun, denn der Typ der Instrumente unterscheide sich stark von Land zu Land. So verfüge beispielsweise Frankreich über das Instrument der Bankkreditplafondierung und Grossbritannien über das "Korsett", während es in Deutschland kein Mittel zur direkten Beeinflussung der Bankkredite gebe. Die italienischen Behörden schliesslich hielten sich an das Verfahren der monetären Basis. Man müsse sich also fragen, weshalb die Zentralbanken der EWG nicht über dieselben Instrumente verfügen und ob sich daraus nicht spezifische Schwierigkeiten ergeben. Auf den ersten Blick sei man versucht, diese Frage zu bejahen. Wolle etwa die Deutsche Bundesbank das Wachstum der Geldmenge und der Bankkredite bremsen, so müsse sie, da ein direktes Kontrollinstrument fehle, auf die Bankenliquidität einwirken. Diese Politik führe unweigerlich zu höheren Zinsen, die ihrerseits zu Kapitalzuflüssen aus dem Ausland führen können, wodurch nicht nur die deutsche Geldpolitik unterlaufen werde, sondern auch für die Partnerländer Schwierigkeiten entstünden. Umgekehrt könne man etwa nach der Untersuchung derartiger Probleme zum Schluss kommen, dass ein Land mit Kreditplafondierung dieses Instrument nicht richtig einsetzt oder dass das Verfahren der monetären Basis sich für einen Einsatz in anderen Ländern eignen könnte.

Abschliessend bemerkt Herr Zijlstra, die Arbeit der Gruppe sollte sich besonders den vorerwähnten Problemen widmen, vor allem den folgenden Fragen:

- Welches sind die Gründe für die Verwendung unterschiedlicher geldpolitischer Instrumente in den Ländern?
- Ergeben sich aus diesen Unterschieden spezifische Probleme?

Allein Fortschritte auf dem Gebiet der geldpolitischen Instrumente würden es erlauben, das ehrgeizigere Ziel der Koordinierung der Geldpolitik ins Auge zu fassen.

Herr Richardson unterstützt den Vorschlag von Herrn Zijlstra. Es empfehle sich eine pragmatische Untersuchung der länderweisen Unterschiede in Wahl und Anwendung der Instrumente zur Erreichung des gleichen Zwischenziels sowie der Gründe für diese Unterschiede, z.B. die Vielfalt der Finanzstrukturen usw. Untersuchungen dieser Art seien nützlicher als die Erstellung von geld- und kreditpolitischen Voraussagen, an der sich auch die Bank von England wie die Bundesbank nicht beteiligen könnte.

Herr Janson fragt sich, ob die Empfehlungen der Gruppe dadurch in Frage gestellt seien, dass einige Zentralbankpräsidenten ihnen nicht beipflichten könnten.

Herr Emminger führt aus, er habe nichts dagegen einzuwenden, dass man, wie es in Absatz 53 heisse, untersuche, in welchem Masse der analytische Rahmen als Instrument zur Ex-ante-Beurteilung der Kohärenz nützlich sei; freilich schienen die vorhandenen Grundlagen nicht ausreichend für die Anwendung des analytischen Rahmens.

Herr Bastiaanse führt aus, der Text von Absatz 53 sei in der Experten-  
gruppe umstritten gewesen, aber schliesslich hätten sich die Vertreter der Minderheit mit einer Fussnote begnügt, die ihre Vorbehalte enthält. Die Diskussionen der Zentralbankpräsidenten liessen wohl den Schluss zu, dass der Ausschuss wünsche:

- dass die Gruppe entsprechend dem vorgeschlagenen analytischen Rahmen Ex-post-Analysen vornehme und sich nicht allzu sehr mit Voraussagen beschäftige,
- dass die Gruppe die mit unterschiedlicher Wahl und Anwendung der Instrumente der Geldpolitik verbundenen Probleme untersuche.

Hinsichtlich des zweiten Punkts fragt Herr Bastiaanse die Zentralbankpräsidenten, ob die bereits im Rahmen des Europäischen Währungssystems begonnenen Untersuchungen über die Geldpolitik fortgesetzt werden sollten oder ob es angebracht sei, diese Studien einzustellen, um den Untersuchungen auf dem Gebiet der Instrumente den Vorrang zu geben.

Der Vorsitzende hält es nicht für angezeigt, der Gruppe Prioritäten zu setzen; sie solle dies besser selbst entscheiden.

Herr Richardson erwägt, ob es nicht gut wäre, wenn die Zentralbankpräsidenten in diesem besonderen Fall die Probleme umrissen, die einer dringlichen Prüfung bedürften, und der Gruppe ein genau umschriebenes Mandat erteilten. Auf diese Weise würde vermieden, dass die Gruppe weiterhin rein analytische Untersuchungen durchführe, die sehr kostspielig seien, wenn man die Reisekosten sowie die hochqualifizierten Ressourcen berücksichtige, die für die Arbeiten der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Bastiaanse eingesetzt werden.

Der Vorsitzende schlägt vor, auf der nächsten Sitzung des Ausschusses ein genaues Mandat festzulegen, und bittet die Zentralbankpräsidenten, dem Vorsitz und dem Sekretariat im Hinblick auf diese Sitzung alle sachdienlichen Anregungen zu unterbreiten.

Herr Mosca unterstreicht die Bedeutung der Arbeiten der "Bastiaanse-Gruppe" und spricht sich gegen den Gedanken aus, dass diese Gruppe ihre Tätigkeit einstellen solle, bis ein genaues Mandat festgelegt worden ist. Es sei zwar richtig, dass pragmatisch gearbeitet werden müsse, aber es gebe auch Gebiete, die eine zeitaufwendige theoretische Analyse erfordern, wie z.B. die mit dem Europäischen Währungssystem verbundenen Probleme monetärer Art. Solle sich dieses System in der Zeit bewähren, so müsse es von seinem Inkrafttreten an unterstützt werden.

Herr Mosca regt an, in Erwartung des von den Zentralbankpräsidenten festzulegenden Mandats solle die Gruppe bereits mit der Ausarbeitung eines Schemas zur Sammlung und zum Austausch von Informationen beginnen. Einerseits seien nämlich solche Informationen für jede praktische und theoretische Diskussion unerlässlich, und andererseits erfordere ihre Aufbereitung ziemlich viel Zeit, wie damals die Erfahrungen auf haushalts-politischem Gebiet gezeigt hätten. In dem Bericht seien bereits gewisse Fortschritte erzielt worden, die noch ausgebaut werden könnten.

Herr Bastiaanse schlägt vor, die Festlegung des neuen Mandats auf den Herbst zu vertagen, damit die Gruppe ihre Studien über das Europäische Währungssystem sowie über die Instrumente der Geldpolitik abschliessen könne. Entsprechend dem von Herrn Richardson vorgebrachten Wunsch würde die Anzahl der Sitzungen und Studien auf das Notwendige beschränkt.

Herr Richardson vertritt die Ansicht, die Zentralbankpräsidenten hätten ausgehend vom Nutzen der zur Frage stehenden Untersuchungen zu entscheiden, ob die von Herrn Zijlstra formulierten Fragen oder die Studien allgemeinerer Art über das Europäische Währungssystem vorrangig zu behandeln seien.

Herr Zijlstra schlägt vor, die Gruppe solle sich vorerst auf die mit den Unterschieden in der Wahl der Instrumente der Geldpolitik verbundenen Fragen konzentrieren und für die Zentralbankpräsidenten einen Vorbericht über die wichtigsten behandelten Probleme ausarbeiten. Sollte in der Zwischenzeit das Europäische Währungssystem in Kraft treten, so könnte der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten auf einer seiner nächsten Sitzungen die Leitlinien für die künftigen Arbeiten der Gruppe festlegen.

Der Ausschuss erklärt sich mit dem Vorschlag von Herrn Zijlstra einverstanden.

V. Meinungsaustausch über den dem Federal Reserve Board unterbreiteten Vorschlag der "New York Clearing House Association" betreffend die Errichtung einer Bankenfreizone in New York

Der Vorsitzende erinnert daran, dass die Mehrheit der Gouverneure, die dem Ausschuss der Präsidenten der Zentralbanken der EWG angehören, am 12. Februar an den Erörterungen im Rahmen der Zehnergruppe teilgenommen hat. Am Ende dieser Sitzung hat der Vorsitzende Zijlstra die geäußerten Ansichten dahingehend zusammengefasst, dass der Vorschlag der "New York Clearing House Association" auf "geringe Begeisterung" stosse, insbesondere weil die Errichtung einer Bankenfreizone in New York zusätzlich zu den zahlreichen anderen Finanzzentren des Eurodollarmarktes offenbar in Widerspruch zu den Besorgnissen der Zentralbanken über die zügellose Ausweitung dieses Marktes stehe.

Herr Zijlstra versteht, dass Herr Hoffmeyer auf das Schreiben des Vorsitzenden des Federal Reserve Board bereits geantwortet und dabei ebenfalls auf die "geringe Begeisterung" der Dänischen Nationalbank über die von der "New York Clearing House Association" vorgetragene Idee hingewiesen hat. Er regt an, dass alle anderen Zentralbanken in den nächsten Tagen an Herrn Miller ein Antwortschreiben in dem vom Vorsitzenden dargelegten Sinne richten.

Der Vorsitzende stellt fest, dass in dieser Sache unter den Präsidenten eine grosse Einmütigkeit zu herrschen scheint; der Ausschuss erklärt sich mit der Anregung von Herrn Zijlstra einverstanden.

VI. Verfahrensweise bei der Veröffentlichung der Texte der Abkommen zwischen den Zentralbanken der EWG über das Europäische Währungssystem und den kurzfristigen Währungsbeistand

Herr Janson teilt mit, dass die Stellvertreter über die gesamten Aspekte dieser Veröffentlichung zu einer Einigung auf der Grundlage einer Note des Sekretariats gekommen sind.

VII. Analyse der 116. Folge von Arbeitsdokumenten (statistische Angaben und Zusammenfassung der Ereignisse und Massnahmen in der Gemeinschaft)  
Angesichts der vorgeschrittenen Stunde nimmt der Ausschuss diese Analyse nicht vor.

VIII. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

1. Umlage der Kosten für das Sekretariat des Ausschusses im Jahr 1978

Der Ausschuss billigt die Aufstellung der Kosten, die der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich für das Sekretariat des Ausschusses entstanden sind. 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 die Zusammensetzung der Kosten sowie die Beiträge, die gemäss dem vorstehend erwähnten Aufteilungsschlüssel von jeder Zentralbank zu leisten sind, gehen aus Tabelle 1 hervor; diese Tabelle ist als Anlage der Mitteilung des Sekretariats beigelegt, die den Ausschussmitgliedern vor der Sitzung ausgehändigt worden ist. Bei der Begleichung der Kosten wird das Sekretariat in der gewohnten Weise verfahren.

2. Einstellung von Staatsangehörigen anderer Mitgliedsländer der Europäischen Gemeinschaften bei den Zentralbanken

Der Vorsitzende erinnert daran, dass gemäss einem vom Ausschuss der Präsidenten im September 1978 gefassten Beschluss\* jede Zentralbank eine kurze Uebersicht über die von ihr geübte Praxis bei der Einstellung von Staatsangehörigen aus EWG-Ländern angefertigt und dem Sekretariat zugestellt hat; diese Uebersichten hat das Sekretariat in einer Sammlung vereinigt, welche den Präsidenten nunmehr ausgehändigt wird.

IX. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Die nächste Sitzung findet am Dienstag, dem 13. März 1979, um 10.00 Uhr in Basel statt.

---

\* Siehe Protokoll der 124. Sitzung des Ausschusses vom 12. September 1978.

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

JANUAR 1979

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

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Der Devisenmarkt war im Januar gekennzeichnet durch eine stabilere Grundhaltung des Dollar einerseits und eine Abschwächung der "festen" Währungen Schweizer Franken, Yen und D-Mark andererseits.

Hervorgerufen wurde die gegenläufige Kursentwicklung von einer optimistischeren Beurteilung der künftigen Bewertung des US-Dollar. Der Meinungsumschwung wurde ausgelöst von der aufkommenden Erwartung einer Verlangsamung der wirtschaftlichen Entwicklung in den USA und den sich daraus ergebenden Konsequenzen (Verminderung der Preissteigerungsrate, Rückgang des Handelsbilanzdefizites, Ende des Zinsanstieges am amerikanischen Geldmarkt). Zweifellos haben aber auch nur vorübergehend wirksame Faktoren zu der Stabilisierung des Dollar beigetragen, so der Rückkauf von in der Vergangenheit zur Kurssicherung von Exportforderungen gegenüber dem Iran per Termin verkauften US-Dollar; der Eingang von Exporterlösen wird nun erst mit grosser Verzögerung erwartet, vielfach dürfte es auch schon zu Stornierungen gekommen sein.

---

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

Das Gefüge der Wechselkurse der Verbundwährungen blieb unverändert mit der dänischen Krone am oberen Rand des Kursbandes, gefolgt von dem holländischen Gulden und der D-Mark sowie dem belgischen Franken als schwächster Währung. Im Laufe des Monats hat sich jedoch eine Verbreiterung des Kursbandes ergeben, und am Ende des Monats Januar lag der belgische Franken am unteren Punkt gegen dänische Kronen, ohne dass es allerdings im Januar zu Interventionen in diesen beiden Währungen gekommen ist. Dass die dänische Krone und der belgische Franken stärker voneinander abwichen, ist vor allem auf die Befestigung der dänischen Krone zurückzuführen. Zwar konnte auch der belgische Franken seine Position in der "Schlange" und auch seinen gewogenen Aussenwert erhöhen; die Verbesserung reichte aber nicht aus, um den Anstieg der dänische Krone-Bewertung zu kompensieren, der durch eine aussergewöhnlich starke Erhöhung der Verkäufe von dänischen Regierungsanleihen an Gebietsfremde verstärkt wurde.

Trotz der Erhöhung des Lombardsatzes und des Mindestreservekoeffizienten hatte die D-Mark im Durchschnitt einen Bewertungsverlust gegenüber den Verbundwährungen zu verzeichnen. Am Monatsende lag sie nur noch knapp über dem belgischen Franken und damit nahe am unteren Interventionspunkt gegen dänische Kronen.

Eine weitere Abschwächung des Schweizer Franken machte es den Schweizer Währungsbehörden möglich, das Verbot der Abgabe von Wertpapieren an Ausländer sowie das Verbot der Einfuhr von ausländischen Banknoten Gegenwert von mehr als 20.000 Schweizer Franken aufzuheben. In einer ersten Reaktion auf diese Massnahmen befestigte sich der Franken, doch stellte sich die Schweizerische Nationalbank dieser Entwicklung durch Dollar-Käufe entgegen, so dass das niedrigere Bewertungsniveau gehalten werden konnte.

Auch der Kurs des japanischen Yen ging zurück. Analog zu den Schweizer Massnahmen gab Japan den Erwerb festverzinslicher Wertpapiere mit einer Restlaufzeit von mehr als 13 Monaten (gegenüber bisher fünf Jahren und einem Monat) frei.

Ausserdem wurde der Zuwachsreserve-Satz für Verbindlichkeiten der Geschäftsbanken auf freien Yen-Konten von Devisenausländern von 100% auf 50% reduziert. Die Massnahme hatte keinen nachhaltigen Einfluss auf die Bewertung des Yen.

Das englische Pfund schien von den Arbeitskämpfen in Grossbritannien wenig beeindruckt; dank hoher und ansteigender Zinssätze schloss es nur wenig unterhalb seines hohen Kursstands von Ende Dezember.

Der französische Franken schwächte sich gegenüber den meisten Währungen geringfügig ab. Aufgrund der noch stärker rückläufigen Kursentwicklung der D-Mark ergab sich verschiedentlich die Tendenz eines Kursanstiegs gegenüber der D-Mark. Die französische Notenbank kaufte D-Mark, die sie an die Deutsche Bundesbank bzw. die Federal Reserve Bank of New York gegen Ueberlassung von US-Dollar abtrat.

Leichte Kursrückgänge mussten auch die schwedische Krone und die norwegische Krone hinnehmen, wohingegen sich die italienische Lira geringfügig befestigen konnte.

Der kanadische Dollar lag während des grössten Teils des Monats ziemlich stetig, wobei der Anstieg der heimischen Zinssätze, der auf die Erhöhung der Bankrate um 1/2 Prozentpunkt auf 11 1/4% mit Wirkung vom 4. Januar folgte, hilfreich war. Gegen Ende des Monats kam er jedoch unter einen gewissen Druck als bekannt wurde, dass der Handelsbilanzüberschuss Kanadas im Monat Dezember etwas niedriger ausgefallen war als zunächst erwartet worden war.

## II. DIE INTERVENTIONEN IN US-DOLLAR

Die Stützungsinterventionen zugunsten des US-Dollar, die im Dezember vorigen Jahres das Bild beherrscht hatten, waren im Berichtsmonat von untergeordneter Bedeutung. Zwar überwogen per Saldo noch die Dollarkäufe, sie beliefen sich aber nur noch auf 0,6 Mrd. US-Dollar nach 8,0 Mrd. US-Dollar im Vormonat. Im Gegensatz zu den Vormonaten, in denen diese Käufe vornehmlich gegen Deutsche Mark und Schweizer Franken vorgenommen worden waren, gingen sie diesmal auf die Operationen der Bank von Italien zurück, die damit den Anstieg des effektiven Wechselkurses der Lira stabilisierte. Die Bundesbank wies anders als in den Vormonaten einen Abgabesaldo gegenüber dem US-Dollar aus. Die Dollarkäufe und Dollarverkäufe der Schweizerischen Nationalbank glichen sich praktisch aus.

Die Bank von Kanada und die Schwedische Reichsbank traten wieder als Nettoverkäufer von Dollar auf. Zur Begrenzung des Kursanstiegs der Krone kaufte die Dänischen Nationalbank Dollar in - auf Tagesbasis gerechnet - geringer Beträgen.

Die feste Haltung des Gulden erlaubte es der Niederländischen Zentralbank, beträchtliche Dollarmengen zu erwerben; sie machte dabei frühere Reserveverluste wett und stellte auf den heimischen Geldmärkten wieder normalere Verhältnisse her.

### III. DIE INTERVENTIONEN IM EUROPÄISCHEN WÄHRUNGEN

Obligatorische Interventionen zu den Limitkursen in der "Schlange" kamen nicht vor. Mit insgesamt rd. 320 Mio. EWRE wurden jedoch relativ umfangreiche intramarginale Interventionen getätigt. Es handelte sich hierbei ausschliesslich um D-Mark-Käufe, die von Belgien, den Niederlanden und Dänemark vorgenommen wurden. Die gekauften Beträge dienten im Falle von Belgien und den Niederlanden zur Rückzahlung von EFWZ-Verbindlichkeiten; Dänemark führte sie seinen Reserven zu.

Die Bank von Frankreich intervenierte wiederum in D-Mark. Im wesentlichen handelte es sich hierbei um D-Mark-Käufe.

Die Federal Reserve Bank of New York schliesslich verkaufte in wenig bedeutendem Umfang D-Mark und erwarb in kleineren Beträgen Schweizer Franken und Yen. Dagegen kaufte sie bei ausländischen Korrespondenten eine bedeutende Menge dieser Währungen. Per Saldo erlaubten es ihr diese Operationen, die ausstehenden Beträge aus Ziehungen, welche sie im Rahmen der Swapabkommen in einen früheren Zeitpunkt getätigt hatte, zu reduzieren.

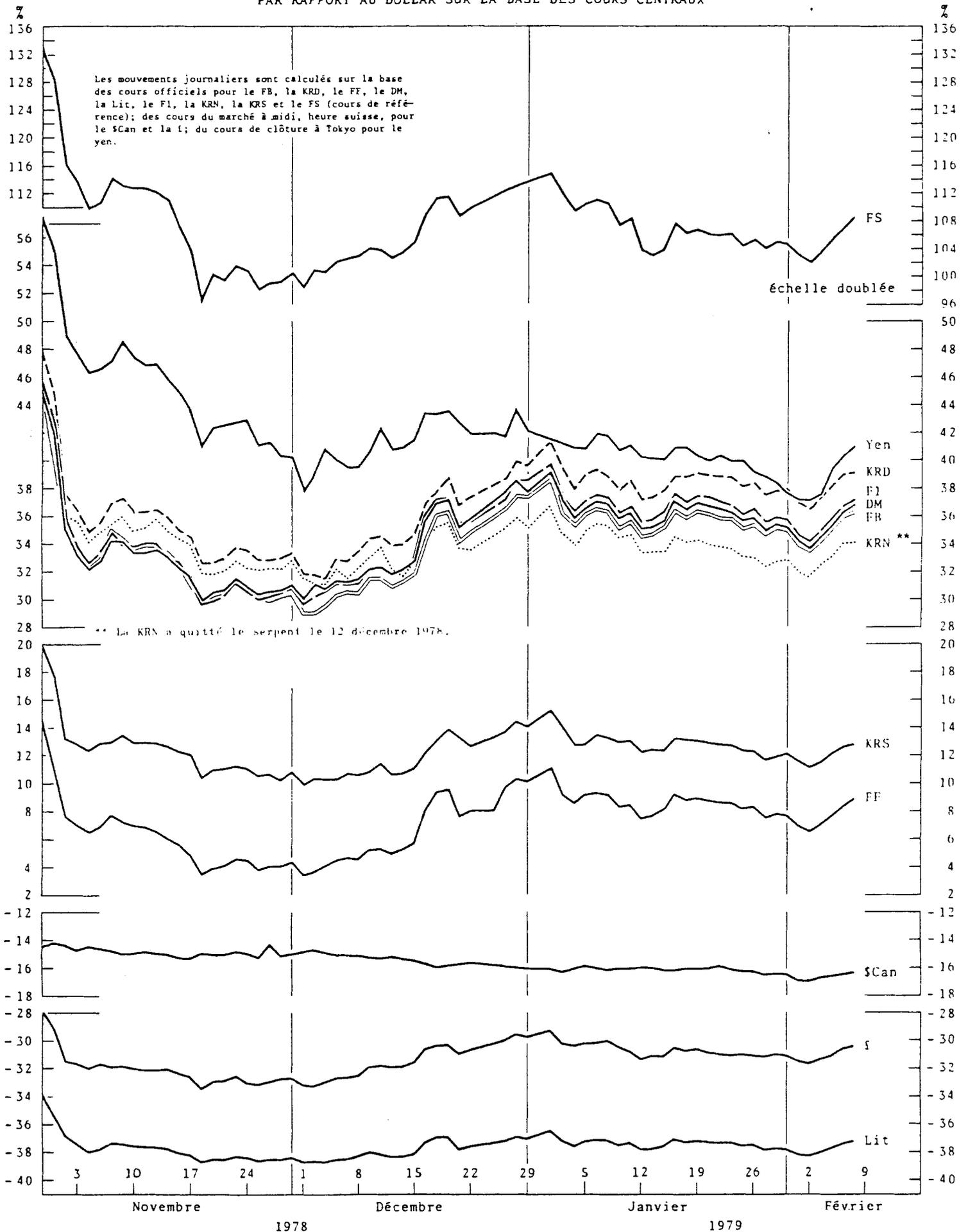
\* \* \*

Während der ersten Tage des Monats Februar hielt die Dollarnachfrage zunächst noch an, und die an der Konzertation beteiligten Notenbanken führten dem Markt per Saldo grössere Dollarbeträge zu. Die Bekanntgabe von Stornierungen grosser Rüstungsaufträge des Irans in den USA sowie der scharfe Anstieg des Preises für Gold und einige Rohstoffe führten zu einer Wende am Devisenmarkt. Der US-Dollar büsste einen Teil seines Kursanstieges vom Januar ein, wobei die Kursrückgänge vor allem gegen Yen, Schweizer Franken und D-Mark eintraten. Die beteiligten Notenbanken stützten den Dollar mit zum Teil umfangreichen Käufen - gegen D-Mark allein im Betrag von mehr als 700 Mio US-Dollar -; sie konnten damit den Kursrückgang auffangen, und gegen Ende der vergangenen Woche erholte sich der Dollar wieder etwas.

Innerhalb des Wechselkursverbundes kam es zunächst zu einer weiteren Befestigung der dänischen Krone und im Verlauf davon zu einigen Stützungskäufen in belgischen Franken. Auch die D-Mark lag vorübergehend am unteren Interventionspunkt gegen dänische Kronen, ohne dass jedoch Interventionen erforderlich wurden. Eine Entspannung der Situation durch eine leichte Abschwächung der dänischen Krone trat ein, nachdem Dänemark die Abgabe von dänischen Staatsanleihen mit bestimmten Laufzeiten an Ausländer mit Wirkung vom 6. Februar 1979 verbot.

Japan hob die Zuwachs-Mindestreserve für Verbindlichkeiten der Geschäftsbanken auf freien Yen-Konten von Devisen-Ausländern, die bereits im Januar von 100% auf 50% reduziert worden war, mit Wirkung vom 10. Februar 1979 vollends auf.

EVOLUTION DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES  
PARTICIPANT A LA CONCERTATION  
PAR RAPPORT AU DOLLAR SUR LA BASE DES COURS CENTRAUX\*



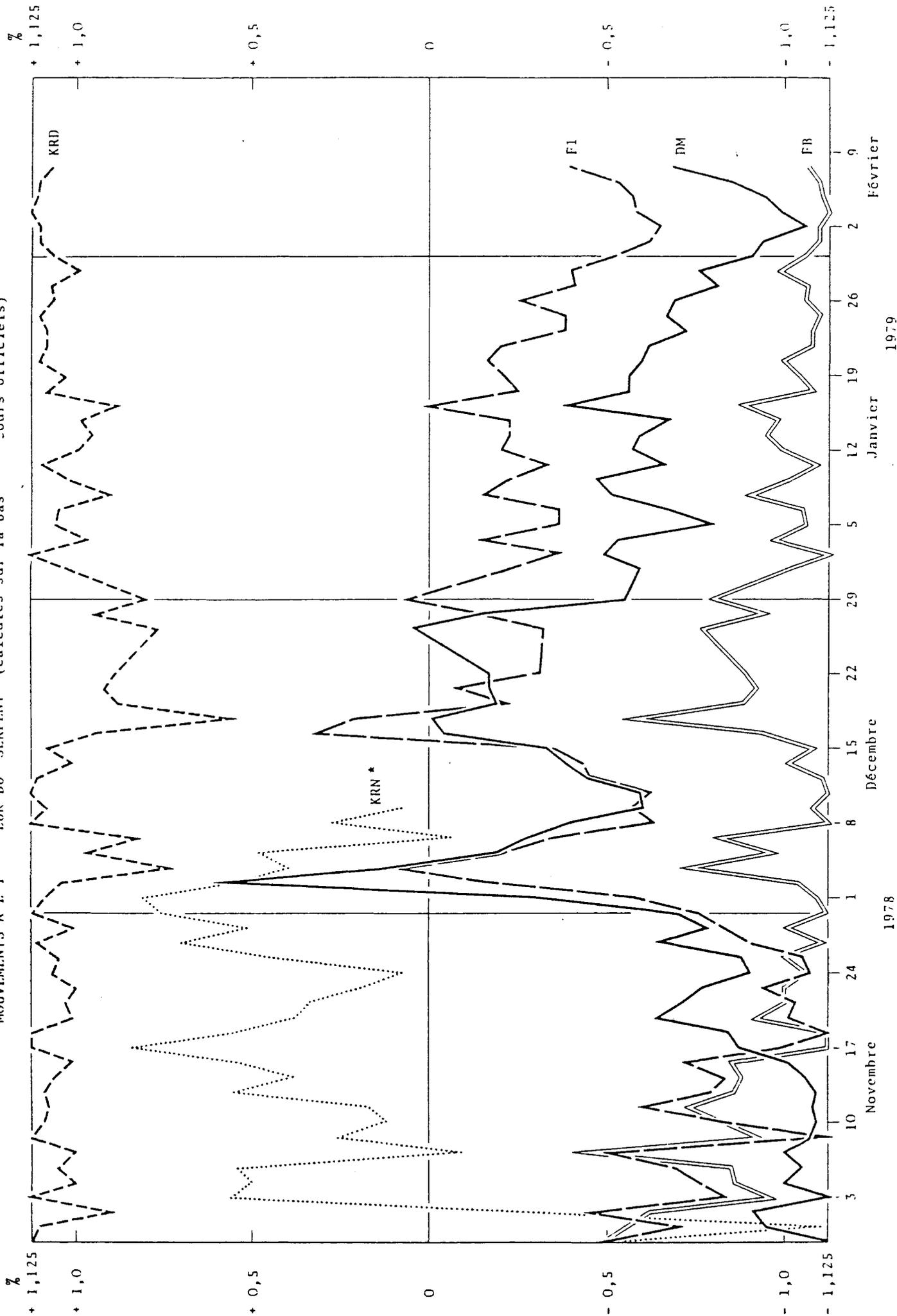
\* Effectif, 1 dollar EU = FF 4,60414.

• Théoriques, 1 dollar EU = FB 39,5433; KRD 7,10121; DM 2,51605; Lit 523,35; Yen 277,20; F1 2,72664; KRN 6,78666; KRS 4,90; FS 3,456. £1 = 2,8952.

Pour le dollar canadien, cours d'ouverture du marché au 19 mars 1973: 1\$Can = \$EU 1,003.

8 février 1979

MOUVEMENTS A L'11 EUR DU "SERPENT" (calculés sur la base des cours officiels)



\*La KRN a quitté ce serpent le 12 décembre 1978.