

PROTOKOLL ^{*} DER
EINHUNDERTFUENFUNDVIERZIGSTEN SITZUNG DES AUSSCHUSSES
DER PRAESIDENTEN DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT
BASEL, DIENSTAG, 13. MAI 1980, 10 UHR

Anwesend sind: der Gouverneur der Danmarks Nationalbank und Ausschussvorsitzende, Herr Hoffmeyer, begleitet von den Herren Mikkelsen und Dalgaard; der Gouverneur der Banque Nationale de Belgique, Herr de Strycker, begleitet von Herrn Janson; das Mitglied des Direktoriums der Deutschen Bundesbank, Herr Gleske, begleitet von den Herren Rieke und Kloft; der Gouverneur der Banque de France, Herr de la Genière, begleitet von den Herren Théron und Lefort; der Gouverneur der Central Bank of Ireland, Herr Murray, begleitet von Herrn Breen; der Vize-Generaldirektor der Banca d'Italia, Herr Sarcinelli, begleitet von Herrn Magnifico; der Präsident der Nederlandsche Bank, Herr Zijlstra, begleitet von den Herren Boot und de Boer; der Gouverneur der Bank of England, Herr Richardson, begleitet von den Herren Loehnis und Balfour; zugegen sind ferner der Generaldirektor für Wirtschaft und Finanzen der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Herr Padoa-Schioppa, begleitet von den Herren Boyer de la Giroday und Kees; der Kommissar für die Bankenaufsicht des Grossherzogtums Luxemburg, Herr Jaans; die Vorsitzenden der Expertengruppen, die Herren Heyvaert und Bastiaanse. Ebenfalls anwesend sind der Generalsekretär des Ausschusses, Herr Schleiminger, sein Beigeordneter, Herr Bascoul, die Herren Scheller und Mortby sowie die Herren Lamfalussy und Dagassan.

I. Billigung des Protokolls der 144. Sitzung

Der Ausschuss billigt das Protokoll der 144. Sitzung vom 15. April 1980 einstimmig vorbehaltlich einiger redaktioneller Aenderungen, die im endgültigen Text vorgenommen werden.

* Endültige, in der Sitzung vom 9. Juni 1980 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige Aenderungen redaktioneller Art aufweist.

II. Entwicklung an den Devisenmärkten der an der Konzertation beteiligten Länder im April und in den ersten Maitagen 1980

A. Ausführungen von Herrn Heyvaert

Herr Heyvaert erläutert zusammenfassend die wesentlichen Punkte des dem Protokoll beigefügten Berichts. Ferner teilt er dem Ausschuss mit, dass der Anschluss der Federal Reserve Bank of New York an das Konzertationsnetz Nr. 1, der von den Zentralbankpräsidenten im Januar 1980 gutgeheissen wurde, wegen gewisser technischer Schwierigkeiten in der Zentrale in Brüssel noch nicht erfolgen konnte; entgegen den ursprünglich abgegebenen Versicherungen bedinge die Ausdehnung des Netzes Nr. 1 auf New York eine Verstärkung der Leistungsfähigkeit der Zentrale; diese Arbeiten würden vermutlich in zwei Monaten abgeschlossen sein.

B. Annahme des Berichts an die Finanzminister der EWG-Länder

Der Vorsitzende dankt Herrn Heyvaert für seine Ausführungen und stellt die Annahme des Berichts an die Finanzminister der EWG-Länder durch den Ausschuss fest.

III. Prüfung der derzeitigen Geldpolitik der EWG-Mitgliedsländer sowie der Koordinierung anhand des von der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Bastiaanse erarbeiteten Berichts Nr. 16 und anhand der monatlichen Statistiken

A. Ausführungen von Herrn Bastiaanse

Herr Bastiaanse weist darauf hin, dass der Bericht Nr. 16, im Unterschied zum letzten Bericht, von der Expertengruppe einstimmig angenommen wurde. Die Hauptpunkte dieses Berichts seien in einem besonderen Begleitpapier enthalten, und er werde sich bei seinen Ausführungen im wesentlichen darauf beziehen.

Hauptpunkt Nr. 1: Die internationale Währungslage habe sich im vergangenen Monat hinsichtlich des Wechselkurses des Dollars und bezüglich der Zinssätze in den Vereinigten Staaten erheblich verändert. Der Berichtsentwurf sei zu einer Zeit abgefasst worden, als der Dollar eher stark tendierte; deshalb würden darin auch Probleme behandelt, die den Währungsbehörden der EWG-Länder etwa aus einer weiteren Dollarfestigung in der

Grössenordnung, wie sie im Monat März erfolgte, erwachsen könnten. Diese Möglichkeit lasse sich nicht ausschliessen, ebensowenig wie die gegenteilige Entwicklung (ein abrupter Kursrückgang des Dollars), mit deren Auswirkungen man allerdings vor allem aufgrund der Erfahrungen im vergangenen Jahr vertraut sei.

Von der zukünftigen Entwicklung des Dollarkurses einmal abgesehen, stehe fest, dass die internationale Währungslage alles in allem zur Zeit für die meisten EWG-Länder weniger günstig sei als in den letzten Jahren. Diese Feststellung ergebe sich insbesondere aus der:

- Notwendigkeit, beträchtliche Leistungsbilanzdefizite finanzieren zu müssen,
- Verlagerung der Devisenmärkte auf die "Petro-Währungen",
- Ungewissheit darüber, wie die OPEC-Länder ihre riesigen Ueberschüsse (über US-\$ 100 Mia.) anlegen würden.

In diesem Zusammenhang sei man vielleicht etwas erstaunt darüber, dass die Gruppe, die sich in den vorangehenden Berichten gegenüber Direktanleihen im Ausland sehr zurückhaltend gezeigt habe, jetzt empfehle, man solle bei der Anpassung der Leistungsbilanzdefizite einen stetigen Kurs beibehalten und die Verschlechterung der Leistungsbilanzen vorübergehend durch Fremdwährungskredite ausserhalb der Gemeinschaft finanzieren, falls sich auf dem erwünschten Zins- und Wechselkursniveau die Nachfrage Gebietsfremder nach inländischen Finanzanlagen als ungenügend erweist. Allerdings habe die Gruppe betont, es sei klar zu unterscheiden zwischen Leistungsbilanzdefiziten, die auf exzessive defizite der öffentlichen Hand zurückzuführen sind, und Leistungsbilanzdefiziten, die durch externe Schocks verursacht werden, die sehr kurzfristig nicht aufzufangen sind. Damit wolle die Gruppe nicht gesagt haben, dass die Leistungsbilanzdefizite, welche die EWG-Länder aufweisen könnten, voll durch externe Schocks ausgelöst würden, oder dass die von der öffentlichen Hand vorgesehenen binnenwirtschaftlichen Anpassungsmassnahmen notwendigerweise mit den erwünschten Wechselkursen vereinbar sein würden.

Hauptpunkt Nr. 2: Das Ziel habe die Gruppe allgemein darin gesehen, die sekundäre Inflation zu meistern. Hier stehe die Geldpolitik in den Ländern mit einer starren Indexierung der Löhne und Gehälter allerdings

vor Hindernissen. Selbst in den Ländern mit freien Tarifverhandlungen sei es möglich, dass sich die Ankündigung einer restriktiven Geldpolitik nicht sofort auf die Abschlüsse auswirke. Deshalb sei in beiden Fällen eine Schrumpfung der Unternehmensgewinne und mithin ein Produktionsrückgang zu befürchten. Diese Folgen dürften jedoch nicht der Geldpolitik zugeschrieben werden; sie gingen nämlich auf die Unverträglichkeit zwischen den Entwicklungen zurück, die einerseits auf den verschiedenen Gebieten der Innenpolitik und andererseits bei den internationalen Gegebenheiten zu beobachten seien, und die Währungsbehörden wären wohlberaten, dem Drängen auf eine Lockerung der Geldpolitik nicht nachzugeben.

Hauptpunkt Nr. 3: Was das Funktionieren des EWS angehe, so habe sich die Gruppe darüber besorgt gezeigt, dass die Preise in der Gemeinschaft verstärkt auseinanderstrebten und dass die realen Wechselkurse dadurch beträchtlich schwankten. Zwar sei es denkbar, dass diese Schwankungen zum Teil der Berichtigung früherer Entwicklungen entsprächen. Letzlich aber verstärke sich die Gefahr eines Spekulationsschubs in Erwartung einer Anpassung der nominalen Leitkurse im EWS. Selbst ohne eine derartige Bewegung, welche die Geldpolitik der einzelnen Länder ernsthaft stören könnte, führe das fortgesetzte Bestehen nominal stabiler Wechselkurse und auseinanderstrebender Inflationsraten dazu, dass von den Ländern mit hoher Preissteigerungsrate inflationäre Impulse auf die Länder mit niedrigerer Preissteigerungsrate ausgehen, was eine Verschlechterung der Preisstabilität in der ganzen Gemeinschaft bedeute.

Neben diesem grundlegenden Problem sollten die Währungsbehörden der EWS-Länder prüfen:

- wie die Straffung der Geldpolitik in den einzelnen Ländern und die Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite durch Kreditaufnahme im Ausland am besten zu dosieren sind,
- wie mit geldpolitischen Massnahmen externen monetären Schocks begegnet werden kann, die auf die Unbeständigkeit der Kapitalströme zurückzuführen sind.

Diese drei Probleme hingen natürlich eng miteinander zusammen und es werde zugebenermassen schwierig sein, die tatsächliche Entwicklung zu bewerten und sich über die Zweckmässigkeit der Massnahmen zu äussern,

die in diesen Bereichen vorgesehen oder getroffen würden. Hier müssten die Zentralbanken weiterhin eng zusammenarbeiten. Bekanntlich habe der Europäische Rat bei seiner letzten Tagung am 28. und 29. April in Luxemburg den Ausschuss der Zentralbankpräsidenten damit beauftragt, die enge Koordinierung der Zinspolitik weiterzuführen, damit die Zinssätze gesenkt werden könnten, sobald es die Lage erlaube. In diesem Zusammenhang wäre es angezeigt, dass sich der Ausschuss mit den ausenwirtschaftlichen und binnenwirtschaftlichen Auswirkungen des erheblichen Absinkens der Zinssätze in den Vereinigten Staaten sowie der unlängst von den Behörden gewisser europäischer Länder getroffenen Massnahmen bezüglich der amtlichen Sätze befasse und versuche, die Aktionsmöglichkeiten und Sachzwänge in der Zinspolitik der kommenden Monate zu bewerten.

"Realzinssätze": Bei dem Versuch, die gegenwärtige Ausrichtung der Geldpolitik zu bewerten, habe die Gruppe auch die Möglichkeit in Betracht gezogen, den "Realzinssatz" als Hilfsgrösse heranzuziehen. Allerdings sei sie bei der Definition der Realsätze und bei den Methoden zur Berichtigung der Nominalsätze auf zahlreiche Schwierigkeiten gestossen; diese müssten überwunden werden, bevor man zuverlässige und aussagekräftige Zahlen erhalten könne.

Einstweilen habe die Gruppe, zumindest für die Länder, die ihre Zwischenziele anhand des Wachstums der monetären Gesamtgrössen und des Kredits formulieren, weiterhin auf den Vergleich der Geldmengen- und Kreditentwicklung mit den Veränderungen des Bruttosozialprodukts zu normativen Preisen abgestützt, unter gleichzeitiger Berücksichtigung der Zahlungsbilanzsituation, der zu erwartenden spontanen Veränderungen der Geldumlaufgeschwindigkeit sowie gegebenenfalls eines in den letzten Jahren entstandenen Liquiditätsüberhangs.

"Green paper" : Abschliessend erwähnt Herr Bastiaanse, die Gruppe habe sich nicht mit den verschiedenen Vorschlägen befasst, die in dem "Grünbuch" über die Geldmengensteuerung enthalten seien, das unlängst vom britischen Schatzamt und von der Bank of England veröffentlicht worden sei, weil man den Eindruck gehabt habe, die darin aufgeworfenen Fragen betreffen in erster Linie die Instrumente der Geldpolitik. Wenn die Zentralbankpräsidenten dies wünschten, dann könnten diese Fragen, und vor allem die Frage,

ob die Methoden der automatischen Geldsteuerung mit der Zugehörigkeit zu einem System mit festen Wechselkursen vereinbar sind, in der "Harmonisierungsgruppe" geprüft werden.

B. Aussprache des Ausschusses

Der Vorsitzende dankt Herr Bastiaanse für den anregenden Bericht der Expertengruppe und für seine interessanten mündlichen Ausführungen. Zu dem Dokument oder "Green paper" der Bank of England und des britischen Schatzamtes über die Probleme der Geldmengensteuerung schlägt er vor, man möge der von Herrn Bastiaanse geäußerten (und von den Stellvertretern unterstützten) Anregung folgen und die Expertengruppe "Harmonisierung der Instrumente der Geldpolitik" damit beauftragen, das erwähnte Dokument zu analysieren und spätestens bis zur Septembersitzung des Ausschusses darüber Bericht zu erstatten.

Der Ausschuss erklärt sich mit dem Vorschlag des Vorsitzenden einverstanden.

Herr Gleske meint, wie der Vorsitzende, der Bericht der Expertengruppe sei sehr anregend und bilde eine gute Grundlage für die Aussprache der Zentralbankpräsidenten. Dann führt er aus, der Konflikt zwischen aussenwirtschaftlichen und binnenwirtschaftlichen Zielen der Geldpolitik, von dem im Bericht die Rede sei, habe sich in Deutschland nicht ergeben. Die deutsche Geldpolitik habe sowohl binnenwirtschaftliche als auch aussenwirtschaftliche Aspekte berücksichtigt. Das am 30. April 1980 vom Zentralbankrat getroffene Massnahmenpaket enthalte auf den ersten Blick scheinbar widersprüchlich Massnahmen wie etwa die liquiditätspolitischen Erleichterungen bei einer gleichzeitigen leichten Anhebung der amtlichen Leitzinssätze, deren Kohärenz aber im Lichte der jüngsten geldpolitischen Ereignisse klar werde. So hätten seit Jahresbeginn die infolge der Festigkeit des US-Dollars erfolgten Kapitalabzüge zu einer Abschöpfung der Bankenliquidität um etwa DM 22 Milliarden geführt, eine starke Schrumpfung, welche die Geldmarktsätze in die Höhe getrieben habe, so dass sie sich Anfang April auf 9 1/2% stellten. Die Deutsche Bundesbank habe gegen diese Aufwärtsbewegung der Zinssätze nichts unternommen, weil sie den binnenwirtschaftlichen Erfordernissen, die sich aus den nachstehend genannten Entwicklungen ergeben hätten, entsprochen hätten:

- Die im Februar und März gegenüber den jeweiligen Vorjahresmonaten mit 5,8% verzeichnete Teuerungsrate sei vielleicht im internationalen Vergleich nicht sehr hoch, doch verfolgten die deutschen Behörden namentlich die Entwicklung der Erzeugerpreise und der Baupreise mit Besorgnis; hier stiegen die Preise zur Zeit, gemessen am jeweiligen Vorjahresstand, um 10 bzw. 12%. Die Lohnrunden hätten zwar im Zeichen relativer Mässigung gestanden, würden aber doch höhere Lohnkostenrechnungen der Unternehmen zur Folge haben, was wiederum zu einem Anstieg der Verbraucherpreise führen könnte, wenn die Unternehmen über genügend Spielraum verfügten, um ihre Preise anzuheben. Zwar sei eine Verlangsamung der Teuerung im zweiten Halbjahr 1980 wahrscheinlich, doch werde sie nur statistisch bedingt sein, weil sich die Mehrwertsteuererhöhung vom Juli 1979 auswirken werde.
- Auch die Geldmengenentwicklung rechtfertige eine Lockerung der Geldpolitik nicht, da sich das Wachstum des Zentralbankgeldes stark beschleunigt habe und die Rate im oberen Teil der für 1980 festgelegten Zielspanne von 5-8% liege, während das Leistungsbilanzdefizit eine Expansionsrate am untersten Ende dieser Spanne nahelege.
- Die Leistungsbilanz für das erste Quartal 1980 habe mit einem Defizit von DM 5,5 Milliarden abgeschlossen, was mehr als die Hälfte des Defizit für das ganze Jahr 1979 ausmache. Saisonbereinigt belaufe sich das Defizit des ersten Quartals 1980 auf DM 6 Milliarden, wonach für 1980 insgesamt ein Defizit von DM 24 Milliarden zu erwarten sei. Die Deutsche Bundesbank rechne weiterhin mit DM 20 Milliarden, der IWF mit DM 26 Milliarden und die deutschen Forschungsinstitute mit DM 30 Milliarden. Wie die endgültige Zahl auch lauten möge, so stehe doch fest, dass Deutschland für das laufende Jahr das grösste Defizit der Industrieländer aufweisen werde.

Diese drei Faktoren hätten für eine leichte Sraffung der deutschen Geldpolitik gesprochen. Allerdings habe die Bundesbank vor dem Problem der Liquiditätsknappheit der Banken gestanden, die gezwungen gewesen seien, stark auf Lombardkredite zurückzugreifen. Die Inanspruchnahme der Lombardfazilität habe sich im April auf DM 10 Milliarden (Tagesdurchschnitt) belaufen

und wäre im Mai auf DM 16 Milliarden gestiegen, wenn die Bundesbank nicht liquiditätspolitische Erleichterungen beschlossen hätte. Mit den am 30. April 1980 getroffenen liquiditätspolitischen Massnahmen habe man einer Zweckentfremdung des Lombardkredits vorbeugen wollen; sie dürften den Banken erlauben, ihre Lombardverschuldung abzutragen, so dass sich die Geldmarktsätze auf dem Niveau des neuen Lombardsatzes stabilisieren dürften.

Die Anhebung der amtlichen Sätze sei vor allem von der Ueberlegung getragen gewesen, dass liquiditätspolitische Erleichterungen ohne gleichzeitige Verteuerung der Refinanzierungskosten ein Absinken der Geldmarktsätze unter das von den Währungsbehörden gewünschte Aprilniveau nach sich gezogen hätten. Ueberdies hätte ein derartiger Rückgang als Lockerung der Geldpolitik ausgelegt werden können. Also sei der Lombardsatz auf das Niveau des Geldmarktsatzes angehoben worden, während man mit der Erhöhung des Diskontsatzes beabsichtigt habe, ein allzu starkes Gefälle zwischen Diskont- und Lombardsatz zu verhindern und die Kundenkredite der Geschäftsbanken zu verteuern.

Die Bundesbank habe auch der aussenwirtschaftlichen Lage Rechnung getragen. Zwar habe der Dollar im fraglichen Zeitpunkt gegenüber der DM eher schwach tendiert, doch sei diese Schwäche dadurch bedingt gewesen, dass infolge des Rückgangs der Zinssätze in den Vereinigten Staaten Gelder nach Deutschland zurückflossen; man habe aber diesen Rückfluss als vorübergehendes Phänomen taxiert und erwartet, die Guntendenz der DM/\$ - Relation werde weiterhin eher von der deutschen Leistungsbilanzsituation bestimmt. Diese Erwartung sei insofern berechtigt gewesen, als der Dollarkurs nach der Ankündigung des deutschen Massnahmenpaketes keine Schwächung, sondern sogar eine Festigung verzeichnet habe. Die erneute Abschwächung die seit einigen Tagen zu beobachten sei, gehe eher auf die weiteren Zinssenkungen in den USA zurück.

Herr Sarcinelli dankt Herrn Bastiaanse und seiner Gruppe für die ausgezeichnete Arbeit und begrüsst es, dass der Bericht von der Gruppe einstimmig angenommen wurde. Er pflichtet der im Bericht enthaltenen Empfehlung bei, man solle in der gegenwärtigen Situation, die von einem über den Erwartungen liegenden Realwachstum und Inflationsdruck gekennzeichnet

sei, bei einer restriktiven Geldpolitik bleiben. Diese Empfehlung gelte ganz besonders für Italien, da in diesem Land die "sekundäre Inflation" durch das Verhalten der Marktteilnehmer geschürt werde, die jegliche "Geldwertillusionen" verloren hätten. Andererseits seien die Gefahren klar herauszustellen, die eine allzu restriktive Geldpolitik für das Realwachstum bedeute, da die beträchtliche Anhebung der Zinssätze die Finanzlage der Unternehmen stark belaste. In Italien sei diese Belastung wegen des hohen Verschuldungsgrades der italienischen Unternehmen besonders gross. Im übrigen sei es eine Erfahrungstatsache, dass auf eine übermässige Drosselung des Geldmengenwachstums oft eine Gegenbewegung, d.h. eine exzessive Expansion folge; demnach sei eine allzu restriktive Geldpolitik mit dem Ziel einer stetigen Geld- und Kreditexpansion nicht zu vereinbaren.

Herr Sarcinelli erklärt sich auch mit der Empfehlung des Berichts einverstanden, wonach man davon absehen sollte, die Geldpolitik zwecks Verteidigung der Wechselkurse der europäischen Währungen allzu restriktiv zu handhaben. Selbst wenn Herr Gleske dem Ausschuss versichert habe, die Deutsche Bundesbank berücksichtige sowohl die binnenwirtschaftlichen als auch die aussenwirtschaftlichen Erfordernisse, und selbst wenn der Dollar sich zur Zeit anders verhalte als vor einigen Wochen, so lasse sich doch die Möglichkeit nicht ausschliessen, dass in der Zukunft Zielkonflikte auftreten könnten.

Die Verteilung der Leistungsbilanzdefizite und das Auseinanderstreben der Preise in der Gemeinschaft könnten zu Spannungen im EWS führen, die überdies durch erratische Kursschwankungen des Dollars verschärft werden könnten. 1979 sei die Stabilität der nominalen Wechselkurse durch die Koordinierung der geldpolitischen Massnahmen gewährleistet worden; 1980 müsse diese Koordinierung fortgeführt und sogar verstärkt werden, um Entwicklungen vorzubeugen, die das EWS bedrohten.

Herr Zijlstra weist darauf hin, dass die Gruppe in der Ausarbeitung "Hauptpunkte des Berichts Nr. 16" hervorhebt, die Währungsbehörden der EWS-Mitgliedländer sollten sich einigen auf:

- "das richtige Verhältnis zwischen restriktiveren geldpolitischen Massnahmen und der Finanzierung der ölunduzierten Leistungsbilanzdefizite durch Auslandskredite",

- das Ausmass, in dem "die monetären Auswirkungen von Kapitalabzügen und -zuflüssen kompensiert werden sollten."

Er fragt sich, auf welche Weise man diesen beiden Empfehlungen nachkommen könnte.

Der Vorsitzende vertritt die Auffassung, der zweite Punkt sei eng mit der Frage der gemeinsamen Politik gegenüber dem Dollar verknüpft, die der Ausschuss an seiner Aprilsitzung erörtert habe und im Juli wieder aufnehmen werde. Das erstere Problem sei schwieriger; es umfasse die gesamte Wirtschaftspolitik und gehe über den monetären Rahmen im engeren Sinne hinaus.

Herr Zijlstra meint, der Bericht der Experten lege nahe, es gebe einen Kompromiss oder einen "trade off" zwischen der Straffung der Geldpolitik und der Aufnahme von Auslandskrediten. Nun sei aber ein derartiger "trade off" in den Niederlanden nicht gegeben, weil man in diesem Land weder das eine noch das andere vorhabe. Andere EWG-Länder schienen gar keine Wahl zu haben, weil für sie Auslandskredite offenbar unerlässlich und unvermeidlich seien. Es frage sich demnach, ob es eine dritte Gruppe von Ländern gebe, die vor einer echten Wahlmöglichkeit stünden.

Der Vorsitzende deutet die Empfehlung des Berichts dahingehend, im Interesse des EWS müssten die Behörden, vor allem in den grossen Ländern, die binnenwirtschaftlichen und die aussenwirtschaftlichen Auswirkungen der Geldpolitik berücksichtigen und sich um eine enge Koordinierung ihrer Massnahmen bemühen. Diese Koordinierung beziehe sich aber auf die Wirtschaftspolitik im weitesten Sinne und es dürfte deshalb schwer sein, im Ausschuss der Zentralbankpräsidenten entsprechende Leitlinien oder Mechanismen aufzustellen.

Herr Zijlstra würde eine detaillierte und eingehendere Analyse dieses Problems begrüssen; insbesondere wäre eine Beschreibung der verschiedenen Formen der Finanztransaktionen (Förderung von Kapitalzuflüssen durch angemessene Zinssätze, Direktkredite im Ausland in Fremd- oder Landeswährung) und ihrer Auswirkungen angezeigt.

Herr Bastiaanse erläutert, die Diskussion der Gruppe über die Auslandskredite sei auf die Gerüchte zurückgegangen, die seinerzeit über die Aufnahme eines grossen Kredits der deutschen Behörden in Saudiarabien die

Runde machten. Einige Experten hätten ihrer Besorgnis Ausdruck gegeben, eine Nachahmung dieses Vorgehens auf breiter Ebene könnte die haushaltspolitische Disziplin aufweichen und die Anpassung der Leistungsbilanzdefizite verzögern. Es wäre gut, wenn die Zentralbanken in ihren Verhandlungen mit den Finanzministerien diesen Standpunkt vertreten würden.

Herr Gleske führt aus, die Deckung eines Leistungsbilanzdefizits durch Kapitaleinfuhren hänge nicht nur vom Zinssatzniveau auf dem einheimischen Markt ab, sondern auch vom Vertrauen des Auslandes in die Währung des betreffenden Landes und somit in dessen allgemeine Wirtschaftspolitik. Der Kredit der SAMA sei auf deren Initiative zurückgegangen; die saudi-arabischen Behörden hätten nämlich seit Jahren ihr Interesse an auf DM lautenden Finanzanlagen bekundet, doch hätten die deutschen Behörden - aus Gründen, die bei einer früheren Gelegenheit dargelegt worden seien - diesem Wunsch erst nachkommen können, als sich die Aussenposition Deutschlands beträchtlich verändert habe. Der SAMA-Kredit sei langfristig und weise einen von den Marktsätzen abgeleiteten Zinssatz auf; er erleichtere die Deckung des Bundeshaushaltsdefizits und dürfte durch die Verringerung der Inanspruchnahme des einheimischen Kapitalmarktes dem Anstieg der Rendite der langfristigen Wertpapiere in Deutschland vorbeugen. Auf keinen Fall denke man daran, sich durch diese Finanzierungsmöglichkeit zu einer Ausweitung des Defizits der öffentlichen Hand verleiten zu lassen. Es sei nämlich unbestritten, dass die öffentliche Hand in einem Land, das ein Leistungsbilanzdefizit aufweise, auch zum realen Ressourcentransfer beitragen müsse. Im übrigen würden die unlängst genehmigten Nachtragskredite keine Erhöhung des Gesamthaushaltsdefizits bewirken, weil sie durch Einsparungen bei anderen Posten des Bundeshaushalts ausgeglichen würden.

Der Vorsitzende erläutert, einerseits sei die Anpassung eines Leistungsbilanzdefizits, das infolge eines externen Schocks eingetreten sei, kurzfristig nicht möglich und andererseits sollte die haushaltspolitische Disziplin nicht durch einen exzessiven Rückgriff auf Auslandskredite aufgeweicht werden. Also gehe es um eine vorwiegend politische Frage und es sei zweifelhaft, ob eine zusätzliche Studie der Experten zu diesem Thema lohnend sei.

Herr Zijlstra stellt klar, er wünsche kein zusätzliches Dokument der Experten; er sei aber dafür, das Thema zu gegebener Zeit anhand der

gemachten Erfahrungen wieder aufzunehmen. Natürlich sei es hinsichtlich des Entscheidungsprozesses eine politische Frage, aber es sei doch Aufgabe der Zentralbankpräsidenten, die Implikationen der verschiedenen Möglichkeiten zur Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite zu klären. So sei von den anderen Kreditformen namentlich der Fall (z.B. Japan) zu unterscheiden, in dem die Zentralbank eines Landes an eine ausländische Währungsbehörde, die ihre Reserven diversifizieren und auf die Währung des betreffenden Landes lautende Aktiva halten möchte, aus ihrem eigenen Portefeuille Staatspapiere abgibt. In diesem Fall ziehe die Operation keine zusätzliche Verschuldung der öffentlichen Hand nach sich.

Der Vorsitzende weist Herrn Bastiaanse an, den von Herrn Zijlstra geäußerten Bemerkungen bei den weiteren Arbeiten der Gruppe Rechnung zu tragen, und schliesst die Diskussion.

IV. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

1. Weiteres Vorgehen nach den Schlussfolgerungen des Europäischen Rates

Herr Mikkelsen erläutert, dass die Schlussfolgerungen des Vorsitzes des Europäischen Rates vom 27. und 28 April 1980 zwei Stellen enthalten, die den Ausschuss der Zentralbankpräsidenten betreffen.

Erstens habe der Europäische Rat den Ministerrat (Wirtschaft und Finanzen) und den Ausschuss der Zentralbankpräsidenten beauftragt, die enge Koordinierung der Zinspolitik weiterzuführen, damit die zur Zeit sehr hohen Zinssätze gesenkt werden könnten, sobald es die Lage erlaube. In dieser Beziehung habe der Ausschuss der Stellvertreter zur Kenntnis genommen, dass sich der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten den von der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Bastiaanse erarbeiteten Bericht über die derzeitige Geldpolitik befassen werde; die Prüfung des Berichts dürfte für die Aussprache der Zentralbankpräsidenten über dieses Thema eine gute Grundlage bilden.

Zweitens habe der Europäische Rat seine Entschlossenheit bekräftigt, die Gemeinschaft auf dem Wege der währungspolitischen Integration weiterzuführen, und die zuständigen Stellen der Gemeinschaft aufgefordert, ihre Arbeiten für den Uebergang zur institutionellen Phase, welche die Definition der Rolle der ECU und die Errichtung des Europäischen Währungsfonds umfasst, fortzusetzen.

Die Stellvertreter hätten zur Kenntnis genommen, dass der Währungsausschuss seine Untersuchungen zur institutionellen Phase des EWS fortsetzen werde. Bei diesen Arbeiten gehe es jedoch nicht darum, ein Gesamtprojekt des EWF vorzulegen, sondern bestimmte Punkte zu behandeln.

Hinsichtlich der Arbeiten im Ausschuss der Zentralbankpräsidenten seien die Stellvertreter der Ansicht, es gebe eine Reihe technischer Probleme, die noch einer eingehenderen Analyse bedürften. Entsprechend beabsichtigten die Stellvertreter ein Arbeitsprogramm aufzustellen, das dem Ausschuss der Zentralbankpräsidenten voraussichtlich im Juli oder spätestens im September zur Genehmigung vorgelegt werde.

Der Ausschuss erklärt sich mit dem von den Stellvertretern in Aussicht gestellten Arbeitskalender einverstanden.

2. Steuerliche Behandlung der Reserveaktiva in US-Dollar, die in den USA eingelegt sind und an den EFWZ abgetreten werden

Vgl. Protokoll der siebzigsten Sitzung des Verwaltungsrats des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit vom 13. Mai 1980.

V. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Wegen der Generalversammlung der BIZ findet die nächste Sitzung am Montag, den 9. Juni 1980 um 10 Uhr in Basel statt; sie dürfte kurz ausfallen und sich auf die üblichen Tagesordnungspunkte, wie die monatlichen Berichte, die dem Ausschuss vorgelegt werden, beschränken.

Ausschuss der Präsidenten
der Zentralbanken der Mitgliedstaaten
der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft

13. Mai 1980

Vertraulich

Uebersetzung

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

APRIL 1980

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 April sowie in den ersten Maitagen 1980.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Das wichtigste Ereignis der Devisenmarktentwicklung im April war die starke Abschwächung des US-Dollars gegenüber den meisten in diesem Bericht behandelten Währungen. Die Aufwärtsbewegung des Dollars seit Mitte Februar kehrte sich Ende der ersten Aprilwoche rasch um, und die Währung schwächte sich im weiteren Monatsverlauf weiter ab. Zurückzuführen war dies in der Hauptsache auf die Talfahrt der Zinsen in den USA, die eine beginnende Rezession anzeigt, bei gleichzeitig weiterhin hoher Teuerung. Obwohl die Prime rate am 1. April von 19 $\frac{1}{2}$ % auf die Rekordmarke von 20% heraufgesetzt wurde, kam an den Devisenmärkten Unsicherheit darüber auf, dass die Dollarzinsen möglicherweise ihren Höhepunkt überschritten hatten. Spekulationen über den Zeitpunkt und das Ausmass eines Zinsrückgangs drückten den Wechselkurs nach unten. Der Dollar hatte daher bereits Terrain eingebüsst, als die erwarteten Senkungen der Prime rates auf 19-18 $\frac{1}{2}$ % eintraten. Die weltweite Sorge über die fortbestehende Krisensituation zwischen den USA und dem Iran und die

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

politischen Probleme im Mittleren Osten unterminierten ebenfalls die Position des Dollars und beschleunigten seinen Abwärtstrend. Bis Ende April hatte der Dollar gemessen an seinem Stand Ende März zwischen $4\frac{1}{2}\%$ (gegenüber dem Pfund sterling) und $9\frac{1}{2}\%$ (gegenüber dem Schweizer Franken) an Wert eingebüsst. Die durchschnittliche Einbusse gegenüber allen Währungen mit Ausnahme des kanadischen Dollars belief sich auf etwas über 6%. Gegenüber der letztgenannten Währung betrug der Kursrückgang des US-Dollars weniger als $\frac{1}{4}\%$.

Abgesehen von den ersten Tagen im Monat zeichnete sich der April durch ein spannungsfreies EWS aus. Der Graphik 2 ist freilich zu entnehmen, dass die Partnerwährungen erheblich gegeneinander schwankten. Zwar hatte das EWS-Band während der ersten beiden Wochen im Monat weiterhin fast seine maximal zulässige Ausdehnung von 2,25%, doch herrschten im allgemeinen geordnete Marktverhältnisse und die Zentralbankinterventionen waren relativ bescheiden.

In Fortsetzung des Geschehens von Ende März war die D-Mark in der ersten Aprilwoche abwechselnd mit dem belgischen Franken die schwächste Währung innerhalb der Bandbreite von 2,25%. In der Folge milderte der Kursrückgang des Dollars den Abwertungsdruck auf die Mark, und diese bewegte sich allmählich nach oben und befand sich am Monatsende in der Nähe der Bandmitte. Trotz dieser Verbesserung bestand jedoch Besorgnis wegen des hohen Leistungsbilanzdefizits, der starken Preissteigerungen und des kräftigen Konjunkturaufschwungs. Daher gab der Zentralbankrat der Deutschen Bundesbank am 30. April eine Erhöhung des Diskont- und des Lombardsatzes um $\frac{1}{2}$ und 1% auf $7\frac{1}{2}$ bzw. $9\frac{1}{2}\%$ bekannt. Darüber hinaus wurden die Mindestreservesätze der Banken mit Wirkung von Anfang Mai herabgesetzt und ihre Rediskontkontingente erhöht. Diese Liquiditätsspritze bedeutete keine Lockerung der Geldpolitik, sondern war notwendig, um den durch die hohen Kapitalabflüsse der letzten Monate hervorgerufenen Liquiditätsverlust auszugleichen.

Der französische Franken blieb während des gesamten Aprils die stärkste Währung im EWS.

Der belgische Franken, der Anfang April abwechselnd mit der D-Mark die schwächste Währung im Verbund war, bewegte sich nach der Monatsmitte vom unteren Ende zum Zentrum des Bandes. Dieses verengte sich

dadurch erheblich und behielt diese Ausdehnung fast während der gesamten zweiten Aprilhälfte bei. Die Aufwärtsbewegung des belgischen Frankens hatte zur Folge, dass die dänische Krone von den die Bandbreite von 2,25% einhaltenden Währungen zur alleinigen schwächsten Währung wurde.

Am 29. April senkte die Belgische Nationalbank den Zinssatz für Sonderkredite von 18 auf 17%.

Das irische Pfund schwächte sich im April ab und bewegte sich von der Mitte des Bandes abwärts, um den Monat weit unten in der unteren Hälfte zu beschliessen.

Der holländische Gulden blieb in der Regel oberhalb der Bandmitte, ausser während einer kurzen Zeit am Anfang und Ende des Monats.

Die italienische Lira bewegte sich von der Mitte des Bandes abwärts und war von Mitte April an zumeist die schwächste Währung im Gesamtverbund. Der Abstand zur stärksten Währung, dem französischen Franken, blieb jedoch meistens unter 1%.

Wie der Graphik 3 zu entnehmen ist, welche die Veränderung der Divergenzindikatoren im April festhält, hielten sich alle Währungen - von der ersten Aprilwoche abgesehen, als der französische Franken und die D-Mark gelegentlich der Marke -70 bzw. +70 näherkamen - innerhalb der vorgeschriebenen Grenzen.

Ausserhalb des EWS war der starke Kursanstieg der meisten Währungen gegenüber dem US-Dollar die bemerkenswerteste Entwicklung.

Das Pfund Sterling wertete sich im April um rund 4½% gegenüber dem US-Dollar auf, schwächte sich aber gegenüber den EWS-Währungen durchschnittlich um etwas mehr als 2% ab. Die Bank von England nahm während des Monats kursglättende Interventionen in beiden Richtungen vor.

Der Schweizer Franken erfuhr eine beträchtliche Höherbewertung gegenüber allen Währungen, die von 2% gegenüber der D-Mark bis nahezu 9½% gegenüber dem US-Dollar reichte. Die Schweizerische Nationalbank intervenierte Anfang April mit Dollarabgaben, als der Franken Schwächetendenzen zeigte, und erwarb im weiteren Verlauf Dollar, als der Franken sich rasch befestigte.

Der rückläufige Trend des Yen gegenüber dem US-Dollar kehrte sich zu Beginn der zweiten Aprilwoche plötzlich um, und der Yen befestigte sich daraufhin bis zum Monatsende auf 4 1/2% gegenüber dem Dollar, verglichen mit seinem Stand am Monatsanfang. Gegenüber den meisten anderen Währungen, mit Ausnahme des kanadischen Dollars, schwächte sich der Yen jedoch ab. Die Interventionen der Bank von Japan, die fast alle in der ersten Aprilwoche erfolgten, als sich der Yen rapide abschwächte, hatten ein viel geringeres Volumen als im März und bestanden aus Dollarabgaben. Ende April wurde bekanntgegeben, dass die Deutsche Bundesbank und die Bank von Japan eine Swapvereinbarung getroffen hatten, die unmittelbar in Kraft treten sollte und als Massnahme zur Aufrechterhaltung geordneter Marktverhältnisse gedacht war.

Die norwegische Krone verzeichnete während des gesamten Aprils eine feste Haltung, wobei die Bank von Norwegen nach der ersten Woche fast an allen Tagen Dollar ankaufte. Die schwedische Krone hingegen zeigte, insbesondere in der zweiten Monatshälfte, Schwächeneigungen infolge erhöhter Nachfrage nach Devisen zu kommerziellen Zwecken. Während dieser Zeit musste die Krone fast jeden Tag von der Zentralbank gestützt werden.

Der kanadische Dollar schliesslich wertete sich gegenüber dem US-Dollar nur unbedeutend auf und schwächte sich damit gegenüber allen anderen Währungen deutlich ab. Befürchtungen in bezug auf das bevorstehende Referendum in Quebec tendierten dazu, das für den kanadischen Dollar günstige Zinsgefälle und die starke Handelsposition Kanadas in den Schatten zu stellen.

II. INTERVENTIONEN IN US-DOLLAR

Die Dollarinterventionen hatten im April ein viel geringeres Volumen als im März. Die Dollarabgaben beliefen sich auf \$ 4,2 Mrd. und die Ankäufe auf \$ 3,5 Mrd. und saldierten sich zu Abgaben von insgesamt nur \$ 0,7 Mrd. Diesem Betrag stehen Nettoabgaben im März in Höhe von \$ 13,8 Mrd. gegenüber. Der Grossteil der Verkäufe im April trat in der ersten Woche auf, als der Dollar relativ fest war. Die grössten Beträge verkauften in dieser Woche die Bank von Japan, die Schweizerische Nationalbank, die Deutsche Bundesbank und die Nederlandsche Bank. Als sich

der Dollar gegen Ende der ersten Woche abzuschwächen begann, kehrten sich die Interventionen der Zentralbanken zu Nettoankäufen von Dollar um. Die Federal Reserve Bank erwarb in dieser Zeit bei weitem den grössten Dollarbetrag. Weniger umfangreiche Käufe wurden von der Bank von England, der Bank von Kanada und der Deutschen Bundesbank vorgenommen.

III. INTERVENTIONEN IN EUROPÄISCHEN WÄHRUNGEN

Im April bestanden die Interventionen in europäischen Währungen allein aus solchen von EWS-Zentralbanken in ihren jeweiligen Währungen. Die Bruttointerventionen beliefen sich auf umgerechnet \$0,8 Mrd., verglichen mit \$,4 Mrd. im März. Der Grossteil der Interventionen bestand aus Abgaben von französischen Franken gegen D-Mark und belgischen Franken zu den Interventionskursen. Ein mässiger DM-Betrag wurde innerhalb der Marge von der Niederländischen Bank verkauft. Drei Viertel der gesamten Interventionen fanden zu den Interventionskursen statt und die verbleibenden innerhalb der Bandbreite. Der Saldenausgleich erfolgte per Kasse aus den Reserven: 82% in ECU und der Rest in Währung.

* * *

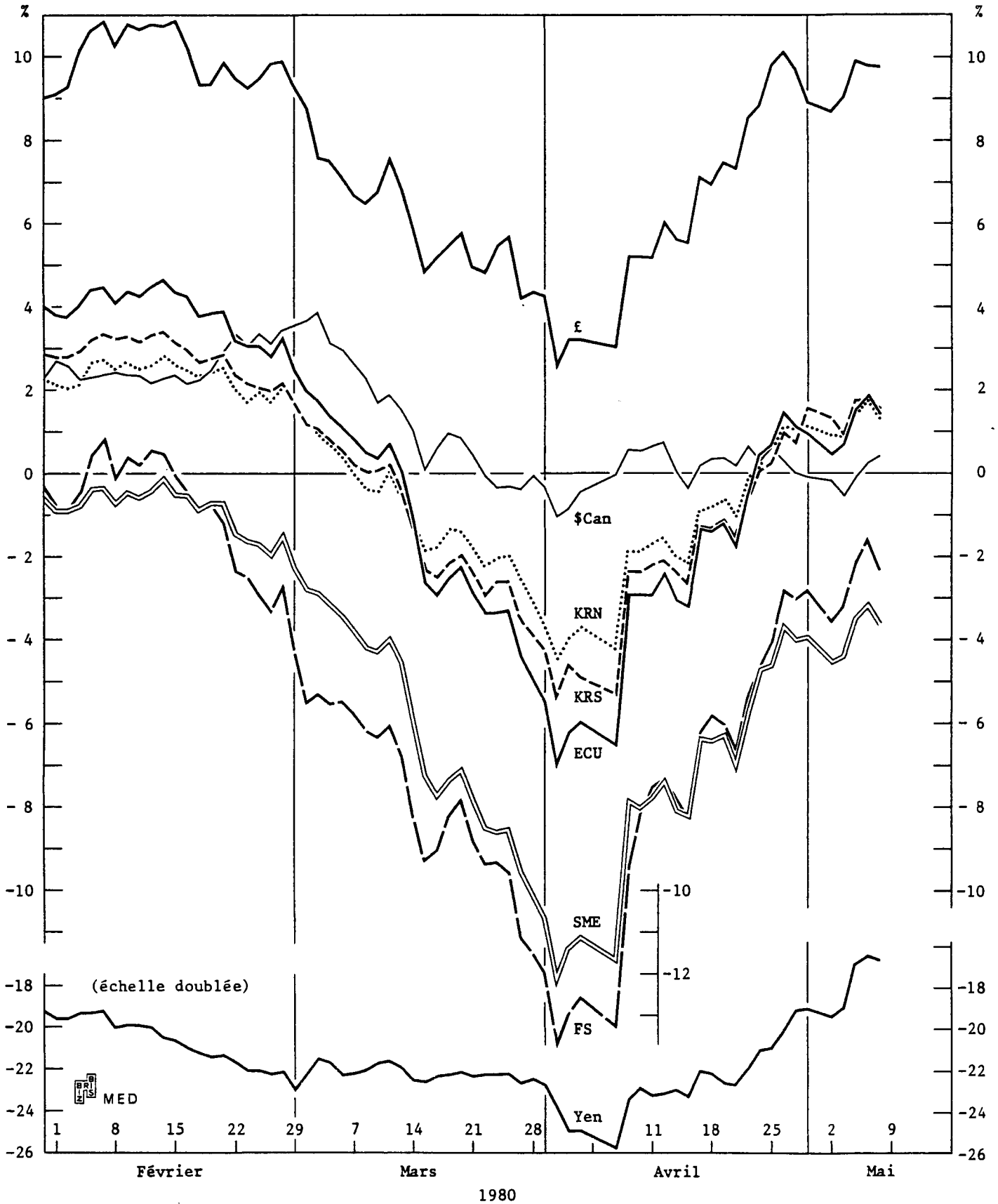
Während der ersten sieben Tage im Mai herrschte im allgemeinen Ruhe an den Devisenmärkten. Der Kurs des US-Dollars entwickelte sich in diesem Zeitraum unterschiedlich: er verbesserte sich im Durchschnitt geringfügig gegenüber den EWS-Währungen, erlitt aber gegenüber anderen Währungen Einbussen, so vor allem gegenüber dem Yen in Höhe von fast 3%. In den USA hielt der rückläufige Zinstrend an, wie dies durch eine weitere Senkung der Prime rates deutlich wird.

Das EWS blieb auch zu Anfang Mai von Spannungen verschont und das Währungsband nach wie vor eng. Abgesehen von weiteren D-Mark-Abgaben seitens der Niederländischen Bank, hatten die Interventionen der Zentralbanken einen ziemlich geringen Umfang. Am 1. Mai erhöhte die Niederländische Bank den Diskontsatz von 9 1/2 auf 10%. Der französische Franken war nach wie vor die stärkste Währung im Verbund. Der belgische Franken bewegte sich aufwärts in eine Position nahe der Mitte des Bandes, so

dass die dänische Krone die einzige schwächste Währung im engen Band blieb. Die D-Mark, der holländische Gulden und das irische Pfund verbesserten sich während dieser Zeit und rückten in die obere Hälfte des Bandes. Die italienische Lira, die sich leicht verbesserte, war weiterhin die schwächste Währung im Gesamtverbund.

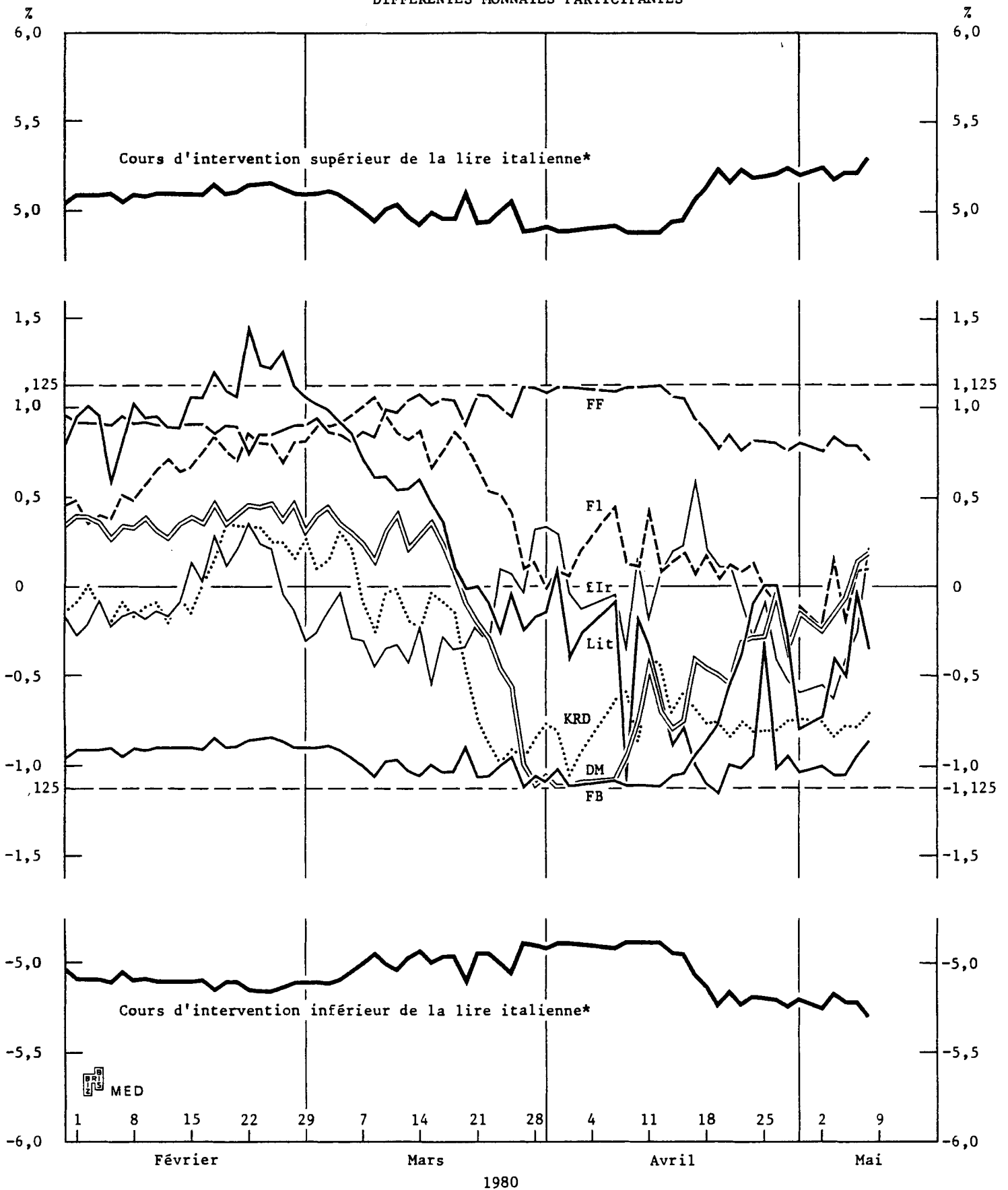
Ausserhalb des EWS war die feste Haltung des Yen gegenüber allen Währungen das hervorstechendste Ereignis. Seine Kursverbesserung gegenüber den einzelnen Währungen reichte von 2 bis etwa 3 1/2%. Wie bei den EWS-Ländern waren die Interventionen der Zentralbanken generell wenig umfangreich.

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



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

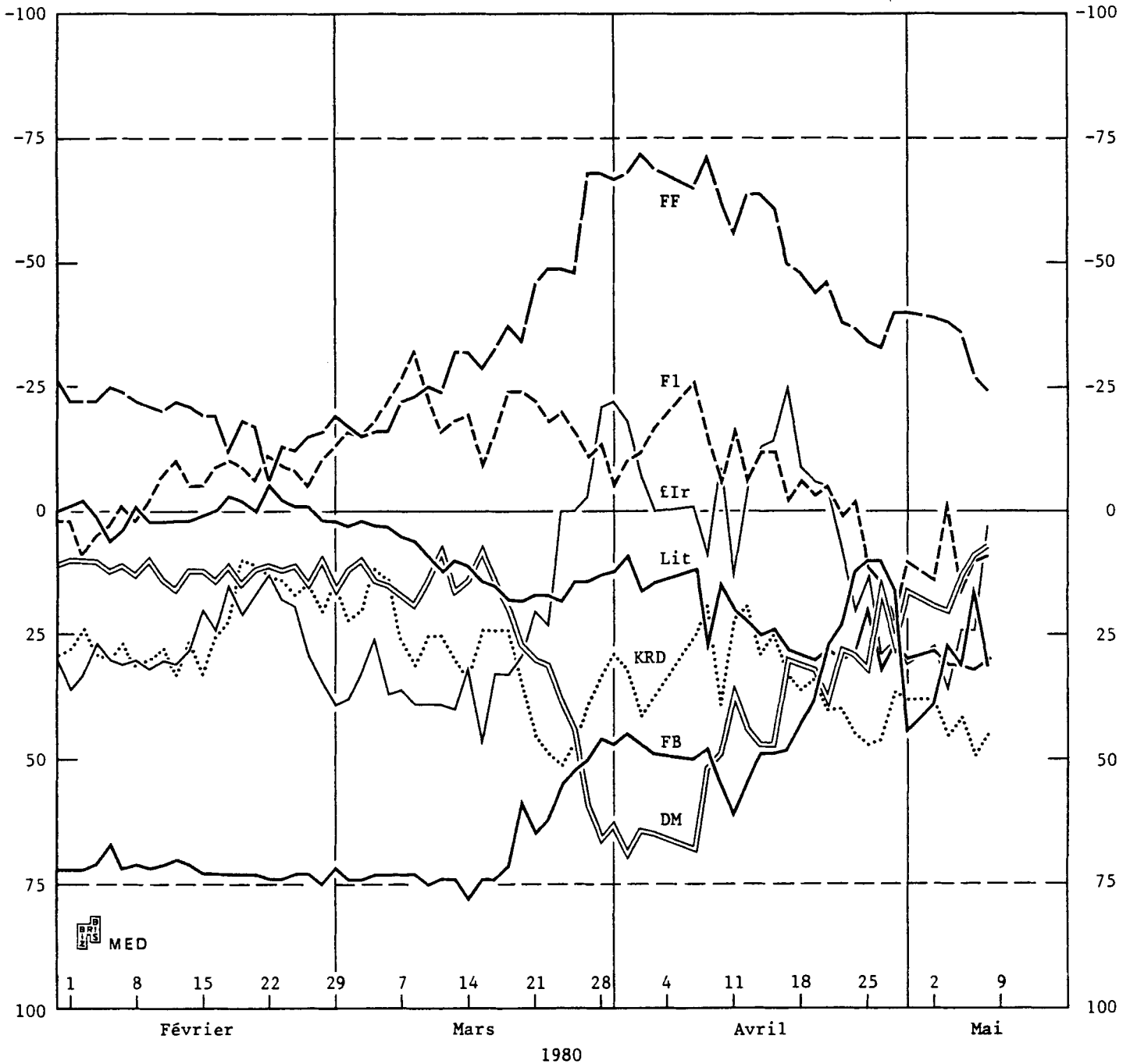
MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DE LA GRILLE DE PARITES DU SME
CALCULES SUR LA BASE DES COURS OFFICIELS DE L'ECU DANS LES
DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



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

8 mai 1980

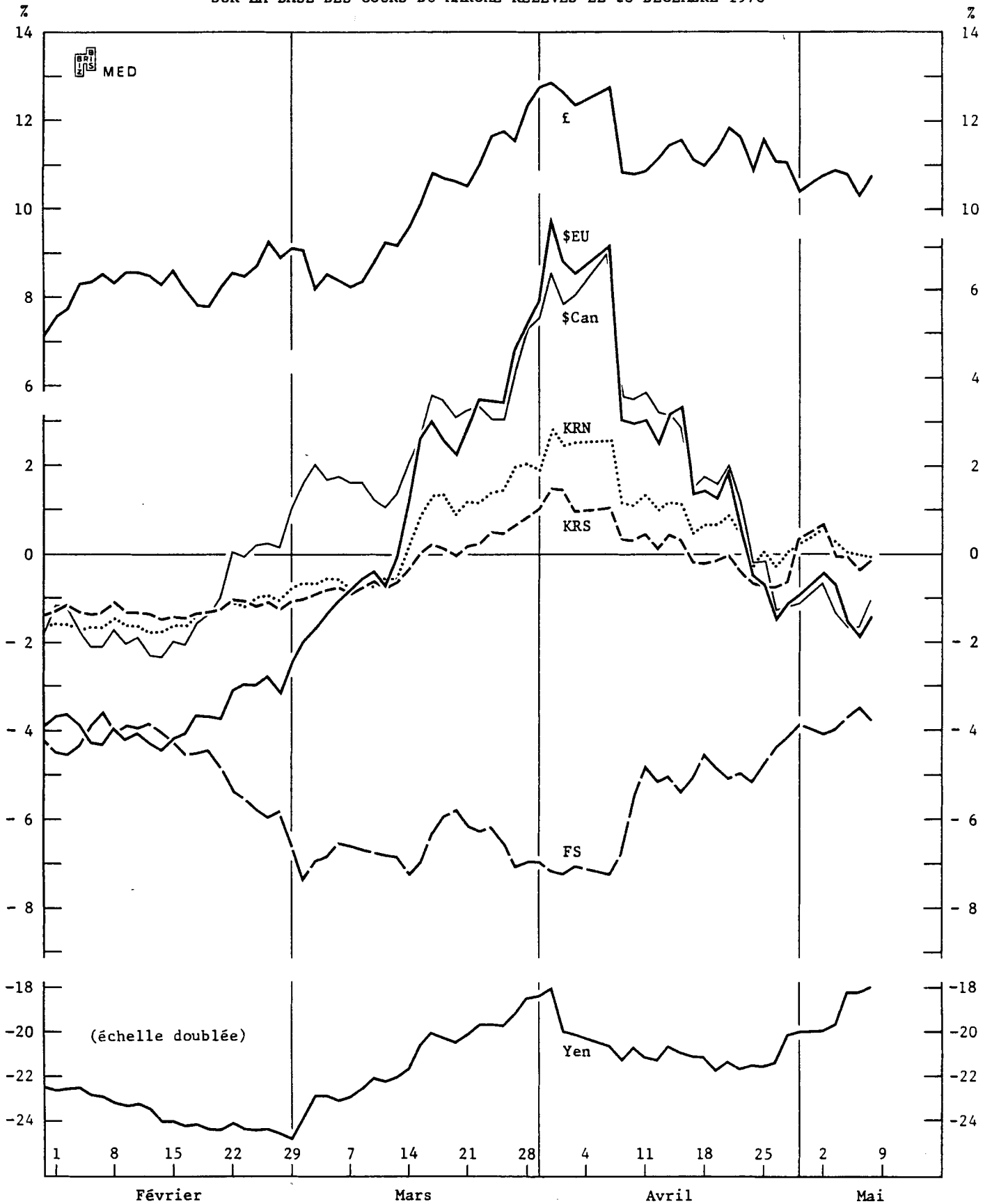
EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE*



* L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot Ecu. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'Ecu dans chaque monnaie peut s'apprécier ou se déprécier par rapport à son cours-pivot Ecu; il est exprimé par ± 100 , le seuil de divergence étant ± 75 . Les données qui ont servi de base à l'établissement de ce graphique sont les cours de l'Ecu exprimés en termes de diverses monnaies, cours qui sont toutefois corrigés des effets des fluctuations de la lire italienne et de la livre sterling au-delà de la marge de 2,25% vis-à-vis des autres monnaies participant au SME.

8 mai 1980

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 MARCHÉ RELEVÉS LE 28 DECEMBRE 1978*



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

8 mai 1980