

PROTOKOLL\*

DER HUNDERTSECHZEHNTEN SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER PRÄSIDENTEN  
DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN  
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT  
BASEL, DIENSTAG, 13. DEZEMBER 1977, 10.00 UHR

---

Anwesend sind: der Gouverneur der Central Bank of Ireland und Ausschussvorsitzende, Herr Murray, begleitet von den Herren Breen, Reynolds und O'Connor; der Gouverneur der Banque Nationale de Belgique, Herr de Strycker, begleitet von Herrn Janson; der Gouverneur der Danmarks Nationalbank, Herr Hoffmeyer, begleitet von Herrn Mikkelsen; der Präsident der Deutschen Bundesbank, Herr Emminger, begleitet von den Herren Pöhl und Jennemann; der Gouverneur der Banque de France, Herr Clappier, begleitet von den Herren Théron und Lefort; der Gouverneur der Banca d'Italia, Herr Baffi, begleitet von den Herren Ercolani und Magnifico; der Präsident der Nederlandsche Bank, Herr Zijlstra, begleitet von den Herren Szász und Timmermann; der Gouverneur der Bank of England, Herr Richardson, begleitet von den Herren McMahon und Balfour; zugegen sind ferner Herr Mosca, Generaldirektor Wirtschaft und Finanzen bei der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, begleitet von den Herren Boyer de la Giroday und Morelli; Herr Jaans, Kommissar für die Bankenaufsicht des Grossherzogtums Luxemburg; Herr Heyvaert und Herr Bastiaanse, Vorsitzende der Expertengruppen; ebenfalls anwesend sind der Generalsekretär des Ausschusses, Herr d'Aroma, sein Beigeordneter, Herr Bascoul, Herr Scheller und Herr Freeland sowie die Herren Schleiminger und Lamfalussy.

I. Billigung des Protokolls der 115. Sitzung

Der Vorsitzende erklärt, das Sekretariat habe nur einige Aenderungen im wesentlichen redaktioneller Art erhalten. Unter Berücksichtigung dieser Aenderungen, die im endgültigen Text vorgenommen werden, billigt der Ausschuss einstimmig das Protokoll der 115. Sitzung.

---

\* Endgültige, in der Sitzung vom 10. Januar 1978 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige Aenderungen redaktioneller Art aufweist.

II. Entwicklung auf den Devisenmärkten der Konzertationsteilnehmer im Monat November 1977 sowie in den ersten Dezembertagen: Kurzbericht über die Konzertation; Verabschiedung des Ausschussberichts an die Finanzminister der EWG-Länder

A. Vortrag von Herrn Heyvaert

Herr Heyvaert führt aus, man erlebe zur Zeit eine neue Währungskrise, die durch eine extreme Nervosität der Märkte, grosse Kursbewegungen und hohe Zentralbankinterventionen gekennzeichnet sei. Zeiten offensiver Märkte wechselten mit Perioden, die man mit "Warte- und Beobachtungshaltung" oder mit "strategischem Rückzug vor Zentralbankmassnahmen und -interventionen" bezeichnen könne.

Insbesondere in den letzten Wochen und auch noch jetzt seien die Märkte hyperempfindlich und reagierten heftig auf Wirtschaftsnachrichten, Erklärungen und Gerüchte aller Art. Blosser Erklärungen würden das Vertrauen nicht dauerhaft aufleben lassen: diese könnten keine Wunder schaffen. Die Märkte erwarteten Taten und positive Ergebnisse.

Die Verwundbarkeit des US-Dollars, die sich im wesentlichen aus der beträchtlichen Höhe der Dollarpositionen erkläre, habe sich zuweilen zu einem regelrechten Chaos entwickelt, als sich bedeutende Kapitalbewegungen in die Schweiz, nach Japan und Deutschland ergeben hatten. Mehrmals sei es - vor allem in Deutschland - sehr schwierig, ja sogar unmöglich gewesen, überhaupt noch einen Käufer für Dollar zu finden.

Wenn man die Kurse vom 9. Dezember mit denen von Ende Oktober vergleiche, stelle man fest, dass sich die Verbundwährungen gegenüber dem Dollar zwischen 2% (für den belgischen Franken) und 2,90% (für die DM) befestigt hätten. Lediglich der Kurs der dänischen Krone habe sich auf Dollarbasis nicht verändert. Dies widerspiegele den wohlbekannten "Mitreisseffekt", zeige aber auch den Positionswechsel im Währungsverbund; dort habe sich die DM an der Spitze rasch von dem Gulden, dem belgischen Franken und der dänischen und der norwegischen Krone entfernt, wobei lediglich der Gulden keinmal den Interventionspunkt berührt habe.

Bei den anderen Währungen hätten sich der Schweizer Franken und der Yen mit einem Kursanstieg von 4,30 bzw. 3,40% sehr deutlich abgesetzt. Während jedoch bei diesen beiden Währungen der grösste Teil des Kursanstiegs

bereits im November erzielt worden sei; entfalle die Höherbewertung der DM (2,90%) auf Anfang Dezember; das Interesse habe sich nämlich insbesondere auf die DM konzentriert, da sich neue Gerüchte über eine Anpassung der Paritäten im Währungsverbund hartnäckig hielten. Der Schweizer Franken werde etwas weniger, der Yen sogar sehr viel weniger beachtet.

Die fühlbare, seit einigen Tagen zu beobachtende Erholung des kanadischen Dollars habe schliesslich zu einer Kursbefestigung von 1,50% gegenüber dem US-Dollar geführt.

Dagegen hätten der französische Franken, das Pfund und auch die schwedische Krone auf Dollarbasis mit einem Kursrückgang von nahezu 1/4% abgeschlossen. Die italienische Lira habe sich gegenüber dem Dollar praktisch nicht verändert. Die drei EWG-Währungen ausserhalb des Währungsverbunds hatten sich daher im einfachen arithmetischen Mittel um 2 1/4% gegenüber der Gesamtheit der Verbundwährungen abgeschwächt.

Die Interventionen in Dollar und DM seien bedeutend gewesen. Im Zeitraum 1. November-9. Dezember 1977 seien insgesamt US-\$ 7,3 Milliarden gekauft und US-\$ 3,9 Milliarden verkauft worden; von letzterem Betrag entfielen 1,6 Milliarden auf Verkäufe der Bundesbank und der Schweizerischen Nationalbank im Rahmen des Umtausches von Erlösen aus der Begebung von DM- bzw. SF-Auslandsanleihen durch Gebietsfremde. Die Interventionen in DM beliefen sich auf umgerechnet US-\$ 1.325 Millionen, von denen 65% auf die Verbundzentralbanken, 15% auf die Bank von Frankreich und 20% auf die Federal Reserve Bank von New York entfielen.

Für die Bundesbank habe sich aus den Nettokäufen von Dollar und anderen Währungen gegen DM insgesamt eine Geldschöpfung im Gegenwert von US-\$ 2.750 Millionen ergeben, während die Partner der Bundesbank im Währungsverbund Dollar in Höhe 1,4 Milliarden und DM im Gegenwert von US-\$ 1,1 Milliarden abgegeben hätten. Die Interventionen in DM seien wie folgt finanziert worden: 40% unter Einschaltung des EFWZ, 12% im Rahmen des bilateralen Abkommens zwischen der Bundesbank und der Norges Bank, 16% seien sofort in US-Dollar abgerechnet und 10% den Reserven entnommen worden; der Saldo von 22% sei durch eine Ziehung auf das Swapabkommen zwischen der Federal Reserve Bank und der Bundesbank gedeckt worden.

#### B. Aussprache des Ausschusses

Der Vorsitzende dankt Herrn Heyvaert für seine ausführlichen und vollständigen Erklärungen; er meint, man mache tatsächlich eine turbulente Zeit

durch, und es sei angebracht zu hören, welche Ergebnisse die diesbezüglichen Diskussionen in anderen Gremien gehabt hätten.

Herr Zijlstra führt aus, die Probleme betreffend den Dollar seien während der Sitzung der Zentralbankpräsidenten der Zehnergruppe sowie beim gestrigen Abendessen ausführlich diskutiert worden. Man sei sich allgemein einig gewesen, dass die jüngste Dollarkursentwicklung auf psychologische Faktoren oder, in anderen Worten, auf einen Vertrauensschwund zurückgehe, gegen den eine Reservewährung wie der US-Dollar besonders empfindlich sei. Hinsichtlich der gegen diesen Vertrauensschwund zu unternehmenden Massnahmen seien die amerikanischen Behörden aber weiterhin recht zögernd, wenn nicht sogar zurückhaltend gegenüber Massnahmen auf dem Gebiete der Interventionspolitik, obwohl die Diskussion vom Montag den Eindruck vermittele, dass sich die amerikanische Haltung in gewissem Masse zu ändern beginne.

Es sei anerkannt worden, dass die amerikanischen Behörden nicht über die notwendigen Reserven für Aktionen intervensionspolitischer Art verfügten; sie verfügten jedoch über bestimmte Möglichkeiten:

- Inanspruchnahme der bestehenden Swapabkommen: in dieser Hinsicht sei es wichtig, dass die amerikanischen Behörden nicht zu sehr ihre Absicht ausposaunten, die Swapoperationen bei ihrer natürlichen Fälligkeit abzuwickeln, wolle man nicht die Glaubwürdigkeit dieser Operationen gefährden;
- Mobilisierung der Goldbestände: diese Möglichkeit werfe einige politische Schwierigkeiten auf, die jedoch nicht unüberwindbar seien;
- Anleihen auf den Kapitalmärkten zur Beschaffung mittelfristiger Mittel.

Die amerikanischen Gesprächspartner hätten sich über diese Möglichkeiten nicht ausgesprochen, doch sei es nützlich gewesen, diese diskutiert zu haben.

Ein weiterer Gegenstand der Debatte sei die Geld- und Zinspolitik gewesen. Hierbei sei betont worden, die Behörden der Vereinigten Staaten müssten wie jedes andere Land die aussenwirtschaftlichen Auswirkungen dieser Politik berücksichtigen. Da ausserdem die amerikanische Kapitalbilanz im Jahre 1976 und im ersten Halbjahr 1977 beträchtlich und in der gleichen Grössenordnung wie die Bilanz der laufenden Posten defizitär gewesen sei, sei es notwendig, dass die Vereinigten Staaten Kapitalimporte förderten und Kapitalexporte erschwerten.

Hinsichtlich der realen Faktoren seien die zeitlichen Verschiebungen zwischen dem Konjunkturzyklus in den Vereinigten Staaten und ausserhalb und die Inflationsgefahr, die eine Ankurbelungspolitik beinhalte, betont worden. Die Verabschiedung des Energieplans im amerikanischen Kongress werde sicherlich einen günstigen psychologischen Effekt haben, jedoch würden sich die realen Auswirkungen erst nach einer gewissen Zeit bemerkbar machen.

Der Vorsitzende dankt Herrn Zijlstra für seinen Vortrag. Wenn man auch mit einer Interventionspolitik nicht alle Schwierigkeiten beheben könne, so sei doch im gegenwärtigen Klima mangelnden Vertrauens in den Dollar eine Aktion der amerikansichen Behörden auf diesem Gebiet angezeigt. Im Augenblick könne man daher zur Kenntnis nehmen, dass es eine gewisse Aenderung in der Haltung der amerikanischen Behörden gebe und eventuell in der Januarsitzung auf dieses Thema zurückkommen.

Herr Richardson betont, das positivste Ergebnis der gestrigen Diskussionen sei die Erkenntnis gewesen, dass sich im amerikanischen Denken eine gewisse Entwicklung anbahne.

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

Der Ausschuss verabschiedet den Bericht in der dem Protokoll beige-fügten Fassung; der Bericht wird anschliessend den Finanzministern übermittelt werden.

### III. Prüfung des Berichts Nr. 11 der Expertengruppe Bastiaanse über die geld-politische Situation in den EWG-Ländern

Der Vorsitzende dankt Herrn Bastiaanse und seiner Expertengruppe für die hervorragende Arbeit, die sie mit dem neuen Bericht für den Ausschuss der Zentralbankpräsidenten geleistet hätten, und bittet Herrn Bastiaanse, den Bericht vorzustellen.

#### A. Vortrag von Herrn Bastiaanse

Herr Bastiaanse beschränkt sich darauf, den Ausschuss auf die folgenden Punkte aufmerksam zu machen:

- Um die Lektüre des Berichts zu erleichtern, hätten es die Experten für angebracht gehalten, jedem Abschnitt des ersten Teils des Berichts eine kurze Zusammenfassung in Kursivschrift voranzustellen;
- Die Entwicklung der Geldmenge und des Kreditvolumens sei als solche im Jahre 1977 relativ zufriedenstellend gewesen;

- Hinsichtlich der im Jahre 1978 einzuschlagenden Politik seien die Experten der Ansicht gewesen, dass die Länder, die sich von den aussenwirtschaftlichen Gegebenheiten her erlauben könnten, eine Ankurbelungspolitik zu betreiben, sich zu diesem Zweck der Haushalts- und Steuerpolitik anstatt der Geldpolitik bedienen sollten.

## B. Aussprache des Ausschusses

Der Vorsitzende erinnert daran, dass das Addendum vom 5. Dezember 1977 den Bericht aktualisiert habe und zwei Fragen beinhalte, die im Mittelpunkt der Aussprache der Zentralbankpräsidenten stehen könnten.

Herr Baffi wirft einige grundsätzliche Punkte auf, die, wie er meint, eine Verfahrensfrage implizierten, falls sie angenommen würden.

Wenn er auch die Arbeit der Experten sehr schätze, so lieferten doch seiner Ansicht nach weder der Bericht noch das Addendum eine ausreichende Grundlage, um auf die Fragen von Herrn Bastiaanse zur Rolle der Haushalts- und der Geldpolitik zu antworten.

Die Wahl der Instrumente hänge nicht zuletzt von der Existenz fester oder floatender Wechselkurse und dem Grad der Indexierung ab. Inwieweit die Wahl der Instrumente vom Wechselkursregime abhängе, sei Gegenstand einer theoretischen Abhandlung gewesen. Diese Abhandlung sei unter anderem von Mundell - auf den man beim Abendessen der Zentralbankpräsidenten am Montagabend Bezug genommen habe - in einem analogen Zusammenhang, nämlich der Geld- und Wechselkurspolitik der Vereinigten Staaten, durchgeführt worden.

Die Rolle der Superexperten liege den Zentralbankpräsidenten nicht; letztere seien Praktiker, die sich über die politische Machbarkeit von Aktionen aussprechen könnten, welche die theoretische Analyse nahelege. Damit sich jedoch die Zentralbankpräsidenten in vollständiger Kenntnis der Sachlage aussprechen könnten, müsse die Analyse selber bis auf den Grund gehen und die unterschiedlichen institutionellen Rahmenbedingungen in den verschiedenen Ländern berücksichtigen.

Eine der allgemeinen Schlussfolgerungen, die man wohl aus dem Addendum zum Bericht ziehen könne, sei die Empfehlung, in der Geldpolitik eine Linie festzulegen und daran festzuhalten. Was solle aber geschehen,

wenn sich diese Linie als unvereinbar mit dem aussenwirtschaftlichen Gleichgewicht erweisen sollte? Inwieweit solle man der Auswirkung der gewählten Linie auf das Zinsniveau Rechnung tragen? Man könne nicht umhin, sich mehrere Fragen dieser Art zu stellen. Beunruhigend sei aber auch, dass die Experten bei ihrer Vorliebe für die Ankurbelung über die Haushalte nicht die Art der zusätzlichen Ausgaben beachtet hätten. Im Falle Italiens beständen diese zusätzlichen Ausgaben im wesentlichen aus laufenden Zahlungen an die Haushalte, welche die Investitionen nicht direkt stimulieren würden. Unter diesen Bedingungen sei vielleicht die monetäre Expansion vorzuziehen, wobei den aussenwirtschaftlichen Zwängen Rechnung getragen würde.

Zusammenfassend sei zu sagen, dass die Experten wenigstens drei Themen gründlich studieren sollten:

- 1) die Beziehung zwischen der Wahl der Instrumente und dem Wechselkursregime,
- 2) die Beziehung zwischen der Wahl der Instrumente und dem Grad der Einkommensindexierung,
- 3) die Anpassung der geldpolitischen Orientierung im Falle von Störungen in der aussenwirtschaftlichen Situation oder auf den Finanzmärkten.

Herr Baffi schlägt vor, die Aussprache der Zentralbankpräsidenten so lange aufzuschieben, bis man diese Antworten erhalten habe. Die Vorarbeit könnte einem Direktionsausschuss anvertraut werden, der sich aus Zentralbankvolkswirten zusammensetzen und sich so lange wie nötig bei der BIZ versammeln und tagen könnte.

Herr de Strycker äussert sich anerkennend über die Arbeit von Herrn Bastiaanse und seiner Gruppe. Die Intervention von Herrn Baffi zeige, wie komplex die fraglichen Probleme seien und welche Schwierigkeiten es mache, etwas über dieses oder jenes Ziel oder Instrument der Geldpolitik zu sagen.

Der Bericht lasse auch erkennen, wie unterschiedlich die Strukturen, Gepflogenheiten und Institutionen in den Mitgliedsländern seien; in Anbetracht dieser Unterschiede würde es ungeschickt sein, die Geldpolitik mehr oder weniger einheitlich zu steuern. Diese Feststellung sei nicht ohne Interesse, warne sie doch vor der Gefahr, eine nicht zu verwirklichende Harmonisierung anzustreben.

Die Experten hätten sich mehr mit der Entwicklung des Kreditvolumens und insbesondere mit den Ausleihungen an den öffentlichen Sektor beschäftigt.

Sie sollten jedoch diese Untersuchungen noch vertiefen und die Finanzierungsbedürfnisse des privaten und des öffentlichen Sektors, die Art der Deckung dieser Finanzierungsbedürfnisse und die daraus resultierende Geldschöpfung untersuchen. Auf diese Weise könne man die Orientierung am Gesamtkredit und die an der Geldmenge einander gegenüberstellen und daraus einige Schlussfolgerungen für die Wahl und die Anwendungsweise der Instrumente ableiten.

Herr Emminger führt aus, die Betrachtungen der Experten über die Geldpolitik im Jahre 1978 seien von der Philosophie beherrscht, die Geldpolitik müsse mittelfristige Ziele anvisieren, während die fiskalpolitischen Instrumente zu kurzfristigen Zwecken gebraucht werden sollten. Im Geiste dieser Philosophie, die in Deutschland vom grössten Teil der akademischen Kreise und auch von der Bundesbank geteilt werde, habe die Regierung kürzlich ein bedeutendes Konjunkturprogramm in die Wege geleitet, das im Vergleich mit 1977 eine Erhöhung des Defizits der öffentlichen Haushalte um DM 17 Mrd. nach sich ziehen werde.

In der augenblicklichen Lage befinde sich die Bundesbank in einem Dilemma. Die Wachstumsrate der Zentralbankgeldmenge liege nämlich deutlich über der von der Bundesbank festgesetzten Norm, und die anderen monetären Aggregate und das Kreditvolumen weiteten sich ebenfalls stark aus. Dagegen sei realwirtschaftlich eine Stagnation festzustellen, und die Gesamtnachfrage zu Marktpreisen dürfte lediglich um 6 bis 6 1/2% expandieren. Somit habe sich ein Liquiditätsüberhang gebildet, den man Ende 1976 nicht vorhergesehen habe; vielmehr habe man damals mit einer Erhöhung der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes gerechnet. In Anbetracht dieses Liquiditätsüberhangs habe der Sachverständigenrat empfohlen, für das Jahr 1978 ein bescheidenes Ziel festzulegen, dessen Verwirklichung eine restriktive Geldpolitik erfordern würde. Die Bundesbank werde jedoch dieser Empfehlung nicht folgen, und sie würde keine restriktive Politik verhängen, bevor sie nicht sicher sei, dass die gehorteten Geldbestände aktiviert würden; dies könnte aber erst in ein bis zwei Jahren der Fall sein, wenn die Wirtschaft wieder richtig in Schwung gekommen sei. Die Zentralbank sei daher gezwungen, bewusst vom Begriff der mittelfristigen Geldpolitik Abstand zu nehmen und sich kurzfristigere Ziele zu setzen.

Die Beziehung zwischen der Geldpolitik und den Wechselkursen sei ein anderes brennendes Problem. Nachdem die Bundesbank im Zuge der Aufkäufe auf den Devisenmärkten Zentralbankgeld in Höhe von DM 8 Mrd. schaffen musste,



befinde sie sich in einer Lage, die teilweise mit der vergleichbar sei, die bei festen Paritäten existiert hätte, d.h. sie sei in einer Situation, in der ihr in einem gewissen Masse die Schaffung von Geld durch die aussenwirtschaftlichen Ereignisse aufgezwungen worden sei. Wenn diese Situation andauere, würde es schwierig sein, zwischen der Elastizität des Wechselkurses und der Absorption der Kapitalströme und deren inflationären Gefahren zu wählen.

Herr Zijlstra meint, wenn man die Probleme der Geldpolitik vertiefe, berühre man unvermeidlich alle Wirtschafts- und Finanzprobleme. Die Experten-Gruppe Bastiaanse habe sich darauf beschränkt, eine Kategorie dieser Probleme zu studieren; dies sei die Haushaltspolitik, die eine grosse Auswirkung auf die Geldpolitik habe. Wenn man jedoch alle Probleme betrachten wolle, mit denen sich die Professoren seit Jahren beschäftigen, riskiere man, sich zu sehr von der Geldpolitik zu entfernen. In diesem Sinne sei es nicht nützlich, wie Herr Baffi vorgeschlagen habe, den Grad der Indexierung in den Volkswirtschaften zu untersuchen.

Die Arbeiten der "Bastiaanse-Gruppe" hätten gezeigt, wie schwierig es sei, die Geldpolitik zu koordinieren. Es sei jedoch wichtig, trotz dieser Hindernisse den Weg weiter zu beschreiten, auf dem man schon einige Fortschritte erzielt habe und für den die vorbereitende Arbeit der "Bastiaanse-Gruppe" ausserordentlich wertvoll sei.

Unter Bezugnahme auf Herrn Emmingers Bemerkungen über das Dilemma, in dem sich die Deutsche Bundesbank befindet, meint Herr Zijlstra, dass er anderer Ansicht sei. Die Währungsbehörden seien gut beraten, wenn sie eine mittelfristige Politik verfolgten, denn eine solche Orientierung trage auch zur Verwirklichung der kurzfristigen Ziele bei. In den Niederlanden gründe sich die Geldpolitik auf dem mittelfristigen Ziel eines realen Wachstums von 3,5% pro Jahr. Wenn wie im Jahre 1977 die reale Wachstumsrate unter diesem Ziel geblieben sei, wahre die Geldpolitik ihren Kurs; auf diese Weise trage sie zur Ankurbelung der Wirtschaft bei, während der Liquiditätsüberschuss in der zweiten Phase des Konjunkturzyklus aktiviert und absorbiert werde. Mit der gleichen Zielsetzung werde die niederländische Haushaltspolitik geführt; dies stelle sicher, dass in der schwachen Konjunkturphase stimuliert und in der ansteigenden Konjunkturphase gebremst werde. Natürlich blieben diskretionäre Massnahmen in bestimmten Situationen schwerer Ungleichgewichte immer noch möglich.

Herr Zijlstra wünscht, die Gruppe unter Vorsitz von Herrn Bastiaanse möge ihre Arbeit in der üblichen Weise fortsetzen und einerseits die Frage der Beziehung zwischen der Geldpolitik und der Haushaltspolitik, andererseits das Problem des Konflikts zwischen den kurzfristigen und den mittelfristigen Zielen vertiefen.

Herr Richardson gratuliert Herrn Bastiaanse und seiner Expertengruppe für die geleistete Arbeit. Er erklärt, die britischen Behörden würden weiter bestrebt sein, das sich selbst gesetzte geldpolitische Ziel zu verwirklichen. Zu diesem Zwecke sei die Wechselkurspolitik Ende Oktober geändert und die "minimum lending rate" am 25. November erhöht worden. Wenn man die Wirtschaft ankurbeln wollte, würde man sich der Haushaltspolitik und nicht der Geldpolitik bedienen. Die jetzige Haushaltspolitik sei nämlich sehr viel restriktiver als die Geldpolitik und könne selektiv geführt werden (was in der jetzigen Lage Grossbritanniens sehr wichtig sei). Eine nachgiebigere Geldpolitik hätte dagegen einen nicht-selektiven Effekt und könnte die Ergebnisse gefährden, die man bei der Stabilisierung der inflationären Erwartungen erzielt habe, was Konsequenzen für die Lage auf den Devisenmärkten haben könnte. Darüber hinaus könnte die Furcht vor einem Wiederaufleben der Inflation die Investoren in ihrer abwartenden Haltung bestärken.

Herr Richardson erkennt die Nützlichkeit der von der Bastiaanse-Gruppe geleisteten Arbeit an und möchte, dass diese Gruppe ihre Studien fortführt. Er macht jedoch die folgenden Vorschläge:

- Die Persönlichkeiten, die in den Zentralbanken der EWG-Länder und in jenen ausserhalb der EWG, wie die Vereinigten Staaten, Japan und Kanada, für die Geldpolitik verantwortlich seien, könnten sich von Zeit zu Zeit und vielleicht unter dem Vorsitz von Professor Lamfalussy treffen, um ihre Gedanken auszutauschen.
- Eine Gruppe von Theoretikern der Geldpolitik könnte die theoretischen Grundlagen vertiefen und die "Bastiaanse-Gruppe" beraten.

Der Vorsitzende meint, man müsse über die Vorschläge nachdenken und könne sie anlässlich einer der nächsten Sitzungen wieder aufgreifen.

Herr Lamfalussy erklärt, er wolle sich im Augenblick lieber darauf beschränken, seine allgemeine Meinung über die von einigen Zentralbankpräsidenten angeschnittene Problematik zu geben.

Die Festlegung von quantitativen Zielen für das Wachstum des Geldvolumens habe insbesondere drei Beweggründen entsprochen:

- dem Wunsch, die von den Währungsbehörden in den Jahren 1971 bis 1973 begangenen Irrtümer zu vermeiden,
- der Notwendigkeit, die Inflation zu bremsen, die sich zu Beginn der siebziger Jahre in einem Klima der Ueberbeschäftigung beschleunigt hatte,
- dem Einfluss des Monetarismus.

Inzwischen habe sich die Lage geändert:

- die Inflation sei kosteninduziert und könne nicht durch restriktive Massnahmen gebremst werden,
- die augenblickliche Konjunkturschwäche sei nicht zyklischer Art.

Ausserdem sei anscheinend das monetaristische Argument, die Festsetzung von quantitativen Zielen könne auf die Erwartungen einwirken, nur in den Fällen gültig, in denen die Geldpolitik in der Vergangenheit sehr lasch gewesen sei.

Herr Lamfalussy schliesst mit der Bemerkung, wegen ihrer praktischen Aktualität müsse die Problematik der Festlegung von quantitativen Zielen im Lichte der augenblicklichen Umstände erneut geprüft werden.

Herr Zijlstra kündigt an, er werde mit Herrn Lamfalussy über die erste Anregung von Herrn Richardson reden und in der Januarsitzung darüber im Ausschuss sprechen. Die zweite Anregung erscheine ihm auch interessant, sollte jedoch noch geprüft werden.

Herr Hoffmeyer erklärt sich mit der von Herr Zijlstra vorgeschlagenen Prozedur einverstanden.

Herr de Strycker meint zu Herrn Zijlstras Thesen über die anti-zyklische Geldpolitik, er bezweifle, dass es möglich sei, bei schwacher Konjunktur mehr Liquidität zu schaffen, als die Wirtschaft nötig habe. Die von den belgischen Behörden gemachte Erfahrung zeige nämlich, dass die Geldpolitik sehr viel wirkungsvoller sei, wenn es darum gehe, die Liquiditätsschöpfung zu bremsen, als dann, wenn man Liquidität in Hülle und Fülle schaffen wolle. Die Lage könne jedoch von Land zu Land verschieden sein, und es wäre nützlich, wenn die Expertengruppe Bastiaanse diese Fälle und Möglichkeiten prüfen würde.

Herr Zijlstra antwortet, die im Jahre 1977 eingetretene Geldschöpfung habe tatsächlich den Absichten der Währungsbehörden entsprochen, während

das reale Wachstum unter der gewünschten Rate geblieben sei. Der Liquiditätsüberschuss sei daher ein Faktum. Der mittelfristigen Orientierung der niederländischen Geldpolitik entsprechend werde dieser Ueberhang nicht im Jahre 1978 kompensiert, und es könnte sich sogar ein neuer Ueberhang bilden, wenn das reale Wachstum hinter den Voraussagen zurückbleibe.

Der Vorsitzende meint, es werde interessant sein, Herrn Zijlstra am Ende des Jahres 1978 über die Ergebnisse dieser Politik sprechen zu hören.

Herr Mosca meint, der Bericht der "Bastiaanse-Gruppe" hätte eine sehr interessante Diskussion in Gang gebracht. Die Kommission habe es geschätzt, dass der Bericht eine Analyse der zukünftigen Probleme erarbeitet habe. Natürlich könnten diese Probleme weder im Bericht noch in der heutigen Diskussion der Zentralbankpräsidenten erschöpfend behandelt, geschweige denn geregelt werden.

Wesentlich sei jedoch - und die Kommission bestehe darauf -, dass Aussprachen dieser Art auf Gemeinschaftsebene stattfänden, damit man zur Festlegung von geldpolitischen Zielen und zu einer wirklichen Koordinierung der Geldpolitik gelange, die die in der Haushaltspolitik bereits unternommenen Bemühungen ergänzt. Die Kommission wolle jedoch den EWG-Mitgliedsländern keine bestimmten Lösungen aufzwingen, und die heutige Diskussion habe deutlich gezeigt, dass es noch viele Fragen zu klären gäbe.

Man sollte insbesondere besser die Rückwirkungen berücksichtigen, die sich aus der in einem Land geführten Geldpolitik auf die Wirtschaft der anderen Länder ergebe, welches Wechselkurssystem auch immer in den EWG-Ländern in Kraft sei. Hinsichtlich der Anregung, neue Arbeitsgruppen zu schaffen, von denen eine durch Herrn Lamfalussy geleitet würde, meint Herr Mosca, es sei wichtig, den Gemeinschaftscharakter bestimmter Arbeiten und Massnahmen zu wahren und auch die Verstärkung der Koordinierung der Geldpolitik in Betracht zu ziehen; für diesen Punkt habe der Ausschuss ein Mandat des Rates erhalten (vgl. Punkt V der Tagesordnung dieser Sitzung). Die Zentralbankpräsidenten sollten den Stellvertretern auch genau sagen, was sie von ihnen hinsichtlich der Berichte der "Bastiaanse-Gruppe" erwarteten.

Herr Emminger ist sicher, dass Herr Lamfalussy ein ausgezeichneter Vorsitzender der neuen Gruppe sein wird, jedoch müsse deren Mandat eindeutig abgegrenzt werden, um Ueberschneidungen und Zweigleisigkeiten mit der von Herrn Bastiaanse geleiteten Expertengruppe zu vermeiden.

Der Vorsitzende anerkennt die Sorge von Herrn Emminger und erklärt, dass der Ausschuss auf der Basis eines Vorschlages zu entscheiden haben werde, der nach der Unterredung zwischen Herrn Zijlstra und Herrn Lamfalussy gemacht werde. Des weiteren stellt er die Frage, ob Herr Bastiaanse sich schon zu der einen oder anderen Bemerkung bezüglich des Berichts äussern wolle.

Herr Bastiaanse erklärt, dass die Gruppe sich an das Mandat gehalten habe, mit dem die Zentralbankpräsidenten sie betraut hat. Ursprünglich hätte sich das Mandat auf die Entwicklung der monetären Gesamtgrössen beschränkt und sei erst später auf die haushaltspolitischen Aspekte ausgedehnt worden. Die Wechselkurse würden von dem Mandat eigentlich nicht mehr gedeckt und wurden daher von den Experten nicht erörtert. Diese hätten jedoch Daten und ihre Ueberlegungen präsentiert, die es den Stellvertretern und den Zentralbankpräsidenten ermöglichen sollen, die Aspekte zu behandeln, die von dem Mandat nicht umfasst würden. Die Gruppe habe möglicherweise eine gewisse Tendenz für die monetaristischen Thesen erkennen lassen; sie habe jedoch ebenfalls Lehren gezogen aus den Schwierigkeiten der Geldpolitik anfangs der siebziger Jahre, was sie veranlasst habe, für eine mittelfristige Geldpolitik einzutreten.

Natürlich müssten bestimmte Probleme, insbesondere das der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes, noch eingehender untersucht werden. Die Experten beabsichtigten, im Lichte der Erfahrungen der letzten Jahre die Auswirkungen zu untersuchen, welche einer Veränderung der Umlaufgeschwindigkeit auf die Geldpolitik hat.

Herr Bastiaanse dankt anschliessend den Gouverneuren für ihre Ausführungen, die für seine Expertengruppe eine Ermutigung darstellten.

Der Vorsitzende schliesst die Aussprache, indem er der Gruppe für deren Bericht seine Anerkennung ausspricht, der Ausgangspunkt für eine sehr interessante Debatte war. Diese Debatte habe neue Bereiche erschlossen, die sich den Experten zur Studie anböten.

Der Vorsitzende weist ausserdem darauf hin, dass der Ausschuss im Januar die Frage der Einsetzung einer neuen Gruppe, deren Mandat klar abgegrenzt sein müsse, insbesondere gegenüber der "Bastiaanse-Gruppe", neu aufgreifen könnte.

IV. Neufassung des Abkommens vom 9. Februar 1970 zur Errichtung eines Systems des kurzfristigen Währungsbeistands unter Berücksichtigung der vom Ausschuss der Zentralbankpräsidenten in seinem Bericht an den Rat vom 17. November 1977 vereinbarten Änderungen

Herr Breen erklärt, dass die Stellvertreter den Text der Akte betreffend den kurzfristigen Währungsbeistand, der unterschriftsreif sei, auf der Grundlage des vom Sekretariat verteilten Entwurfs neu gefasst haben.

Die Mehrheit der Stellvertreter hielten es nicht für angebracht, im Abkommenstext selbst eine Verpflichtung zu stipulieren, dass der Vorsitzende des Währungsausschusses über jeden Währungsbeistand zu unterrichten sei. Hingegen habe man sich geeinigt, den nachstehenden Text im Protokoll aufzunehmen:

"Es wird vereinbart, dass der Währungsausschuss von jeder Gewährung des Währungsbeistands unterrichtet wird".

Der Ausschuss erklärt sein Einverständnis

- zum Text der Akte betreffend den Währungsbeistand,
- zur Aufnahme des oben zitierten Textes in das Protokoll.

V. Wahrnehmung des Mandats, mit dem der Rat der Europäischen Gemeinschaften den Ausschuss der Zentralbankpräsidenten am 21. November 1977 aufgefordert hat, auf der Grundlage der Mitteilung der Kommission vom 5. Oktober 1977 (Schlussdokument COM 77/443) zu prüfen, auf welche Weise die Koordinierung der Wirtschafts- und Finanzpolitik der Mitgliedstaaten verstärkt werden könnte

Herr Breen erklärt, dass die Stellvertreter beabsichtigten, im Januar diese Frage auf der Basis eines vorbereitenden Dokuments der Kommission zu erörtern und den Zentralbankpräsidenten vor der Februarsitzung einen Berichtsentwurf vorzulegen.

Der Ausschuss nimmt das von den Stellvertretern vorgeschlagene Verfahren zur Kenntnis.

VI. Erneuerung der Swapvereinbarungen zwischen der Federal Reserve Bank von New York und den Notenbanken der EWG

Herr Breen erklärt, dass die Stellvertreter zu diesem Punkt keine Bemerkungen haben; sie hätten jedoch vereinbart, die Frage der Swapvereinbarungen

bereits im Juli 1978 erneut zu prüfen, um vor der nächsten Erneuerung Ende 1978 eventuell Aenderungen prüfen und vorschlagen zu können.

VII. Analyse der 104. Folge von Arbeitsdokumenten (Statistische Angaben und Zusammenfassung der Ereignisse und Massnahmen in der Gemeinschaft)

Wegen der umfangreichen Tagesordnung nimmt der Ausschuss diese Analyse nicht vor.

VIII. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

Es stehen keine weiteren Fragen an.

IX. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Die nächste Sitzung findet am Dienstag, den 10. Januar 1978 um 10 Uhr in Basel statt.

\* \* \*

Am Ende der Sitzung erinnert der Vorsitzende daran, dass Herr d'Aroma am Jahresende sein Amt als Generalsekretär des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten und des Verwaltungsrats des EFWZ, das er seit Errichtung dieser beiden Organismen im Juli 1964 und Mai 1973 inne hat, niederlegen wird. Er spricht Herrn d'Aroma den aufrichtigen Dank und die hohe Anerkennung der Gouverneure für seine hervorragenden und wertvollen Dienste aus, die er dem Ausschuss der Zentralbankpräsidenten und dem Verwaltungsrat des EFWZ geleistet hat. Die Gouverneure und insbesondere jene, die den Vorsitz im Ausschuss hatten, haben die Kompetenz, mit der Herr d'Aroma seine Aufgaben wahrnahm und ein Sekretariat von hohem Niveau gebildet und geleitet hat, äusserst geschätzt.

Der Vorsitzende bittet Herrn d'Aroma, diese wenigen Worte als einen sehr unvollkommenen Ausdruck der Dankbarkeit und Gefühle der Gouverneure anzunehmen, und wünscht ihm für die Zukunft alles Gute.

Des weiteren begrüsst der Vorsitzende Herrn Schleiminger, der mit Wirkung vom 1. Januar 1978 Nachfolger von Herrn d'Arma als Generalsekretär des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten und des Verwaltungsrats des EFWZ wird.



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

NOVEMBER 1977

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 November 1977 und in den ersten Dezembertagen.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Die Nachfrage nach starken Währungen, die sich schon zuvor sehr bemerkbar gemacht hatte, hat in der zweiten Novemberhälfte erheblich an Kraft gewonnen. Die entsprechenden Bewegungen am Devisenmarkt, bei denen Handelsbilanzentwicklungen sowie die traditionelle Bevorzugung bestimmter Währungen eine Rolle spielen, werden bekanntlich durch das Vorhandensein erheblicher Dollarbestände erleichtert. Erst in den allerletzten Tagen dieses Monats trat eine gewisse Beruhigung ein.

Dieser Kaufandrang konzentrierte sich auf drei Währungen: den Schweizer Franken, den Yen und die Deutsche Mark, die folglich erneut auf allen Märkten haussierten. An mehreren Plätzen, insbesondere in New York, erreichten sie ihren historischen Höchststand.

Der Schweizer Franken verzeichnete den spektakulärsten Anstieg. Innerhalb eines einzigen Monats stieg sein Dollarwert um 3% und sein Kurs gegenüber der DM um 2%, so dass sich seine Höherbewertung seit Anfang Januar 1977 auf rund 13% bzw. 7% beläuft.

---

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