

PROTOKOLL\* DER 159. SITZUNG DES  
AUSSCHUSSES DER PRAESIDENTEN DER ZENTRALBANKEN  
DER MITGLIEDSTAATEN DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT  
AM SITZ DER BANK VON ENGLAND IN LONDON  
Freitag, 30. Oktober 1981, 15 Uhr

---

Anwesend sind: der Gouverneur der Bank of England und Ausschussvorsitzende, Herr Richardson, begleitet von Herrn Loehnis; der Gouverneur der Banque Nationale de Belgique, Herr de Strycker; der Gouverneur der Danmarks Nationalbank, Herr Hoffmeyer; der Präsident der Deutschen Bundesbank, Herr Pöhl; der Gouverneur der Bank von Griechenland, Herr Arsenis; der Gouverneur der Banque de France, Herr de la Genière; Herr Reynolds als Vertreter des Gouverneurs der Central Bank of Ireland; der Gouverneur der Banca d'Italia, Herr Ciampi; Herr Szász als Vertreter des Präsidenten der Nederlandsche Bank; der Generaldirektor für Wirtschaft und Finanzen bei der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Herr Padoa-Schioppa; der Kommissar für die Bankenaufsicht des Grossherzogtums Luxemburg, Herr Jaans. Ebenfalls anwesend sind der Generalsekretär des Ausschusses, Herr Morelli, und sein Beigeordneter, Herr Bascoul.

Der Vorsitzende eröffnet die Sitzung mit der Bemerkung, dass er sich freue, seine Kollegen am Sitze der Bank von England empfangen zu dürfen, und heisst Herrn Arsenis, den neuen Gouverneur der Bank von Griechenland, herzlich willkommen.

---

\* Endgültige Fassung, die im Rahmen des in der Sitzung vom 8. Dezember 1981 vereinbarten Verfahrens gebilligt wurde und gegenüber dem Entwurf nur einige Aenderungen redaktioneller Art aufweist.

I. Vorbereitung für das informelle Treffen der EWG-Finanzminister und -Zentralbankpräsidenten auf der Grundlage folgender Punkte:

- Fortsetzung des regelmässigen Gedankenaustauschs über die Koordinierung der Wechselkurspolitik der EWG-Länder gegenüber Drittwährungen unter besonderer Berücksichtigung des US-Dollars,
- Bewertung internationaler Zinsentwicklungen

Der Vorsitzende lädt die Präsidenten zu einem freien Meinungsaustausch über die folgenden Punkte ein:

- der möglicherweise seit dem Sommer zu beobachtende Wandel insbesondere in der Einstellung der amerikanischen Behörden; letztere stehen heute den Ansichten der Europäer anscheinend etwas aufgeschlossener gegenüber;
- die Aussichten bezüglich der Entwicklung der Wechselkurse, insbesondere im EWS, im Anschluss an die günstigen Auswirkungen der Leitkursanpassung vom 5. Oktober 1981;
- die Aussichten im Zinssektor, in dem sich eine gewisse Beruhigung abzeichne.

Herr Pöhl führt aus, dass die Instabilität der Wechselkurse unheilvoll sei; die Tatsache, dass die Federal Reserve nicht interveniere, mache die Probleme nicht kleiner, aber es habe den Anschein, dass ein Wandel in der amerikanischen Haltung nicht auszuschliessen sei. Die Aussichten für die nächsten Monate hätten sich gebessert:

- Der US-\$/DM-Wechselkurs dürfte sich stabilisieren (insbesondere in Verbindung mit der verbesserten Leistungbilanzsituation entwickelten sich die Wechselkurserwartungen zugunsten der D-Mark).
- Die amerikanischen Zinsen dürften sich infolge der Rezession, die in den Vereinigten Staaten sehr ausgeprägt sein könnte, weiter zurückbilden.
- Die Erdölpreise dürften während einer gewissen Zeit stabil bleiben und real sogar sinken.

Alle diese Faktoren dürften dazu beitragen, den Aktionsspielraum der Geldpolitik zu vergrössern. Wichtig sei aber eine enge Zusammenarbeit der EWG-Währungsbehörden untereinander und mit den Vereinigten Staaten; letztere müssten ihre Haltung des "benign neglect" aufgeben.

Herr de la Genière dankt seinen Kollegen für die gute Zusammenarbeit anlässlich der Leitkursanpassung. Sein besonderer Dank gilt der Deutschen Bundesbank, dank deren Kooperation die Bank von Frankreich in die Lage versetzt werde, einen beträchtlichen Teil ihrer Schulden mittels Interventionen zurückzuzahlen. Die Aktion der französischen Behörden zielt vor allem darauf ab, die offiziellen Währungsreserven wieder aufzufüllen und die kurzfristigen Zinsen zu senken. Hinsichtlich der Vereinigten Staaten hofft Herr de la Genière darauf, dass sich die Haltung der Behörden tatsächlich ändert; angesichts des hohen amerikanischen Budgetdefizits bestehe aber die Gefahr, dass die Zinsen hoch und instabil bleiben.

Der Vorsitzende gibt zu, dass das amerikanische Budgetdefizit hoch bleiben werde; wie aber die amerikanischen Behörden gesagt hätten, würden diese Zahlen weniger ins Gewicht fallen als die Tendenz zu einer schrittweisen Verminderung des Budgetdefizits.

Herr Ciampi hebt hervor, wie sehr die interne Geldpolitik durch die Instabilität des Dollarkurses erschwert werde. Wenn die Haltung der Vereinigten Staaten wandlungsfähig sei, sollte man daraus Nutzen ziehen und in einer noch festzulegenden Weise eine gemeinsame europäische Position beziehen. Die letzte Leitkursanpassung im EWS sei zum richtigen Zeitpunkt gekommen, es wäre aber sehr wünschenswert gewesen, wenn Frankreich und die Bundesrepublik Deutschland, die bei der Leitkursanpassung die treibende Kraft gewesen seien, die anderen Partner konsultiert hätten, bevor man das offizielle Verfahren eingeleitet habe.

Der Vorsitzende bemerkt dazu, dass die letzte Leitkursanpassung wie ihre Vorgänger die Erfahrungen auf diesem Gebiet bereichert hätte; es sei wichtig, hieraus für die Zukunft Lehren zu ziehen.

Herr de Strycker hält es für wichtig, die Vereinigten Staaten dazu zu bewegen, ihre Haltung gegenüber dem Dollarkurs zu ändern: Die Erfahrungen der letzten Jahre hätten nämlich gezeigt, dass die Märkte zu übertriebenen Reaktionen neigten und sich nicht ausschliesslich und hauptsächlich von den fundamentalen Faktoren leiten liessen. Die Kurschwankungen (zwischen 30 und 40% innerhalb einiger Monate) seien unverhältnismässig und trügen zur Verschlechterung der internationalen Wirtschaftslage bei; sie müssten daher vermieden oder gemässigt werden. Zu diesem Zwecke könnten sich die Zentralbanken im wesentlichen zweier Mittel bedienen: zinspolitische Massnahmen oder Interventionen auf den

Devisenmärkten. Da der Einsatz des ersten Mittels oft in Konflikt mit binnenwirtschaftlichen Erfordernissen trete, müsse vom zweiten Mittel häufiger Gebrauch gemacht werden. Ohne sich fundamentalen Tendenzen widersetzen oder einen Festkurs bzw. gar eine Zone für den Dollar schaffen zu wollen, sollten die Zentralbanken mehr Aktivität am Devisenmarkt entfalten. Da auf europäischer Seite die Aufgabe im wesentlichen der Deutschen Bundesbank zufalle, müsse man mit jener zusammen eine koordinierte Interventionspolitik betreiben.

Herr Pöhl spricht sich gegen massive oder den fundamentalen Faktoren zuwiderlaufende Interventionen aus; deswegen sollte man nicht ganz auf dieses Instrument zu verzichten, da die Wechselkursausschläge manchmal erratisch und unverhältnismässig seien. Tatsächlich seien die Interventionen der Deutschen Bundesbank 1981 bedeutender als 1980 gewesen, während die Federal Reserve nur unbedeutende Interventionen getätigt habe. Der starke Anstieg des Dollarkurses habe wahrscheinlich sein Ende erreicht, und die jüngste Entwicklung dürfte den Aktionsspielraum fortschreitend erweitern und damit der Bundesbank erlauben, ihre restriktive Geldpolitik etwas zu lockern.

Der Vorsitzende erinnert daran, dass selbst nach der Leitkursanpassung vom 5. Oktober 1981 der US-\$/DM-Wechselkurs noch stark geschwankt habe; ein Gesinnungswandel der amerikanischen Behörden sei sehr von Nöten.

Herr Szász teilt den Wunsch nach stabileren Wechselkursen; neben dem Problem der Dollarkursschwankungen gäbe es jedoch auch dasjenige des Dollarkursniveaus. Interventionen zur Kursglättung würden das letztere Problem nicht lösen. Dagegen könnten die Rezession und die Verschlechterung der Leistungsbilanz in den Vereinigten Staaten demnächst einen schwächeren Dollar zur Folge haben, was den zinspolitischen Spielraum etwas erweitern könnte. Es sei aber zu befürchten, dass diese Faktoren, falls sie sich kumulierten, zu einem starken Verfall des Dollarkurses führen würden, was auch unheilvoll wäre. Die letzte Leitkursanpassung im EWS sei vor allem durch die Wechselkurserwartungen herbeigeführt worden, aber eine solche Operation tendiere dazu, das Inflationsgefälle in der EWG zu verstärken; dies dürfte offensichtlich Probleme für die Zukunft des Systems mit sich bringen.

Herr Pöhl erinnert daran, dass er gegen DM-Interventionen der Federal Reserve sei; letztere könnte nämlich anschliessend die derart angesammelten DM-Guthaben frei verwenden, was wiederum die deutsche Geldpolitik beeinträchtigen könnte. Bei den Kontakten mit der Federal Reserve sollte man daher dafür eintreten, dass jene den "benign neglect" aufgäbe und von Zeit zu Zeit, insbesondere bei übermässigen Kursschwankungen, interveniere.

Herr Padoa-Schioppa hält die Leitkursanpassung vom 5. Oktober 1981 für einen Erfolg; auf Verfahrensebene habe sich aber erwiesen, dass allgemeine Uebereinstimmung über die wesentlichen Punkte vorliegen müsse, bevor die Sitzungen in Brüssel begännen und damit der Punkt erreicht sei, an dem es kein Zurück mehr gebe. Die Leitkursanpassung habe erwiesen, dass das EWS noch ziemlich fragil sei und gestärkt werden müsse. Hierzu sei eine Strategie zu entwickeln. Zur Entwicklung des Dollarkurses sei gesagt, dass man neben einem positiven Szenario (Stabilität des Dollarkurses und eine pragmatischere Haltung der amerikanischen Behörden gegenüber Interventionen) mit der Gefahr eines ungünstigeren Szenarios (übermässige Baisse des Dollarkurses und die Beibehaltung des "benign neglect" rechnen müsse.

Herr Arsenis legt dar, dass Griechenland, wenn es auch nicht Mitglied des EWS sei, ebenfalls von den Schwankungen des US-\$-Wechselkurses und vom hohen Zinsniveau berührt werde. Die griechischen Behörden seien dabei, ein kurzfristiges Wirtschaftsprogramm aufzustellen, mit dem die Eindämmung der Inflation (hierbei spiele die Zentralbank eine Schlüsselrolle), die Verbesserung der Leistungsbilanz und die Gesundung der öffentlichen Finanzen angestrebt werden.

Herr Hoffmeyer ist auch der Ansicht, dass die Dollarkursschwankungen ein ernstes Problem darstellten; diese Kursschwankungen hätten sich seit 1973 trotz eines beträchtlichen Anstiegs der Interventionen verstärkt. Die Realzinsen seien angesichts der Notwendigkeit, die Investitionen anzuregen und auszuweiten, sicherlich zu hoch. Die Defizite der öffentlichen Hand seien aber so bedeutend, dass hohe Zinsen notwendig seien (die Zentralbanken sollten keine leichte Defizitfinanzierung erlauben). Man könne sich daher fragen, ob ein Rückgang des Dollarkurses wirklich eine fühlbare Reduzierung der Zinsen erlauben würde.

Herr Pöhl führt aus, der Umfang und die Zunahme der Defizite der öffentlichen Hand seien in weitem Masse die Folge der schlechten Konjunktursituation. Die Beschleunigung der Inflation ginge vor allem auf die Verschlechterung der "terms of trade" zurück (nahezu zwei Drittel der Preissteigerung sei durch diesen externen Faktor verursacht). Wenn der Dollarkursrückgang anhalte, dürfte sich das Preisklima verbessern. Dagegen seien die Konjunkturaussichten nicht die allerbesten; der starke Anstieg der Exporte, vor allem nach den OPEC-Ländern, sei nichtsdestoweniger ein sehr positiver Faktor.

Herr Reynolds bekundet seine Genugtuung über die letzte Leitkursanpassung; das irische Pfund habe seinen Platz in der Mitte der Gemeinschaft behaupten können, und während vor dem 5. Oktober bedeutende Interventionen stattgefunden hätten, seien seitdem keine mehr notwendig gewesen. Die Art, wie die Leitkursanpassung vorgenommen wurde, sei für Irland insoweit günstig gewesen, als es zu den "Null"-Ländern gehört habe. Bezüglich der Dollarkursentwicklung sei gesagt, dass eine Abschwächung wahrscheinlich, ein starker Kursrückgang aber nicht wünschenswert sei. Ob die amerikanischen Zinsen zurückgehen würden, hänge weitgehend von der Entwicklung des amerikanischen Budgetdefizits ab.

Herr Jaans hält die Koordinierung der Dollarpolitik heute für weniger aktuell, als es vor sechs Monaten der Fall gewesen sei. Es verblieben aber kritische Fragen zur Haltung der amerikanischen Behörden, einerseits hinsichtlich deren Wechselkurspolitik, andererseits bezüglich deren Politik der Inflationsbekämpfung, die zu einseitig auf die Geldpolitik abstelle. Dies habe nachteilige Wirkungen für die anderen Länder, insbesondere in Europa.

Herr Ciampi legt dar, dass angesichts der starken Dollarhaussie die Verringerung der Inflationsrate in Italien von 20% auf 19% schon als relativer Erfolg bewertet werden könne. Ziel sei es aber, diese Steigerungsrate zu verringern, und zu diesem Zweck würden Anstrengungen gemacht, um den Kreditbedarf des Staates zu verringern. In diesem Zusammenhang müsse sich die Zentralbank gegen einen Rückgang der Zinsen stellen.

Der Vorsitzende schliesst die Aussprache mit der Bemerkung, dass kein Anlass bestehe, präzise Schlussfolgerungen zu ziehen; der Gedankenaustausch habe aber interessante Betrachtungen erlaubt, über die er den Finanzministern bei deren Konferenz mit den Zentralbankpräsidenten am 31. Oktober 1981 mündlich einen kurzen Bericht erstatten werde.

II. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses:

- Gedankenaustausch über mögliche Regeln und Verfahren für künftige Ernennungen des Vorsitzenden des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten

Wegen Zeitmangels schlägt der Vorsitzende vor, diesen Gedankenaustausch auf eine spätere Ausschusssitzung zu verschieben.