

PROTOKOLL*

DER HUNDERTACHTEN SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER PRAESIDENTEN
DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT
BASEL, DIENSTAG, 8. FEBRUAR 1977, 10.00 UHR

Anwesend sind**: der Gouverneur der Bank of England und Ausschussvorsitzende, Herr Richardson, begleitet von den Herren McMahon und Balfour; der Gouverneur der Banque Nationale de Belgique, Herr de Strycker, begleitet von Herrn Janson; der Gouverneur der Danmarks Nationalbank, Herr Hoffmeyer, begleitet von Herrn Mikkelsen; der Vizepräsident der Deutschen Bundesbank, Herr Emminger, begleitet von den Herren Gleske und Jennemann; der Gouverneur der Banque de France, Herr Clappier, begleitet von den Herren Théron und Lefort; der Gouverneur der Central Bank of Ireland, Herr Murray, begleitet von Herrn Breen; der Generaldirektor der Banca d'Italia, Herr Ercolani, begleitet von Herrn Magnifico; der Präsident der Nederlandsche Bank, Herr Zijlstra, begleitet von den Herren Szász, van Hellenberg Hubar und Boot; zugegen sind ferner Herr Ortoli, Vizepräsident der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, begleitet von Herrn Mosca; Herr Jaans, Beigeordneter Kommissar für die Bankenaufsicht des Grossherzogtums Luxemburg; die Herren Heyvaert und Bastiaanse, Vorsitzende der Expertengruppen, und ebenfalls anwesend sind der Generalsekretär des Ausschusses, Herr d'Aroma, sein Beigeordneter, Herr Başcoul, Herr Scheller und Herr Freeland sowie Herr Lamfalussy.

I. Billigung des Protokolls der 107. Sitzung

Der Ausschuss billigt einstimmig das Protokoll der 107. Sitzung in der Fassung des Entwurfs.

-
- * Endgültige, in der Sitzung vom 8. März 1977 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Text des Entwurfs nur einige Aenderungen redaktioneller Art aufweist.
- ** Der Gouverneur der Norges Bank, Herr Getz Wold, begleitet von Herrn Hansen, und der Gouverneur der Sveriges Riksbank, Herr Nordlander, begleitet von Herrn Lundström, sind bei der Diskussion über Punkt II der Tagesordnung zugegen.

II. Entwicklung auf den Devisenmärkten der Konzertationsteilnehmer im Monat Januar und in den ersten Februartagen: 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 als Anlage diesem Protokoll beigefügten Berichts zusammen; ferner macht er noch die nachstehend ergänzenden Bemerkungen:

- Die amtlichen Reserven Grossbritanniens haben bemerklich zugenommen, nämlich um etwas über \$ 3 Mrd. als Folge der Ziehung in Höhe von etwa \$ 1 Mrd. auf den vom IWF eingeräumten Kredit und von Dollarkäufen am Markt im Wert von \$ 2,2 Mrd.

- Mehrere Zentralbanken haben zur Regulierung ihres Geldmarktes Swapgeschäfte getätigt (Kassakäufe von Dollar und Terminrückkäufe); die der Schweizerischen Nationalbank waren mit etwa \$ 3 Mrd. am bedeutendsten.

- Die Abgaben von Dollar im Zusammenhang mit dem Umtausch bei der Schweizerischen Nationalbank von langfristigen Kreditaufnahmen des Auslands in Schweizer Franken beliefen sich auf fast \$ 150 Mio. und haben damit teilweise die Dollarkäufe dieser Zentralbank am Markt in Höhe von \$ 200 Mio. kompensiert.

- Die Interventionen der Banque de France zum Kauf von Dollar beliefen sich auf etwa \$ 275 Mio.; dieser Betrag entspricht praktisch dem Erlös der Anleihen öffentlicher Körperschaften, den diese an den Devisenmarkt abgegeben hatten.

B. Aussprache des Ausschusses

Der Vorsitzende eröffnet die Aussprache, indem er Herrn Ortoli herzlich willkommen heisst, und erklärt im Namen des Ausschusses, wie sehr die Gouverneure sich glücklich schätzen, ihn künftig in ihrem Kreis zu sehen. Desgleichen begrüsst er die Gouverneure der Zentralbanken von Norwegen und von Schweden.

Herr Ortoli dankt dem Vorsitzenden für den freundlichen Empfang im Ausschuss und erklärt, dass er die Absicht habe, an den Sitzungen des Ausschusses so oft wie möglich teilzunehmen.

Herr Nordlander stellt fest, dass die derzeitige Schwäche der schwedischen Krone auf das bedeutende Defizit der schwedischen Leistungsbilanz zurückzuführen ist. Darüber hinaus haben die jüngsten Aeusserungen einiger bedeutender Wirtschaftler über die Zukunft der schwedischen Wirtschaft einige Unruhe ausgelöst. Seit kurzem hat sich die Lage jedoch wieder beruhigt, und aufgrund der Bereitstellung eines bedeutenden Auslandskredits zugunsten des Königreich Schweden dürfte diese Situation in den kommenden Monaten anhalten.

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

Herr McMahon erklärt, dass die Stellvertreter auf ihrer Montag-Sitzung einige Einzelfragen betreffend die Tatsachendarlegung in den für die Minister bestimmten Berichten erörtert haben. Sie hätten keine Bemerkungen zu dem den Gouverneuren übergebenen Entwurf zu machen.

Der Ausschuss verabschiedet den Bericht in der vorliegenden Fassung, der anschliessend den Finanzministern zugehen wird.

III. Prüfung des Berichts Nr. 9 der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Bastiaanse über die währungspolitische Situation in den EWG-Ländern: jüngste Entwicklungen und Perspektiven für 1977

A. Vortrag von Herrn Bastiaanse

Herr Bastiaanse erklärt, dass der Ausschuss vor einem Jahr zum erstmalig Voraussagen bzw. Ziele betreffend das Wachstum der monetären Aggregate und der Kredite erörtert hat. Die während der letzten zwölf Monate gemachte Erfahrung zeigt, dass der Versuch im grossen und ganzen von Erfolg gekrönt war. Er dankt den Zentralbanken für die Unterstützung, die sie der Arbeit der Gruppe durch die Bereitstellung des notwendigen Zahlenmaterials zuteil haben werden lassen.

Das Hauptziel der Voraussagepraxis sei es, mögliche Gefahren auszumachen, welche die Entwicklung der monetären Grössen für die zukünftigen Trends der Wechselkurse mit sich bringe. In diesem Zusammenhang sei es angebracht, die Frage der Wahl des geeignetsten Aggregats zu prüfen: Solle man das Geldmengenaggregat oder das Kreditaggregat zugrunde legen?

Ueber diese Frage sei man unterschiedlicher Meinung innerhalb der Gruppe (vgl. Seite 2 der Begleitnotiz zum Bericht Nr. 9); dahinter verbirgt sich in Wirklichkeit die grundlegendere Frage einer besseren Verteilung der Anpassungslast zwischen Ueberschussländern und Defizitländern, ohne den Kampf gegen die Inflation in beiden Länderkategorien zu gefährden.

Der Vorsitzende bemerkt, dass die von den britischen Behörden in Zusammenarbeit mit dem IWF getroffene Wahl des Konzepts der Inlandskredite weitgehend durch die defizitäre Lage der Zahlungsbilanz bestimmt wurde. Diese Wahl bedeute nicht, dass die Geldmenge für die britischen Behörden jegliche Bedeutung verloren habe, denn es sei sehr wahrscheinlich, dass man im Falle einer ausgeglicheneren Zahlungsbilanz dem Geldmengenaggregat den Vorzug gebe.

B. Vortrag von Herrn Lamfalussy

Herr Lamfalussy legt seinem Vortrag zwei Themen zugrunde: Verbesserung der Konvergenz zwischen den Mitgliedstaaten und Schwächen bei der Konjunktur und bei den Investitionen.

1. Seit einigen Monaten und von einigen Ausnahmen abgesehen, scheint die Konvergenz zwischen den Mitgliedstaaten im Bereich der binnen- wie aussenwirtschaftlichen Entwicklung sich gegenüber den Divergenzen und Gegensätzen der letzten Jahre durchzusetzen.

Im Rahmen einer ziemlich generellen Verlangsamung der Inflation haben sich die absoluten Abstände zwischen den Mitgliedstaaten bei den Preissteigerungen in den meisten Fällen verringert; eine günstigere Entwicklung zeichnet sich auch bei der Steigerung der Löhne und Gehälter ab, wo häufig eine Verringerung der relativen Abstände festzustellen ist.

Was die Aussenwirtschaft betrifft, so scheinen sich die Abstände bei den effektiven Wechselkursen seit einigen Monaten vor allem aufgrund einer Erholung des Pfundsterlings und der italienischen Lira tendenziell zu verringern; bei den Handelsbilanzen konnte eine vergleichbare Verbesserung noch nicht festgestellt werden, ausgenommen vielleicht der Dezember letzten Jahres.

Diese allgemeine Verbesserung der Konvergenz zwischen den Mitgliedstaaten ist hauptsächlich darauf zurückzuführen, dass mehrere Länder, insbesondere einige Defizitländer, eine restriktivere Geldpolitik eingeschlagen haben.

2. Die konjunkturelle Entwicklung hingegen gibt weiterhin zu einiger Sorge Anlass. In der Tat hat sich die Erholung der Konjunktur merklich verlangsamt; in einigen Fällen kann man sogar einen völligen Stillstand des konjunkturellen Aufschwungs feststellen. Wie immer man auch das Ausmass der Abschwächung oder das Andauern des Stillstands des Wachstums beurteilen mag, zwei Tatsachen scheinen unbestritten:

- die Arbeitslosigkeit nimmt in mehreren Mitgliedstaaten noch zu oder verharrt auf einem hohen und sozial untragbaren Niveau;
- der übliche Anstieg bei den Anlageinvestitionen der Unternehmen blieb aus.

Dieses letztere Phänomen birgt, kurzfristig wie langfristig gesehen, grösste Gefahren für den Beschäftigungsstand in sich; die Gründe hierfür sind für die USA und für Europa sehr unterschiedlich: im erstgenannten Land würden die wiedergewonnene Rentabilität und die finanzielle Lage eine Zunahme der Investitionen rechtfertigen, derzeit scheint jedoch noch als Folge der Vergangenheit eine gewisse Vorsicht vorzuherrschen. In Europa hingegen sind die Voraussetzungen weniger günstig. Die Ungewissheit über die Entwicklung der Wechselkurse innerhalb Europas und die Befürchtung, dass zu starke Abwertungen restriktive Massnahmen nach sich ziehen werden, wirken sich hemmend auf ein Wiederansteigen der Investitionen aus. Hinzu kommt, dass das Ansteigen der Gewinne und die Verbesserung der finanziellen Lage der Unternehmen zum Stillstand gekommen oder sich nur sehr langsam zu entwickeln scheinen; in anderen Ländern, wie in Grossbritannien, ist die Höhe der Gewinne trotz eines in den letzten Monaten zu beobachtenden Wiederanstiegs noch immer unbefriedigend.

Die derzeitige "policy mix" aus einer gemässigten bzw. tendenziell mässigeren Geldpolitik und einer eindeutig expansionistischen Haushaltspolitik sowie, in einigen Ländern, beunruhigender Lohn- und Gehaltssteigerungen erscheint nicht geeignet, an der schwachen Investitionsneigung etwas ändern zu können. Diese Feststellung soll kein Plädoyer zugunsten einer expansionistischen Geldpolitik sein, sondern vielmehr vor der monetären Illusion warnen, die sich in Europa breit gemacht hat.

Eine restriktive oder gemässigte Geldpolitik ist zweifellos für eine Verringerung der aussenwirtschaftlichen Ungleichgewichte notwendig, denn eine überreichliche Geldschöpfung, wie sie derzeit in den Niederlanden zu beobachten ist, schafft letztlich nur Ungleichgewichte. Sie kann jedoch

nicht alle Probleme lösen, und wenn sie nicht von einkommens- und haushaltspolitischen Massnahmen flankiert ist, läuft sie Gefahr, eine Wiederzunahme der Investitionen in Frage zu stellen.

C. Aussprache des Ausschusses

Herr Ortoli räumt ein, dass es absurd wäre zu glauben, man könne mittels einer einzigen Politik, nämlich der Geldpolitik, sämtliche wirtschaftlichen Gleichgewichte verwirklichen. Die besondere Bedeutung, die man während der letzten vier Jahre der Geldpolitik beigemessen habe, sei jedoch weniger auf die monetaristische Doktrin zurückzuführen als vielmehr auf die Tatsache, dass sie häufig die einzig durchführbare Politik sei.

In diesem Zusammenhang könne man mit Genugtuung feststellen, dass die geldpolitischen Zielsetzungen und ihre Verwirklichung trotz der noch sehr unterschiedlichen wirtschaftlichen Lage in den einzelnen Ländern einen eindeutigen Trend in Richtung auf eine bessere Konvergenz aufwiesen. Im übrigen hätten die von zahlreichen Ländern im Bereich der Einkommenspolitik getroffenen Massnahmen erste Erfolge gezeitigt, und es sei ermutigend zu sehen, dass ebenfalls die Notwendigkeit anerkannt werde, Massnahmen im Bereich der öffentlichen Haushalte zu ergreifen, wenn auch klar sei, dass die Haushaltspolitik hauptsächlich mittelfristig als stabilisierender Faktor in Frage komme.

Weiterhin stelle die Kommission mit Befriedigung fest, dass eine steigende Anzahl von Staaten Mengenziele festlege, was ebenfalls die Koordinierung der Geldpolitik im Rahmen der Gemeinschaft erleichtern dürfte. Die Entwicklung sollte dahin gehen, dass man gemeinsam untereinander kohärente Mengenziele festsetzt. Dieses augenscheinlich starre Verfahren bräuchte eine flexible Handhabung nicht auszuschliessen, insofern nämlich, als die Ziele in einer Grössenordnung festgelegt werden könnten, die der wirtschaftlichen Lage und der finanziellen Struktur eines jeden Landes angepasst wären und bei Bedarf überprüft und angepasst würden.

Herr Ortoli teilt die Sorgen hinsichtlich der konjunkturellen Lage; er ist allerdings der Auffassung, dass die Wiederzunahme der Investitionstätigkeit weniger von einem Ansteigen der Gewinne abhängt, als vielmehr von einer Rückkehr des Vertrauens auf den Erfolg der antiinflationären Massnahmen, das seinen Niederschlag finden sollte in:

- einer angemessenen Stabilität der Wechselkursbeziehungen,
- einer Wiederbelebung des Welthandels.

In Anbetracht der sicherlich sehr langen Zeitabläufe bis zur Wiederherstellung der aussenwirtschaftlichen Gleichgewichte wäre es angebracht, sich mit den Problemen zu befassen, die im Zusammenhang mit der Schaffung eines Mechanismus zur Sicherung der einstweiligen Finanzierung der Zahlungsbilanzdefizite entstünden.

Herr Emminger begrüsst den Bericht der Experten und den Vortrag von Herrn Lamfalussy, die anregend für die Aussprache der Gouverneure seien. Was die von Herrn Lamfalussy beschriebene konjunkturelle Lage betreffe, so sei festzuhalten, dass die jüngsten Konjunkturdaten eine neue Belebung der Wirtschaftsaktivität in Deutschland erkennen lassen. Auf Jahresrate umgerechnet habe das reale Wirtschaftswachstum im letzten Quartal 1976 6% betragen, das sei zweimal so viel wie in den USA, und die Auftrags-eingänge hätten im Dezember gegenüber dem Vormonat saisonbereinigt um 4,5% zugenommen. Diese Erholung basiere in erster Linie auf der einheimischen Nachfrage und insbesondere auf der Nachfrage nach Ausrüstungsgütern; dies lasse den Schluss zu, dass die Voraussage der Bundesregierung über das reale Wirtschaftswachstum im Jahre 1977 (+ 5%) tatsächlich eintreten könnte. Die voraussichtliche reale Zunahme der Anlageinvestitionen um 7-8% sei vielleicht nicht sehr eindrucksvoll, von Stagnation könne jedoch keine Rede sein, wenn auch die Erholung in den einzelnen Sektoren unterschiedlich ausfallen dürfte.

Herr Emminger glaubt nicht, dass die Labilität der Wechselkursbeziehungen einer der Hauptgründe für die schwache Investitionsneigung sei; es seien die bedeutenden Zahlungsbilanzdefizite einer Reihe von europäischen Ländern, welche die Behörden der betreffenden Länder zwingen, restriktive Massnahmen zur Korrektur dieser Defizite zu ergreifen. Es handle sich dabei um eine Uebergangsphase, die durchschritten werden müsse, unabhängig von der geltenden Wechselkursordnung.

Die zweite von Herrn Lamfalussy erwähnte Erklärung sei zutreffender. In der Tat hätten sich die Gewinne nicht ausreichend erholt, und ein Erreichen des Niveaus von 1970 sei nicht zu erwarten, denn sobald ein Teil des verlorenen Bodens wiedergutmacht sei, könne man eine tendenzielle Beschränkung der Lohn- und Gehaltserhöhungen erwarten. So sei die soeben für 1977 vereinbarte Lohn- und Gehaltserhöhung von 8 1/2% in der deutschen Metallindustrie zu hoch; sie stelle eine Gefahr für die stabilitätspolitischen Bemühungen dar und könnte bei den Unternehmern den Eindruck erwecken, dass die Kosteninflation weitergehe.

Die Deutsche Bundesbank setze sich Mengenziele, ihre verantwortlichen Leiter seien jedoch keine dogmatischen Monetaristen. Sie seien sich bewusst, dass die Geldpolitik durch geeignete haushalts- und einkommenspolitische Massnahmen flankiert werden müsse, die Angabe monetärer Ziele über jedoch insbesondere einen Einfluss dahingehend aus, dass die Lohn- und Gehaltssteigerungen in vernünftigen Grenzen gehalten werden.

Die Antwort auf die im Expertenbericht aufgeworfene Frage der Wahl zwischen dem Geldmengenaggregat und dem Kreditaggregat hängt nach Auffassung von Herrn Emminger weitgehend von der Zahlungsbilanzsituation ab. Die Experten des IWF messen den Inlandskrediten dann eine überragende Bedeutung bei, wenn das Hauptziel die Reduzierung oder Beseitigung des Leistungsbilanzdefizits sei. Für die Überschussländer wie Deutschland sei eine Beibehaltung des Geldmengenaggregats zweckmässiger.

Abschliessend erklärt Herr Emminger, dass die Äusserung von Vermutungen über die Entwicklung der effektiven Wechselkurse des Pfund Sterlings und der italienischen Lira (vgl. Seite 13 des Expertenberichts) eine ziemlich heikle Angelegenheit sei und zeige, welche Schwierigkeiten entstehen würden, wenn man Zielzonen errichten sollte, die unvermeidlich früher oder später der Öffentlichkeit bekannt würden.

Herr de Strycker dankt den Herren Bastiaanse und Lamfalussy für ihre wertvollen Beiträge und erklärt, dass es angebracht wäre, wenn die Zentralbanken sich angesichts ihrer Zuständigkeit insbesondere mit der Geld- und der Währungs politik befassen.

Die von der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Bastiaanse unterbreiteten Berichte liessen erkennen, dass die monetäre Illusion im Verschwinden begriffen sei. Wenn noch vor einem Jahr die Tendenz bestand, für sämtliche Mitgliedstaaten quantitative Zwischenziele festzulegen, so hätten die letzten zwölf Monate gezeigt, dass die Währungsbehörden sich nicht durch die radikalen Thesen der Monetaristen verblenden und in starre Ziele einzwängen liessen. In einigen Fällen sei die tatsächliche Entwicklung der monetären Aggregate erheblich von den Zielfestlegungen abgewichen, ohne dass daraus eine katastrophale Lage entstanden wäre, ja noch nicht einmal die Disparitäten zwischen den Mitgliedstaaten grösser geworden wären. Wie Herr Lamfalussy schon erwähnt habe, könne man vielmehr insgesamt eine gewisse Konvergenz feststellen. Im monetären Bereich zeige sich die Konvergenz nicht in den Zwischenzielen, sondern darin, wie man die Geldpolitik einsetze.

Die im abgelaufenen Jahr gemachte Erfahrung gestatte es, in den kommenden Monaten die vielfältigen Aspekte der Geldpolitik und die nützliche, aber sehr relative Rolle von in Zahlen ausgedrückten Zwischenzielen besser einzuschätzen. Insbesondere müsse man realistischer sein als die monetaristischen Professoren, die die Festlegung mathematischer Ziele als ein sine qua non für eine bessere Konvergenz der Geldpolitiken ansähen.

Eine bessere Konvergenz scheine sich nunmehr auch im Bereich der Wechselkurspolitik abzuzeichnen. Es werden nunmehr anerkannt, dass die Aenderung der Wechselkurse kein sehr brauchbares und leichtes Anpassungsmittel sei. Vielmehr hätten zahlreiche Länder erkannt, dass die Abwertung ihrer Währung den Teufelskreis Abwertung/Inflation nähre. An die Stelle der passiven Haltung gegenüber der Aussenwertentwicklung der Währung sei eine vermehrte Aufmerksamkeit und Sorge im Bereich der Wechselkurspolitik getreten. Die sich möglicherweise daraus ergebende grössere Stabilität der Wechselkursbeziehungen könnte erheblich dazu beitragen, dass das für ein Wiederbeleben der Investitionsneigung notwendige Vertrauen sich wieder einstellt.

Die Notwendigkeit einer Stabilisierung des Aussenwertes der Währung könne die Währungsbehörden zu Massnahmen veranlassen, die in Konflikt treten können zu der Verwirklichung eines in Zahlen ausgedrückten Zieles, das möglicherweise unter anderen Voraussetzungen festgelegt wurde.

Herr Ercolani stellt mit Bezug auf die Bemerkung von Herrn Emminger fest, dass die italienischen Behörden beabsichtigten, das Zahlungsbilanzdefizit ohne vorsätzliche Manipulierung des Wechselkurses der italienischen Lira zu korrigieren. Die Ausweitung der Indexbindung in der italienischen Wirtschaft setze sowieso jeglicher Wechselkurspolitik ziemlich enge Schranken.

Herr Clappier gibt ebenfalls seiner Genugtuung Ausdruck im Zusammenhang mit dem Bericht der Experten, dem Vortrag von Herrn Lamfalussy und den von verschiedenen Mitgliedern abgegebenen interessanten Stellungnahmen. Er äussert den Wunsch, dass der Ausschuss in Anbetracht der Bedeutung und der Aktualität dieser Aussprachen seinen Vorschlag aufgreife, den er schon früher gemacht habe und der auch schon in die Tat umgesetzt wurde, nämlich eine Nachmittagssitzung in den Fällen abzuhalten, in denen der Ausschuss grundsätzliche Fragen in bezug auf die Geldpolitik erörtert.

Des weiteren sollten die Gouverneure die Möglichkeiten für eine Konsolidierung der Tendenz in Richtung auf eine bessere Konvergenz der Lage der Mitgliedstaaten der EWG prüfen. Zu diesem Zweck schlage Herr Ortolini die Festlegung quantitativer Mengenziele fest, einige Gouverneure hätten sich jedoch gegen einen solchen Ansatz ausgesprochen. Welche Alternative gäbe es? Diese Frage müsste in drei Monaten anlässlich der Erörterung des neuen Berichts der Expertengruppe erneut aufgegriffen werden.

Herr Zijlstra gratuliert ebenfalls den Experten der Bastiannse-Gruppe und Herrn Lamfalussy. Er unterstützt den Vorschlag von Herrn Clappier, von Zeit zu Zeit eine Sitzung am Nachmittag abzuhalten.

Der konjunkturelle Aufschwung sei zur Zeit schwach, aber Herr Emmingers Angaben bestätigten, dass Deutschland mit einem stärkeren Aufschwung rechne, der im guten Sinne ansteckend auf die anderen Länder wirken könnte. Es sei klar, dass die Wechselkursstabilität, die Rentabilität der Unternehmungen und die politische Stabilität in der Welt die wesentlichen Faktoren für die Investoren und den Aufschwung der Investitionen, das Schlüsselproblem für das Wachstum der westlichen Welt, darstellten.

Wenn auch die Geldpolitik nicht alles regeln könne, müsse man jedoch anerkennen, dass die Monetaristen eine wichtige Rolle gespielt hätten, indem sie an die Bedeutung der monetären Gegebenheiten und an die schädlichen Effekte erinnert hätten, die von einer Nachlässigkeit in dieser Beziehung auf das innere und äussere Gleichgewicht ausgehen könnten. Die Verantwortlichen der Nederlandsche Bank teilten diese Ansicht, und in diesem Sinne betrachteten sie sich als gemässigte Monetaristen.

Die geldpolitischen Ziele der Niederlande bezögen sich nicht auf das Wachstum der Geldmenge allein, sondern vielmehr auf die Höhe des Liquiditätskoeffizienten (Liquidität der Wirtschaft in Beziehung zum Bruttosozialprodukt). Dieser Koeffizient habe sich Ende 1976 auf nahezu 39% belaufen, während 36% anscheinend ausreichend seien für das Funktionieren der Wirtschaft. Die niederländischen Währungsbehörden hätten diesen Liquiditätsüberschuss im Jahre 1976 insbesondere wegen der hohen Arbeitslosigkeit tolerieren müssen; sie hätten jedoch vor, den Liquiditätskoeffizienten im Verlauf der drei oder vier kommenden Jahre um 3 bis 4% zu reduzieren.

Noch keinerlei Entscheidung sei über die einzusetzenden Mittel gefallen; jedoch würde eine Verringerung des Liquiditätskoeffizienten um 1%

eine Erhöhung der Geldmenge von 8/2% im Jahre 1977 bedeuten. Hierbei sei anzumerken, dass in den Niederlanden die geldpolitischen wie die budget- und einkommenspolitischen Ziele vorwiegend mittelfristig festgelegt würden.

Herr de Strycker regt an, die Experten sollten in ihrem nächsten Bericht der Entwicklung der kurz- und langfristigen Zinsen mehr Aufmerksamkeit widmen. Man müsse insbesondere prüfen, inwieweit die Politik der Mitgliedstaaten auf diesem Gebiet zur Divergenz, Konvergenz oder zur gegenseitigen Hilfe tendiert.

Der Vorsitzende stellt fest, dass Herr de Stryckers Wunsch vom Ausschuss geteilt wird. Er ist der Ansicht, der Expertenbericht und der Vortrag von Herrn Lamfalussy hätten die Grundlage für eine sehr interessante Debatte abgegeben. Er weist ferner darauf hin, dass wie im Fall der Berichte Nr. 7 und 8 der Bericht Nr. 9 dem Währungsausschuss in einer von anstössigen Stellen gesäuberten Form übersandt werde, d.h. die Zentralbanken seien gebeten, dem Vorsitzenden der Expertengruppe und dem Sekretariat die Aenderungen mitzuteilen, die sie im Hinblick auf die Uebersendung des Berichts an den Währungsausschuss im jetzigen Text anzubringen wünschten.

IV. Analyse der 96. 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.

V. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

Verteilung der Kosten des Ausschussesekretariats des Jahres 1976

Der Ausschuss billigt die Aufstellung der Kosten, die der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich für das Ausschussesekretariat entstanden sind. Gemäss Artikel 7 Absatz 5 der Ausschussgeschäftsordnung 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 Verteilungsschlüssel von den Zentralbanken zu leisten sind, gehen aus der Tabelle 1 hervor; diese Tabelle wurde als Anlage dem Vermerk beigelegt, der den Ausschussmitgliedern vor der Sitzung vorgelegt worden war.

VI. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Die nächste Sitzung findet am Dienstag, den 8. März 1977 um 10 Uhr
in Basel statt.

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

JANUAR 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 Januar 1977 und in den ersten Februartagen.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Die Tendenzen im Januar unterschieden sich recht deutlich vom früheren Marktgeschehen. So befestigten sich die floatenden Währungen einschliesslich des Dollars, aber mit Ausnahme des Schweizer Frankens, klar gegenüber den Verbundwährungen.

Innerhalb der Schlange verzeichneten alle Währungen starke Schwankungen.

Die Deutsche Mark löste sich seit Anfang Januar vom unteren Rand der Bandbreite und überliess diesen Platz der norwegischen Krone. Gegenüber den Partnerwährungen befestigte sie sich so weit, dass sie nicht nur in Oslo, sondern auch in Stockholm und zeitweilig auch in Brüssel über ihrem Leitkurs notierte. Im weiteren Verlauf verlor sie jedoch wieder diesen Vorsprung, so dass ihr Aufgeld gegenüber der schwächsten Währung am Ende des Monats nur noch 1/8% betrug.

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

Die norwegische Krone blieb seit den ersten Januartagen allein am unteren Rand der Bandbreite. Sie erreichte jedoch nirgendwo den unteren Interventionspunkt des Währungsverbunds, dessen Ausdehnung zwischen 1,80 und 2,20% schwankte. Zu ihr stiess am Monatsende wieder die schwedische Krone. Die Schwedische Reichsbank und in einem grösseren Masse die Bank von Norwegen gaben häufig Dollar ab, um den Kursrückgang ihrer Währungen zu bremsen.

Der belgische Franken schwankte beträchtlich innerhalb der Schlange; bald entfernte er sich von den schwächeren Währungen, bald näherte er sich ihnen, wie es insbesondere der Fall war, nachdem die Belgische Nationalbank ihren Diskontsatz von 9 auf 8% gesenkt hatte. Insgesamt verzeichnete der belgische Franken wie die schwedische Krone den stärksten Kursrückgang. Die Belgische Nationalbank gab per saldo Dollar ab, erwarb aber andererseits Deutsche Mark auf dem Markt und begrenzte somit ihre Reserveverluste.

Der Gulden schliesslich hielt sich während des grössten Teils des Monats Januar am oberen Rand der Bandbreite. Am Ende des Monats entfernte er sich von diesem Platz, um dort von der dänischen Krone ersetzt zu werden, die jedoch in den ersten Tagen einen ausgeprägten Kursrückgang verzeichnet hatte.

Am Ende des Beobachtungszeitraums bot sich die Schlange wie folgt dar: Gefolgt vom Gulden im Abstand von $\frac{1}{2}\%$ notierte die dänische Krone $1\frac{3}{4}\%$ über dem belgischen Franken, 2,05% über der DM und 2,20% über der norwegischen und der schwedischen Krone.

Der US-Dollar zog gegenüber den Verbundwährungen stark an; der Kursanstieg betrug hier 3% im Durchschnitt, während er gegenüber den anderen Devisen weniger einheitlich und insgesamt weniger bedeutend ausfiel. In London und Tokio ergab sich nämlich ein Kursrückgang.

Ausser in Tokio befestigte sich das Pfund Sterling erneut auf allen Märkten. Gegenüber den Verbundwährungen fiel die Befestigung am deutlichsten aus: 4% im Durchschnitt. Im Vergleich mit dem Dollar war sie geringer: etwas weniger als 1%. Dieser Gewinn wurde überwiegend während der ersten Januarhälfte erzielt, während in der Folgezeit der Pfundkurs in New York sich kaum änderte.

Die Bestätigung des IWF-Beistandskredits, das Abkommen über die Sterlingguthaben, die Nachricht von dem verringerten Zahlungsbilanzdefizit Grossbritanniens im Dezember und schliesslich die Eröffnung einer Kreditlinie für Grossbritannien durch ein internationales Bankenkonsortium waren die Hauptfaktoren für die Befestigung des Pfundes. Die Bank von England nutzte diese Situation aus, um Dollar in bedeutenden Mengen zurückzukaufen, wobei sie jedoch sofort davon abliess, wenn sich die Stabilisierung des Pfundkurses als notwendig erwies. Andererseits reduzierte sie den Koeffizienten für die Sondereinlagen und senkte den Leitzinssatz von 14,25 auf 12,25%.

Die italienische Lira schwächte sich dagegen etwas ab; von Einfluss waren die schrittweise Verringerung der Devisenkaufsteuer in Italien und die Senkung des Satzes der Pflichteinlagen auf Auslandszahlungen. Gegenüber dem Dollar ging der Kurs um 0,80% zurück. Ausserdem konnte die Bank von Italien nur einen gegenüber früher sehr viel geringeren Dollarbetrag zurückkaufen. Gegenüber der Gesamtheit der Verbundwährungen verzeichnete die Lira nichtsdestoweniger einen Gewinn von 2 1/4%.

Der französische Franken war in besserer Verfassung, und sein Kursniveau blieb gegenüber dem Dollar praktisch unverändert; gegenüber den Verbundwährungen verbesserte er sich daher um durchschnittlich 3%. Die Bank von Frankreich tätigte Interventionen, die per saldo mit Käufen von Dollar und Mark abschlossen.

Der Schweizer Franken entwickelte sich dagegen fast parallel zu den Verbundwährungen.

Der japanische Yen schliesslich verzeichnete überall einen starken Kursanstieg. Gegenüber dem US-Dollar befestigte er sich im Januar um 1,40% und erreichte somit eine Aufwertungsrate von nahezu 3% seit November letzten Jahres. Der kanadische Dollar setzte dagegen die Ende 1976 begonnene Hausse nicht fort: in New York gab er um mehr als 3/4% nach.

II. INTERVENTIONEN GEGEN DOLLAR

Erneut beliefen sich die Interventionen gegen Dollar auf hohe Beträge in beiden Richtungen. Sie verfolgten den Zweck, die Schwankungsbreite des Dollars zu begrenzen und in einigen Fällen gleichzeitig das Ansteigen des

Abstands zwischen den Verbundwährungen auf 2,25% zu vermeiden sowie schliesslich insbesondere bei den EWG-Zentralbanken mit floatender Währung die Reserven wiederaufzufüllen.

Die Käufe beliefen sich insgesamt auf \$ 4,4 Mrd., die Verkäufe auf \$ 2,3 Mrd.

Der Kaufüberschuss in Höhe von \$ 2,1 Mrd., der zur festen Haltung des Dollars beitrug, setzt sich wie folgt zusammen:

- \$ 350 Mio. verkauften die Verbundzentralbanken, obwohl die Bundesbank und die Dänische Nationalbank netto auf der Käuferseite waren; im Dezember hatten sich Nettokäufe von insgesamt \$ 750 Mio. ergeben;
- \$ 2,6 Mrd. und damit das Doppelte des Betrages im Dezember 1976 kauften die EWG-Zentralbanken, die nicht dem Währungsverbund angehören; der Anteil der Bank von England übersteigt bei weitem den der anderen;
- \$ 150 Mio. verkaufte die Gesamtheit der anderen Zentralbanken. Hiervon stellen ungefähr \$ 50 Mio. die Deckung für europäische Währungen dar, welche die Federal Reserve Bank von New York gekauft hat.

III. INTERVENTIONEN IN EUROPÄISCHEN WÄHRUNGEN

Die Interventionen, welche die Verbundzentralbanken in europäischen Währungen tätigten, waren unbedeutend. Sie beinhalteten einige DM-Käufe innerhalb der Bandbreite und eine geringfügige obligatorische Stützung der schwedischen Krone gegenüber der dänischen Krone am unteren Interventionspunkt, und ihr Gesamtbetrag übersteigt nicht den Gegenwert von 20 Mio. EWRE. Im wesentlichen wurden sie sofort in Dollar glattgestellt.

Die Bank von Frankreich intervenierte in Deutschen Mark als Verkäufer und Käufer; insgesamt wurden nahezu 80 Mio. EWRE umgesetzt.

In den ersten Februartagen waren die Devisenmärkte sehr ruhig.

Verglichen mit ihrem Niveau vom 31. Januar zeigen die Kurse vom 4. Februar insgesamt einen leichten Kursrückgang des Dollars an. So verlor er gegenüber den europäischen Verbundwährungen durchschnittlich $\frac{1}{5}\%$. Die Lage in der Schlange hat sich praktisch nicht verändert: die dänische Krone blieb die stärkste und die schwedische Krone die schwächste Währung. Der Abstand zwischen den beiden hielt sich bei ungefähr 2%.

Der Kurs des Pfund Sterlings erwies sich stabil, obwohl die Bank von England erneut ihren Leitzinssatz herabsetzte und für nicht unbedeutende Beträge weitere Dollar kaufen konnte.

Ebenso erging es der italienischen Lira und dem französischen Franken, jedoch fielen die Käufe der Bank von Italien und der Bank von Frankreich mässiger aus.

Der Schweizer Franken befestigte sich leicht gegenüber dem Dollar und den anderen floatenden Währungen; zu den Verbundwährungen entwickelte er sich fast parallel.

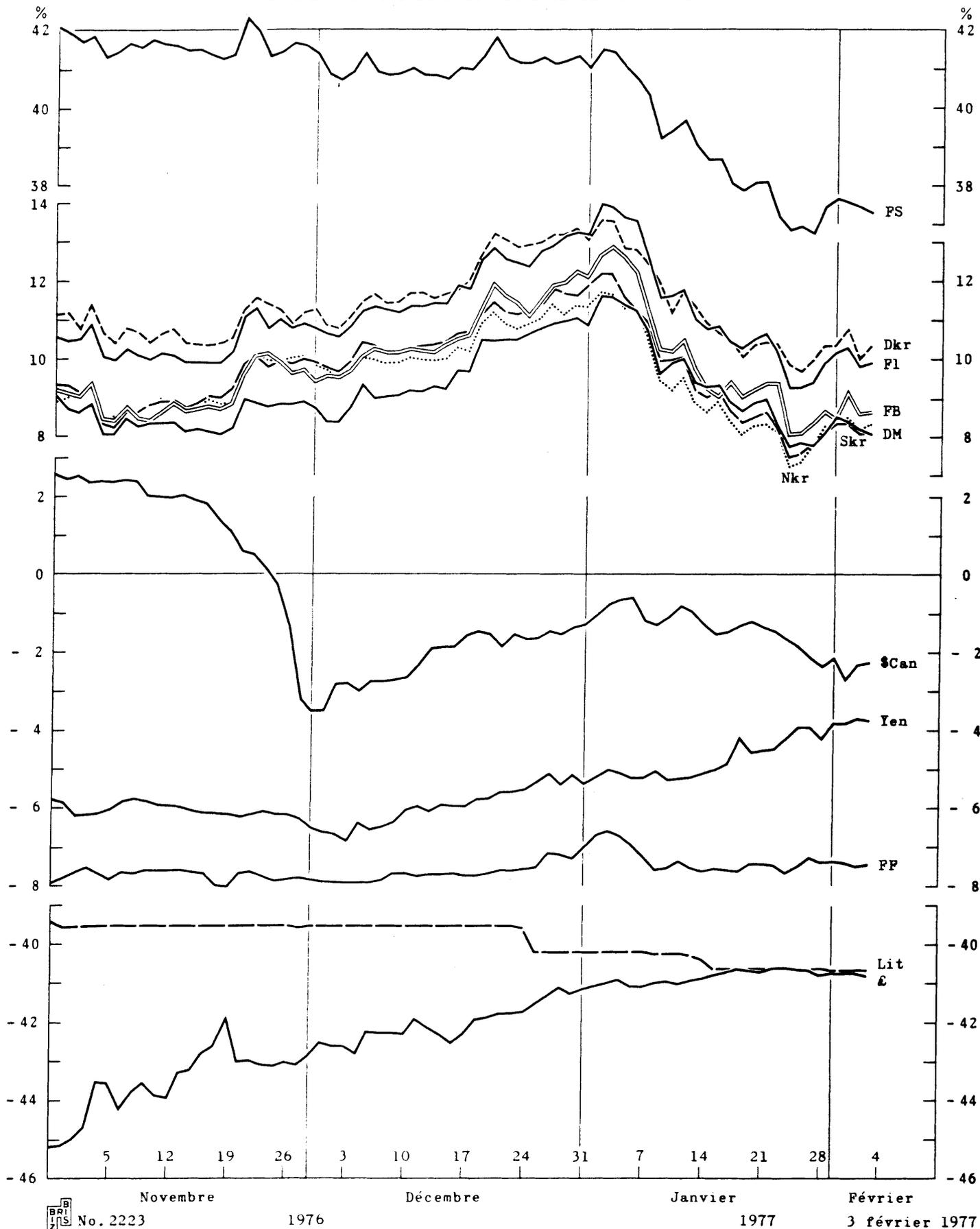
Während sich der Yenkurs kaum veränderte, ohne dass übrigens die Bank von Japan intervenierte, gab der kanadische Dollar um etwas mehr als $\frac{1}{4}\%$ nach.

Interventionen in Gemeinschaftswährungen fielen nicht an.

Die Dollarinterventionen aller Konzertationsmitglieder schlossen per saldo mit einem Nettokauf von ungefähr einer halben Milliarde Dollar ab.

Unter den Verbundzentralbanken war allein die Schwedische Reichsbank mit Verkäufen von übrigens bescheidenem Umfang vertreten. Die Käufe wurden fast vollständig von den Zentralbanken der Gemeinschaft mit floatender Währung getätigt. Die Interventionen der anderen Konzertationsmitglieder ergaben einen Nettokauf von einigen -zig Millionen Dollar.

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



No. 2223

1976

1977

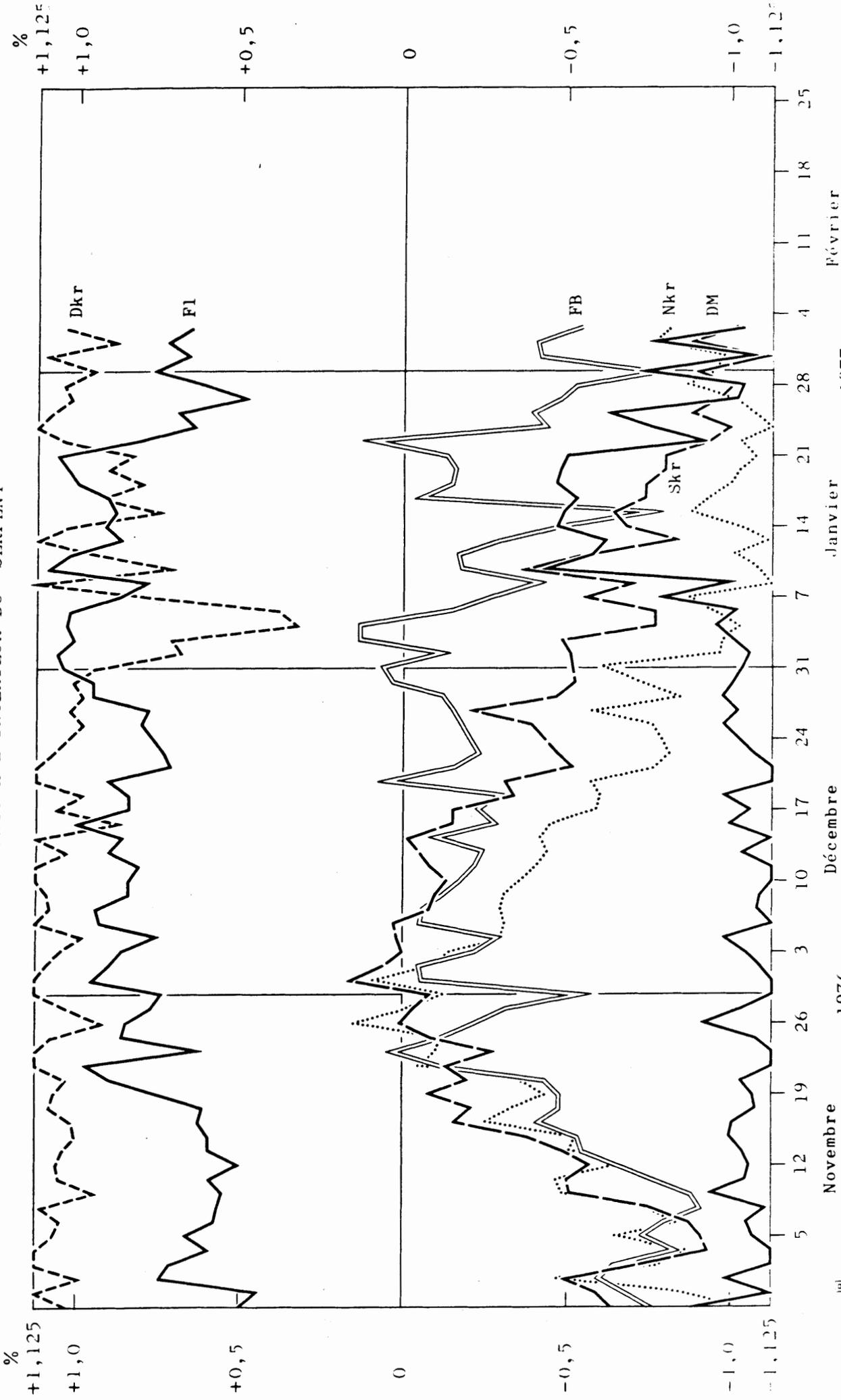
3 février 1977

Effectifs, 1 dollar EU =
FB 40,3344; FF 4,60414; Fl 2,78118.

Théoriques, 1 dollar EU =
Dkr 6,5438; DM 2,6167; Lit 523,35; Yen 277,20;
Nkr 5,75359; Skr 4,606; PS 3,456. £1 = \$2,8952.

Pour le dollar canadien, cours d'ouverture du marché au 19 mars 1973: 1\$Can = \$EU 1,0030.

MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DU "SERPENT"



6981
1975

No. 2223a

1976

1977

3 février 1977