

PROTOKOLL\* DER 169. SITZUNG DES  
AUSSCHUSSES DER PRAESIDENTEN DER ZENTRALBANKEN  
DER MITGLIEDSTAATEN DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT  
BASEL, DIENSTAG, 28. SEPTEMBER 1982, 10.00 UHR

---

Anwesend sind: der Gouverneur der Banca d'Italia und Ausschussvorsitzende, Herr Ciampi, begleitet von den Herren Dini und Micossi; der Gouverneur der Banque Nationale de Belgique, Herr Godeaux, begleitet von den Herren Janson und Rey; der Gouverneur der Danmarks Nationalbank, Herr Hoffmeyer, begleitet von Herrn Mikkelsen; der Präsident der Deutschen Bundesbank, Herr Pöhl, begleitet von den Herren Gleske, Rieke, Kloft und von Rosen; der Vize-Gouverneur der Bank von Griechenland, Herr Chalikias, begleitet von den Herren Voloudakis und Papanicolaou; der Gouverneur der Banque de France, Herr de la Genière, begleitet von den Herren Lefort und Waitzenegger; der Gouverneur der Central Bank of Ireland, Herr Ó Cofaigh, begleitet von Herrn Reynolds; der Präsident der Nederlandsche Bank, Herr Duisenberg, begleitet von den Herren Szász und Sillem; der Gouverneur der Bank of England, Herr Richardson, begleitet von den Herren Loehnis und Balfour; der Generaldirektor für Wirtschaft und Finanzen der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Herr Padoa-Schioppa, begleitet von den Herren Kees und Mingasson; der Kommissar für die Bankenaufsicht des Grossherzogtums Luxemburg, Herr Jaans. Zugegen ist ferner Herr Dalgaard, Vorsitzender der Expertengruppe. Ebenfalls anwesend sind der Generalsekretär des Ausschusses, Herr Morelli, und sein Beigeordneter, Herr Bascoul, sowie die Herren Scheller und Mortby und die Herren Lamfalussy und Dagassan.

I. Billigung des Protokolls der 168. Sitzung

Der Ausschuss billigt einstimmig das Protokoll der 168. Sitzung vom 13. Juli 1982 vorbehaltlich einiger Aenderungen redaktioneller Art, die im endgültigen Text berücksichtigt werden.

---

\* Endgültige, in der Sitzung vom 9. November 1982 gebilligte Fassung, die gegenüber der Fassung des Entwurfs nur einige Aenderungen redaktioneller Art aufweist.

II. Gedankenaustausch über das Funktionieren der innergemein-  
schaftlichen Konzertation:

- Vorlage des Berichts über die Entwicklung an den Devisenmärkten der an der Konzertation beteiligten Länder im Juli, August und während des grössten Teils des Septembers 1982 durch Herrn Dalgaard;
- Verabschiedung des Ausschussberichts an die EG-Finanzminister.

Herr Dalgaard fasst kurz die wesentlichen Punkte des dem Protokoll beigefügten Berichts zusammen und kommentiert sie.

Der Vorsitzende dankt Herrn Dalgaard für seine Ausführungen; er erklärt, dass es seit der Ausschusssitzung vom Juli, also während zweieinhalb Monaten, einiges an Ereignissen und Schwierigkeiten an den Devisenmärkten gegeben habe, dass jedoch das Europäische Währungssystem und die Zentralbanken ihre Robustheit und Effizienz unter Beweis gestellt haben.

Der Vorsitzende stellt die Annahme des Berichts an die EG-Finanzminister durch den Ausschuss fest.

III. Gedankenaustausch über die wirtschaftliche und monetäre  
Situation in den EG-Ländern anhand

- der Monatsstatistiken,
- einiger Grafiken des Sekretariats,
- einiger Ausführungen von Herrn Lamfalussy.

Der Vorsitzende weist daraufhin, dass der Meinungs-austausch der Zentralbankpräsidenten sich stützen kann auf:

- zwei vom Sekretariat erstellte Unterlagen: die Monatsstatistiken und einige Grafiken zur Entwicklung der Zinsen und der Wechselkurse in der EG und den USA;
- die vorbereitende Aussprache der Stellvertreter, über die Herr Dini berichten wird;
- einige Ausführungen von Herrn Lamfalussy.

A. Referat von Herrn Dini

Die Stellvertreter haben zunächst die Interventionsverfahren und deren möglichen Folgen für den Anpassungsprozess erörtert. Ein Stellvertreter hat sich dahingehend geäußert, dass einerseits die Interventionen zunehmend in einer Weise erfolgen, die deren Einfluss auf die

Währungsreserven kaschieren und damit die Grundtendenz der Zahlungsbilanz verschleiern kann, und dass andererseits die Tendenz, Aussenhandelsdefizite mittels im Ausland aufgenommener Kredite statt mit Währungsreserven zu finanzieren, den Zwang für die Regierungen, entsprechende Anpassungsmaßnahmen zu ergreifen, mildern könnte. Andere Stellvertreter haben hingegen die Auffassung vertreten, dass die Finanzierung der Aussenhandelsdefizite mit Währungsreserven nicht in jedem Falle unbedingt die beste Politik ist. Wenn man nämlich kompensatorische Kapitalbewegungen zur Finanzierung der Aussenwirtschaftsdefizite auslösen will, muss man eine entsprechende Zinspolitik betreiben, die ihrerseits die Anpassung begünstigt. Schlugen sich zudem in den Reserven systematisch die Interventionen und die Leistungsbilanzdefizite nieder, so könnte dies die Spekulation ermutigen und die Devisenmärkte aus dem Gleichgewicht bringen. Es wurde indes eingeräumt, dass es nützlich sein könnte, den derzeitigen Begriff der Intervention weiter zu fassen, um deren Wirkungen besser zu verstehen. Dies gilt insbesondere für die Länder, in denen hohe Kreditaufnahmen im Ausland direkt durch die Regierung zur Finanzierung der Haushaltsdefizite erfolgen.

Die Stellvertreter waren der Meinung, dass sich die Zentralbankpräsidenten auch mit den jüngst im EWS aufgetretenen Spannungen beschäftigen und insbesondere die Rolle der internen Faktoren und der Zahlungsbilanzentwicklung in den EG-Ländern sowie des wachsenden Aufwertungsdrucks auf den Dollar untersuchen könnten. Auch ein anderer Gegenstand verdient die Aufmerksamkeit, nämlich die voraussichtliche Entwicklung der Zinsen und der Zinsdifferenzen sowie deren Einfluss auf die Wechselkurse. In der Tat verharren die Realzinsen trotz des Rückgangs der Nominalzinsen in den meisten Ländern auf einem hohen Niveau, und dieser Faktor könnte die Rezession verlängern helfen. Im übrigen erscheint die zukünftige Zinsentwicklung in Amerika ungewiss, wobei der Rückgang im August und September die Dynamik des Dollars nicht vermindert und den Handlungsspielraum der europäischen Länder nicht spürbar vergrößert hat. Schliesslich haben die Stellvertreter festgestellt, dass die Aussichten eines wirtschaftlichen Wiederaufschwungs durch die finanzielle Instabilität getrübt werden, dass eine solche konjunkturelle Erholung indes zu einem Abbau der gegenwärtigen Spannungen im internationalen Finanzgefüge beitragen würde.

## B. Ausführungen von Herrn Lamfalussy

Am Beginn des Sommers im Juni gab es im Bereich der Zinssätze zwei wichtige Feststellungen zu treffen: einerseits war das Zinsniveau sehr hoch und besorgniserregend, und andererseits standen die europäischen Zinsen in starker Abhängigkeit sowohl zu der Höhe als auch zu den Schwankungen der Zinsen in den USA. Seitdem haben sich neue Elemente ergeben, deren Bedeutung man erkennen und deren weitere Entwicklung möglichst voraussehen muss.

Die letzte Grafik in dem grünen Heft des Sekretariats zeigt, dass die kurzfristigen Zinsen in den USA seit 1981 stark und von Juni bis Ende September 1982 um etwa 2% (wenn man in die Grafik die Entwicklung der letzten Wochen nachträgt) zurückgegangen sind. Bei diesen Sätzen handelt es sich um Bankzinsen; würde man die Sätze der Schatzwechsel heranziehen, so könnte man einen noch deutlicheren Rückgang und eine wachsende Differenz (von fast 3% statt 1% im vergangenen Frühjahr) zwischen diesen Sätzen und den Bankzinsen feststellen. Dieses Nachgeben der kurzfristigen Sätze kann durch mehrere Faktoren erklärt werden:

- in der amerikanischen Volkswirtschaft blieb der kräftige Aufschwung aus, und die Kreditnachfrage hat sich eher abgeschwächt;
- das Haushaltsdefizit der USA scheint nicht so stark gestiegen zu sein wie ursprünglich angenommen, weshalb die Erwartungen auf sinkende Zinsen gerichtet sind;
- die - schwierig zu bewertende - Änderung in der Orientierung der amerikanischen Geldpolitik. Dieser Faktor ist möglicherweise der wichtigste, doch steht es noch nicht fest, dass eine tatsächliche Lockerung der amerikanischen Geldpolitik stattgefunden hat.

Die Entwicklung der langfristigen Zinsen (Industrieobligationen) sah ganz anders aus: diese Zinsen sind seit mehreren Monaten praktisch nicht zurückgegangen und sind sogar gestiegen, wenn man die Differenz zwischen ihrer Höhe und der Inflationsrate nimmt. Im August/September betrug der Abstand über 7%, was bedeutet, dass die Realzinsen gemessen in Relation zu den Dollarpreisen enorm hoch sind. Für nichtamerikanische Länder, die sich in Dollar verschuldet haben und eine starke Verschlechterung ihrer realen Austauschverhältnisse hinnehmen mussten, hat sich denn auch die Reallast ihrer Schuld um ein Vielfaches von 7% erhöht.

In bezug auf die zukünftige Entwicklung der amerikanischen Zinsen kann man sich ein Szenarium anhaltenden Rückgangs der kurzfristigen

Zinsen im Zusammenhang mit der anhaltenden konjunkturellen Schwäche in den USA vorstellen. Neben diesem - wenig wünschenswerten - Szenarium kann man an weitere Lockerungen der Geldpolitik denken, die einen Rückgang der kurzfristigen Zinsen nach sich ziehen; einige halten es jedoch für möglich, dass die inflationistischen Erwartungen rasch wiederaufleben und die Zinsen steigen lassen. Diese Erwartungen spielen mit Sicherheit bei den langfristigen Zinsen eine entscheidende Rolle, weniger eindeutig ist dies jedoch bei den kurzfristigen Sätzen. Von daher sind zwei Fragestellungen möglich: Auf welche Weise können die jüngste und die zukünftige Entwicklung der amerikanischen Zinsen die in Europa beeinflussen? Und besteht gegenwärtig ein grösserer Freiraum gegenüber den amerikanischen Geldmarktsätzen? Die erste Grafik zu Deutschland zeigt, dass für den dargestellten Zeitraum (dreieinhalb Monate ab Juni 1982) der in der Vergangenheit festgestellte enge Zusammenhang zwischen der Entwicklung der Zinsdifferenz und jener des Wechselkurses nicht mehr besteht; es zeigt sich sogar im Ansatz eine inverse Korrelation. Zwar bleibt bei den täglichen oder auch wöchentlichen Schwankungen eine gewisse positive Korrelation bestehen, doch ist diese nicht mehr von grundlegender Natur. Deshalb ist es angesichts eines trotz tendenziell abnehmender Zinsdifferenz festen Dollars vorstellbar, dass die europäischen Zentralbanken auf einen Rückgang der Zinssätze hinwirken können, ohne dabei mögliche Auswirkungen auf den Dollarkurs ins Kalkül ziehen zu müssen. Hinzu kommt, dass die langfristigen Zinsen - berücksichtigt man die gegenwärtige Konjunkturlage - in mehreren EG-Ländern real gesehen weiter hoch sind (beispielsweise in Deutschland um die 4%).

### C. Diskussion des Ausschusses

Der Vorsitzende dankt den Herren Dini und Lamfalussy für ihre Ausführungen, denen er insbesondere folgendes entnimmt: Die in der Grafik dargestellte Situation in den USA zeige einen Widerspruch zwischen den weiterhin sehr hoch bleibenden langfristigen Zinsen und der ständig sinkenden Inflationsrate. Erkläre sich dieses Phänomen ausschliesslich aus dem mangelnden Vertrauen der Marktteilnehmer, die noch nicht an einen echten und dauerhaften Sieg im Kampf gegen die Inflation glaubten? Auf der anderen Seite liessen die anderen Grafiken und insbesondere die auf Deutschland bezogene erkennen, dass die Korrelation zwischen Zinssätzen und Wechselkurs während eines relativ langen Zeitraums in Frage gestellt werde. Daraus könnte man schliessen, dass gegen Massnahmen zur Senkung

der Nominalzinsen im Bewusstsein weiterhin hoher Realzinssätze keine zu grossen Bedenken aus Wechselkursüberlegungen erhoben werden müssten.

Herr Pöhl ist der Meinung, dass die Zinsentwicklung in den USA, insbesondere die der langfristigen Sätze, unter dem Einfluss des hohen Haushaltsdefizits und der Inflationserwartungen bleiben werde. Der erweiterte Handlungsspielraum im Bereich der Zinsen habe mehrere Gründe: Die Zinsdifferenzen seien nicht mehr so bestimmend für den Wechselkurs; dem Dollarkurs komme nicht mehr dieselbe Bedeutung zu wie vor zwei Jahren, denn sein Anstieg sei durch den Rückgang der Rohstoffpreise überkompensiert worden, so dass ein Inflationsimport vermieden werden könne. Hinzu komme, dass die USA der Relation zwischen ihrer Währung und anderen wie der D-Mark, dem japanischen Yen oder dem Pfund Sterling nunmehr stärkere Beachtung schenken und sich bewusst seien, dass ihre Wettbewerbsfähigkeit beeinträchtigt werden könne, wobei einige sogar so weit gingen, dass sie das Entstehen ausserordentlich hoher Defizite in der amerikanischen Leistungsbilanz für den Fall eines Konjunkturaufschwungs voraussagten. Die Deutsche Bundesbank werde ihren grösseren Handlungsspielraum weiter nutzen; sie habe kürzlich die Mindestreservesätze gesenkt und praktiziere eine Liquiditätspolitik, die auf einen Rückgang der Geldmarktsätze ziele. Sie habe die Absicht, auf diesem Weg unter Berücksichtigung der neuen innenpolitischen Lage fortzuschreiten. Was die Realzinsen (ein etwas verschwommener, aber durchaus brauchbarer Begriff) angehe, so seien sie eindeutig sehr hoch in den USA, während sie in Deutschland kaum über dem "normalen" Niveau von etwa 3% lägen; ein Rückgang, selbst relativ begrenzten Umfangs, könnte indes angesichts der Konjunkturlage als wünschenswert angesehen werden.

Herr Lamfalussy räumt ein, dass sich in Deutschland die Realzinsen seit zwanzig Jahren innerhalb einer Marge von 2,5-4% bewegt hätten, dass jedoch, wie es Herr Pöhl selbst angedeutet habe, bei einer Wirtschaftslage, die von einer in diesem Ausmass seit langem nicht mehr erlebten Stagnation gekennzeichnet sei, ein Satz von 3-4% viel sei.

Herr de la Genière nennt die Faktoren, die den Wechselkurs in Frankreich beeinflussen. Lasse man den politischen Gesichtspunkt beiseite, der zwar wichtig sei, sich aber einer ökonomischen Argumentation entziehe, so zeige sich, dass die wichtigsten Faktoren wie das Zinsgefälle, die Zahlungsbilanzsituation und die Devisenmarktinterventionen eine unterschiedliche Rolle spielten. So sei gegenwärtig die Höhe und Zunahme des Leistungsbilanzdefizits der beherrschende Einflussfaktor für die Kurs-

entwicklung des französischen Frankens; es treffe zu, dass die Verschlechterung der Leistungsbilanz beträchtlich sei, denn nach einem Ueberschuss von rund 20 Milliarden Franken im Jahre 1979 ergab sich für 1980 ein Defizit; dieses habe 1981 etwas zugenommen, sich dann aber 1982 derart stark ausgeweitet, dass es sich für die ersten neun Monate des Jahres auf fast 60 Milliarden belaufe und für das gesamte Jahr 1982 wahrscheinlich zwischen 70 und 75 Milliarden betragen werde. Diese Situation erkläre, weshalb der französische Franken seit eineinhalb Jahren häufig durch hohe Beträge gestützt werden musste. Diese Interventionen beeinflussten natürlich den Wechselkurs nur sehr kurzfristig und änderten nichts an der Grundtendenz; sie hätten jedoch zu einer spürbaren Abnahme der Währungsreserven geführt, was die Aufnahme eines Kredits in Höhe von 4 Milliarden Dollar durch die französische Regierung plausibel mache. (Herr de la Genière betont, dass dieser Kredit nicht dazu bestimmt sei, das Haushaltsdefizit zu finanzieren, sondern dass sein Gegenwert in Franken bei der Banque de France stillgelegt werde.) Interventionen und Kreditaufnahmen könnten mit Sicherheit keine mittelfristige Wechselkurspolitik sein; sie verstünden und rechtfertigten sich allein aus der Notwendigkeit, mehrere Monate in der Hoffnung abzuwarten, dass die seit Juni 1982 unternommenen Anstrengungen die Lage umkehrten. Die neuesten Prognosen liessen denn auch für Ende 1982 und für 1983 einen erheblichen Rückgang (um 20 bis 30 Milliarden Franken) des Leistungsbilanzdefizits erkennen.

Herr Hoffmeyer macht einige Ausführungen zur Situation in Dänemark. Die dänische Krone sei im September einem starken Druck ausgesetzt gewesen, und die Interventionen hätten in einer Woche fast eine Milliarde Dollar erreicht. Anlässlich der Bildung einer neuen Regierung habe die Zentralbank geltend gemacht, dass eine neue Abwertung der Krone ausgeschlossen werden müsse und im übrigen auch nicht durch eine Verschlechterung der Wettbewerbsposition des Landes gerechtfertigt werden könne. Auch habe die Zentralbank die bis dahin den Banken eingeräumten Kreditfazilitäten eingestellt und damit zu einem Ende der Spekulation beigetragen. Die aussenwirtschaftliche Lage Dänemarks sei lange Zeit durch eine steigende Verschuldung gekennzeichnet gewesen, begünstigt durch den leichten Zugang zu Krediten und dem Zuraten der Geschäftsbankiers. 1979 sei ein Sparprogramm, das einschneidendste seit Kriegsende, eingeleitet worden; es hat insbesondere zu einer Abnahme der verfügbaren Nettoeinkommen um fast 10% in zwei Jahren geführt. Im Jahr 1981 seien dann jedoch wegen der hohen Arbeitslosig-

keit, der Verbesserung der Zahlungsbilanz und auch, mit Einschränkungen, wegen der Konjunkturankurbelung in Frankreich expansive Massnahmen ergriffen worden, die ein reales Wirtschaftswachstum von 2,5% bewirkt hätten. Im Verlauf des Jahres 1982 hätten die Verschlechterung der Leistungsbilanz und der öffentlichen Finanzen sowie der Verlust an Währungsreserven zum Rücktritt der Regierung und Ende September zur Verabschiedung eines Bündels sehr restriktiver wirtschafts- und finanzpolitischer Massnahmen durch die neue Regierungsmannschaft geführt, wobei Abstriche im Staatshaushalt und möglicherweise die Aufhebung des Lohnindexierungsystems vorgesehen seien.

Herr Richardson teilt einige Einzelheiten über die Realwirtschaft und die monetäre und finanzielle Lage in Grossbritannien mit. Die Konjunktur sei weiterhin sehr flau und die Erwartungen der Unternehmer wenig zuversichtlich. Die Industrieproduktion stagniere mit Ausnahme der Erdöl- und Erdgasförderung; dasselbe gelte für den Verbrauch im Inland, wenngleich eine gewisse Belebung als Folge insbesondere der Aufhebung der Beschränkungen für Teilzahlungsgeschäfte, die zu einer Zunahme der Privatkredite führte, zu erkennen sei. Die Ersparnisbildung bleibe gleichwohl hoch. Das niedrige Sozialprodukt könne nicht den Importen angelastet werden, denn deren Zunahme sei zum Stillstand gekommen, was zweifellos mit der Verbesserung der Wettbewerbsposition zusammenhänge. Der Leistungsbilanzüberschuss sei im Jahresvergleich zurückgegangen, während die Arbeitslosigkeit verstärkt zugenommen und im September saisonbereinigt bei über 3 Millionen gelegen habe.

Im finanziellen und monetären Bereich sei die deutliche Abschwächung der Inflation zu erwähnen, die von 8% im August auf möglicherweise 6,5% am Jahresende zurückgehen werde. Auch die Lohnstückkosten seien weniger stark gestiegen (+5,5% von August 1981 bis August 1982), und die Gewinnspanne der Unternehmen habe sich etwas verbessert. Das Pfund Sterling dürfte von den grossen Währungen die stabilste gewesen sein.

Die Entwicklung der Geldmengenaggregate verlaufe zufriedenstellend; zwar sei deren Wachstum stärker als zu Beginn des Jahres, doch halte sich dieses innerhalb des vorgegebenen Zielkorridors. Der Rückgang der Zinsen sei durch die Erwartung eines schwächeren Preisanstiegs und auch durch die rückläufigen amerikanischen Zinsen begünstigt worden; die Leitzinsen in Grossbritannien seien denn auch innerhalb eines Jahres von 16 auf 10% gesunken. Auch die langfristigen Zinsen folgten dieser Abwärtsbewegung,



doch seien sie, bedenke man die konjunkturelle Lage, real gesehen noch stark positiv.

Die Geldpolitik müsse demnach mehrere Umstände berücksichtigen, insbesondere den stabilen und festen Wechselkurs des Pfundes, die deutlich positiven Realzinsen, die beachtlichen Erfolge im Kampf gegen die Inflation und die rezessiven Tendenzen in Grossbritannien und der übrigen Welt, die eben wegen ihres allgemeinen Auftretens besorgniserregend und Ausdruck eines ausserordentlich starken Vertrauensschwundes seien. Vor diesem Hintergrund habe die Bank of England soeben erneut ihre Zinsen gesenkt und werde wahrscheinlich auf diesem Wege weiterschreiten, namentlich dann, wenn sich der Rückgang der amerikanischen Zinsen fortsetzen sollte.

Herr Duisenberg beschränkt sich auf einige wenige Bemerkungen, da die neue Regierung sich zu konstituieren im Begriff sei und noch nicht (wie viele andere Länder) ihre Politik der kommenden Monate in allen Einzelheiten festgelegt habe. Die niederländische Volkswirtschaft erlebe eine Phase der Stagnation; die Jahresteuersatzrate liege bei unter 6% und sollte 1983 noch weiter zurückgehen; das Zinsniveau liege bei 10% am langen und bei 8% am kurzen Ende; die Arbeitslosigkeit überschreite 10% der erwerbstätigen Bevölkerung. Die Niederlande wiesen im Vergleich mit anderen Ländern insofern eine Besonderheit auf, als sie ein hohes Haushaltsdefizit, über 10% des BSP, und gleichzeitig einen beträchtlichen Ueberschuss in der Leistungsbilanz verzeichneten, der vielleicht genau so schädlich sei und 1982 fast 15 Milliarden Gulden und 1983 möglicherweise 20 Milliarden Gulden erreichen werde. Eine solche Situation erfordere eine politische Reaktion, über die in Kürze Näheres zu erfahren sein sollte.

Auf Fragen des Vorsitzenden und von Herrn Hoffmeyer antwortet Herr Duisenberg:

- dass es nicht die hohe Sparneigung sei, die die Finanzierung des öffentlichen Defizits ermögliche, sondern vielmehr die geringe Investitionsneigung, wie sie in dem besorgniserregenden Rückgang des Investitionsvolumens des privaten Sektors um 25% während der letzten zwei Jahre zum Ausdruck komme;
- dass das (am BSP gemessene) Haushaltsdefizit von 10% den gesamten öffentlichen Sektor umfasse.

Herr Godeaux erklärt, dass im Gegensatz zu Deutschland und Frankreich, wo das Zinsgefälle zu den USA nunmehr (in beiden Ländern im übrigen aus unterschiedlichen Gründen) weniger den Handlungsspielraum einschränke, in den kleinen Volkswirtschaften wie Belgien und Luxemburg, deren Oeffnung zum Ausland sehr gross und deren internationale finanzielle Verflechtung sehr eng seien, die sich aus den Zinsdifferenzen ergebenden Zwänge viel stärker blieben. So habe die Banque Nationale de Belgique ein jedes Mal ihre Zinssätze herabgesetzt, wenn sie glaubte, dies tun zu können, doch habe die letzte Zinssenkung im September sofort eine leichte Abschwächung des belgischen Frankens nach sich gezogen. Ebenso sei der Zinsrückgang bei den kurzfristigen Titeln als Vorreiter einer bevorstehenden erneuten Herabsetzung der Leitzinsen gedeutet worden und habe mit Sicherheit zu einem leichten Schwächeanfall des belgischen Frankens beigetragen. Auch andere Faktoren, so die politischen Ereignisse in Deutschland, hätten eine Rolle gespielt. Das Absehen von Interventionen am Markt während drei Monaten sei (trotz der Warnung der Zentralbank) Anlass zu einer gewissen Euphorie in Regierungskreisen gewesen, und die Wiederaufnahme der Interventionen Ende September habe in der Oeffentlichkeit heftige Reaktionen ausgelöst.

Mit Bezugnahme insbesondere auf die Ausführungen von Herrn Richardson erklärt Herr Lamfalussy, dass jedes Land für sich betrachtet günstige Faktoren aufweise, etwa eine Verringerung der Inflationsrate, eine Verbesserung der Unternehmenserträge, der Produktivität oder eine Bereinigung der Industriestruktur. Wenn man jedoch die Einzelsituationen zusammenaddiere und insbesondere die Lage in den USA hinzufüge, dann hätte man keinen Anhaltspunkt für eine konjunkturelle Erholung.

Herr Duisenberg ergänzt dieses wenig optimistische Bild mit dem Hinweis, dass selbst bei einer eventuellen Nachfragebelebung in allen EG-Ländern eine erneute Zunahme der Investitionen sehr viel mehr Zeit benötigen werde als früher, da die langanhaltende Rezession die Bilanzstruktur der Unternehmen erheblich verschlechtert habe.

Der Vorsitzende macht zunächst einige Ausführungen zu Italien. Der Preisauftrieb habe sich verlangsamt, und zwar um rund sechs Prozentpunkte (von 21-22% auf 15%) in sechs Monaten; im Juni sei jedoch offenbar ein Sockel erreicht worden, was darauf beruhe, dass die Inflation strukturelle Ursachen habe, insbesondere das Defizit der öffentlichen Finanzen. Letzteres habe sich noch vergrößert, mit der Folge, dass die gesamte

Kreditnachfrage, also von Wirtschaft plus öffentlichem Sektor, bei weitem sämtliche bisherigen Voraussagen überträfe. Dadurch entstünden starke Spannungen am Geldmarkt, die erklärten, warum sich in der Zinsentwicklung nicht der Inflationsrückgang widerspiegele. Der Inflationsrückgang und die Abschwächung des internationalen Zinsniveaus hätten gleichwohl eine leichte Senkung der Zinsen ermöglicht, die noch eindeutiger ausfalle, wenn man auf die Schatzwechsel Bezug nehme. Die Geld- und die Wechselkurspolitik hätten sich die Zugehörigkeit zum EWS und dessen disziplinäre Wirkung in höchstem Masse zunutze gemacht, doch seien Haushalts- wie Finanzpolitik weit davon entfernt, ihren seit langem erwarteten Beitrag zu leisten. Eine grundlegende Revision beider Politikbereiche sei unausweichlich und müsste von Solidaritätsanstrengungen der Sozialpartner zur Begrenzung der Lohnsteigerungen begleitet sein. Die Arbeitseinkommen seien 1982 weniger stark gestiegen als zuvor, doch dürfe dies nicht allein darauf beruhen, dass gewisse Lohnabschlüsse auf später verschoben worden seien.

Zum Abschluss dieser umfassenden Analyse des Ausschusses erklärt der Vorsitzende, dass sich die Länder der Gemeinschaft gegenwärtig mit einem grösseren Handlungsspielraum ausgestattet sähen, mit dem sie einen Weg aus der bereits zu lange dauernden Stagnationsphase finden könnten. Die Ausführungen der Zentralbankpräsidenten, deren Länder sich im Gleichgewicht befänden und die im Zahlungsbilanz- und Inflationsbereich Erfolge aufwiesen, liessen den Schluss zu, dass diese Länder behutsam auf eine konjunkturelle Wiederbelebung hinarbeiten könnten. Ein solches Unterfangen könne vor dem Hintergrund eines internationalen rezessiven Klimas und finanzieller Schwierigkeiten nur allmählich vorangetrieben werden; die Zentralbanken müssten hierzu einen Beitrag leisten, indem sie mit ihrer traditionellen Vorsicht zu Werke gingen, aber auch Scharfblick bewiesen, der immer mit einer gehörigen Portion Mut einhergehe.

#### IV. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

Herr Godeaux erklärt, dass unlängst ergangene Entscheidungen den Schluss zuliessen, dass das Problem der inneren Ordnung oder des Statuts der Zentralbanken sich im Lichte des Gemeinschaftsrechts und der Beschäftigung von Angehörigen anderer Mitgliedsländer von neuem stellen werde. Er rege an, dass die Gruppe der Leiter der Rechtsabteilungen der

EG-Zentralbanken, die erwäge, gelegentlich Sitzungen abzuhalten, beauftragt werde, diese schwierige Frage aufzuarbeiten, über die die Zentralbanken besser zu einer gemeinsamen Haltung finden sollten.

Der Vorsitzende hält diese Anregung in der Tat für sehr wichtig und stellt das Einverständnis des Ausschusses fest, dass die Leiter der Rechtsabteilungen zusammentreten sollten, um diese Frage zu prüfen.

V. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Die nächste Sitzung findet am Dienstag, dem 9. November 1982, um 10 Uhr in Basel statt.