

PROTOKOLL\* DER 181. SITZUNG DES  
AUSSCHUSSES DER PRAESIDENTEN DER ZENTRALBANKEN  
DER MITGLIEDSTAATEN DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT  
BASEL, DIENSTAG, 13. DEZEMBER 1983, 10.00 UHR

---

Anwesend sind: der Gouverneur der Banque de France und Ausschussvorsitzende, Herr de la Genière, begleitet von den Herren Lefort, Waitzenegger und Granet; 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 Vizepräsident der Deutschen Bundesbank, Herr Schlesinger, begleitet von den Herren Rieke und Kloft; der Vizegouverneur der Bank von Griechenland, Herr Chalíkias, begleitet von Herrn Papaefstratiou; der Gouverneur der Central Bank of Ireland, Herr Ó Cofaigh, begleitet von den Herren Breen und Reynolds; der Gouverneur der Banca d'Italia, Herr Ciampi, begleitet von den Herren Dini, Magnifico und Saccomanni; der Präsident der Nederlandsche Bank, Herr Duisenberg, begleitet von den Herren Szász, de Boer und Brockmeijer; der Gouverneur der Bank of England, Herr Leigh-Pemberton, begleitet von den Herren Loehnis und Balfour; der Vizepräsident der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Herr Ortoli, begleitet von Herrn Mingasson; Herr Kees, Sekretär des Währungsausschusses; Herr Jaans, Generaldirektor des Luxemburgischen Währungsinstituts. Zugegen sind ferner die Herren Dalgaard und Raymond, Vorsitzende der Expertengruppen. 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.

Zur Eröffnung der Sitzung heisst der Vorsitzende Herrn Schlesinger, Vizepräsident der Deutschen Bundesbank und Vertreter seiner Institution, willkommen.

---

\* Endgültige, in der Sitzung vom 10. Januar 1984 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige Aenderungen redaktioneller Art aufweist.

I. Billigung des Protokolls der 180. Sitzung

Der Ausschuss billigt einstimmig das Protokoll der 180. Sitzung vom 8. November 1983 vorbehaltlich einiger Aenderungen redaktioneller Art, die im endgültigen Text berücksichtigt werden.

II. Gedankenaustausch über das Funktionieren der innergemeinschaftlichen Konzertation

- Vorlage des Berichts über die Entwicklung an den Devisenmärkten der an der Konzertation teilnehmenden Länder im November und in den ersten Dezembertagen 1983 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.

Herr Lefort erklärt, dass die Stellvertreter nach Prüfung des von Herrn Dalgaard vorgelegten "Konzertationsberichts", der insbesondere die verschiedenen dem Kursanstieg des Dollars und des Yen zugrundeliegenden Faktoren hervorhebt, ihre Ueberlegungen auf die Funktionsweise des EWS in jüngster Zeit und vor allem auf die von den Zentralbanken praktizierte Interventionspolitik konzentriert haben.

Der Vertreter der Banque Nationale de Belgique habe die beiden Aktionen zur Stützung des belgischen Frankens in Erinnerung gerufen:

- einerseits die Anhebung der Leitzinsen um 1 Prozentpunkt, die mit einem stärkeren Anstieg der Interbanksätze einherging; diese Massnahme sei trotz der Nachteile, die hohe Realzinssätze für die Binnenwirtschaft mit sich bringen, ergriffen worden, denn sie sollte das Gefälle zu den ausländischen Zinssätzen verringern;
- andererseits die Vornahme intramarginaler Interventionen.

Diese beiden Aktionen hätten bis jetzt nicht zu den erhofften Ergebnissen geführt. In der Tat festigten sich in gewissen Ländern die Zinssätze eher wieder. Im übrigen stellten die intramarginalen Interventionen anderer Zentralbanken des EWS die Banque Nationale de Belgique vor einige Probleme.

Herr Godeaux ruft in Erinnerung, dass die Banque Nationale am 23. November 1983 ihre Politik der Beibehaltung möglichst niedriger Zinssätze geändert und ihre amtlichen Sätze um 1 Prozentpunkt angehoben hat. Diese deutliche Aenderung der Geldpolitik wurde als vorsorgliche Massnahme beschlossen und um zu vermeiden, später zu noch stärkeren Erhöhungen der Zinssätze gezwungen zu sein. Wie schon in der Ausschusssitzung vom November erklärt wurde, spiegelte die Zunahme der Interventionen der belgischen Zentralbank ein Anziehen der Importe wider, was in einer stark auf Verarbeitung ausgerichteten Wirtschaft wie der belgischen einen Aufschwung bei den Exporten und eine Konjunkturerholung anzukündigen schien. Nach den neusten Statistiken der Nationalbank hat sich diese Erwartung einer Verbesserung der Handelsbilanz bestätigt; der Saldo zwischen den Ausgaben für die Importe und den Einnahmen aus den Exporten hat sich im Laufe des Monats November erheblich verringert, blieb allerdings negativ.

Dieser Faktor hätte allein noch keine Zinserhöhung gerechtfertigt, jedoch wurde die Situation durch die Verschlechterung der Position der Banken gegenüber Gebietsfremden, die im Lauf des Monats November zu Devisenabflüssen im Gegenwert von bfr 28 Mrd. geführt hat, verschlimmert. Diese ungünstige Entwicklung war teilweise auf die Verringerung der Zinsdifferenz gegenüber den anderen EWS-Währungen zurückzuführen, und die Anhebung der Leitzätze bezweckte die Wiederherstellung eines für den belgischen Franken günstigeren Zinsgefälles.

Gleichzeitig hat die belgische Zentralbank ihre Interventionspolitik geändert. Anstatt nur an den Interventionspunkten zu intervenieren, ist sie versuchsweise auch zu intramarginalen Interventionen geschritten, um die ungünstigen psychologischen Auswirkungen der schwachen Position des belgischen Frankens im Kursband und der starken Divergenz zu neutralisieren. Man darf annehmen, dass die intramarginalen Interventionen nicht fühlbar höher waren als es Pflichtinterventionen an den Interventionspunkten gewesen wären. Die von der Banque Nationale de Belgique vorgenommenen Interventionen beliefen sich zwar auf bedeutende Beträge, erreichten aber bei weitem nicht die Grössenordnung, die im vergangenen März vor der Anpassung der Leitkurse verzeichnet worden war.

Zwar kann man nicht von einem Fehlschlag sprechen, doch hat die auf den Devisenmärkten nach der Anhebung der Leitzinssätze beobachtete

Entwicklung nicht den Erwartungen der belgischen Behörden entsprochen. Es bleibt zu hoffen, dass die Märkte die grundlegenden Tendenzen der belgischen Wirtschaft vermehrt berücksichtigen werden und sich der ungerechtfertigte Druck auf den belgischen Franken lockern wird. Im Verlauf der ersten acht Monate des Jahres 1983 konnte nämlich das Defizit der Leistungsbilanz auf bfr 17 Mrd. zurückgeführt werden (gegenüber bfr 101 Mrd. im Jahr 1982). Während des gleichen Zeitraums war die Handelsbilanz beinahe ausgeglichen, während sie im Jahr 1982 ein Defizit von bfr 72 Mrd. aufgewiesen hatte. Die Nettoabflüsse von privatem Kapital betragen nur bfr 18 Mrd. (gegen bfr 80 Mrd. 1982), und die belgische Regierung konnte ihre Kreditaufnahme im Ausland von bfr 187 auf 98 Mrd. senken. Es besteht auch Anlass zur Hoffnung, dass die Regierung hinsichtlich des Haushaltsdefizits Entschlusskraft zeigen wird und so einige Besorgnisse zerstreuen kann. Die belgische Industrie bleibt konkurrenzfähig, der Index der relativen Lohnstückkosten in Gemeinschaftswährung gegenüber den sieben Konkurrenzländern ist von 110 im Jahr 1981 auf nunmehr 80 gesunken. Die von einigen belgischen Industriellen geäußerten Befürchtungen, die Wiedereinführung der Indexierung werde zum Verlust der wiedergewonnenen Wettbewerbsfähigkeit führen, haben sich nicht erfüllt; die Beschlüsse der Regierung sehen ohnedies die erneute Suspendierung des Indexierungsmechanismus für den Fall vor, dass ein Vergleich mit den sieben wichtigsten Konkurrenzländern eine ungünstige Entwicklung aufzeigen sollte.

Der Vorsitzende macht zwei Anmerkungen. Zunächst ruft er in Erinnerung, dass die Banque de France Ende November ihren Leitzins von 12 1/4 auf 12% zurückgenommen hat; dadurch ergab sich eine etwa gleichwertige Senkung der Zinssätze für Tages- und Monatsgeld.

Die zweite Anmerkung betrifft die Entwicklung auf dem Gebiet der Bankengesetzgebung. Wie anlässlich der Sitzung des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten vom vergangenen Juli erwähnt, hat die französische Regierung im Parlament den Entwurf eines Bankengesetzes mit dem Ziel eingebracht, die einschlägigen Gesetze von 1941 und 1945 auf den neusten Stand zu bringen, ohne jedoch das institutionelle Gleichgewicht zwischen dem Finanzministerium einerseits und der Banque de France andererseits anzutasten. Seither ist der Gesetzentwurf nacheinander im Senat und in der Nationalversammlung debattiert worden, und es bleiben nur noch technische Fragen zu regeln. Der Grundsatz der Beibehaltung des institutionellen

Gleichgewichts ist in den Parlamentsdebatten nicht angegriffen worden; infolgedessen bleibt die Stellung der Banque de France sowohl auf rechtlicher als auch auf praktischer Ebene die gleiche wie seit über 40 Jahren.

III. Prüfung der gegenwärtigen Geldpolitik der EG-Ländern gestützt auf:

- den Bericht Nr. 23 der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Raymond;
- die Monatsstatistiken.

A. Referat von Herrn Raymond

Herr Raymond erklärt, dass aus dem vorliegenden Bericht mehr positive Tatsachen hervorgehen als aus den früheren halbjährlichen Berichten und dieser daher zu einem gewissen Optimismus Anlass gibt:

- Das Leistungsbilanzdefizit der EG hat sich verringert, weil es einigen stark defizitären Ländern gelungen ist, auf dem Weg zur aussenwirtschaftlichen Anpassung Fortschritte zu erzielen.
- Das Inflationstempo hat sich deutlich verlangsamt; in einigen Ländern scheint der Tiefstpunkt erreicht, während andere noch weitere Anstrengungen im Kampf gegen die Inflation unternehmen müssen.
- Die wirtschaftliche Aktivität ist zwar im Durchschnitt schwach geblieben, hat jedoch in zwei bedeutenden Ländern der Gemeinschaft spürbar zu- und in den übrigen Ländern der Gemeinschaft nicht weiter abgenommen.
- Den meisten Ländern ist es gelungen, die Einkommensentwicklung unter Kontrolle zu bekommen, und in einigen von ihnen hat eine Umverteilung der Vermögen von den privaten Haushaltungen zu den Unternehmen begonnen.
- Die konjunkturellen Gegensätze zwischen den Mitgliedstaaten der EG haben sich abgeschwächt; diese Situation hebt sich von der im letzten Jahr beobachteten ab, als der konjunkturelle Gegensatz zwischen Deutschland einerseits und Frankreich andererseits sehr stark war.
- Die am 21. März erfolgte Anpassung der EWS-Leitkurse war in technischer Hinsicht von Erfolg gekrönt; die vorsichtige und

glaubwürdige Haltung der Länder mit tendenziell schwacher Währung hat die Märkte beruhigt.

Die von der Gruppe aufgestellte Diagnose hebt allerdings auch eine Anzahl negativer Faktoren hervor:

- Die Lage bei den Staatshaushalten hat sich nach der 1982 verzeichneten relativen Besserung erneut verschlechtert.
- Die Erholung der wirtschaftlichen Tätigkeit in Europa kommt weniger schnell und deutlich als in anderen bedeutenden Industrieländern voran; die europäischen Länder leiden zweifellos an finanziellen Ungleichgewichten und ungünstigen realen Faktoren.
- Die Arbeitslosigkeit hat zwar in manchen Ländern nicht weiter zugenommen, aber angesichts eines Wirtschaftsaufschwungs, der nach Ansicht der Fachleute nicht allzu stark sein wird, bleibt die Lage besorgniserregend.
- Die Divergenzen zwischen den EG-Mitgliedstaaten bzw. den EWS-Partnerländern bei den grundlegenden Wirtschaftsbedingungen (vgl. die neue Tabelle G im statistischen Anhang des Berichts) haben sich 1983 abgeschwächt, bleiben aber gross; eine Verringerung dieser Divergenzen, insbesondere bei den Preisen, ist unbedingt erforderlich, sei es auch nur, um den Zusammenhalt des EWS auf längere Sicht zu gewährleisten.
- Dieser Zusammenhalt ist schwächer, als man glaubt; er wird nämlich künstlich gestärkt durch die Festigkeit des US-Dollars, die vor allem auf der D-Mark lastet. Sollte eine Umkehrung im Verhältnis der Wechselkurse dieser beiden Währungen eintreten, könnten die mit dem Auseinanderklaffen der grundlegenden Ergebnisse verbundenen Spannungen offen zutage treten.

Zur Geldpolitik innerhalb der Gemeinschaft ist hervorzuheben, dass ihre Ausrichtung, vor allem im ersten Halbjahr 1983, sowohl gegenüber 1982 als auch verglichen mit den Voraussagen und Zielen flexibler war. Diese Lockerung, die einerseits auf die monetäre Finanzierung eines Teils der Defizite der öffentlichen Hand und andererseits auf die in grossem Umfang organisierte Kreditaufnahme im Ausland zurückzuführen ist, geht deutlich aus der Zunahme der Geldmengen- und Kreditaggregate sowie der Liquiditätskoeffizienten hervor. Diese Beurteilung steht nicht im Widerspruch zu der Tatsache, dass die um die Inflationsrate berichtigten

Zinssätze hoch bleiben; diese letztere Erscheinung erklärt sich in der Tat aus Faktoren, die nicht zur Geldpolitik gehören. Zunächst einmal folgen die Nominalzinssätze der Verlangsamung der Inflation nur mit einer gewissen Verzögerung. Ein weiterer Faktor - der dauerhafter ist - ist die Abnahme des Angebots langfristigen Kapitals infolge des Sinkens der Sparquote, während das Arbeitsangebot grösser geworden ist.

Da die Lockerung der Geldpolitik mit einer Verbesserung der grundlegenden Wirtschaftsdaten einherging, konnte sie geduldet werden. Das Weiterverfolgen einer solchen Geldpolitik würde jedoch die Gefahr einer Rückkehr der Inflation mit sich bringen. Mehrere Länder, beispielsweise Deutschland und Belgien, haben denn auch in jüngster Zeit die geldpolitischen Zügel wieder angezogen, und Grossbritannien hat beim Haushalt Korrekturmassnahmen ergriffen. Alles in allem ist daher der Spielraum für eine Lockerung der Geldpolitik eingeschränkt, und das vor allem aus binnenwirtschaftlichen Gründen.

Herr Raymond schliesst mit der Bemerkung, dass bei der gegenwärtigen Lage zwar keine Dringlichkeit vorliege, man sich aber vor Illusionen und Unvorsichtigkeiten hüten müsse.

#### B. Referat von Herrn Lamfalussy

Herr Lamfalussy erklärt, dass seit dem vergangenen Frühjahr die Situation auf dem Gebiet des "policy mix" zwischen den USA einerseits und Europa andererseits sehr unterschiedlich ist. Im erstgenannten Land ist die Ausrichtung der Finanzpolitik stark expansionistisch; die strukturelle Komponente des staatlichen Defizits (das sich insgesamt auf 6% des BIP beläuft) vergrössert sich und verdrängt die konjunkturelle Komponente, die wegen des Anziehens der wirtschaftlichen Aktivität rückläufig ist. Gleichzeitig hat die Federal Reserve die monetären Bedingungen verschärft und ist so von der nachgiebigen Politik, die sie vom Herbst 1982 bis zum Frühling 1983 verfolgte, abgewichen. Dagegen ist die Lage in Europa von einer Lockerung der Geldpolitik gekennzeichnet; diese Lockerung ist teilweise mit der monetären Finanzierung des Finanzbedarfs der öffentlichen Hand verbunden. Dieser Bedarf erreicht 9-16% des BIP in Italien, Belgien, Irland, Dänemark, den Niederlanden und Griechenland und ist deutlich niedriger, in der Grössenordnung von 3-3 1/2% des BIP, in den drei grösseren Ländern der Gemeinschaft.

Die unterschiedliche Abstimmung des wirtschaftspolitischen Instrumentariums auf beiden Seiten des Atlantiks erklärt zum Teil den Kursanstieg des US-Dollars gegenüber den europäischen Währungen. Die jüngste Entwicklung der D-Mark erhärtet mittels einer Art Gegenbeweis diese Annahme; die Tatsache, dass sich die D-Mark nicht im gleichen Mass wie sonst bei einem Kursanstieg des US-Dollars abgeschwächt hat, ist teilweise auf eine kürzliche Verschärfung der Geldpolitik in Deutschland und somit auf die Verminderung der Abweichungen zwischen den USA und Deutschland bei den wirtschaftspolitischen Strategien zurückzuführen.

Angesichts der Schwäche der Wirtschaftstätigkeit scheint der von den EG-Ländern 1983 verfolgte wirtschaftspolitische Kurs vertretbar, aber dessen Beibehaltung bringt die Gefahr sehr schwerwiegender Probleme mit sich, insbesondere im Fall eines Nachgebens des Dollarkurses (was ganz gewiss die Spannungen im EWS verstärken würde) und eines anhaltenden Konjunkturaufschwungs. Mit Ausnahme Deutschlands, Grossbritanniens und zum Teil Frankreichs dürften sich die EG-Länder einer äusserst schwierigen Entscheidung über die Ausrichtung ihrer Geldpolitik gegenübersehen, denn eine Geldpolitik, die sich den übermässigen staatlichen Defiziten anpasst, würde wahrscheinlich die Spannungen im EWS verstärken, während eine restriktive Politik die nominalen und realen Zinssätze nach oben drücken würde. Infolgedessen gibt das Weiterbestehen sehr hoher staatlicher Defizite in den meisten EG-Ländern zu Sorgen über die Zukunft Anlass.

#### C. Referat von Herrn Lefort

Nach Anhörung des Referats von Herrn Raymond über den Bericht Nr. 23 haben die Stellvertreter eine Anzahl der von den Experten aufgezeigten Probleme mit möglichen Auswirkungen auf den Kurs der Gemeinschaftswährungen untersucht.

Insbesondere haben sie hervorgehoben:

1. den starken Liquiditätszuwachs in den meisten europäischen Volkswirtschaften; diese Situation ist zwar angesichts der konjunkturellen Lage natürlich, kann sich aber nicht ohne Gefahr über längere Zeit fortsetzen;

2. die immer noch beträchtlichen Unterschiede bei der Inflation, die in einigen Ländern noch nach energischer Korrektur rufen;

3. die in zahlreichen Ländern nach wie vor besorgniserregende Lage bei den öffentlichen Finanzen, die den schneller als vorhergesehen erfolgten Abbau der Zahlungsbilanzdefizite wieder gefährdet und die zweifellos die Möglichkeiten für ein Anziehen der Aktivität des privatwirtschaftlichen Sektors einschränkt.

Nach Ansicht der Stellvertreter ist das Vorhandensein von mehreren negativen Elementen eine Quelle der Besorgnis über die Zukunft des EWS, insbesondere bei der Annahme eines Umschwungs beim Dollarkurs. In der Tat schützt die gegenwärtige Stärke der amerikanischen Währung das EWS vorübergehend vor den Spannungen, die unter anderen Umständen aus den Abweichungen bei den vorher genannten Eckdaten entstehen könnten.

Falls solche Spannungen auftreten würden, insbesondere infolge eines Kurszerfalls beim US-Dollar, könnten zwei Haltungen in Betracht gezogen werden:

- entweder die strikte Beibehaltung der bisherigen Paritäten oder
- begrenzte Anpassungen der Paritäten.

Die erste Lösung böte den Vorteil, die ärgerlichen Folgen der Leitkursanpassungen zu vermeiden, wie die Tendenz der Auf- und Abwertungen, die Inflationsdivergenzen zu festigen oder gar zu verschärfen; sie würde, ausser erheblichen Interventionen, geeignete geldpolitische Massnahmen erfordern, d.h. ein Anheben der Zinssätze in Ländern, deren Währung an Wert verliert, und eine Lockerung der Geldpolitik in den Ländern mit starker Währung, die Kapitalien anziehen könnten. Einige Stellvertreter haben allerdings darauf hingewiesen, dass der Handlungsspielraum auf diesem Gebiet ganz besonders eng ist, u.a. wegen der binnenwirtschaftlichen Situationen.

Die zweite Lösung - begrenzte Anpassung der Paritäten - würde den Einsatz von geeigneten Begleitmassnahmen erfordern, um die ungünstigen Auswirkungen der Realignments auf die Preise auf ein Minimum zu beschränken. Einige Stellvertreter haben jedoch darauf hingewiesen, dass es erfahrungsgemäss schwierig ist, Leitkursanpassungen in begrenztem Ausmass vorzunehmen.

#### D. Diskussion des Ausschusses

Herr Ortoli ist wie Herr Lamfalussy der Ansicht, dass die Divergenzen zwischen den USA und Europa bei der Abstimmung des wirtschaftspolitischen Instrumentariums teilweise das Zinsgefälle zwischen den

beiden Seiten des Atlantiks und die Bewegungen des Wechselkursverhältnisses zwischen dem US-Dollar einerseits und den europäischen Währungen andererseits erklären. Die europäische Politik wird mit dem Anliegen gerechtfertigt, die Auswirkungen der Hausse der Zinssätze - einer Rekordhausse - auf die europäischen Volkswirtschaften zu bremsen.

Anlässlich kürzlich stattgefundener Gespräche zwischen der Kommission und mehreren amerikanischen Ministern hat Herr Regan seiner Befriedigung über die wirtschaftliche Entwicklung in den USA Ausdruck gegeben. Der wirtschaftliche Wiederaufschwung sei stärker als erwartet und die Inflation habe unter Kontrolle gebracht werden können. Der Einfluss des staatlichen Defizits auf die Höhe der Zinssätze werde als unbedeutend angesehen; nach Ansicht der amerikanischen Behörden sei das hohe Niveau der Zinssätze hauptsächlich auf die Geldpolitik und die Inflationserwartungen zurückzuführen.

Dennoch hat Herr Regan das Vorhandensein eines Budgetproblems eingeräumt und für die kommenden Wochen Massnahmen angekündigt. Im übrigen sei bei der globalen Haushaltslage in den USA eine gewisse Besserung festzustellen, da das Defizit der einzelnen Staaten und Städte im Jahr 1983 durch einen leichten Ueberschuss abgelöst werde. Mehrere Faktoren gäben zu Besorgnis über die Zukunft Anlass. Das Handelsbilanzdefizit habe eine derartige Höhe erreicht, dass es nicht ohne Auswirkungen auf die Glaubwürdigkeit des Dollars und auf die schon stark entwickelten protektionistischen Tendenzen in den USA bleiben könne. Kein Land der EG, das sich einer solchen Entwicklung des Handelsbilanzdefizits gegenübersehe, könnte sich um rigorose geld- und finanzpolitische Massnahmen drücken. Bis jetzt konnten die Folgen dieses Zwangs hinausgeschoben werden, vor allem auch deswegen, weil das ungenügende Sparaufkommen der Haushalte in den USA (das verglichen mit den vorangegangenen sieben Konjunkturzyklen schwächer ist) durch die Zunahme der Unternehmensgewinne und den Aussenbeitrag in Höhe von 1 1/2-2% des BIP ergänzt werde. Dieser letztere Faktor sollte bedacht werden, denn man muss sich fragen, welche Folgen eine Reduktion dieses Sparaufkommens infolge eines Konjunkturaufschwungs in Europa hätte. Das Ergebnis könnte eine erneute Verschärfung der Geldpolitik der USA sein, was wiederum die europäischen Länder vor Probleme stellen würde. Dagegen seien die Möglichkeiten zur Reduzierung der strukturellen Komponente des Haushaltsdefizits der USA beschränkt. Eine Beschneidung

der Rüstungsausgaben komme nicht in Frage, und in einem Wahljahr sei es ebenfalls schwierig, die Sozialausgaben einzuschränken oder die Steuereinnahmen zu erhöhen.

Was die Haushaltslage in der EG angeht, unterstreicht Herr Ortoli die Notwendigkeit, die Anstrengungen für eine Sanierung der öffentlichen Finanzen fortzusetzen, da sonst Gefahr bestehe, dass Probleme auftauchen, die sich jeglicher Kontrolle durch die staatlichen Organe entziehen. Die Zinslast auf die Staatsschuld hat ständig zugenommen und bildet nun den Hauptanteil an den staatlichen Defiziten: für 1984 beispielsweise dürfte sich das staatliche Defizit für alle zehn Mitgliedstaaten der Gemeinschaft gesamthaft auf 4,7% des BIP belaufen, wovon 3,9% auf Nettozinszahlungen entfallen. Unter diesen Umständen besteht kein Handlungsspielraum im Bereich des Staatshaushalts. Das Gelingen oder Misslingen der anpassungspolitischen Massnahmen hängt auch von der Entwicklung der Einkommenspolitik ab.

Herr Ortoli erklärt abschliessend, dass die Lage einerseits von Land zu Land verschieden sei, dass andererseits das Beobachten von günstigeren Entwicklungen in einigen Schlüsselbereichen nicht zu einem Nachlassen bei den Anstrengungen für eine Sanierung der europäischen Volkswirtschaften führen sollte.

Herr Leigh-Pemberton hebt die im Bericht (S. 9 und 10) gemachte Feststellung hervor, wonach die Margen für eine erneute Lockerung der Geldpolitik und vor allem für eine Senkung der Zinssätze begrenzt seien. Der hohe Stand der nominalen und realen Zinssätze erklärt sich nach Ansicht der Experten aus binnenwirtschaftlichen Faktoren, und eine Erhöhung oder Senkung der Dollarzinsätze habe keinen direkten Einfluss auf die europäischen Zinssätze. Diese Feststellung wird durch die Erklärung Herrn Pöhls anlässlich der Sitzung der Präsidenten der Zehnergruppe vom 12. Dezember bestätigt, wonach jede Zinssatzsenkung in Deutschland durch binnenwirtschaftliche Erwägungen bestimmt werde, insbesondere das Wachstum der Geldmenge und die Entwicklung des Sparens. Diese eher zurückhaltende Einstellung gegenüber den Beziehungen zum US-Dollar und zum internationalen Umfeld steht im Gegensatz zu den Klagen der europäischen Länder über das Haushaltsdefizit der USA. Heute betreffen die Klagen nicht mehr das gesamte staatliche Defizit, sondern eher seine strukturelle Komponente.

Herr Schlesinger schliesst sich weitgehend den im Bericht der Expertengruppe und im Referat von Herrn Raymond geäusserten Ansichten an. Die Lage in Deutschland ist durch ein spürbares reales Wachstum des BIP gekennzeichnet, und dieses Wachstum sollte sich 1984 fortsetzen; Umfragen bei den Unternehmern zeigen grösseren Optimismus bei der Einschätzung der Zukunft, und auch die konjunkturellen Anzeichen, wenn man von einigen Uebertreibungen absieht, bleiben deutlich positiv. Zum wirtschaftspolitischen Mischungsverhältnis ist zu sagen, dass das Defizit der öffentlichen Haushalte im Jahr 1983 auf 4% des BIP gesenkt worden ist; für 1984 ist eine Reduktion auf 3% des BIP vorgesehen. Nach Meinung des Rats der Weisen in Deutschland beläuft sich die strukturelle Komponente des Defizits nur auf DM 8 Mrd. und damit auf 1/2% des BIP. Die Sanierung der staatlichen Finanzen erfolgt durch Einsparungen bei den Staatsausgaben, die 1984, wie 1983, nur um 2-3% zunehmen sollen.

Im ersten Halbjahr 1983 war die Geldpolitik in Deutschland unbeabsichtigt lockerer als vorgesehen; seit dem Sommer ist sie wieder weniger expansiv. Bezüglich des am 15. Dezember für 1984 festzulegenden Geldmengenziels wird das Direktorium der Bundesbank dem Zentralbankrat vorschlagen, diese Zielvorgabe so anzusetzen, dass die monetären Bedingungen nicht verschärft werden, d.h. das in den letzten Monaten beobachtete Wachstum der Zentralbankgeldmenge (5% auf Jahresbasis) beizubehalten.

Ziel der Haushalts- und Währungspolitik ist das Zurückfinden zu einer einigermaßen stabilen Linie. Die gegenwärtige Lage lässt, vor allem wegen der Fortsetzung des Konjunkturaufschwungs im Jahr 1984, keinen nennenswerten Handlungsspielraum offen. Im übrigen gibt die neue, von Herrn Raymond erwähnte Tabelle G Anlass zu einigen Anmerkungen. Sie zeigt z.B. eine Verschlechterung der öffentlichen Finanzen für die Gemeinschaft als Ganzes auf, während die Standardabweichung der Ergebnisse der einzelnen Länder geringer geworden ist. Die Verminderung der Divergenzen durch eine Annäherung der Defizite auf einem hohen Stand ist nun aber kein positives Element.

Die Situation in Deutschland ist labiler, als man meinen könnte. Die Leistungsbilanz weist einen Ueberschuss auf, der sich 1984, so die Prognosen, trotz der wirtschaftlichen Erholung fortsetzen dürfte. Ein erneuter Kursrückgang der D-Mark gegenüber dem US-Dollar könnte jedoch eine Verschlechterung, ja sogar ein Defizit der Leistungsbilanz

zur Folge haben. Die Kapitalabflüsse sind im Verlauf des Jahres 1983 zurückgegangen; zeitweise wies die Kapitalbilanz sogar einen positiven Saldo auf, aber in letzter Zeit sind die Kapitalbewegungen ziemlich sprunghaft geworden. Zu den von Herrn Feldstein und deutschen Persönlichkeiten vorgebrachten Ideen über Möglichkeiten, die Wechselkursrelationen zwischen dem US-Dollar und der D-Mark zu verbessern, ist anzumerken, dass die deutschen Behörden keinerlei Absicht haben, in den Kapitalverkehr administrativ einzugreifen. Der freie Kapitalverkehr wird in der Tat als eine Grundbedingung des Freihandels angesehen, und die meisten europäischen Länder sind hier gewiss der gleichen Meinung.

Auf eine Frage von Herrn Lamfalussy über die Hypothesen zum Wachstum der Inlandsnachfrage und der Exporte antwortet Herr Schlesinger, dass das BSP 1984 um 2,5-3% zunehmen dürfte. Die Auswirkungen einer stagnierenden Nachfrage des Staates sollten durch eine sehr lebhaftere Investitionstätigkeit und einen Anstieg der Exporte um real 4-5% mehr als wettgemacht werden. Wegen des konjunkturellen Aufschwungs dürften freilich die Importe etwa in der gleichen Grössenordnung zunehmen, so dass sich der Ueberschuss der Leistungsbilanz kaum verändern wird. Infolgedessen wird die von Deutschland betriebene Wirtschaftspolitik wohl keinerlei negative Auswirkungen auf die konjunkturelle Lage anderer Länder zeitigen.

Herr Ciampi lobt die Qualität und die Klarheit des Expertenberichts. Er schliesst sich dem Urteil an, dass trotz des hohen Niveaus der langfristigen inflationsbereinigten Zinssätze die monetären Bedingungen in den meisten EG-Ländern sich eher gelockert haben. In Italien ist der Finanzierungsbedarf des öffentlichen Sektors beträchtlich geblieben, aber er wurde nur in geringem Mass mit monetären Mitteln abgedeckt. Ein erneutes Ansteigen der langfristigen Zinssätze ermöglichte nämlich eine Finanzierung auf dem Kapitalmarkt. In Italien wie auch in anderen Ländern erklären sich diese hohen Zinssätze teilweise mit Inflationserwartungen und mit dem Austrocknen des langfristigen Kapitalangebots; die kürzlichen schlechten Haushaltsergebnisse und die Schwierigkeiten bei der Anwendung einer mittelfristigen Strategie auf diesem Gebiet bleiben jedoch die wichtigsten Faktoren und bilden die grössten Zwänge für die Geldpolitik.

Als Antwort auf eine Frage von Herrn Ortoli räumt Herr Ciampi die Gefahr einer schweren Zinslast auf der italienischen Staatsschuld ein, meint jedoch, dass es nur mittels einer Verringerung des Haushalts-

defizits selbst und einer Senkung der Inflationsrate möglich sei, die Zinssätze zu senken und diese Last leichter zu machen. Selbst wenn das zur Zeit im Parlament debattierte Finanzgesetz vor Jahresende genehmigt wird, muss die Diskussion im Jahr 1984 wieder aufgenommen werden, um das in diesem Gesetz enthaltene Defizit herabzusetzen. Gleichzeitig versucht die Regierung, eine Einkommens- und Preispolitik durchzuführen. Solange alle diese Anstrengungen keine beweiskräftigen Ergebnisse gezeitigt haben, ist keine Aenderung der Geldpolitik möglich.

Herr Hoffmeyer beglückwünscht Herrn Raymond zum klaren und gut gegliederten Bericht seiner Gruppe. Er glaubt nicht, dass eine Abschwächung des Dollars starken Druck auf das EWS zur Folge hätte. Nach einer stürmischen Periode zwischen Anfang 1982 und dem Frühjahr 1983, während welcher aggressive Abwertungen als eine der Spielregeln des Systems denkbar schienen, ist die jetzige Haltung viel vorsichtiger und findet diese ehemaligen Praktiken gefährlich. Die allgemeine Idee, die dem Bericht zugrunde liegt, dass nämlich die Geldpolitik zweifellos zu sehr gelockert worden sei, muss für Dänemark eingeschränkt werden. In diesem Land sind die lang- und kurzfristigen Zinssätze von 22 auf 14% bzw. von 18 auf 12% gesunken. Nach Steuerbereinigung ist der Unterschied zwischen diesen beiden Kategorien praktisch Null, was zu einem Zuwachs bei den Aktiven auf kürzere Sicht und einer Abnahme bei den Aktiven auf längere Sicht geführt hat. So hat nach den traditionellen Begriffen die Geldmenge zugenommen, während von der Zentralbank keine Initiative ausging und keine monetäre Finanzierung des Staatshaushalts stattfand. Theoretisch können wahlweise entweder die langfristigen Zinssätze nach oben gedrückt werden - aber mit einer Arbeitslosenrate von 10% und einer auf 5-6% zurückgeführten Teuerung scheint das wenig geeignet und politisch nicht realisierbar - oder dann die kurzfristigen Zinssätze nach unten gedrückt werden, wodurch jedoch die Zentralbank ihren Einfluss auf die Geschäftsbanken verlieren würde. Diese Situation in Dänemark zeigt, dass es schwierig ist, die tatsächliche Auswirkung der Geldpolitik sowohl aufgrund der Aggregate als auch aufgrund der inflationsbereinigten Zinssätze zu beurteilen.

Herr Duisenberg weist darauf hin, dass das von der Regierung im September für 1984 vorgelegte Budget darauf abzielt, die Steuer- und Sozialabgabenlast zu stabilisieren und das Defizit der öffentlichen Hand

zu verringern. Diese beiden Ziele sollen mittels Einsparungen bei den staatlichen Ausgaben erreicht werden. Im Gegensatz zu früheren Jahren, in denen solche Erklärungen ohne praktische Folgen blieben, sind rigorose Massnahmen ergriffen worden, trotz einer Arbeitslosenquote von 17% der aktiven Bevölkerung und fehlender Aussichten auf baldige Besserung auf diesem Gebiet. Bei den Kürzungen der Staatsausgaben hat die Regierung den Hauptakzent auf die Senkung der Kosten der staatlichen Leistungen gelegt. Die Gehälter der Staatsangestellten und die Sozialleistungen werden 1984 nicht nur nicht einmal der Teuerung bei den Konsumentenpreisen (ca. 2 1/2%) angepasst, sondern werden sogar um 3% gekürzt. Diese Massnahmen haben zu längeren Arbeitsniederlegungen in verschiedenen Bereichen des Staatssektors geführt, aber die Regierung hat nicht nachgegeben. Im privatwirtschaftlichen Sektor haben sich die Nominallöhne in sehr bescheidenem Masse entwickelt und sollten 1984 stabil bleiben. Alles in allem hat sich die Wettbewerbsfähigkeit der niederländischen Industrie deutlich verbessert, und es bestehen daher gute Aussichten, dass sie von der Erholung des Welthandels profitiert. Der Rückgang der Realeinkommen wirkte sich bisher nicht auf die Inlandsnachfrage aus, da die privaten Haushalte zunächst auf Ersparnisse zurückgriffen; für 1984 muss jedoch mit einem Rückgang des privaten Verbrauchs gerechnet werden, dessen negative Auswirkungen auf das reale Wachstum durch eine Steigerung der Exporte ausgeglichen werden sollten. Trotz der konjunkturellen Verzögerung gegenüber den USA und den Mitgliedsländern der Gemeinschaft hält die Regierung an der Idee fest, dass zunächst die strukturellen Ungleichgewichte ausgeglichen werden müssen, ehe an eine konjunkturelle Lockerung der wirtschaftspolitischen Massnahmen gedacht werden kann.

Die monetäre Situation in den Niederlanden ist von einem schnellen Wachstum der Geldmengenaggregate und einer deutlichen Zunahme des Liquiditätskoeffizienten geprägt worden. Es handelt sich jedoch um eine Erscheinung, die im wesentlichen mit dem depressiven Zustand der niederländischen Wirtschaft zusammenhängt. Liquidität hat sich nämlich vor allem im Unternehmenssektor angesammelt, da die Unternehmen trotz besserer Aussichten offenbar mit Investitionen noch zögern und ihre Aktiven lieber in Form von flüssigen Mitteln halten. Angesichts dieser reichlich vorhandenen liquiden Mittel bei den Unternehmen dürfte die Erholung bei der Investitionstätigkeit nicht zu einer nennenswerten Zunahme der Kredite an die einheimische Wirtschaft führen.

Herr Chalikias unterstreicht, dass sich die Lage Griechenlands von derjenigen der anderen Länder in verschiedener Hinsicht unterscheidet. Die Geldpolitik ist in der Tat seit 1982 restriktiver geworden, der Wachstumsrhythmus der Geldmengenaggregate hat sich verlangsamt und die Zinssätze sind nach und nach gestiegen. Die Geldmengen- und Kreditvorgaben für 1984 sind bis jetzt noch nicht bekanntgegeben worden, aber es ist beabsichtigt, weiterhin eine restriktive Politik zu betreiben. Auch bei der Einkommenspolitik hat ein Umschwung stattgefunden; die Wachstumsrate bei den Nominalöhnen im Privatsektor ist von 27% im Jahr 1982 auf 17% im Jahr 1983 zurückgeführt worden, was einem Rückgang der Realeinkommen um 3-4% entspricht. Der Nettofinanzbedarf der öffentlichen Hand ist auf 13% des BIP gesenkt worden, und die Finanzierungsmethoden konnten verbessert werden.

Trotz des restriktiveren Charakters der wirtschaftspolitischen Massnahmen im Jahr 1983 haben sich die fundamentalen Wirtschaftsdaten kaum verbessert. Obwohl sie sich etwas verlangsamt hat, beträgt die Teuerung bei den Preisen immer noch 20%, und die Leistungsbilanz schliesst immer noch mit einem Defizit von US-\$ 2 Mrd. ab. Die Unternehmensgewinne haben sich kaum verbessert, und deshalb stagniert auch die Investitionstätigkeit. Die langsame und ungenügende Reaktion der Eckdaten auf die restriktiveren wirtschaftspolitischen Massnahmen scheint den verzögerten Effekt mehrerer Faktoren widerzuspiegeln: die frühere, ohne Festigkeit betriebene Wirtschaftspolitik (insbesondere die 1981 während des Wahlkampfes eingeführte Lockerung), starke Inflationserwartungen, das der griechischen Wirtschaft wenig günstige internationale Klima, die Abwertung der Drachme und die Erhöhung der staatlichen Tarife; letztere hat die Inflationsrate über die Grundtendenz der Preiserhöhungen hinaus nach oben gedrückt. Die Leistungsbilanz leidet unter den strukturellen Schwächen der griechischen Wirtschaft. Der Beitritt zur EG hat ein Defizit der Bilanz der landwirtschaftlichen Produkte zur Folge, während seit 1981 die Importe von Fertigwaren aus den EG-Ländern stärker hereinströmen. Der bedeutende Anteil der unsichtbaren Transaktionen bei den Einnahmen führt dazu, dass Griechenland ganz besonders unter der weltweiten Schwäche der Wirtschaftstätigkeit leidet, denn die unsichtbaren Transaktionen werden sehr viel mehr als die Exporte von Basisprodukten von den konjunkturellen Schwankungen betroffen. Die privaten Kapitaleinfuhren sind nach und nach von US-\$ 1,5 Mrd. 1980

auf US-\$ 700 Mio. 1982 zurückgegangen, aber infolge einer Verstärkung der geldpolitischen Massnahmen haben die privaten Kapitaleinfuhren wieder zugenommen und sollten 1983 einen Betrag von ungefähr US-\$ 1 Mrd. erreichen. Die besondere Struktur der Zahlungsbilanz gibt jedoch zu einem gewissen Optimismus für die Zukunft Anlass. Da einerseits das Leistungsbilanzdefizit weitgehend konjunkturbedingt ist, sollte es bei einer Erholung der weltweiten Wirtschaftstätigkeit deutlich abnehmen. Andererseits fühlt sich Griechenland nicht gezwungen, dieses Defizit zu beseitigen. Die Herabsetzung des Leistungsbilanzdefizits um ein Drittel und das Anhalten der privaten Kapitaleinfuhren in einer Grössenordnung von US-\$ 1,5 Mrd. würden genügen, um das Verhältnis zwischen dem Auslandsschuldendienst und dem Bruttoinlandsprodukt zu stabilisieren.

Herr Ó Cofaigh hebt die Fortschritte hervor, die sein Land bei der Bekämpfung der Inflation (die Inflationsrate wurde auf 10% zurückgeführt) und bei der aussenwirtschaftlichen Anpassung (das Leistungsbilanzdefizit ist von 14% des BIP im Jahr 1981 auf 2,5% 1983 zurückgegangen) erzielt hat. Die Erholung bei den wirtschaftlichen Eckdaten und die Erhöhung der staatlichen Devisenreserven erlaubten den irischen Behörden eine Senkung der Zinssätze, die am Anfang dieses Jahres eine auf längere Sicht unhaltbare Höhe erreicht hatten. Wenn die Politik zur Sanierung der öffentlichen Finanzen 1984 mit der gleichen Härte fortgeführt wird wie 1983, könnte die Geldpolitik eine neutralere Ausrichtung als bisher verfolgen. Eine Senkung der Zinssätze ist um so erwünschter, als Irland, nach den Niederlanden, das Land mit der höchsten Arbeitslosenquote in der Gemeinschaft ist.

Herr Ó Cofaigh meint abschliessend, dass die Lage sowohl in seinem Land als auch in der Gemeinschaft und die Aussichten für die Zukunft günstiger seien, als aus dem Expertenbericht hervorgeht.

Der Vorsitzende weist darauf hin, dass die Geldpolitik in Frankreich auf die Bekämpfung der Inflation und die Sanierung der Zahlungsbilanz, die Hauptprobleme der französischen Wirtschaft, ausgerichtet ist. Das nominale BIP dürfte 1983 um etwa 10% und 1984 um 7,5-8% zunehmen; der Preisanstieg dürfte fast die gleiche Grössenordnung erreichen, während die Wirtschaft real nur wenig wachsen dürfte. Die Zielvorgaben für das Geldmengenwachstum sind nach und nach herabgesetzt worden, von über 15% vor einigen Jahren auf 9% im Jahr 1983, und liegen nun deutlich

unter dem Wachstum des nominalen BIP. Nach den verfügbaren Statistiken könnte das tatsächliche Geldmengenwachstum etwas unter dieser Ziellinie liegen. Für 1984 wurde die Zielvorgabe noch nicht festgelegt, aber es ist vorgesehen, die Zielvorgabe für das Wachstum von M2 niedriger als die Wachstumsrate des nominalen BIP anzusetzen.

Zum Abbau des Zahlungsbilanzdefizits ruft der Vorsitzende in Erinnerung, dass dieses Defizit 1982 4% der Geldmenge vernichtet hat; dies bedeutete ein Anwachsen um 16% des Inlandskredits, wobei das Geldmengenwachstum etwa 12% betrug. Im Jahr 1983 wird die Zielvorgabe von 9% mit einer Zunahme um 11% des Inlandskredits und einer aussenwirtschaftlichen Geldmengenvernichtung von 2% erreicht werden. Diese Verbesserung beruht auf der Tatsache, dass das Leistungsbilanzdefizit von FF 80 auf 40 Mrd. reduziert wird. Die Geldmengenzielvorgabe für 1984 nimmt eine aussenwirtschaftliche Geldmengenvernichtung von 1% an und geht von der Hypothese aus, dass das Leistungsbilanzdefizit sich wiederum um die Hälfte verringern und noch FF 20 Mrd. betragen wird. Die stillschweigend angenommene Norm von 7-8% für die Zunahme des Inlandskredits zeigt deutlich das Uebermass des Haushaltsdefizits, das 1984 etwa 3-3 1/2% des BIP betragen sollte. Obwohl dieses Defizit eines der niedrigsten der Gemeinschaft ist, besteht die Gefahr, dass seine Finanzierung eine Verdrängungswirkung zum Nachteil der Privatwirtschaft ausübt, sowohl was die Verfügbarkeit von Bankkrediten als auch was den Kapitalmarkt angeht. Der Staat beansprucht schon jetzt ungefähr die Hälfte aller Bankkredite und ein Drittel der gesamten Anleiheemissionen.

Der Vorsitzende fasst die Diskussion des Ausschusses zusammen und meint, dass die Besorgnisse hauptsächlich um drei Punkte kreisen:

- Trotz der unterschiedlichen Lage in den einzelnen Ländern bleibt der Zustand der öffentlichen Finanzen sowohl in den USA als auch in Europa besorgniserregend. Diese Situation lastet auf der Geldpolitik.
- Die künftige Kursentwicklung des US-Dollars ist ungewiss. Das Ausmass des Leistungsbilanz- und des Haushaltsdefizits in den USA kann früher oder später dazu führen, dass die Märkte ihre Einschätzung des Aussenwerts des US-Dollars ändern und dass die amerikanische Währung dadurch eine deutliche und vielleicht rasche Kurseinbusse erleidet. Die Erholung der Wirtschaftstätig-

keit in den USA, die Ertragskraft der Unternehmen und die Produktivitätsgewinne (die zum Teil nicht nur konjunkturbedingt sind, sondern sich als dauerhaft erweisen sollten) sind jedoch alles Faktoren, die den Dollarkurs stützen.

- Frühere Erfahrungen zwingen dazu, die Möglichkeit in Betracht zu ziehen, dass ein Kursrückgang des Dollars die Spannungen im EWS verstärkt, obwohl sich einige Gouverneure über diese Möglichkeit weniger besorgt gezeigt haben. Es muss erwogen werden, wie die Wirtschaftspolitik auf eine solche Eventualität reagieren soll.

Der Vorsitzende schliesst die Diskussion mit dem Dank an die Herren Raymond, Lamfalussy und Lefort für ihren Beitrag zum Gedankenaustausch der Zentralbankpräsidenten.

#### IV. Fortsetzung des Gedankenaustauschs über die geplanten Untersuchungen auf dem internationalen Währungssektor

Herr Lefort erklärt, dass die Stellvertreter kurz über das von den Stellvertretern der Zehnergruppe anlässlich ihrer Sitzung vom 17. November 1983 ausgearbeitete Arbeitsprogramm gesprochen haben. Herr Dini könne dieses Programm vorstellen und erläutern.

Herr Dini erinnert daran, dass die Stellvertreter der Zehnergruppe bei ihrer Sitzung vom 17. November 1983 übereingekommen seien, ihre Arbeiten auf vier grosse Themen zu konzentrieren:

- das Funktionieren des "Floating", die Gründe für die mangelnde Stabilität der Wechselkurse und die Folgen für die Wirtschaftspolitik;
- die Verstärkung der multilateralen Ueberwachung zwecks engerer Koordinierung der wirtschaftspolitischen Massnahmen, die einen Einfluss auf die Wechselkurse haben, und zur Förderung der Wechselkursstabilität;
- die internationale Liquidität, einschliesslich der Rolle des internationalen Bankkredits, die Zusammensetzung der Reserven und die Rolle des Sonderziehungsrechts;
- die Stellung des IWF, insbesondere seine Aufgabe beim ausserwirtschaftlichen Anpassungsprozess und die Bewahrung seiner währungspolitischen Rolle.

Im Hinblick auf diese Untersuchungen haben eine Anzahl internationaler Organisationen, wie der IWF, die OECD, die EWG und die BIZ, zugesagt, Arbeitspapiere vorzubereiten. Diese Unterlagen (von denen die ersten ab Mitte Januar zur Verfügung stehen werden) sowie eher politisch ausgerichtete Dokumente, die von nationalen Delegationen versprochen wurden, werden von den Stellvertretern diskutiert werden mit dem Ziel, anschliessend Empfehlungen an die Minister und Zentralbankpräsidenten der Zehnergruppe auszuarbeiten.

Die nächste Sitzung der Stellvertreter könnte Ende Januar oder Anfang Februar 1984 stattfinden und sich mit den Arbeitspapieren beschäftigen. Auf der Ebene der Finanzminister und Zentralbankpräsidenten ist der 15. Februar als mögliches Datum für eine erste Sitzung vorgeschlagen worden, bei welcher jedoch nur Verfahrensfragen diskutiert werden dürften. Die Sachfragen würden anlässlich einer zweiten Zusammenkunft der Finanzminister und Zentralbankpräsidenten der Zehnergruppe behandelt; diese Zusammenkunft sollte grundsätzlich mit jener des Interimsausschusses im Mai 1984 verbunden werden. Das genaue Datum dieser Sitzung ist jedoch noch offen.

Auf eine Frage des Vorsitzenden antwortet Herr Lamfalussy, dass das von der BIZ zu erstellende Memorandum über die internationale Liquidität Mitte Januar bereit sein könnte; selbst wenn es für die nächste Sitzung des Ausschusses der Präsidenten fertiggestellt werde, es wäre nicht sehr sinnvoll, ohne gründliche Vorbereitung darüber zu diskutieren.

Der Vorsitzende schliesst diesen Punkt der Tagesordnung ab und erklärt, dass der Ausschuss sich im Januar 1984 wieder über das Verfahren und den Zeitplan für die Arbeiten äussern müsse.

#### V. Vorsitz des Ausschusses

Der Vorsitzende ruft in Erinnerung, dass sein Mandat als Vorsitzender des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten am 31. Dezember 1983 abläuft. Nach der allgemeinen Regel des Amtsalters wäre Herr Pöhl an der Reihe, den Vorsitz des Ausschusses zu übernehmen, aber jener möchte sich dem Vorsitz der Zentralbankpräsidenten der Zehnergruppe widmen. Der nächste Kandidat sei Herr Ó Cofaigh. Herr de la Genière schlägt daher vor, letzterem den Vorsitz des Ausschusses für das Jahr 1984 anzutragen.

Der Vorsitzende stellt fest, dass die Gouverneure damit einverstanden sind, Herrn Ó Cofaigh für die übliche Dauer des Mandats, nämlich ein Jahr ab 1. Januar 1984, zum Vorsitzenden des Ausschusses zu ernennen.

Herr Ó Cofaigh dankt seinen Kollegen für das ihm entgegengebrachte Vertrauen.

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

##### - Vorsitz der Expertengruppe "Geldpolitik"

Der Vorsitzende erinnert daran, dass der Ausschuss an seiner Sitzung vom 9. Dezember 1980 Herrn Raymond für einen Zeitraum von drei Jahren ab 1. Januar 1981 zum Vorsitzenden der Expertengruppe ernannt hat. Da dieses Mandat am 31. Dezember 1983 abläuft, muss der Ausschuss einen neuen Vorsitzenden bestimmen.

Herr Ciampi legt Wert auf die Feststellung, dass der Ausschuss die von der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Raymond geleistete Arbeit hoch einschätzt. Er schlägt vor, dieser Wertschätzung durch die Erneuerung des Mandats von Herrn Raymond für weitere drei Jahre Ausdruck zu verleihen.

Der Vorsitzende stellt fest, dass der Ausschuss mit dem Vorschlag von Herrn Ciampi, Herrn Raymond für eine weitere Periode von drei Jahren ab 1. Januar 1984 zum Vorsitzenden der Expertengruppe zu ernennen, einverstanden ist.

#### VII. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Die nächste Sitzung des Ausschusses findet am Dienstag, dem 10. Januar 1984, um 10.00 Uhr in Basel statt.

\* \* \*

Am Schluss der Sitzung dankt Herr Ó Cofaigh im Namen des Ausschusses Herrn de la Genière für das Jahr seines Vorsitzes und beglück-

wünscht ihn zu der souveränen und liebenswürdigen Art, mit der er den Ausschuss geleitet hat, und zur Klarheit der Schlussfolgerungen, die er aus den Diskussionen des Ausschusses gezogen hat.

KURZBERICHT UEBER DIE ENTWICKLUNG AUF DEN  
DEWISENMÄRKTEN DER LÄNDER DER AN DER KONZERTATION  
BETEILIGTEN ZENTRALBANKEN

NOVEMBER 1983

Der vorliegende Bericht gibt einen Ueberblick über die Entwicklung auf den Devisenmärkten der Länder der an der Konzertation beteiligten Zentralbanken\* und über deren Interventionen im November und in den ersten Dezembertagen 1983.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Zinssatzerwägungen und politische Faktoren übten auch im November bedeutenden Einfluss auf die Devisenmärkte aus und führten zu einer Befestigung des Dollars und des Yen gegenüber allen anderen Währungen.

Der US-Dollar, begünstigt durch verschiedene nationale und internationale Faktoren, festigte sich fast während des ganzen Monats. Binnenwirtschaftlich stärkten den Dollar weitere Anzeichen einer kräftigen Wirtschaftserholung, was offenbar die Attraktivität von Anlagen in Dollarwerten steigerte und die Marktteilnehmer in der Annahme bestärkte, die Geldpolitik müsse, wolle man einem Wiederaufflammen der Inflation vorbeugen, verschärft werden. Ueberdies weckte die Verzögerung der Genehmigung eines höheren Bundesschuldenplafonds durch den Kongress Besorgnisse, dass eine "geballte" Kreditaufnahme der Regierung im Dezember die kurzfristigen Zinssätze nach oben drücken könnte. Zu den internationalen Faktoren, welche den Status des US-Dollars als Zufluchtwährung stärkten, gehörten die unvermindert anhaltenden politischen Spannungen in der Welt, insbesondere die Verschärfung der Feindseligkeiten im Nahen Osten. Die am 29. Novem-

---

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

ber erfolgte Bekanntgabe eines Rekorddefizits der US-Aussenhandelsbilanz für den Monat Oktober führte nur ganz kurzfristig zu Dollarabgaben. Ueber den ganzen Monat gesehen verbesserte sich der US-Dollar gegenüber den EWS-Währungen um durchschnittlich 2,5%, gegenüber dem Pfund Sterling um 2,1% und gegenüber dem Schweizer Franken um 1,2%; gegenüber dem Yen schwächte er sich leicht um 0,3% ab.

Im EWS herrschten verhältnismässig ruhige Bedingungen. Die Positionen im Kursband blieben während des ganzen Monats weitgehend unverändert; mit Ausnahme des belgischen Frankens waren alle Partnerländer in der oberen Hälfte des EWS-Kursbandes gruppiert. Der französische Franken befand sich am oder nahe beim oberen Rand des schmalen Bandes; gelegentlich wurde er in dieser Position vom irischen Pfund und der dänischen Krone abgelöst.

Der belgische Franken verharrte am unteren Rand des EWS-Bandes und benötigte fast während des ganzen Monats beträchtliche Stützungsinterventionen an den bilateralen Interventionspunkten. In dem Bestreben, den ständigen Druck auf die Währung zu lockern, kündigte die Banque Nationale de Belgique am 23. November eine Erhöhung des Diskont- und des Lombardsatzes um 1 Prozentpunkt auf 10 bzw. 11% an. Danach verbesserte der Franken ein wenig seine Position gegenüber den anderen EWS-Währungen.

Günstige Handelsbilanzzahlen für die letzten Monate verhalfen dem französischen Franken dazu, seine Stellung am oberen Rand des schmalen Bandes die meiste Zeit über zu halten. Die Banque de France tätigte beträchtliche DM-Käufe und intervenierte am Interventionspunkt zur Stützung des belgischen Frankens.

Teilweise als Folge des Anziehens des US-Dollars gab die D-Mark gegenüber allen EWS-Währungen geringfügig nach. Der andere wichtige Faktor, der den Kurs der deutschen Währung ungünstig beeinflusste, war der knapp verhinderte Zusammenbruch einer grösseren westdeutschen Privatbank, gefolgt von Gerüchten über weitere Schwierigkeiten im Bankensektor. Auch innenpolitische Probleme trugen zum Kursdruck auf die D-Mark bei. Während des ganzen Monats intervenierte die Bundesbank häufig zur Stützung der Währung und verkaufte beträchtliche Dollarbeträge.

Der holländische Gulden notierte im allgemeinen fest und blieb im grossen und ganzen unberührt vom Streik im öffentlichen Dienst wegen der von der Regierung vorgeschlagenen Sparmassnahmen.

Die dänische Krone notierte fast während des ganzen Monats bei ruhigem Handel in der oberen Hälfte des schmalen Bandes.

Die italienische Lira blieb weiterhin die stärkste Währung im Europäischen Währungssystem und gewann gegenüber allen anderen Partnerwährungen leicht an Wert. Zusätzlich zu einigen DM-Käufen am Monatsanfang tätigte die Banca d'Italia während des ganzen Monats beträchtliche Dollarkäufe.

Das irische Pfund blieb relativ fest, und die Central Bank of Ireland intervenierte in bescheidenem Masse in beiden Richtungen.

Das Pfund Sterling schwächte sich gegenüber dem US-Dollar ab, festigte sich jedoch gegenüber den EWS-Währungen. Der gewogene Aussenwert sank leicht ab - der nach Handelsvolumen gewichtete Index sank um 0,6 auf 83,1. Die ungünstigen Handelsbilanzzahlen für Oktober, die am 24. November veröffentlicht wurden, schwächten die Währung ein wenig, aber die Stimmung des Marktes wurde weiterhin günstig beeinflusst durch Erwartungen festbleibender Zinssätze und die Bedrohung der Erdölversorgung des Westens durch den Konflikt im Nahen Osten.

Die griechische Drachme gab gegenüber dem US-Dollar um 3,0% und gegenüber der ECU um 0,6% nach.

Der Schweizer Franken schwächte sich gegenüber dem US-Dollar ab, allerdings - dank ihm begünstigender Kapitalzuflüsse - in geringerem Masse als die EWS-Währungen.

Die norwegische Krone verzeichnete weiterhin eine feste Tendenz, in der sich der wachsende Leistungsbilanzüberschuss widerspiegelte; die Norges Bank tätigte im Berichtsmonat bedeutende Dollarkäufe. (Gegenüber dem US-Dollar verlor die Krone 1,4% an Wert, gewann jedoch gegenüber den EWS-Währungen durchschnittlich 1%.)

Die schwedische Krone gab gegenüber dem US-Dollar um 1,7% nach; ihr gewogener Aussenwert blieb jedoch stabil. Die Sveriges Riksbank kaufte am Anfang des Berichtszeitraums Dollarbeträge in geringer Höhe.

Der japanische Yen gewann wiederum gegenüber allen Währungen an Wert und erreichte gegenüber der D-Mark und mehreren anderen europäischen Währungen absolute Höchststände. Gegenüber dem US-Dollar stieg der Kurs des Yen um 0,3% und gegenüber den EWS-Währungen um 2,9%. Ausser vom beträchtlichen Aussenhandelsüberschuss profitierte der Yen auch von der kürzlich zwischen Japan und den USA getroffenen Vereinbarung zur Verbesserung des Wechselkurses gegenüber dem US-Dollar.

Der kanadische Dollar gab gegenüber dem US-Dollar wegen des nach wie vor ungünstigen Zinsgefälles gegenüber den Vereinigten Staaten, der grossen Nachfrage nach Dollar für Schuldendienstzwecke sowie des

Schwindens des kanadischen Handelsbilanzüberschusses leicht nach. Gegenüber den meisten anderen Währungen gewann jedoch der kanadische Dollar im Berichtsmonat an Wert.

## II. INTERVENTIONEN

### A. Interventionen in US-Dollar

Im Monat November wurden Bruttokäufe von US-\$ 1,5 Mrd. durch Bruttoverkäufe in etwa gleicher Höhe ausgeglichen. Zum Vergleich: im Oktober hatten die Zentralbanken Nettokäufe in Höhe von US-\$ 0,6 Mrd. getätigt, die sich aus Bruttokäufen von US-\$ 2,1 Mrd. und Bruttoverkäufen von US-\$ 1,5 Mrd. zusammensetzten.

Die wichtigsten Verkäufer von Dollar waren die Deutsche Bundesbank, die Bank of Japan und die Bank of Canada. Die Käufe andererseits wurden hauptsächlich von der Banca d'Italia, der Norges Bank, der Bank of England und der Sveriges Riksbank getätigt.

### B. Interventionen in Gemeinschaftswährungen

Im Berichtsmonat beliefen sich die Interventionen in Gemeinschaftswährungen brutto auf umgerechnet US-\$ 1,5 Mrd., etwas mehr als die US-\$ 1,4 Mrd. im Oktober. Zwei Drittel davon bestanden aus intramarginalen Interventionskäufen von D-Mark, vor allem durch die Banque de France die Banca d'Italia. Der Rest entfiel grösstenteils auf Käufe von belgischen gegen französische Franken an den bilateralen Interventionspunkten.

\* \* \*

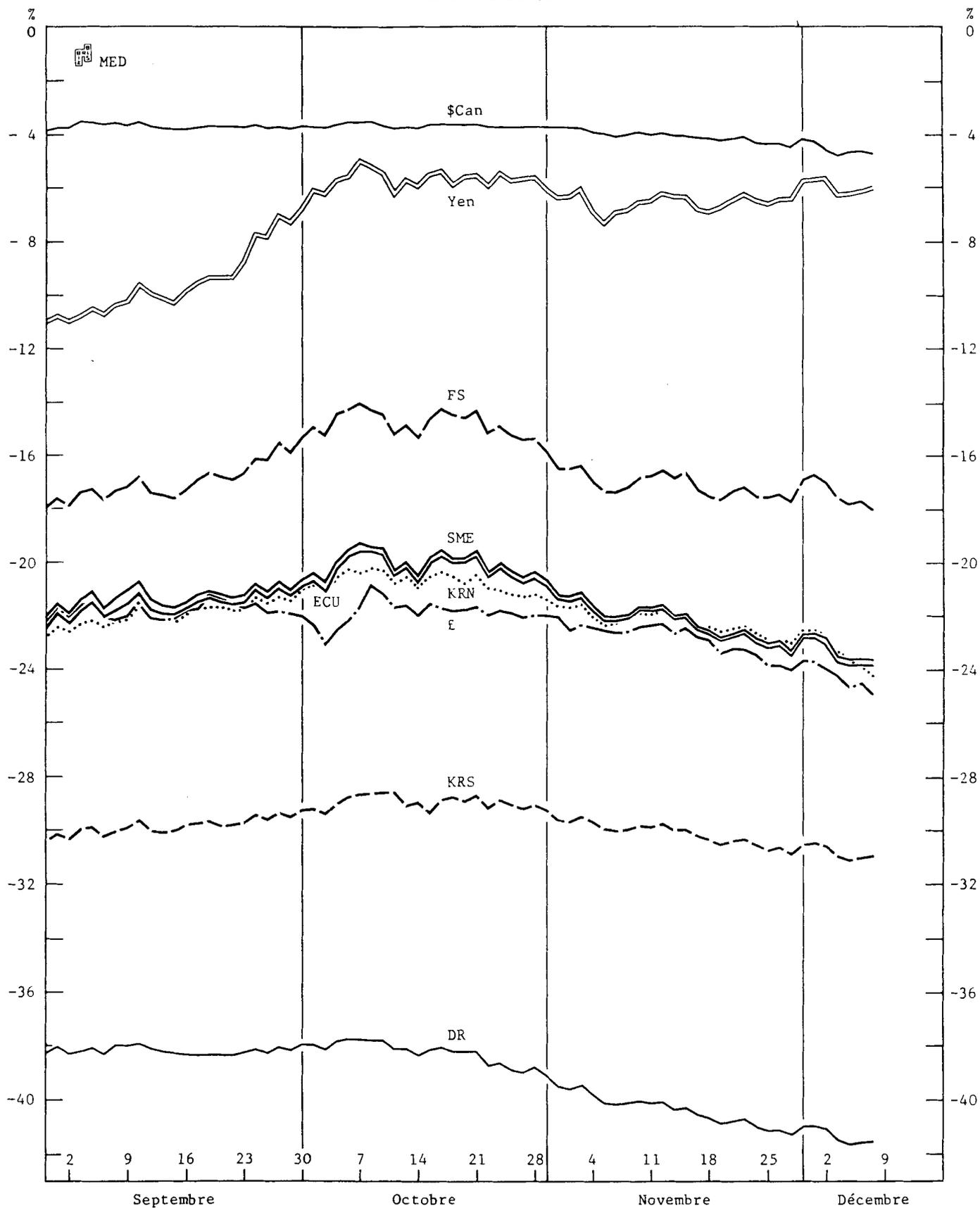
In den ersten Dezembertagen befestigte sich der US-Dollar von neuem gegenüber allen anderen Währungen; verursacht wurde diese Aufwärtsbewegung vornehmlich durch einen weiteren starken Rückgang der Arbeitslosenquote in den USA, anziehende US-Zinsen und die sich verfestigende Erwartung, dass die Zinssätze hoch bleiben werden.

Trotz Interventionsverkäufen von Dollar erreichte der US-Dollar gegenüber vielen europäischen Währungen neue Höchststände.

Innerhalb des EWS veränderten sich die Positionen der Währungen nicht wesentlich. Die D-Mark neigte weiterhin zur Schwäche, worin sich die Stärke des US-Dollars widerspiegelte. Der belgische Franken blieb nahe am unteren Ende des engen Kursbandes, obwohl die Banque Nationale de Belgique umfangreiche Interventionen tätigte. Die dänische Krone notierte angesichts der unsicheren politischen Lage in Dänemark etwas leichter.

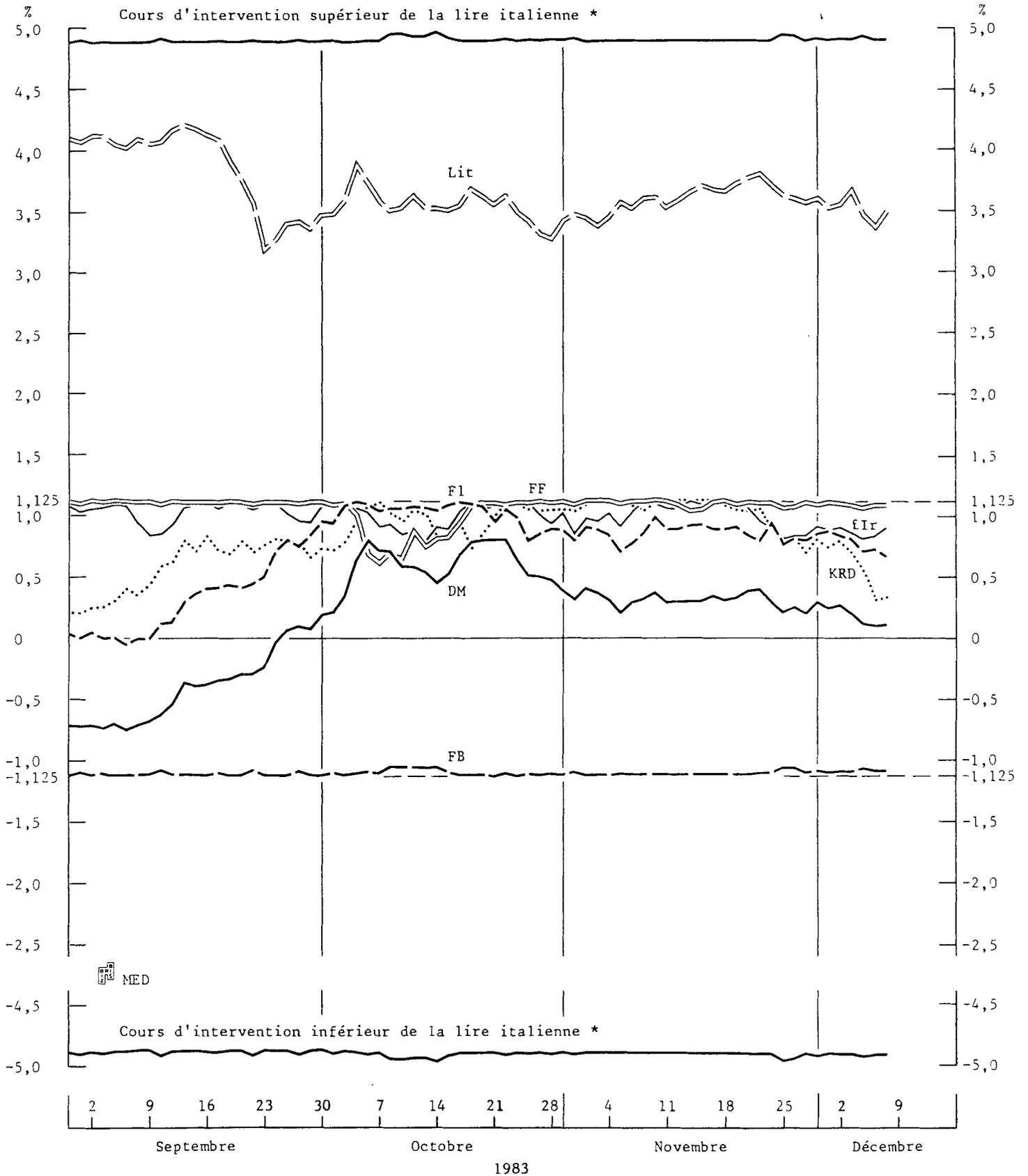
Interventionen fanden in US-Dollar und EWS-Währungen statt. Die bedeutendsten Dollarverkäufer waren die Zentralbanken Deutschlands, Belgiens und Kanadas, während die Banque de France in beträchtlichem Umfang D-Mark erwarb.

EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU SME  
 ET DES MONNAIES DES AUTRES BANQUES CENTRALES PARTICIPANT A LA  
 CONCERTATION SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE 31 DECEMBRE 1981  
 VIS-A-VIS DU \$EU \*



\* ECU 1,08517; £ 0,52206; DR 57,3424; \$Can 1,1862; FS 1,7985; Yen 219,60; KRS 5,5325; KRN 5,8050; cours médian des monnaies participant au SME 1,0705. Le cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne journalière des cours des deux monnaies à marge de fluctuation de 2,25%, exprimés en dollar EU, qui se sont éloignés le plus de leurs cours pivots bilatéraux actuels.

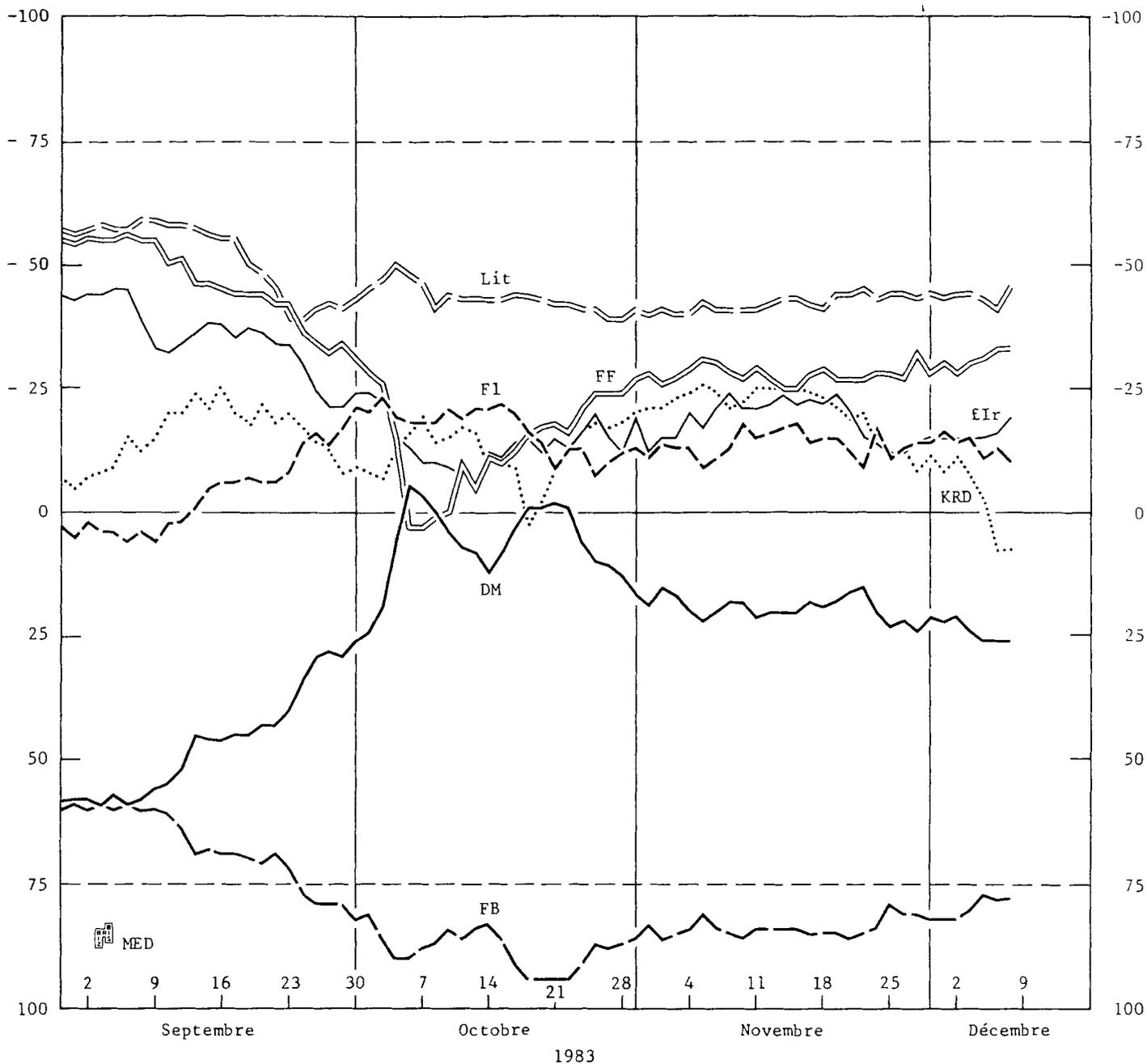
MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DE LA GRILLE DE PARITES DU SME  
 CALCULES SUR LA BASE DES COURS OFFICIELS DE L'ECU DANS LES  
 DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



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

8 décembre 1983

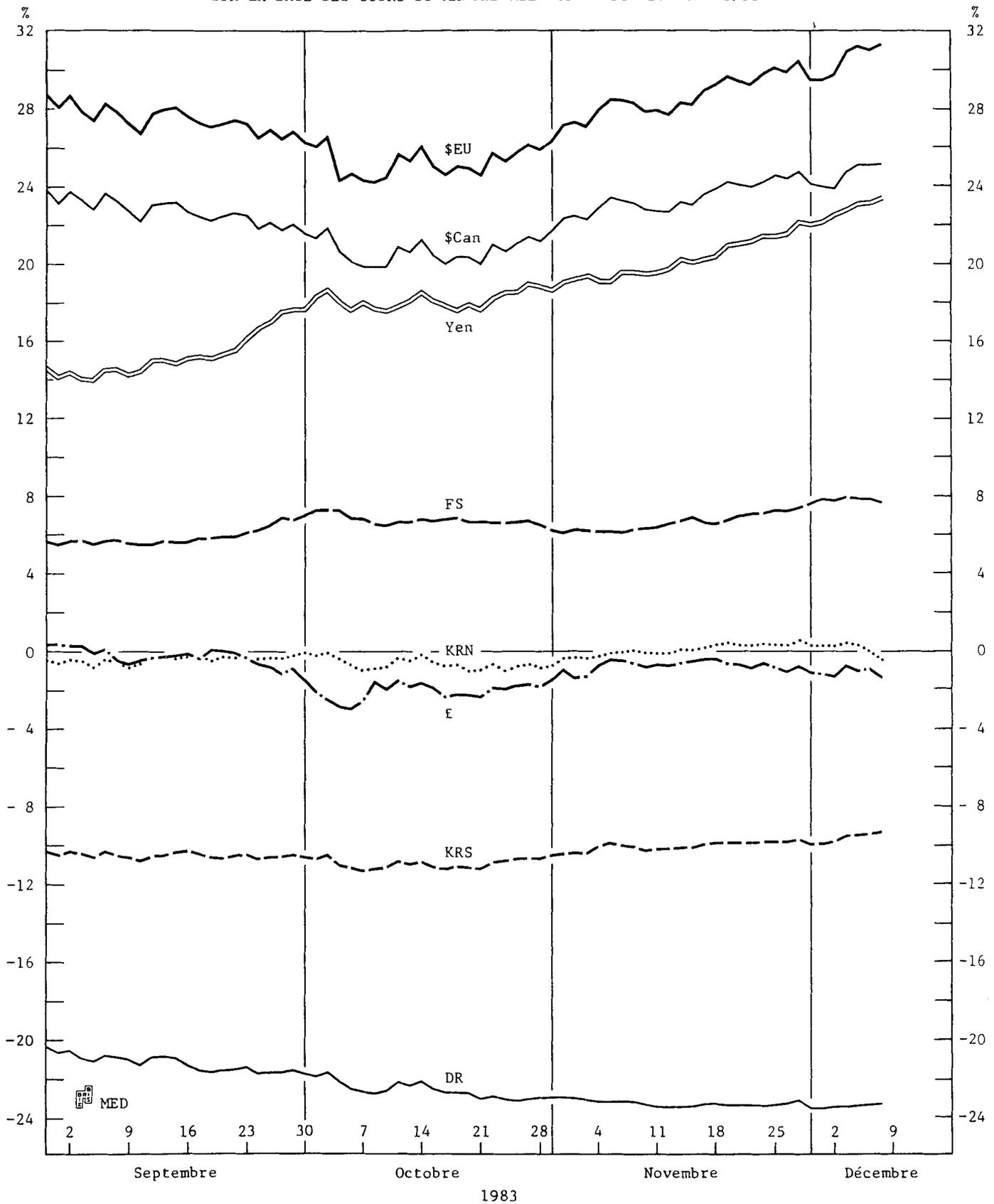
## EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE \*



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

8 décembre 1983

EVOLUTION DE LA LIVRE STERLING, DE LA DRACHME ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HORS CEE  
 PARTICIPANT A LA CONCERTATION PAR RAPPORT A L'ECU  
 SUR LA BASE DES COURS DU MARCHÉ RELEVÉS LE 31 DECEMBRE 1981 \*



\* £ 0,566523; DR 62,2263; \$EU 1,08517; \$Can 1,28723; FS 1,95169; Yen 238,304; KRS 6,00373; KRN 6,29944.

8 décembre 1983