

PROTOKOLL*
DER 201. SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER PRAESIDENTEN
DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT
BASEL, DIENSTAG, 10. DEZEMBER 1985, 10 UHR

Anwesend sind: der Präsident der Nederlandsche Bank und Ausschussvorsitzende, Herr Duisenberg, begleitet von den Herren Szász und Boot; 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 und Rieke; der Gouverneur der Bank von Griechenland, Herr Chalikias, begleitet von den Herren Papageorgiou und Zarifopoulos; der Gouverneur der Banque de France, Herr Camdessus, begleitet von den Herren Waitzenegger und Capanera; der Gouverneur der Central Bank of Ireland, Herr Ó Cofaigh, begleitet von den Herren O'Grady Walshe und Reynolds; der Gouverneur der Banca d'Italia, Herr Ciampi, begleitet von den Herren Dini und Masera; der Gouverneur der Bank of England, Herr Leigh-Pemberton, begleitet von den Herren Loehnis und Kirby; der Gouverneur der Banco de España, Herr Rubio, begleitet von den Herren Sanchez-Pedreño und Feito; der Gouverneur der Banco de Portugal, Herr Ribeiro Constâncio, begleitet von den Herren Azeredo Vaz Pinto und Saldanha do Valle; der Generaldirektor für Wirtschaft und Finanzen der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Herr Russo, begleitet von Herrn Mingasson; der Sekretär des Währungsausschusses, Herr Kees; der Generaldirektor des Luxemburgischen Währungsinstituts, Herr Jaans. 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 Cook und die Herren Bockelmann und Dagassan.

* Endgültiger, in der Sitzung vom 14. Januar 1986 gebilligter Text, der gegenüber der Fassung des Entwurfs nur Aenderungen redaktioneller Art enthält.

I. Billigung des Protokolls der 200. Sitzung

Wegen der späten Verteilung wird die Billigung des Protokolls der 200. Sitzung auf die nächste Sitzung vertagt.

II. Gedankenaustausch über das Funktionieren der innergemeinschaftlichen Konzertation:

- Vorlage des Berichts über die Entwicklung an den Devisenmärkten der an der Konzertation beteiligten Länder im November und während der ersten Dezembertage 1985 durch Herrn Dalgaard;
- Verabschiedung des Ausschussberichts an die Finanzminister der EG-Länder.

Herr Dalgaard kommentiert kurz den dem Protokoll beigelegten Bericht und hebt einige bemerkenswerte Vorgänge hervor, insbesondere:

- dass zwischen Ende Februar und Anfang Dezember 1985 der Yen gegenüber dem Dollar nominal weniger an Wert gewonnen hat als die europäischen Währungen, dass dagegen sein gewogener Aussenwert erheblich stärker angestiegen ist (+ 15% für die japanische Währung und + 8% für die Währungen der europäischen Länder);
- das Wiederaufleben von Spannungen innerhalb des EWS im Zusammenhang mit Gerüchten über eine Leitkursanpassung, von denen vor allem die italienische Lira betroffen war;
- die Festigung der D-Mark trotz bedeutender Verkäufe dieser Währung.

Herr Szász erklärt, die Stellvertreter hätten bemerkt, dass in bestimmten Situationen bedeutende DM-Verkäufe durch die Zentralbanken zu einer gewissen Schwächung des Kurses der deutschen Währung und zur Stärkung des Dollarkurses beigetragen hätten. Solche Aktionen stehen nicht gerade im Einklang mit der Uebereinkunft von New York vom 22. September, und es ist vorgeschlagen worden, dass in solchen Fällen die betreffenden Zentralbanken mit gleichzeitigen Verkäufen von D-Mark und Dollars intervenieren könnten.

Herr Ciampi verweist darauf, dass die italienische Lira nach in anderen Ländern abgegebenen ungeschickten offiziellen Erklärungen über die Möglichkeit einer Leitkursanpassung im EWS gegen Ende November unter

Druck gekommen ist, der sich Anfang Dezember fortgesetzt hat. Die italienischen Behörden haben zunächst eine gewisse Schwächung der Lira geduldet; danach sei diese angesichts der sich verbessernden Eckdaten der italienischen Wirtschaft, insbesondere des Leistungspostens der Zahlungsbilanz, gestützt worden. In den letzten Tagen habe der Druck nachzulassen begonnen.

Auch Herr Camdessus bezieht sich auf die Spannungen, zu denen es Ende November im EWS gekommen ist. Obwohl diese Spannungen nur schwach waren, haben sie in Frankreich zu einem völlig anormalen Devisenabfluss in Höhe von nahezu einer Milliarde Dollar geführt (in der Folge habe sich dieser teilweise wieder umgekehrt), und dies im Zusammenhang mit "Freitagsgerüchten". In der Tat haben Erklärungen von Politikern Turbulenzen geschaffen, da sie einmal mehr auf das Inflationsgefälle verwiesen, das unausweichlich früher oder später zu einer Leitkursanpassung führen müsse. Gewiss sei das EWS ein System, in welchem Kursanpassungen periodisch auf undramatische Weise und auf technischer Grundlage vorgenommen werden müssen. Aber die Zentralbankpräsidenten sollten ihre Autorität nutzen und der öffentlichen Meinung und den Politikern auf geeignete Weise begreiflich machen, dass Kursrelationen zwischen Währungen keineswegs ausschliesslich durch das Inflationsgefälle bestimmt werden. Nehme man beispielsweise das Kursverhältnis französischer Franc/D-Mark, so belaufe sich die seit 1983 kumulierte, wechselkursbereinigte Abweichung der Einzelhandelspreise auf 107,5 (wobei Deutschland die Basis 100 ist) und könnte eine baldige Korrektur rechtfertigen. Nehme man dagegen die Produktivitätsunterschiede oder die Entwicklung der Stückkosten in der Industrie, so betrage die entsprechende wechselkursbereinigte Abweichung nur noch 102,5. Letztere Zahl spiegle jedoch die Realität wider, und sie erkläre sich mit den beträchtlichen Produktivitätsgewinnen, die in Frankreich insbesondere nach der Entlassung überzähliger Arbeitskräfte in der Industrie und dem Abbau der Indexierung der Löhne - der stärker sei, als man glaube - erzielt worden seien. Wenn die Devisenmärkte diese Zahl berücksichtigten, würden sie nicht an eine dringende Leitkursanpassung denken, aber leider scheine dieses Konzept zu kompliziert, um richtig verstanden zu werden. Letztlich falle daher den Zentralbankpräsidenten die Aufgabe zu, bei ihren Erklärungen an die Öffentlichkeit daran zu erinnern, dass sich die Wechselkursrelationen nicht aus dem Inflationsgefälle, sondern aus komplexeren Elementen ableiten lassen, nämlich im Endeffekt aus dem Produktivitätsvergleich zwischen den Volkswirtschaften.

Der Vorsitzende nimmt die durchaus klare Mitteilung von Herrn Camdessus zur Kenntnis. Im übrigen weist er darauf hin, dass einige Zentralbankpräsidenten, insbesondere aus Ländern, die aktiv am EWS teilnehmen, das Gefühl haben, sie seien seit der Zusammenkunft vom 22. September in New York nicht immer richtig über die von der Fünfergruppe gefassten Beschlüsse und die geplanten oder ausgeführten Folgeaktionen informiert; diese Aktionen wirken sich aber unausweichlich auf das Funktionieren des EWS aus. Der Vorsitzende schlägt daher vor, dass - ohne ein allzu schwerfälliges Verfahren aufzubauen - die drei Zentralbankpräsidenten der EG, die zur Fünfergruppe gehören, sich die Aufgabe teilen könnten, ihre Kollegen in der Gemeinschaft über Neuigkeiten und künftige Beschlüsse der Fünfergruppe, die für die anderen EWS-Länder von Interesse sind, auf dem laufenden zu halten. Eine solche laufende und vollständige Information aller Interessierten wäre völlig normal und würde mit den Grundsätzen einer konzertierten Politik gegenüber dem Dollar übereinstimmen, die 1975 aufgestellt wurden, aber vielleicht nicht gänzlich respektiert worden sind. Der Vorsitzende erklärt, dass Herr Pöhl, der erst später zu dieser Sitzung stossen wird, mit diesem Vorgehen völlig einverstanden ist, und er fragt die beiden anderen Zentralbankpräsidenten, die Mitglieder der Fünfergruppe sind, ob auch sie bereit seien, so vorzugehen und sich darüber zu verständigen, wie sie zu dritt als Verbindungsstelle für die anderen Kollegen fungieren können.

Herr Leigh-Pemberton erklärt, zwar habe er sich noch nicht mit seinen beiden Kollegen besprochen, doch glaube er, ein solches Vorgehen sei durchaus möglich und werde in freundschaftlicher und sachdienlicher Weise geregelt werden.

Herr Camdessus schliesst sich den Äusserungen von Herrn Leigh-Pemberton an und erklärt sich ebenfalls mit dem Vorschlag des Vorsitzenden einverstanden.

Der Vorsitzende nimmt diese beiden Erklärungen zur Kenntnis und schliesst die Diskussion über Punkt II der Tagesordnung mit der Feststellung ab, dass der Ausschuss den "Konzertationsbericht" verabschiedet und dieser wie üblich den Finanzministern der EG-Länder zugestellt werden wird.

III. Untersuchung der in den Ländern der Gemeinschaft in Kraft befindlichen Geldpolitik und einiger struktureller Fragen im Finanzbereich anhand

- des Berichts Nr. 27 der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Raymond,
- der Monatsstatistiken.

A. Referat von Herrn Raymond

Der Bericht Nr. 27 unterscheidet sich recht erheblich von den üblichen Berichten. Er enthält in Kapitel I eine Halbjahresuntersuchung der Konjunktur und der Entwicklung der Geld- und Wechselkurspolitik sowie in Kapitel II Abhandlungen zu nicht die Konjunktur betreffende Fragen theoretischer oder struktureller Natur, die von den Zentralbankpräsidenten gestellt worden waren. Diese Fragen betreffen die jüngste Entwicklung der Kapitalmärkte, den Stellenwert der Zinsausgaben bei der Bewertung von Haushaltsdefiziten und die monetären Auswirkungen von Interventionen in EWS-Währungen und privaten ECU. Auf Kapitel I beziehen sich die drei üblichen und auf Kapitel II zwei zusätzliche Anlagen, die eine die Kapitalmärkte und die andere die Interventionen betreffend.

1. Untersuchung der Wirtschaftskonjunktur

Die Expertengruppe arbeitete drei Grundgedanken heraus.

a) In den EG-Ländern zeichnet sich aufgrund der von der Inlandsnachfrage ausgehenden Impulse ein etwas stärkeres Wirtschaftswachstum ab, wobei der Verbrauch leicht zunimmt und die Investitionen Erholungstendenzen erkennen lassen, die in einigen Mitgliedsländern sogar stark ausgeprägt sind. Diese Entwicklung fand statt, ohne dass Gefahren an der Inflationsfront - der Preisauftrieb schwächt sich nach wie vor ab - oder im Bereich der Zahlungsbilanz - sieht man von einigen Mitgliedsländern ab - zu erkennen waren.

b) Die Entwicklung der Geldmengen- und Kreditaggregate ist, ausser in Deutschland, über das Ziel hinausgeschossen, was auf unterschiedliche Faktoren in den einzelnen Ländern zurückzuführen war: einerseits auf eine strukturelle Veränderung der Geldnachfrage als Folge von Finanz-

innovationen, andererseits auf eine Anpassung der Geldschöpfung an ein stärkeres Wirtschaftswachstum. Dieses Ueberschreiten der Zielvorgabe veranlasste einige Länder, korrigierende Massnahmen zu ergreifen. Ganz allgemein sollte es nicht als Zeichen einer Lockerung der jeweiligen Geldpolitik gedeutet werden. Im übrigen ist der Realzins kaum gesunken und blieb im langfristigen Zeitvergleich hoch.

c) Trotz des deutlichen Kursrückgangs des Dollars seit Frühjahr 1985 sind die im engen Verbund zusammengeschlossenen Währungen untereinander in bemerkenswerter Weise stabil geblieben. Diese Stabilität ist die Belohnung für die in den einzelnen Ländern der Gemeinschaft gleichzeitig unternommenen Anpassungsbemühungen. Es scheint, dass sich der Produktionsapparat bis zu einem gewissen Grad durch strukturelle Veränderungen an die bestehenden Wechselkursrelationen angepasst hat. Deshalb ist der Gedanke abwegig, dass sich ein Realignment aufdrängt, um die seit 1983 insgesamt aufgelaufenen Inflationsdifferenzen zu korrigieren. Man kann von den Volkswirtschaften der Mitgliedsländer aber auch nicht verlangen, auf unbeschränkte Zeit Divergenzen bei den fundamentalen Faktoren ohne eine Revision der Paritäten auf sich zu nehmen. Folglich sind die Experten der Auffassung, dass man das aktuelle Paritätengefüge, das im übrigen im Falle eines sich verstärkenden Kursrückgangs des Dollars anfälliger wird, nur erhalten kann, wenn man die Konvergenz noch verbessert und weiterhin eine unterschiedliche, der konjunkturellen Lage in jedem Mitgliedsland entsprechende Geldpolitik betreibt.

2. Nicht die Konjunktur betreffende Fragen

a) Die Kapitalmärkte

Die jüngste Entwicklung dieser Märkte wurde von mehreren Faktoren beeinflusst, so vor allem von den hohen und variablen Inflationsraten, ungewissen Erwartungen seitens der Wirtschaftssubjekte in bezug auf die weitere Entwicklung der Zinssätze sowie hohen und somit attraktiven Realzinsen, die vor allem durch den beträchtlichen staatlichen Kreditbedarf nach oben gedrückt wurden, was die Zentralbanken veranlasste, eine restriktive Geldpolitik durchzusetzen. Diese Einflüsse führten fast überall zu einer Verbreiterung der Märkte, zu vermehrten direkten Finanzierungen

ohne Mitwirkung des Bankensystems und auch zu einer Veränderung der charakteristischen Merkmale der Wertpapiere, um einen besseren Schutz der Sparer zu gewährleisten. Diese Entwicklung war in den Ländern mit hoher Inflation insofern willkommen, als sie es ermöglichte, funktionsfähige und integrierte Kapitalmärkte aufrechtzuerhalten und weiterzuentwickeln, die sicherstellen, dass die geldpolitischen Impulse rascher auf die Realwirtschaft übertragen werden. Andererseits bestehen einige Nachteile, die besonders mit dem veränderten Charakter der Schuldtitel in Zusammenhang stehen. Diese sind quasi mit einer Indexierung ausgestattet; ferner erschweren sie den Zentralbanken die Interpretation der quantitativen Zielgrößen, und ausserdem sieht es so aus, als ob sich die Transmission von Zinssatzänderungen rascher vollzieht, es aber grösserer Veränderungen bedarf, um dieselben Auswirkungen auf die Realwirtschaft zu erzielen.

b) Bereinigung der öffentlichen Defizite um den Gesamtbetrag der auf die ausstehende Verschuldung gezahlten Zinsen oder um die in diesem Betrag enthaltene Inflationsprämie

Dem Gedanken, das Haushaltsdefizit zumindest um den Teil der Zinsausgaben zu bereinigen, der als Ausgleich für die inflationsbedingte Verminderung des Wertes der Schuld gedacht ist, liegt die klare, vernünftige Vorstellung zugrunde, dass die Wirtschaftsteilnehmer, wenn sie nicht der Geldillusion erliegen, den Teil der Verzinsung, der die Inflation ausgleichen soll, nicht als Einkommen betrachten, so dass die für das Budget zuständigen Stellen davon ausgehen können, dass es sich insofern um eine vorzeitige Rückzahlung des Kapitals handelt. Mit dieser Theorie ist jedoch nicht gewährleistet, dass die Inflationsprämie von den Sparern in öffentliche Schuldtitel reinvestiert wird; es kommt hinzu, dass in einigen Ländern der Gemeinschaft noch Anzeichen einer Geldillusion wahrnehmbar sind. Dieses Konzept scheint demnach nicht von wissenschaftlicher oder universeller Tragweite zu sein.

Die Bereinigung des öffentlichen Defizits um die gesamten Zinsausgaben ist zwar eine einfache Angelegenheit, dürfte aber ebenfalls keine grosse wissenschaftliche oder universelle Bedeutung haben.

c) Die monetären Auswirkungen von Interventionen in EWS-Währungen und privaten ECU

Die Untersuchung dieser Auswirkungen wurde in engem Kontakt mit der Gruppe unter dem Vorsitz von Herrn Dalgaard durchgeführt, die im übrigen an einer Sitzung teilnahm. Die Gruppe der geldpolitischen Experten ging nicht der Frage nach, ob die Vornahme intramarginaler Interventionen angezeigt wäre oder nicht, und sie war nicht darum bemüht, den Einfluss der Interventionen auf die Wechselkurserwartungen und die Stabilität der Devisenmärkte einzuschätzen. Sie hat sich in der Hauptsache mit den Auswirkungen befasst, die eine Intervention des Landes A auf die monetäre Situation des Landes der Interventionswährung (Land B) hat. In der ersten Phase bleibt die Auswirkung auf die Geldmenge dieses Landes schwach, denn diese wird durch andere Parameter bestimmt (Erwartungen der Wirtschaftssubjekte in bezug auf die Inflation, die Wechselkurse sowie Höhe und Struktur der Zinssätze). Längerfristig gesehen kann demnach die Liquidität im Land B durch eine Modifizierung dieser Parameter beeinflusst werden. Zwei Arten von Interventionen sind in diesem Zusammenhang zu unterscheiden: Im Falle der einen kauft beispielsweise die Zentralbank A die Währung B, lässt sie aber als Einlage bei der Zentralbank B bestehen oder verkauft sie wieder an diese; im anderen Fall plaziert die Zentralbank A den Erlös aus ihren Interventionen in Währung B bei Geschäftsbanken oder Eurobanken. Die Interventionen des Typs I wirken sich auf den Geldmarkt und die Geldmenge im Land B aus, im Gegensatz zu jenen des Typs II, doch ist dieser Unterschied in der Praxis nicht so deutlich ausgeprägt, da die Zentralbanken über wirksame Instrumente zur Neutralisierung dieser Wirkungen verfügen.

Die Interventionen in privaten ECU weisen starke Ähnlichkeit mit den Interventionen vom Typ II in EWS-Währungen auf. Da die ECU kein Eigenleben in bezug auf die Währungen im Korb führt, sind die Geschäftsbanken gehalten, bei der Schaffung von ECU die einzelnen Korbwährungen im Verhältnis zu deren Anteil im Korb zu kaufen. Daher zeitigen die Interventionen Auswirkungen bei den Geschäftsbanken, aber nicht auf das Basisgeld der anderen Mitgliedsländer. Gleichwohl weisen Interventionen in privaten ECU einige Besonderheiten auf: einmal wirken sie sich stärker auf die Liquidität aus, da ein höheres Volumen notwendig ist, um denselben Effekt auf die Wechselkurse zu erzeugen; zweitens kommt es nach den Interventionen

zu Arbitragegeschäften; und drittens ergeben sich Auswirkungen auf die Xeno-Märkte aller im ECU-Korb enthaltenen Währungen.

B. Referat von Herrn Szász

Die Stellvertreter prüften den Bericht Nr. 27, der, wie Herr Raymond gesagt hat, nicht nur den üblichen konjunkturellen Teil enthält, sondern noch drei zusätzliche Studien über Fragen, die an die Gruppe gerichtet wurden. Was den konjunkturellen Teil anbelangt, so ging es um die Frage, wie das Ergebnis der Studie zu bewerten sei, demzufolge das monetäre Wachstum 1985 in fast allen Gemeinschaftsländern, mit Ausnahme Deutschlands, über die Zielvorgaben oder die Prognosen hinausgegangen sei. Die Mehrheit der Stellvertreter scheint sich fürs erste nicht zu sehr über die möglichen inflationären Gefahren dieser Entwicklung zu beunruhigen. Es wurde angemerkt, dass die Inflationsunterschiede reale Anpassungen in den EG-Ländern nach sich gezogen haben und Realignments in Zukunft nicht mehr so gross ausfallen sollten wie diese Inflationsdifferenzen (Herr Camdessus machte eine ähnliche Bemerkung zu Beginn der Sitzung). Im Verlauf der Diskussion der Stellvertreter wurde auch geltend gemacht, dass die inzwischen deutliche Aufwertung der europäischen Währungen gegenüber dem US-Dollar die Erwartungen hinsichtlich einer weiteren Aufwertung verringert hat, so dass die Möglichkeiten für eine Senkung der Inlandszinsen zumindest in einigen Ländern noch stärker als in der Vergangenheit von einem Rückgang der amerikanischen Zinsen abhängen. Was die Vor- und Nachteile eines vollständigen oder teilweisen Abzugs der Zinsausgaben von den Defiziten der öffentlichen Haushalte anbelangt, so sind die Auffassungen geteilt. Es wurde darauf hingewiesen, dass man einem Untätigbleiben im Budgetbereich nicht Vorschub leisten sollte, und dies ist der Grund, weshalb mehrere Stellvertreter einer solchen Budgetbereinigung skeptisch gegenüberstehen. Demgegenüber wurde geäußert, dass die Vornahme einer solchen Bereinigung unter gewissen Umständen sinnvoll sein könnte, um der Vorstellung entgegenzuwirken, dass ein Rückgang der Zinsen alleine ausreiche, um die Haushaltsprobleme zu lösen.

Alles in allem begrüßten die Stellvertreter die zusätzlichen Studien, die die Gruppe als Reaktion auf die ihr vorgelegten Fragen unternommen hatte; sie sind sich jedoch bewusst, dass derartige Studien,

so nützlich sie auch sein mögen, von den Experten in allen Zentralbanken einen Aufwand an Zeit abverlangen und es vielleicht gut wäre, das bekannte Gesetz von den abnehmenden Erträgen im Auge zu behalten.

C. Diskussion des Ausschusses

Herr Ciampi dankt der "Gruppe Raymond" für die Qualität ihrer Arbeit und erklärt, dass jeder der drei nicht die Konjunktur betreffenden Punkte, die im Bericht Nr. 27 zusätzlich untersucht wurden, einen eigenen Bericht wert war. Was die Frage der Bereinigung der Budgetdefizite um die Zinsausgaben oder die darin enthaltene Inflationskomponente angeht, so habe er eine Untersuchung dieses Fragenkomplexes angeregt, wobei die Uneinigkeit der Experten möglicherweise auf einem Missverständnis beruhe. Wenn man nämlich eine solche Bereinigung vornehme, so träten die Budgetungleichgewichte sehr viel krasser zutage, was ein zusätzliches Argument liefere, sich unverzüglich an die Beseitigung dieses Ungleichgewichts zu machen. So müsse man in Italien, wo auch nach Abzug der Zinsausgaben ein Haushaltsdefizit bestehe, auf dieses Restdefizit die Massnahmen konzentrieren und nicht auf die Zinsausgaben. Dies auch deshalb, weil bei einer hohen Inlandsverschuldung der öffentlichen Hand die Versuchung sehr gross sei, die Zinssätze tiefer sinken zu lassen, als es die wirtschaftliche Stabilität erfordere. Selbstverständlich zähle für die Geldpolitik das gesamte öffentliche Defizit, und das Ueberschreiten der monetären Zielvorgabe in Italien im Jahre 1985 sei im wesentlichen auf eine Zunahme dieses Gesamtdefizits und eine höhere monetäre Finanzierung zurückzuführen gewesen.

Ueber das schwierige Thema der monetären Auswirkungen von Interventionen in EWS-Währungen seien sich die Experten nicht völlig einig; die Unterscheidung, die sie getroffen haben, zwischen Interventionen, die die Bilanz der Zentralbank der Interventionswährung berühren einerseits und den übrigen Interventionen andererseits, sei nützlich, dürfe jedoch in ihrem Wert nicht überschätzt werden.

Herr Ciampi stimmt den wichtigsten Schlussfolgerungen des Berichts zu, die in dem Konjunkturteil enthalten sind. Einerseits müssten jene Länder, die grössere Fortschritte als andere bei der Beseitigung der binnenwirtschaftlichen Ungleichgewichte erzielt haben, nunmehr darum

bemüht sein, die Wirtschaftstätigkeit zu stützen. Andererseits sei man sich in Ländern mit stärkerer Inflation wie beispielsweise Italien bewusst, dass man vermeiden sollte, den Inflationsunterschieden bei den Wechselkursrelationen in vollem Umfang und automatisch Rechnung zu tragen. Der dafür zu zahlende Preis könne allerdings zuweilen hinsichtlich der Wettbewerbsfähigkeit und damit auch der Wirtschaftstätigkeit sehr hoch ausfallen; er könnte aber durch eine stärkere Expansion der Inlandsnachfrage der Partnerländer vermindert werden.

Herr Camdessus beglückwünscht die "Gruppe Raymond" zu dem ausgezeichneten Ergebnis ihrer Arbeiten und erwähnt kurz die Bedeutung, die dem Wechselkurs zukomme, der über die Zwänge im EWS alle Partner dazu bringe, ihre Anpassung zu perfektionieren. Er lässt in der Sitzung eine Note verteilen, die sich auf die Geldpolitik Frankreichs im Jahre 1986 bezieht, und beschränkt sich darauf, das Grundkonzept dieser Politik darzulegen, deren Ziele dieselben blieben, nämlich zur weiteren Inflationsverringerung beizutragen, deren analytisches Instrumentarium und Aktionsmittel aber modifiziert worden seien.

Das Ziel einer Rückführung der Inflation auf 3% per Jahresende 1986 könne erreicht werden, wenn die Geldpolitik nicht selbstgefällig sei und ihre Wirksamkeit durch eine Modernisierung erhöht werde, die die Auswirkungen von Finanzinnovationen in Rechnung stelle und mit den zahlreichen Zinsbonifikationen sowie der Unterscheidung unterschiedlichster Kreditarten Schluss mache. Dadurch könnten die Zinsen sehr viel stärker auf einen erheblich erweiterten Kreditverteilungssektor durchschlagen. Die monetären Aggregate seien neu gefasst worden und erstreckten sich nunmehr auch auf die Aktivitäten der Sparkassen und der Gruppe der Caisse des Dépôts et Consignations, was den Einfluss der Banque de France auf diese Sektoren erweitern wird.

Die Geldmengensteuerung werde über die Zinssätze und die Mindestreserven erfolgen, während die Kreditplafondierung lediglich als Sicherheitsnetz angesehen werde, das unter normalen Umständen nicht zum Einsatz kommen sollte. Die Versuchung sei gross gewesen, das, was von der Kreditplafondierung noch übrig geblieben war, ganz zu beseitigen; doch eingedenk der Tatsache, dass die Dämpfung des Preisauftriebs von 5 auf 3% einen entscheidenden Schritt darstelle und die Öffentlichkeit sich seit 13 Jahren an die Begrenzung des Kreditvolumens gewöhnt habe, sei es

wichtig gewesen, den Eindruck einer Lockerung der Geldpolitik zu vermeiden. Die Mindestreserven, die bereits im November angehoben worden waren, müssten schrittweise ausgedehnt werden.

Das Ziel, die Geldmenge 1986 zwischen und 3 und 5% wachsen zu lassen (verglichen mit einer Zunahme des BIP um 6,1%), gelte nunmehr für M3 und nicht mehr für M2, denn die Bilanzgegenposten von M3 könnten leichter unterschieden werden als die von M2, doch werde möglicherweise auf dieses Aggregat erneut zurückgegriffen, wenn die Kreditplafonierung vollständig beseitigt sei.

Der Vorsitzende erklärt, dass er erleichtert sei über die Ausführungen von Herrn Camdessus, denn er finde, dass im Bericht Nr. 27 mit einer gewissen Unbekümmertheit über ein Ziele und Prognosen übertreffendes Wachstum der monetären Aggregate hinweggegangen werde - Ueberschreitungen, die in den Niederlanden Sorge bereiteten. Er nehme mit Interesse zur Kenntnis, dass man in Frankreich von nun an grösseren Nachdruck auf die Zinssätze als Instrument der Geldpolitik lege. Dieses Instrument sei freilich nur begrenzt wirksam, da es auch eingesetzt werde, um die Währung innerhalb der Schwankungsbreite im EWS zu halten. Angesichts dieser Sachlage stelle man in den Niederlanden, einem Land, das Einflüssen von aussen besonders stark ausgesetzt sei, die Frage, ob es möglich sei, dass man sich in dem starken Masse, wie dies beispielsweise in Frankreich, Deutschland oder Grossbritannien der Fall sei, auf die Zinssätze stützen könne und ob man auf die quantitativen Instrumente wirklich verzichten könne.

Herr Camdessus räumt ein, dass die französischen Behörden mit der schrittweisen Aufgabe eines quantitativen Steuerungsinstrumentes ein gewisses Risiko eingingen, doch müsse man sehen, dass die Geld- und Kreditpolitik bereits 1985 sehr viel stärker über die Zinsen und weniger über dieses Instrument gehandhabt worden seien. So habe das Ueberschreiten der Zielvorgabe ein Reagieren der Zinsen nach sich gezogen; obwohl die Regierung gerne einen nachhaltigen Zinsrückgang gesehen hätte, seien die Zinsen nur wenig zurückgenommen worden, und der Realzins sei sogar gestiegen. Dieses Vorgehen habe man als am wirksamsten zur Dämpfung des Geldmengenwachstums angesehen. Allerdings treffe es zu, dass dieser Weg nicht immer der geeignetste sei, und die Mindestreserven träten nunmehr ergänzend hinzu und trügen zur Abmilderung der externen Auswirkungen der Geldpolitik

bei. Auch wenn die Verwendung von Mindestreserven 1986 verbreitert werde, müsse gleichwohl eine auf hohe, aber etwas variablere Realzinsen gerichtete Politik zur Beseitigung der Inflation fortgesetzt werden.

Herr Ciampi betont, dass in Italien bei Aufhebung der Kreditplafonierung ebenfalls sofort nostalgische Gefühle und Befürchtungen aufkommen seien. Heute erkenne man, dass diese Massnahme klug gewesen sei und sich vor allem auf den Wettbewerb der Banken positiv ausgewirkt habe. Wie in Frankreich sei danach das Instrument der Mindestreserven stärker eingesetzt worden.

Herr Hoffmeyer äussert sich anerkennend über den Bericht Nr. 27; allerdings finde er, dass die Gruppe etwas kritischer hätte sein können. Betrachte man einige der Tabellen, vor allem die Tabelle 3 über die Indikatoren in bezug auf die Konvergenz in der Gemeinschaft, so zeigten sich deutliche Divergenzen innerhalb der Gruppe der Länder der Gemeinschaft, beispielsweise im Bereich des monetären Wachstums. Es wäre daher angezeigt, ausgehend von einer solchen Tabelle, die Notenbankgouverneure zu veranlassen, sich eingehender zu den wenig zufriedenstellenden Ergebnissen in verschiedenen Bereichen zu äussern.

Herr Leigh-Pemberton erklärt, dass die für die Geldmenge Sterling-M3 im März 1985 festgesetzte Zielspanne von 5-9% aufgegeben worden sei; Ende Oktober habe das Wachstum bei 14,5% gelegen, und das breiter gefasste Aggregat PSL2 habe ein Wachstum von 13,8% aufgewiesen. Die anderen monetären Indikatoren hätten hingegen ein weniger starkes Wachstum angezeigt, was den Schluss nahelege, dass die monetären Bedingungen nicht zu lax gewesen seien. Im übrigen seien die Realzinsen seit ihrem Höchstwert von Anfang des Jahres 1985 nur wenig zurückgegangen, und der Wechselkurs habe eine im wesentlichen feste Tendenz gezeigt. Im November sei ein Ausserkraftsetzen der Zielvorgabe für Sterling-M3 bekanntgegeben worden, da es offensichtlich wurde, dass das Ziel viel zu niedrig angesetzt worden sei. Trotz dieser Entscheidung sei den zuständigen Stellen die Entwicklung von Sterling-M3 nicht gleichgültig geworden; eine neue Zielspanne dürfte im Zusammenhang mit der Vorlage des Budgets im März 1986 festgelegt werden. Die Märkte scheinen begriffen zu haben, dass das Ausserkraftsetzen der Zielvorgabe keinesfalls eine Schwächung der Antiinflationsstrategie bedeute und dass die Behörden, sollte es sich als notwendig erweisen, kurz entschlossen die kurzfristigen Zinsen anheben und dieses

Instrument so flexibel wie in Frankreich einsetzen würden. Im übrigen werde es eine Aenderung bei der Finanzierung des Haushaltssaldos geben; die Ueberfinanzierung, wie sie von den zuständigen Stellen praktiziert worden war, um die Expansion von Sterling-M3 in Schach zu halten, die jedoch eine kreislaufartige Entwicklung in Gang zu setzen drohte, werde durch eine Finanzierung ersetzt, die dem Kreditbedarf entspricht.

Herr Pöhl beglückwünscht Herrn Raymond zu dem sehr bemerkenswerten Bericht Nr. 27 und seinem sehr interessanten Referat. Mit Bezug auf die Ausführungen von Herrn Hoffmeyer, der sich dafür aussprach, mehr Druck zugunsten der Konvergenz auszuüben, bemerkt er, dass selbst die Tabelle 3 zeige, dass bereits ein gutes Stück Konvergenz im EWS erreicht worden sei. Sicherlich seien einige Partnerländer noch im Rückstand gegenüber den Fortschritten der anderen, und umgekehrt hätten einige nicht am System teilnehmende Staaten positive Ergebnisse zu verzeichnen. Insgesamt gesehen habe jedoch die Teilnahme am EWS zweifelsohne zu einer besseren Konvergenz beigetragen.

Wie Herr Camdessus bereits gesagt habe, sollte ein Realignment die Inflationsunterschiede nicht vollständig kompensieren, da sonst die Hochinflationen zu immer stärkeren Abwertungen gezwungen wären, was schnell in einen Teufelskreis münden würde. Man könne auch nicht damit rechnen, dass alle Länder dasselbe Inflationstempo aufwiesen und die Entwicklung der Produktivität oder der Stückkosten innerhalb der Gemeinschaft völlig gleich sei. Die Mitgliedsländer hätten unterschiedliche Wirtschaftssysteme, spezifische Organisationsstrukturen insbesondere im Bereich der Beschäftigung, und die Stellung der Gewerkschaften unterscheide sich. Deshalb seien von Zeit zu Zeit Anpassungsmassnahmen erforderlich, um zu grossen Ungleichgewichten vorzubeugen, doch müsse man dies ohne grosses Aufheben und mit möglichst geringer öffentlicher Diskussion tun.

Was die Geldpolitik im eigentlichen Sinne betreffe, so befinde sich Deutschland in der komfortablen Lage, dass das relativ ergeizige Geldmengenziel eingehalten werden konnte (im vierten Quartal 1985 betrug das Wachstum der Zentralbankgeldmenge 4,7%, womit es innerhalb des vorgegebenen Zielkorridors von 3-5% lag). Es sei schwierig zu sagen, wie und warum dieses Ergebnis erreicht wurde, besonders wenn man bedenkt, dass die Volkswirte zu Beginn des Jahres 1985 erklärten, dass ein solches Ziel einem Geldmarktsatz von 6% entspräche, während er in Wirklichkeit bei

4,5% liege. Mitte Dezember werde das Geldmengenziel für 1986 formuliert; die Zielspanne werde möglicherweise etwas angehoben werden, da das Produktionspotential 1986 deutlich grösser sein dürfte.

Die Zinssätze am langen Ende seien plötzlich ziemlich stark angestiegen. Diese Sätze hingen immer weniger von der Geldpolitik und mehr und mehr von den internationalen Kapitalbewegungen ab. Ihr Anstieg mag auch das Ergebnis des am Markt weit verbreiteten Eindrucks gewesen sein, dass sich die deutsche Seite auf dem New Yorker Treffen vom September verpflichtet habe, ihre Zinsen steigen zu lassen. Diskutiert worden sei dort allein eine Rückführung des Dollarkurses, wobei man sich einig war, dass ein Anstieg der amerikanischen Zinsen vermieden werden müsse. In Wirklichkeit habe es dann eine gewisse Abflachung des Zinsgefälles als Folge eines Rückgangs der Sätze in den USA gegeben. Das Volumen der internationalen Kapitalbewegungen, das sich seit 1981 in beiden Richtungen (Exporte/Importe) vervierfacht habe, kompliziere die Lage für die Entscheidungsträger und verhindere eine wirksame Regulierung über die Zinssätze. Die Deutsche Bundesbank wirke mittels relativ neuer Instrumente, wie beispielsweise Wertpapierpensionsgeschäften, flexibel auf die Geldmarktsätze ein, die etwa bei 4,5-5% liegen. Sie sei der Auffassung, dass Kreditplafonds kein geeignetes Instrument darstellen.

Der Vorsitzende schliesst die Diskussion des Ausschusses mit einem Dank an Herrn Raymond und seine Gruppe für die von ihnen geleistete Arbeit; sie habe eine sehr lebhafte und fruchtbare Debatte der Zentralbankpräsidenten ermöglicht. Er stellt fest, dass der Ausschuss mit der Uebermittlung des Berichts Nr. 27 an den Währungsausschuss nach dem üblichen Verfahren einverstanden ist.

IV. Fragen betreffend das EWS und die ECU

Der Vorsitzende schlägt vor, der Ausschuss solle sich unter diesem Punkt einerseits mit dem Bericht Nr. 55 über Fragen betreffend die Verwendung der privaten ECU befassen (dieser von der Gruppe unter dem Vorsitz von Herrn Dalgaard vorbereitete Bericht konnte im November nicht mehr besprochen werden); andererseits könnte er eventuell das am 2. und 3. Dezember in Luxemburg vom Europäischen Rat geschlossene Abkommen über die in den Vertrag von Rom einzuführende "monetäre Kapazität" prüfen.

Herr Dalgaard weist kurz darauf hin, dass die Gruppe im Bericht Nr. 55, Kapitel I, 3 die Interventionen in privater ECU behandelt hat, jedoch von einem anderen Gesichtswinkel aus als die "Raymond-Gruppe". Es handle sich um eine pragmatische Untersuchung der jüngsten Entwicklung von Interventionen in privater ECU, deren Ziel nicht mehr, wie dies ursprünglich der Fall war, die Regulierung des privaten ECU-Marktes sei, sondern die Stabilisierung der Währung der intervenierenden Zentralbank. Solche Interventionen fanden statt, wenn andere nicht möglich waren, und haben zu keinen Problemen geführt. Man könne sie daher unter geeigneten Umständen vornehmen, sofern die Beträge nicht zu hoch seien und die möglichen Auswirkungen auf die Partner berücksichtigt werden. Die Gruppe sei auch der Auffassung, dass eine erneute erhebliche Ausdehnung der Verwendung der privaten ECU keine Gefahren mit sich bringen sollte, weder hinsichtlich der Kapitalbewegungen noch hinsichtlich eines etwaigen Konflikts mit der Geldpolitik.

Herr Szász erklärt, dass die Stellvertreter eine Reihe von Fragen auf der Grundlage des Berichts Nr. 55 der "Dalgaard-Gruppe" diskutiert haben. Sie haben die Folgen der gegenwärtigen und künftigen Expansion des privaten ECU-Marktes für die Geld- und Devisenpolitik sowie die offiziellen Interventionen in privater ECU, die in einem deutlich grösseren Rahmen als zum Zeitpunkt des ersten Berichts über die private ECU (Bericht Nr. 51 vom März 1984) stattfanden, geprüft. Die Stellvertreter haben überdies über die Opportunität einer allfälligen offiziellen Aktion hinsichtlich der privaten ECU gesprochen.

Die Diskussionen und der Bericht selbst zeigen die Schwierigkeiten und Unsicherheiten bei der Bewertung der Auswirkungen eines Marktes, der sich noch in starker und rascher Entwicklung befindet. Die Stellvertreter erachten es daher als nützlich, dass die "Dalgaard-Gruppe" weiterhin die Entwicklung dieses Marktes verfolgt und mindestens einmal jährlich oder auch öfter Bericht erstattet, wenn Entwicklungen, z.B. bei den Interventionen in privater ECU, es rechtfertigen.

Den noch mit spekulativen Zügen behafteten Schlussfolgerungen des Berichts können keine technischen Argumente entnommen werden, um in diesem Stadium ein offizielles Vorgehen entweder zur Bremsung einer weiteren Expansion des privaten ECU-Marktes oder im Gegenteil zu seiner Förderung zu empfehlen. Nichtsdestoweniger wünschen einige Stellvertreter,

hauptsächlich aufgrund Erwägungen allgemeinpolitischer Art, die Förderung der Verwendung der privaten ECU. Ein französischer Vorschlag in diesem Sinne regt an, dass der EFWZ ermächtigt werden soll, private ECU-Konten für Zentralbanken und bestimmte offizielle Institutionen zu eröffnen. Dieser Vorschlag ist zur Zeit hängig und könnte zu geeigneter Zeit wieder aufgenommen werden.

Herr Camdessus dankt Herrn Dalgaard und seiner Gruppe für ihre wichtige Arbeit und weist darauf hin, dass unter bestimmten Umständen die ECU als Transaktionsinstrument auf den Devisenmärkten sehr nützlich gewesen ist, wenn die Käufe oder Verkäufe von Dollars oder D-Mark ungeeignet waren. Gelegentlich könne also die ECU in dieser Hinsicht sich als nützlich erweisen. Ueberdies wäre es wünschenswert, mit der Weiterbearbeitung der französischen Idee der Eröffnung von privaten ECU-Konten beim EFWZ durch Zentralbanken oder internationale Institutionen sowie einiger anderer Ideen nicht ein Jahr zu warten.

Auch Herr Russo dankt den Experten für die mit dem Bericht Nr. 55 vollbrachte Arbeit. Die rapide Entwicklung des privaten ECU-Marktes, der den Ausbau einer gewiss wünschenswerten finanziellen Integration ermöglicht hat, müsse weiter verfolgt werden. Insbesondere seien bestimmte EG-Währungen dank ihrer Beteiligung am ECU-Korb auf den Xenomärkten vermehrt verwendet worden, und die Interventionen in privater ECU haben sich zeitweise bewährt. Die Kommission beabsichtigt, diese Entwicklungen im Rahmen des Währungsausschusses und gestützt auf den Bericht Nr. 55 ebenfalls zu verfolgen.

Herr Godeaux ist der Meinung, dass dieses Thema der privaten ECU sehr wichtig sei und weiterhin untersucht werden sollte. Bestimmte monetäre Aspekte seien im Bericht Nr. 27 der "Raymond-Gruppe" behandelt worden, während die Aspekte des Devisenmarktes im Bericht Nr. 55 der "Dalgaard-Gruppe" untersucht worden seien, aber diese Untersuchungen sollten noch verfeinert werden. Sowohl die monetäre als auch die Devisenmarktanalyse der Entwicklung der privaten ECU werde nämlich ein ganz anderes Gesicht bekommen, wenn diese Entwicklung in ihre heikelste Phase eintrete, d.h. wenn man von einem noch relativ begrenzten Gebrauch der privaten ECU, wobei diese aufgelöst und Devisentransaktionen in den Korbwährungen ausgeführt werden, in eine Phase übergehe, in der die Mehrheit der Wirtschaftstätigen bereit sind, Zahlungen in ECU entgegenzu-

nehmen und ECU zu halten. Es schein daher wünschenswert, diese Fragen weiterhin zu studieren, ohne unbedingt Abstände von einem Jahr einzuhalten, um so auf die "Warum" und die "Wie" zu antworten, die der Vorsitzende zu Beginn der Arbeiten in Erinnerung gerufen hat. Es sei überdies wichtig, dass sich die Zentralbanken eher als andere mit diesen Fragen befassen.

Der Vorsitzende räumt ein, dass sich die Interventionen in ECU bewährt haben und dass sie im Gegensatz zu den Interventionen in anderen Währungen nicht Gegenstand eines Konzertationsverfahrens sind. Solange die Interventionen in privater ECU bescheiden blieben, stellten sie keine Probleme, aber die Lage könnte sich ändern, wenn ihr Umfang zunähme.

Der Vorsitzende schlägt vor, dass die Stellvertreter bei späteren Zusammenkünften den französischen Vorschlag zur privaten ECU und zur möglichen Rolle des EFWZ wieder aufnehmen und dass die "Dalgaard-Gruppe" fortfahren soll, die Entwicklung des privaten ECU-Marktes zu überwachen.

Der Vorsitzende schlägt ferner vor, eine etwaige Diskussion, der in Luxemburg erzielten Uebereinkunft über die "monetäre Kapazität" auf die nächste Sitzung zu verschieben, und hofft, dass bis dahin die endgültigen Texte vorliegen.

V. Unterzeichnung der Akte über den Beitritt der Zentralbanken von Spanien und Portugal zum System des kurzfristigen Währungsbeistands

Der Vorsitzende weist darauf hin, dass alle Präsidenten, einschliesslich derjenigen der Banco de España und der Banco de Portugal die Akte über den Beitritt dieser beiden Zentralbanken zum System des kurzfristigen Währungsbeistands unterzeichnen müssen. Er ruft in Erinnerung, dass ein Entwurf dieser Akte den Stellvertretern vorgelegt und von diesen im November genehmigt worden ist. Die Präsidenten müssen daher jetzt die Akte in den drei Sprachen, deutsch, englisch und französisch, unterzeichnen, damit die Banco de España und die Banco de Portugal am System des kurzfristigen Währungsbeistands ab 1. Januar 1986 teilnehmen können.

Die Unterzeichnung der Akte unterliegt dem Beschluss, den die Präsidenten anlässlich der Ausschusssitzung vom 10. November 1981 gefasst haben; an dieser Sitzung haben die Präsidenten niedergelegt, dass

- "die Festsetzung der Schulderrallongen nicht quasi-automatisch wie bei den Schuldnerquoten erfolgt, sondern den einstimmigen Beschluss der im Ausschuss der Zentralbankpräsidenten zusammengeschlossenen EWG-Notenbankgouverneure erfordert",
- "zum Zeitpunkt der Festlegung der Wirkungsweise des EWS eine Vereinbarung getroffen wurde, die unter anderem vorsieht, dass für die nicht am Wechselkursmechanismus des EWS teilnehmenden EWG-Zentralbanken die Schuldner- und Gläubigerrallongen maximal ECU 3.600 Mio. nicht überschreiten dürfen".

Die Zentralbankpräsidenten haben daher beschlossen, für Spanien und Portugal die gleichen Bedingungen anzuwenden, die schon für Grossbritannien und Griechenland gelten. Solange die beiden neuen Mitgliedsländer nicht am Wechselkursmechanismus des EWS teilnehmen, können sie somit normalerweise nur den Gegenwert von ECU 1.800 Mio. als Schulderrallonge erhalten. Gemäss Artikel II, 4 des Abkommens zur Errichtung des kurzfristigen Währungsbeistandes kann nämlich keine Zentralbank im allgemeinen mehr als die Hälfte der Summe der Schulderrallongen erhalten. Die Ziehungsmöglichkeiten belaufen sich somit maximal auf einen Betrag von ECU 2.525 Mio. für Spanien und ECU 1.945 Mio. für Portugal.

Die Präsidenten unterzeichnen die Akte, und der Vorsitzende begrüsst den glücklichen Ausgang dieses Beitritts.

VI. Vorsitz im Ausschuss

Der Vorsitzende ruft in Erinnerung, dass sein einjähriges Mandat Ende Dezember 1985 abläuft und dass er sich, nach Beratung mit den Präsidenten, sehr freut, als seinen Nachfolger Herrn Leigh-Pemberton, den Gouverneur der Bank of England, vorzuschlagen.

Der Ausschuss beschliesst diese Ernennung für die übliche Dauer eines Jahres, d.h. vom 1. Januar bis 31. Dezember 1986, und der Vorsitzende beglückwünscht Herrn Leigh-Pemberton.

Herr Leigh-Pemberton dankt dem Ausschuss und gibt seiner Wertschätzung für den Stil und die Leistung des Vorsitzenden Duisenberg Ausdruck. Dessen in Palermo ergriffene Initiative sei sehr fruchtbar gewesen, und der Ausschuss profitiere noch heute davon. Insbesondere

scheine sich seit dem letzten Europäischen Rat der Status des Ausschusses verstärkt zu haben, ohne dass seine Unabhängigkeit beeinträchtigt worden sei. Herr Leigh-Pemberton fügt hinzu, dass Herr Duisenberg nicht nur ein sehr kompetenter, sondern auch ein humorvoller Vorsitzender gewesen sei und dass seine gleichzeitig feste und milde Art der Diskussionsleitung zu einer bemerkenswerten Effizienz geführt habe, die jeden Nachfolger vor eine schwere Aufgabe stelle.

VII. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

- Konsultation zwischen dem Ausschussvorsitzenden und
Vertretern der Norges Bank

Der Vorsitzende erinnert daran, dass im Rahmen des Ausbaus der Zusammenarbeit zwischen der Norges Bank und dem Ausschuss der Zentralbankpräsidenten ein jährliches Treffen zwischen dem Ausschussvorsitzenden und Vertretern der Norges Bank vorgesehen ist; dieses Treffen habe am gestrigen Montag, dem 9. Dezember 1985, stattgefunden. Herr Skånland, der Gouverneur der Norges Bank, habe von der Kursentwicklung der norwegischen Krone und den an der Devisenpolitik 1985 vorgenommenen Korrekturen gesprochen, während Herr Duisenberg einen Ueberblick über die Aktivitäten und monetären Entwicklungen im Rahmen des Ausschusses während des Jahres 1985 gegeben habe.

VIII. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Die nächste Sitzung findet am Dienstag, dem 14. Januar 1986, um 10 Uhr in Basel statt.

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

NOVEMBER 1985

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 während der ersten Dezembertage 1985.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Das Geschehen an den Devisenmärkten wies im November im wesentlichen die folgenden Merkmale auf:

- starkes weiteres Nachgeben des US-Dollars, zuerst gegenüber dem Yen und später gegenüber den europäischen Währungen;
- das Auftauchen leichter Spannungen im EWS gegen Monatsende.

Der US-Dollar verlor im November gegenüber den meisten anderen Währungen 4% an Wert, wobei er gegenüber dem Yen auf den tiefsten Stand seit nahezu fünf Jahren und gegenüber der D-Mark auf den tiefsten Stand seit nahezu zwei Jahren zurückfiel. Die Akteure an den Devisenmärkten hielten eine Kurserholung des Dollars in grösserem Ausmass nach dem Uebereinkommen der Fünfergruppe weiterhin für unwahrscheinlich. Die Position des Dollars erfuhr eine weitere Schwächung durch die Erkenntnis des Marktes, dass die Wirtschaftstätigkeit in den USA nicht so robust

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

war, wie angenommen worden war, sowie durch die verbreitete Erwartung, dass die Zinsen in den USA weiterhin nach unten tendieren würden. In der Tat bildeten sich die Renditen langfristiger US-Schatzpapiere im Monatsverlauf um rund 1/4 Prozentpunkt auf - und dies erstmals seit Jahresmitte 1980 - einen einziffrigen Wert quer durch das gesamte Laufzeitenspektrum zurück. Anfang November wies der Yen als Folge des von der Bank von Japan gegen Ende Oktober bekanntgegebenen Beschlusses, zur Stärkung ihrer Währung die Zinsen nach oben steigen zu lassen, die grössten Kursgewinne gegenüber dem Dollar auf. Später im Monat bildeten sich dann jedoch die japanischen Zinssätze gegenüber ihrem Höchststand zurück, und der Dollar fand eine Stützungslinie bei Yen 200; der Devisenmarkt wandte sich daraufhin verstärkt der D-Mark und den anderen europäischen Währungen zu, die kräftig im Kurs anstiegen.

Während des grössten Teils des Monats änderten sich die relativen Positionen der Währungen im EWS-Wechselkursverbund nur wenig. Dagegen entstanden gegen Monatsende leichte Spannungen, als im Gefolge der drastischen Abschwächung des US-Dollars gegenüber den europäischen Währungen über eine baldige Leitkursanpassung im EWS spekuliert wurde.

Die D-Mark schwächte sich bis Mitte des Monats gegenüber den meisten Währungen leicht ab. Danach konnte sie sich gegenüber dem US-Dollar langsam befestigen, veränderte aber ihre Position im EWS zunächst kaum. Gegen Ende des Monats führten dann die Umschichtung spekulativer Yen-Pluspositionen in D-Mark sowie Gerüchte über ein bevorstehendes Realignment im EWS zu einer stärkeren Befestigung sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch - in geringerem Ausmass - gegenüber der Mehrzahl der anderen Währungen, insbesondere auch im EWS. Nichtsdestoweniger nahm jedoch die D-Mark am Monatsende im EWS eine Position ein, die gegenüber der zu Beginn des Monats fast unverändert war.

Trotz des Kursrückgangs des US-Dollars blieb der französische Franc im Berichtszeitraum fest und nahm häufig die erste Position im EWS-Kursband ein. Er profitierte von einem Ueberschuss im Aussenhandel und von ausländischen Kapitalzuflüssen insbesondere im Zusammenhang mit dem Erwerb übertragbarer französischer Wertpapiere. Unmittelbar am Monatsende wurde dem starken Anstieg der D-Mark durch Interventionen begegnet.

Obwohl die niederländischen Zinsen leicht nachgaben, festigte der holländische Gulden seine Position in der oberen Hälfte des EWS-

Kursbandes gegenüber allen Währungen. Die feste Tendenz des Guldens war zum Teil Ausdruck der zunehmenden Spannungen im Verbund gegen Monatsende.

Trotz weiter rückläufiger Zinsen zeigte sich der belgische Franc den gesamten Monat hindurch in guter Verfassung. Am Ende des Berichtszeitraums schwächte er sich allerdings etwas ab, dies angesichts spekulativer Gerüchte, die sich um das Europäische Währungssystem rankten.

Die dänische Krone verblieb im oberen Teil der engen Schwankungsmarge im EWS. Der Zustrom privaten Kapitals hielt während des Monats an, und die Danmarks Nationalbank kaufte am Markt den Ueberschuss an Devisen auf.

Das irische Pfund zeigte während des Monats eine schwächere Tendenz, in der sich die saisonbedingte Zunahme des Leistungsbilanzdefizits spiegelte. Die Central Bank of Ireland intervenierte im gesamten Berichtszeitraum aktiv zur Stützung der Währung.

Die italienische Lira bewegte sich innerhalb enger Grenzen. Eine Ausnahme bildete der letzte Tag des Monats, an dem die italienische Währung gegenüber allen anderen europäischen Währungen 0,5% an Wert einbüßte; dies bei einer Marktlage, die von allgemeiner Verunsicherung infolge des abwärtsgerichteten Trends des US-Dollars und von Gerüchten über ein mögliches Realignment im EWS geprägt war. Die Banca d'Italia intervenierte vor diesem Hintergrund mit Dollarabgaben und substantiellen DM-Verkäufen.

Aufgrund von Bedenken wegen der zukünftigen Oelpreisentwicklung geriet das Pfund Sterling am Monatsanfang und auch danach noch gelegentlich unter Druck. An anderen Tagen wurde es durch das britische Zinsniveau, steigende Oelpreise am Spotmarkt und das Unwahrscheinlichwerden eines Beitritts Grossbritanniens zum Wechselkursmechanismus des EWS gestützt. Bis zum Monatsende kletterte der Kurs des englischen Pfundes gegenüber dem Dollar auf den höchsten Stand seit 21 Monaten, lag jedoch gegenüber den anderen europäischen Währungen per saldo etwas niedriger. Der Index des gewogenen Aussenwerts stieg über den gesamten Monat gesehen um 0,5 auf 81,3 Punkte.

Die griechische Drachme wertete sich gegenüber dem US-Dollar um 3,2% auf, schwächte sich aber gegenüber der ECU um 0,5% ab. Auf effektiver Basis verlor die Drachme 0,3% an Wert.

Der Schweizer Franken, der gegenüber den EWS-Währungen eine Zeitlang stabil notiert hatte, schwächte sich gegen Ende des Monats ab. Die Hauptursache hierfür war die fallende Tendenz der Inlandszinsen.

Die norwegische Krone tendierte bis zum 21. November schwach; an diesem Tag intervenierte die Norges Bank mit relativ hohen Beträgen, um den Index vom Interventionslimit wegzubringen. Seitdem notierte die Krone gemessen an ihrem gewogenen Aussenwert stetig und fest.

Die schwedische Krone blieb aufgrund anhaltender zinsbedingter Kapitalzuflüsse stabil, wie aus ihrem Indexwert hervorgeht, der im Berichtszeitraum bei 130,6 Punkten verharrte.

Der kanadische Dollar verzeichnete gegenüber dem US-Dollar im November einen Kursrückgang, was zunächst mit der Auffassung des Marktes zusammenhing, ein niedrigerer Wechselkurs werde angesichts der Besorgnis der Währungsbehörden wegen mehrerer kleinerer Banken zu keiner Verschärfung der Geldpolitik führen. Die ungünstige Einschätzung der Währung verstärkte sich noch, als diese sich nicht gegenüber dem US-Dollar zu einer Zeit festigte, als letzterer gegenüber anderen Währungen nachgab - und in jüngster Zeit aufgrund kommerzieller Verkäufe kanadischer Dollars, von denen erwartet wird, dass sie bis zum Jahresende anhalten.

Der japanische Yen befestigte sich im November gegenüber dem US-Dollar um 4,4%. Der Grund war darin zu sehen, dass die Bank of Japan zuliess, dass die Yen-Zinsen auf dem relativ hohen Niveau von Ende Oktober blieben, um den Zinsvorsprung des US-Dollars zu verringern. Darüber hinaus kamen dem Yen Meldungen zugute, wonach offizielle Stellen sowohl in den USA wie in Japan von einem weiteren Kursanstieg des Yen ausgingen. Am 25. November unterschritt der US-Dollar für kurze Zeit die Marke von Yen 200. Danach jedoch schwächte sich die japanische Währung leicht ab, als sich die Möglichkeit eines Rückgangs der Yen-Zinsen abzuzeichnen begann. Gegenüber den wichtigsten europäischen Währungen stieg der Yen bis zur Monatsmitte steil im Kurs an, verlor dann jedoch gegen Ende des Berichtszeitraums etwas an Boden.

II. INTERVENTIONEN

A. Interventionen in US Dollar

Im November beliefen sich die Dollarverkäufe der Zentralbanken netto auf US-\$ 2,8 Mrd. gegenüber US-\$ 7,0 Mrd. im Oktober. Die bedeutendsten Dollarverkäufer waren die Banca d'Italia, die Bank of Canada, die Bank of Japan sowie - in zweiter Linie - die Norges Bank und die Central Bank of Ireland.

B. Interventionen in Gemeinschaftswährungen

Im November beliefen sich die Bruttointerventionen in Gemeinschaftswährungen und in ECU auf umgerechnet US-\$ 3,5 Mrd. und bestanden hauptsächlich aus intramarginalen Käufen und Verkäufen von D-Mark durch die Banque de France und die Banca d'Italia.

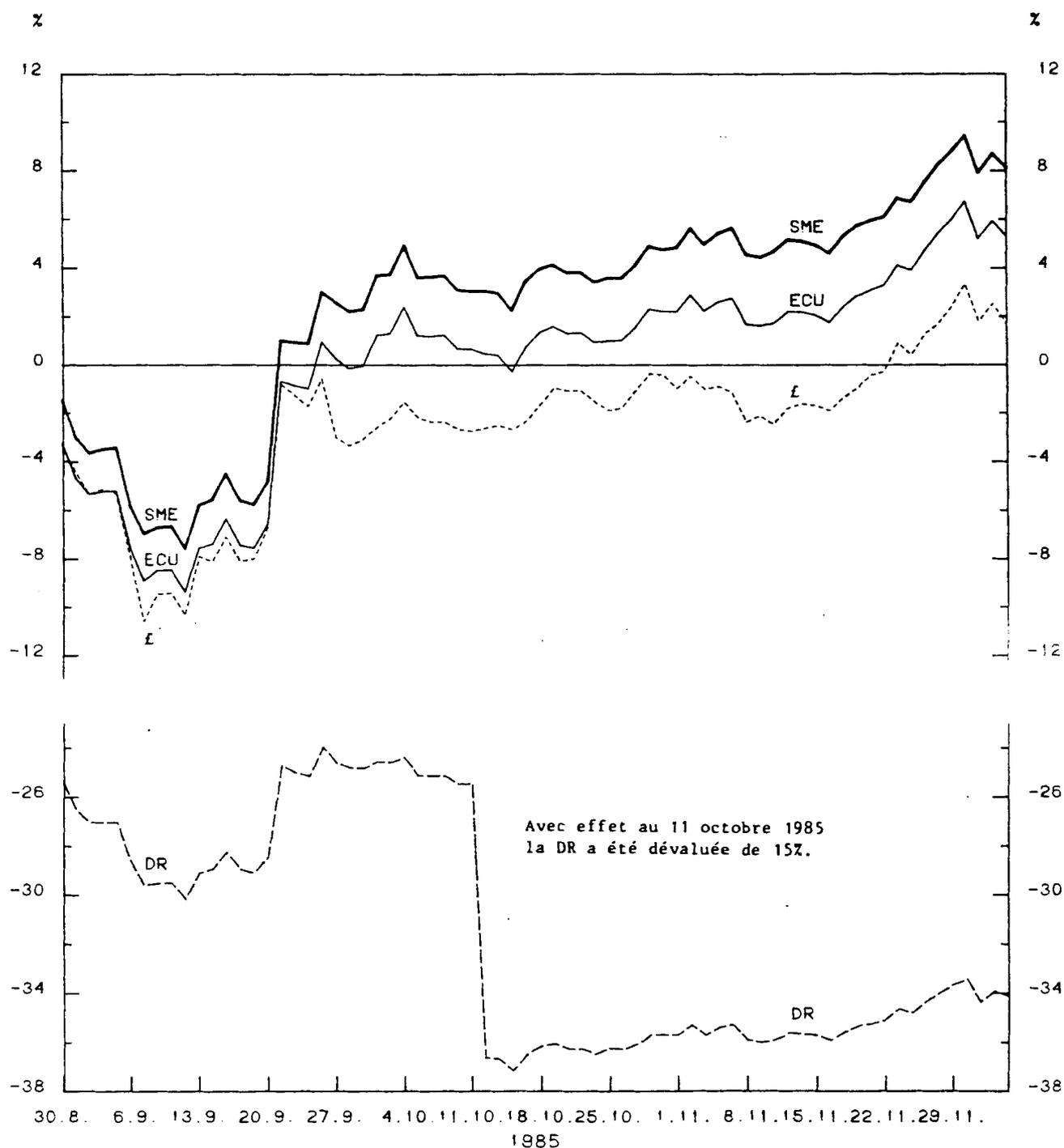
C. Interventionen in sonstigen Währungen

Die Interventionen in sonstigen Währungen beliefen sich umgerechnet auf US-\$ 0,7 Mrd. und bestanden vornehmlich aus Yen-Käufen, die insbesondere von der Sveriges Riksbank getätigt wurden.

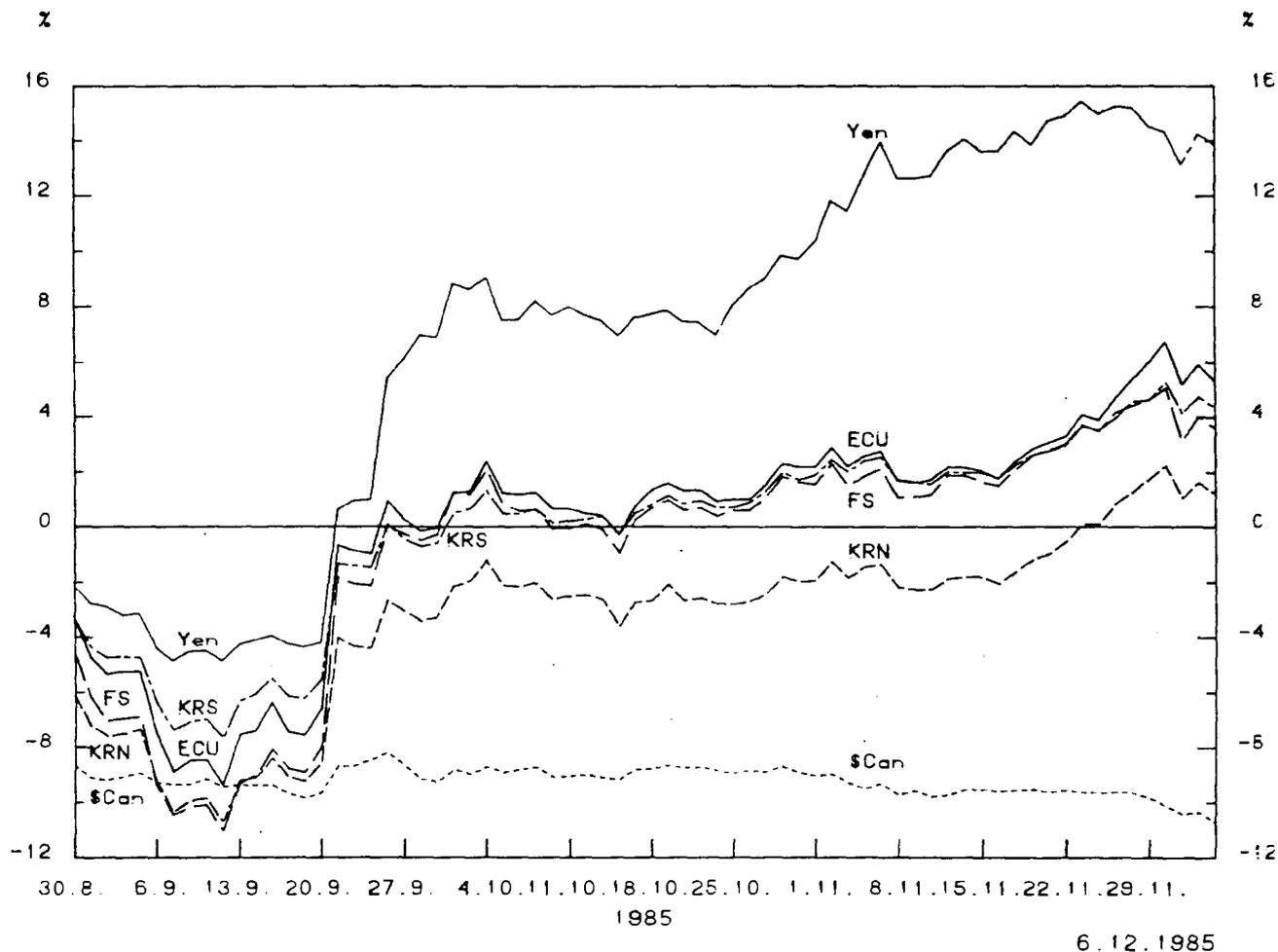
III. DIE ERSTEN DEZEMBERTAGE

In der ersten Dezemberwoche befestigte sich der US-Dollar leicht gegenüber den meisten übrigen Währungen. Die Spannungen im EWS liessen etwas nach; allerdings musste die Banca d'Italia die Lira in erheblichem Umfang stützen.

EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU
MECANISME DE CHANGE DU SME ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES DE LA
CEE NE PARTICIPANT PAS A CE MECANISME, SUR LA BASE DES COURS RELEVES
LE 30 DECEMBRE 1983 VIS-A-VIS DU \$EU *

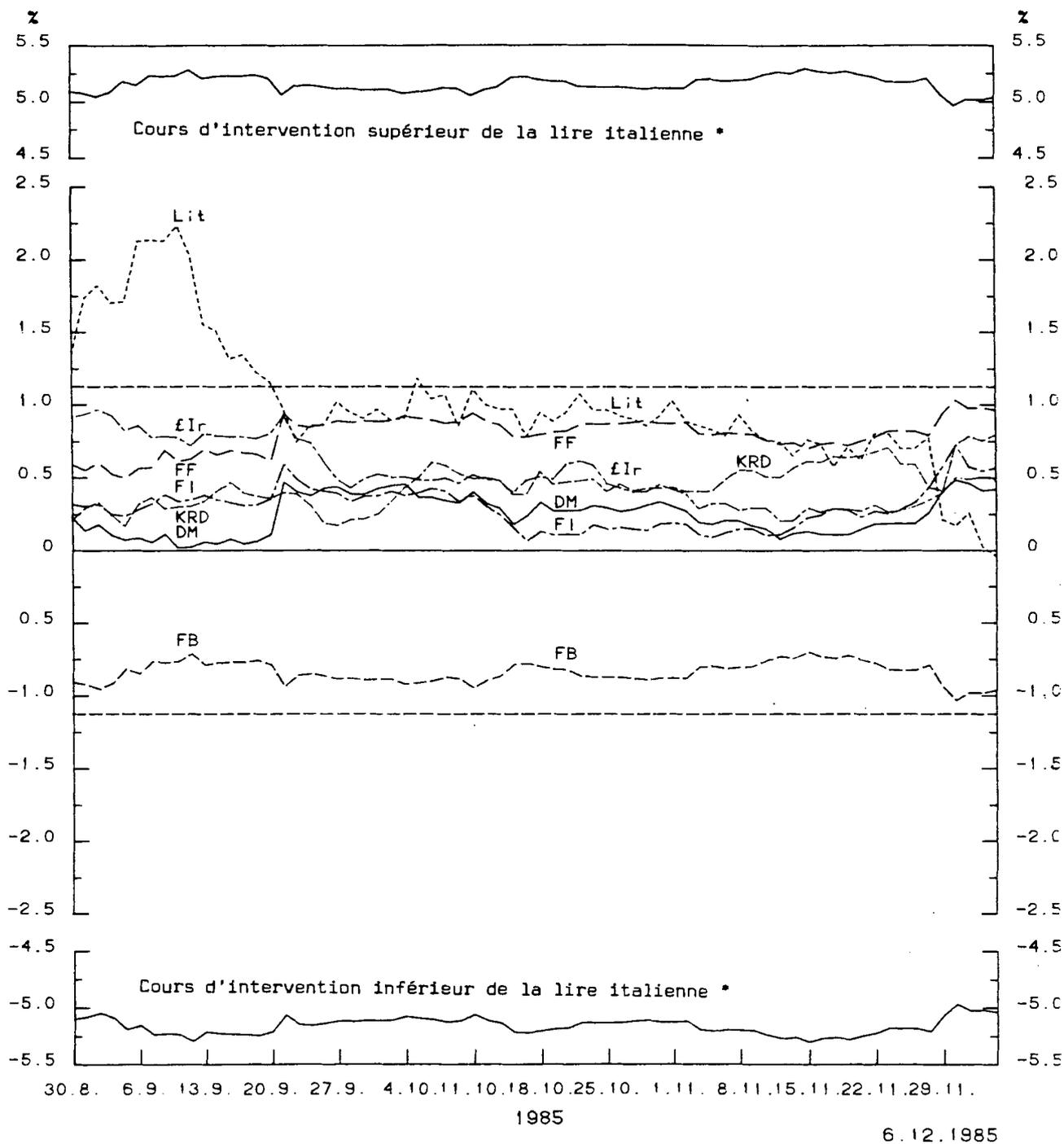


EVOLUTION DE L'ECU ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HORS CEE
PARTICIPANT A LA CONCERTATION, SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE
30 DECEMBRE 1983 VIS-A-VIS DU \$EU *



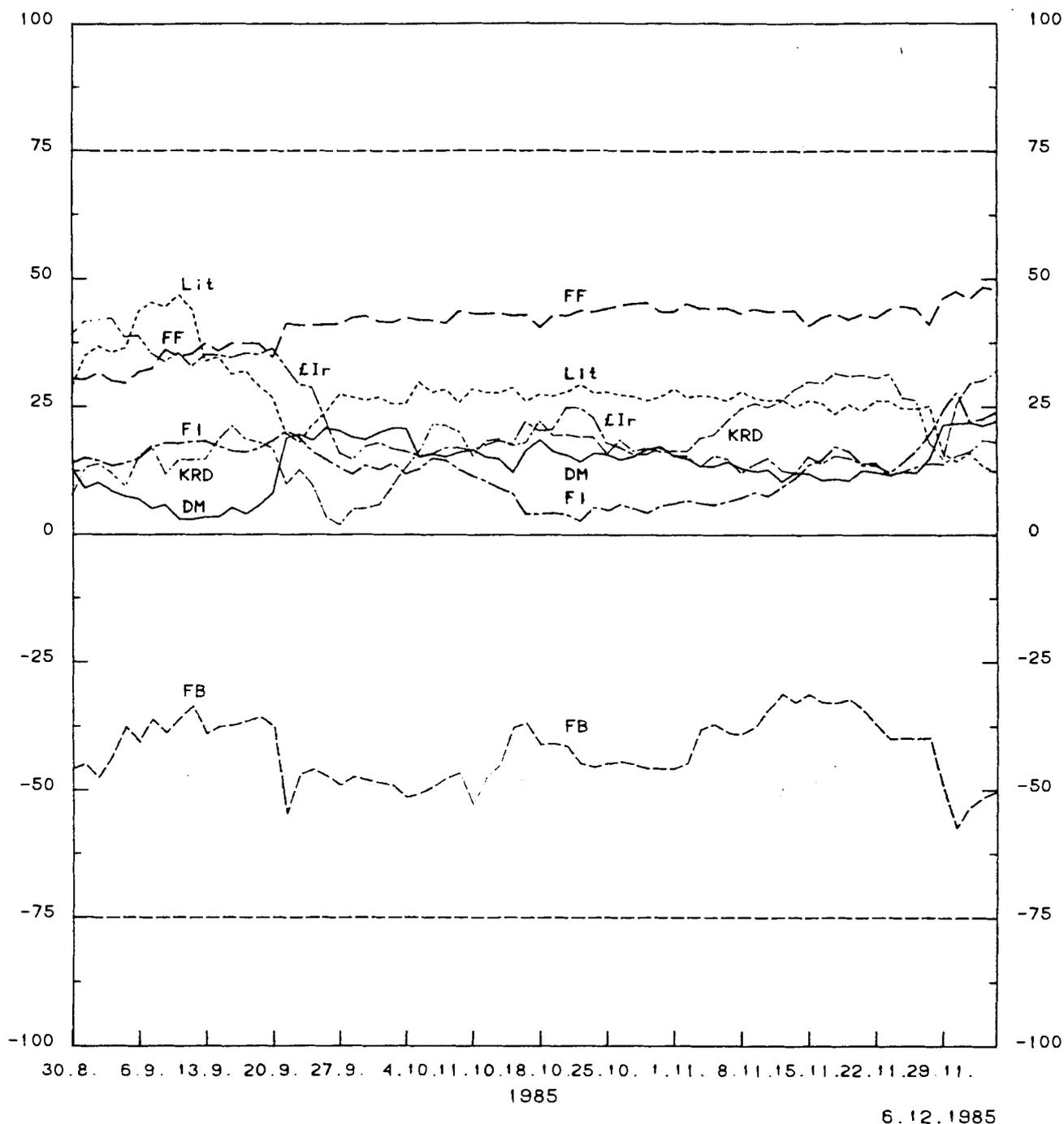
* ECU 0,82737; £ 0,68970; DR 98,8401; \$Can 1,2452; FS 2,1805; Yen 231,75; KRS 8,0085; KRN 7,7125; cours médian des monnaies participant au SME 0,8149. Le cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne journalière des cours des deux monnaies à marge de fluctuation de 2,25%, exprimés en dollars 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 DE L'ECU DANS LES DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



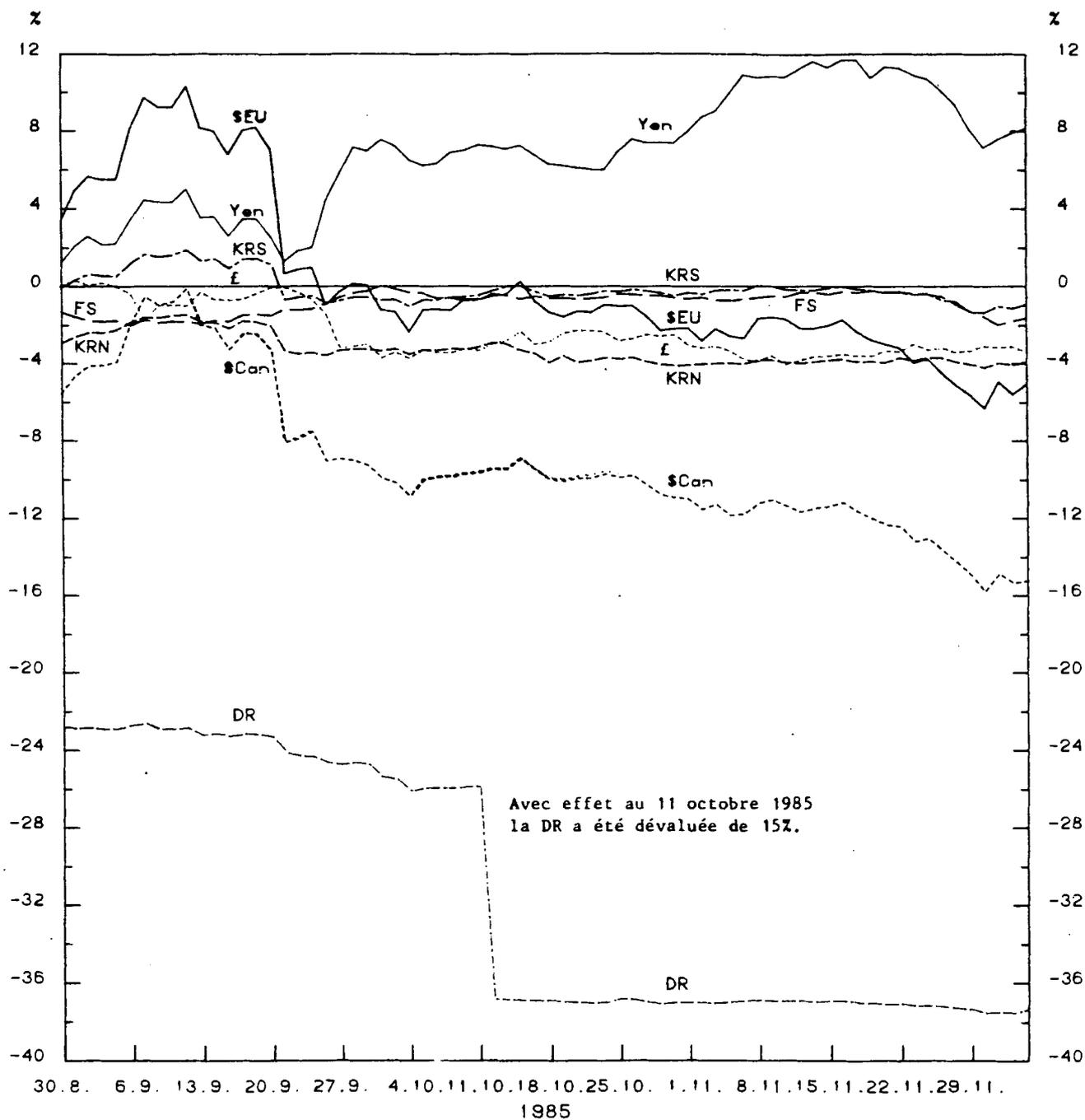
* Les cours d'interventions supérieur et inférieur de la lire italienne représentent l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible respectivement la plus forte dans la bande de fluctuation étroite de $\pm 2,25\%$.

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 ± 100 , le seuil de divergence étant ± 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.

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 30 DECEMBRE 1983 *



* £ 0,5706; DR 81,7773; \$EU 0,82737; \$Can 1,03024; FS 1,80408;
Yen 191,743; KRS 6,62599; KRN 6,38109.

6.12.1985