

PROTOKOLL\*

DER 207. SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER PRÄSIDENTEN  
DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN  
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT  
BASEL, DIENSTAG, 8. JULI 1986, 10 UHR

---

Anwesend sind: der Gouverneur der Bank of England und Ausschussvorsitzende, Herr Leigh-Pemberton, begleitet von den Herren Loehnis und Kirby; 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 Papademos und Zarifopoulos; der Gouverneur der Banco de España, Herr Rubio, begleitet von den Herren Sánchez-Pedreño und Feito; der Gouverneur der Banque de France, Herr Camdessus, begleitet von den Herren Waitzenegger und Cappanera; 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 Maserà; der Präsident der Nederlandsche Bank, Herr Duisenberg, begleitet von den Herren Szász und Benard; der Vizegouverneur der Banco de Portugal, Herr Pego Marques, begleitet von Herrn Costa Pinto; 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 Raymond und Dalgaard, 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.

---

\* Endgültige, in der Sitzung vom 9. September 1986 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige Änderungen redaktioneller Art aufweist.

Der Vorsitzende eröffnet die Sitzung und heisst den neuen Vizegouverneur der Banco de Portugal, Herrn Pego Marques, der Herrn Tavares Moreira vertritt, herzlich willkommen.

I. Billigung des Protokolls der 206. Sitzung

Der Vorsitzende erklärt, dass kein Aenderungsvorschlag unterbreitet wurde, so dass das Protokoll der 206. Sitzung im Wortlaut des Entwurfs gebilligt werden kann.

II. Gedankenaustausch über das Funktionieren der innergemeinschaftlichen Konzertation und die währungspolitische Entwicklung in den EG-Ländern:

- Vorlage des Berichts über die Entwicklung an den Devisenmärkten der an der Konzertation beteiligten Länder im Juni und während der ersten Julitage 1986 durch Herrn Dalgaard;
- Verabschiedung des Ausschussberichts an die Finanzminister der EG-Länder;
- Monatsstatistiken.

Herr Dalgaard erläutert den dem Protokoll als Anlage beigefügten Bericht und hebt einige Besonderheiten der Entwicklung während der letzten Monate hervor. Er teilt dem Ausschuss mit, dass er Anfang Juli von Herrn Mündl von der Oesterreichischen Nationalbank angerufen wurde, der sondieren wollte, wie die EG auf ein eventuelles offizielles Ersuchen um Aufnahme in die Konzertationsgruppe reagieren würde. Herr Mündl habe erklärt, dass die Oesterreichische Nationalbank auf internationaler Ebene ziemlich isoliert dastehe, da sie weder der Zehnergruppe noch der Gemeinschaft angehöre, und dass sich dieses Gefühl seit dem Beitritt Spaniens und Portugals zur EG noch verstärkt habe. Die Oesterreichische Zentralbank habe aber grosses Interesse an stabilen Wechselkursen (seit Jahren stabilisiert sie den Wechselkurs des Schillings gegenüber der D-Mark); auf der anderen Seite habe sie ihre Bereitschaft unter Beweis gestellt, mit den anderen Zentralbanken zusammenzuarbeiten, indem sie beispielsweise an kollektiven Stützungsvereinbarungen teilnahm. Herr Dalgaard erklärt, dass

der österreichische Wunsch in der "Konzertationsgruppe" kurz erörtert worden sei und diese im grossen und ganzen die Auffassung vertreten habe, eine Teilnahme der österreichischen Nationalbank an der Konzertation wäre eine normale Angelegenheit und sollte keine Probleme verursachen.

Herr Loehnis führt aus, dass die Stellvertreter ebenfalls kurz über das Anliegen der Oesterreichischen Nationalbank gesprochen hätten, wobei Herr Mündl mit einigen Stellvertretern zuvor bereits Kontakt aufgenommen hatte. Obwohl die Stellvertreter die Gefahr sähen, dass ähnliche Anfragen dadurch ermutigt werden könnten, regten sie an, das Ersuchen der Oesterreichischen Nationalbank, deren Position eine starke Aehnlichkeit mit der anderer Teilnehmer wie Norwegens und der Schweiz aufweise, positiv zu bescheiden.

Im übrigen hätten sich die Stellvertreter mit einem zweiten Punkt befasst, nämlich mit einem Arbeitsmandat für die "Dalgaard-Gruppe" auf Ersuchen des Währungsausschusses. Es gehe hierbei um die Probleme, die sich am Freitag, dem 4. April 1986, vor der Leitkursneufestsetzung von Ootmarsum in jenen Ländern der Gemeinschaft stellten, die ein amtliches Kursfeststellungsverfahren haben, das zu diesem Zeitpunkt ausgesetzt worden war.

Der Vorsitzende stellt fest, dass der Ausschuss

- den Bericht über die Devisenmärkte verabschiedet, der den Finanzministern der EG-Länder nach dem üblichen Verfahren übermittelt wird,
- die positive Haltung der Experten und Stellvertreter gegenüber einer künftigen Teilnahme der österreichischen Nationalbank an der Konzertation bestätigt,
- sich mit dem Mandat der "Dalgaard-Gruppe" zur Untersuchung der Probleme, die sich im Zusammenhang mit der Aussetzung der amtlichen Kursfeststellung am 4. April 1986 ergeben haben, einverstanden erklärt.

### III. Die Rolle der ECU auf lange Sicht

Der Vorsitzende erinnert daran, dass die Zentralbankpräsidenten diese Frage zuletzt im März 1986 erörterten und vor dem informellen

Treffen in Ootmarsum ein mündlicher Zwischenbericht vorbereitet worden war, dieser Punkt aber wegen der aktuellen Themen nicht zur Sprache kam. Die Stellvertreter hätten ihre Arbeit seit April fortgeführt, so dass auf deren Grundlage und unter Berücksichtigung der heutigen Aussprache der Zentralbankpräsidenten eine revidierte und erweiterte Fassung des Zwischenberichts mit Blick auf das nächste, im September im schottischen Gleneagles stattfindende informelle Treffen der Finanzminister und Zentralbankpräsidenten der EG erstellt werden könnte. Der Ausschuss könnte auf diese Weise sein im April 1985 in Palermo erhaltenes Mandat erfüllen.

A. Referat von Herrn Loehnis

Die Stellvertreter haben das Thema "ECU" zweimal, nämlich im April und im Juli erörtert. Im April sind sie auf zwei vom früheren Vorsitzenden Herrn Szász vorgelegte Noten zurückgekommen und haben vor allem darauf hingewiesen, dass man sich, wolle man die ECU als internationales Reserveaktivum fördern, über die Motive einer solchen Förderung einigen und auch die Folgen, die sich daraus für das internationale Währungssystem ergeben, sehen müsse. Als Motive sind insbesondere zu nennen: die Abkoppelung vom Dollar, eine Reduzierung der Last, die auf diesem liege, und die Verfügbarkeit einer Alternative zur D-Mark im EWS, womit die Spannungen im System verringert werden könnten. Eine vermehrte Fakturierung in ECU statt im stark schwankenden Dollar und ein Ausbau des privaten ECU-Marktes könnte eine engere Koordinierung der Interventionspolitik ermöglichen und würde einen Schritt zur institutionellen Phase darstellen. Nicht alle Stellvertreter haben diese Motive als zwingend angesehen. Einige sind der Ansicht, dass man zunächst einen integrierten Finanzmarkt haben und eine Wirtschafts- und Währungsunion verwirklichen müsse; kleine Schritte seien nur annehmbar, wenn sie Fortschritte in Richtung auf das Endziel ermöglichten, während eine künstliche Förderung der Rolle der ECU keinen gangbaren kürzeren Weg abgeben könne. Andere Stellvertreter befürworteten kleine Schritte und beispielsweise die Beseitigung der Hindernisse zur Verwendung der privaten ECU. Sie sehen es ausserdem für vorteilhaft an, die offizielle ECU der privaten ECU anzunähern. Die diesbezüglich von der Banque de France und Herrn Masera unterbreiteten Vorschläge wurden vor allem als Grundsätze diskutiert.

Der Vorschlag der Banque de France läuft darauf hinaus, dass der EFWZ für EG-Notenbanken, internationale Währungsinstitutionen wie der BIZ und Zentralbanken von Drittländern Konten in privater ECU eröffnet. Diese Konten könnten vor allem dazu dienen, den Erlös von auf ECU lautenden Schuldverschreibungen aufzunehmen. Der EFWZ würde die ECU an andere Kontoinhaber weiterverleihen oder die ECU-Guthaben in ihre Komponenten aufspalten und die entsprechenden Währungen bei den Emissionszentralbanken einlegen. Die Banque de France sieht mit ihrem Vorschlag drei wesentliche Vorteile gegeben:

- der private ECU-Markt erhält mit dem EFWZ einen offiziellen Charakter;
- das Ungleichgewicht zwischen Guthaben und Verpflichtungen in privater ECU verringert sich;
- die Nicht-EG-Zentralbanken werden zur Diversifizierung ihrer Währungsreserven ermutigt.

Der Vorschlag von Herrn Masera zielt in erster Linie darauf ab, mehr Verwendungsmöglichkeiten für die offiziellen ECU-Guthaben zu schaffen; er liefe darauf hinaus, den EG-Zentralbanken Zugang zum privaten ECU-Markt zu gewähren und eine Möglichkeit zur Mobilisierung der offiziellen ECU zu schaffen, wodurch möglicherweise der im Juli 1985 in Kraft gesetzte Mechanismus eine Ergänzung erfahren würde.

Viele Stellvertreter waren der Meinung, dass die meisten in den Vorschlägen enthaltenen Ziele bereits jetzt erreicht werden könnten, ohne dass zunächst neue Lösungskonzepte verwirklicht werden müssten. Beispielsweise könnten jene Zentralbanken, die private ECU halten möchten, Einlagen bei der BIZ tätigen, und über diese wäre es möglich, offizielle und private ECU mittels Swaps auszutauschen. Die Autoren der beiden Konzepte haben jedoch darauf hingewiesen, dass ihre Vorschläge eine zusätzliche Dimension aufweisen, da sie darauf abzielen, die private ECU durch offizielle Unterstützung zu fördern und ihr die Eigenschaften eines echten Reserveaktivums zu geben.

Einige Stellvertreter haben vor drei Entwicklungen oder Versuchen gewarnt:

- einer künstlichen Förderung des privaten ECU-Marktes, statt diesen Markt sich so entwickeln zu lassen, wie es dem realen Bedarf der Wirtschaftsteilnehmer entspricht;

- einer Förderung der Interventionen in privater ECU, die unerwünschte Auswirkungen auf die Position der Partnerwährungen haben könnte;
- dem Einschlagen einer Politik der kleinen Schritte zum Ausbau der ECU, ohne sich über das Endziel einer solchen Politik zu einigen.

Wegen des kontroversen Ausgangs ihrer Diskussion empfehlen die Stellvertreter gegenwärtig nicht, der "Dalgaard-Gruppe" ein Mandat zur Untersuchung der technischen Aspekte zu erteilen. Man könnte im September erneut auf diesen Punkt zurückkommen, wenn die Zentralbankpräsidenten möglicherweise letzte Hand an den Zwischenbericht an die Finanzminister anlegen. Ein Vorentwurf dieses Berichts wird während des Sommers in Umlauf gebracht, um Stellungnahmen einzuholen und eine revidierte Fassung für die Septembersitzung in Basel vorbereiten zu können.

#### B. Diskussion des Ausschusses

Der Vorsitzende eröffnet die Diskussion des Ausschusses mit einigen nachstehend zusammengefassten Bemerkungen.

Herrn Loehnis, den Stellvertretern, der Banque de France und Herrn Masera sei für ihre Arbeiten oder ihre Beiträge zu danken. Gemäss dem Bericht von Herrn Loehnis beständen offenbar recht unterschiedliche Ansichten über die Gründe zur Förderung der ECU als Reserveaktivum, über die Mittel dazu und über die zwei speziellen Vorschläge zur Annäherung der offiziellen und der privaten ECU. Dagegen stünden anscheinend die meisten Zentralbankpräsidenten einer sich natürlich entwickelnden vermehrten Verwendung der ECU positiv gegenüber, vorausgesetzt, dass sie nicht den geldpolitischen Zielen entgegenwirke. Mehrere Gründe könnten eine solche günstige Haltung erklären:

- die ECU sei ein Symbol der monetären Zusammenarbeit im EWS;
- das rasche Wachstum des privaten ECU-Marktes zeige, dass dieser einem echten kommerziellen Bedürfnis entspreche;
- selbst wenn die im Rahmen der Wirtschafts- und Währungsunion einzuführende gemeinsame Währung sich wahrscheinlich von der jetzigen ECU unterscheiden werde, könnte doch das Bestehen eines grossen ECU-Marktes später die Annahme einer gemeinsamen Währung erleichtern.

Lässt man diese Erklärungen oder Orientierungen gelten, könnte man schliessen, dass die Gemeinschaft ein Interesse daran habe, dass sich die natürliche Entwicklung des Marktes der privaten ECU fortsetze, unabhängig davon, ob diese die Eigenschaften eines Reserveaktivums erwirbt oder nicht. In dem seinerzeit für Ootmarsum vorbereiteten Bericht sei der Wunsch geäussert worden, in allen EG-Ländern die Einschränkungen der Verwendung der privaten ECU abzuschaffen. Es sei nicht einzusehen, welche andere vorläufige Massnahme in der Gemeinschaft getroffen werden könnte, um die Verwendung der ECU zu fördern. Die Notenbankgouverneure blieben geteilter Meinung in der Frage der intramarginalen Interventionen, und es mache nicht den Anschein, dass das Fehlen eines Marktes erstklassiger kurzfristiger ECU-Titel bald behoben werden könne.

Natürlich wäre es wünschenswert, die Arbeiten zum Mandat von Palermo mit einigen konkreten Vorschlägen abzuschliessen, aber wenn dies nicht machbar sei, könnte man zumindest befriedigt über die Aufhebung gewisser nationaler Restriktionen bei der Verwendung der privaten ECU und die Weiterentwicklung ihres Marktes sein. Der jährliche Bericht über diesen Markt könnte vielleicht eine Gelegenheit bieten, neue Ideen vorzubringen.

Heute könnte sich die Diskussion somit auf die Haltung gegenüber dem privaten ECU-Markt und auf die Vorschläge der Banque de France und von Herrn Masera konzentrieren, und daraus könnten sich vielleicht konkrete Elemente für den Bericht an die Minister ergeben.

Herr Camdessus ist der Meinung, die Zentralbankpräsidenten müssten das Mandat, das sie über die Rolle der ECU als Reservewährung und über die Verbindungen zwischen der offiziellen und der privaten ECU erhalten haben, ernstnehmen. Die Arbeiten der Stellvertreter liefen jedoch auf ziemlich negative oder inhaltende Antworten hinaus, was gefährlich und in mancher Hinsicht unannehmbar sei. Man müsse sehen, dass die derzeitige Situation, in der die Zentralbanken sich mit ihren häufigsten Aktivitäten auf dem Devisenmarkt, den intramarginalen Interventionen, in einer Art "Illegalität" befinden, ziemlich sonderbar sei. Andererseits seien bedeutende Fortschritte bei der Befreiung des Kapitalverkehrs in jenen Ländern erzielt worden, wo sie nötig waren, während die Haltung der anderen Länder hinsichtlich des Ausbaus der Rolle der ECU sich kaum

geändert habe. In der Debatte über die Zukunft der ECU könne man nicht endlos Fragen des Typs "Warum dies tun? Und mit welchem Ziel?" stellen. Antworten seien mehrmals gegeben worden, insbesondere von Herrn Camdessus an der Sitzung vom Mai 1985. Die Zentralbankpräsidenten sollten sich fragen, welche Rolle die offizielle und die private ECU in einer Finanzwelt spielen können, die sich seit 1978 stark verändert hat; sie sollten eine positivere und konkretere Haltung gegenüber den Arbeiten der Stellvertreter und der Experten und den von gewissen Zentralbanken gemachten Vorschlägen einnehmen. Es wäre gut, wenn andere ebenfalls Ideen über die ECU, die ja ein gemeinsames Aktivum ist, einbrächten. Betreffend die offizielle ECU schienen die 1978 gegenüber ihrer Verwendung ergriffenen Vorsichtsmaßnahmen überholt, und die Annahmebeschränkung von 50% sei unerklärlich geworden. Was den Markt der privaten ECU angehe, könnten die Zentralbanken darauf eine gewisse Rolle spielen, und hinsichtlich der Entwicklung der ECU als Reserveaktivum wäre es nützlich, den sehr interessanten Vorschlag von Herrn Pöhl zur Möglichkeit der Begebung von kurzfristigen ECU-Schuldtiteln der öffentlichen Hand zu prüfen. Auch die Verbindungen zwischen der offiziellen und der privaten ECU sollten etwas mehr vertieft werden.

Der Bericht an die Minister sollte in einem etwas positiveren Ton gehalten werden und zeigen, dass, wenn auch keine Dringlichkeit vorliegt, die Zentralbankpräsidenten an der Arbeit und dabei sind, ihre Ueberlegungen zu entwickeln. Eine andere nicht auszuschliessende Haltung bestünde in der Aussage, dass die Zentralbankpräsidenten nicht weiter gehen können, und dass keine Wahrscheinlichkeit für Fortschritte bei der ECU bestehe. Dann sei es klar, dass es zu einem Bruch im EWS und dieses in eine Schiefelage käme.

Herr Pöhl stellt zunächst fest, dass in jüngster Zeit einige für die Entwicklung der ECU sehr erfreuliche Fortschritte eingetreten sind, insbesondere die französischen Massnahmen zur Liberalisierung des Kapitalverkehrs. Angesichts dieser Ergebnisse könnten andere Fortschritte erzielt werden, vielleicht im Herbst, beispielsweise mit einer anderen Annahmegrenze für die offizielle ECU als die jetzigen 50% oder bei den Beschränkungen betreffend die Verschuldung in privater ECU in Deutschland. Solche Massnahmen wären kleine Schritte, aber es müssten selbstverständlich zuvor alle nötigen Zustimmungen eingeholt werden.

Was die Rolle öffentlicher Schulden in ECU bei deren Entwicklung betrifft, präzisiert Herr Pöhl, er habe nicht vorgeschlagen, die deutsche Regierung solle sich in ECU verschulden. Solche Kredite wären teurer als DM-Kredite, und die deutschen Behörden seien immer stolz darauf gewesen, nur in der Landeswährung Kredit aufzunehmen. Doch sei es richtig, dass die Verwendung der ECU natürlich gefördert würde, würden die Staatskassen Titel in ECU begeben. Die Entwicklung der Rolle der ECU als Reservewährung müsse berücksichtigen, dass es unter den gegenwärtigen Umständen wenig angebracht erscheine, die Belastung des Dollars reduzieren oder die europäischen Währungen nach oben und den Dollar nach unten drücken zu wollen. Wenn es auf längere Sicht auch gewiss wünschenswert sei, dass die beiden ECU, die offizielle und die private, sich weiterentwickeln, müssten doch im jetzigen Zeitpunkt zu den Vorschlägen zu ihrer Annäherung Vorbehalte angebracht werden. Mit dieser Technik der kleinen Schritte riskiere man nämlich, eine Sachlage zu schaffen, die in ein nicht mehr akzeptables Ergebnis münden könnte. So könnte die gegenseitige Durchdringung oder Vermischung der beiden ECU-Arten die Zentralbanken früher oder später vor die Verpflichtung stellen, als Ausleiher letzter Instanz für eine Währung zu fungieren, über deren Schaffung und Verwaltung sie keine Kontrolle haben. Man dürfe nicht übersehen, dass eine Reihe von kleinen Schritten fast unvermeidlich zu einer europäischen Institution monetärer Art führe, deren Natur, Pflichten, Befugnisse und Entscheidungsverfahren zuerst diskutiert werden müssten. Herr Pöhl erklärt, er könnte in diesem Bereich Ideen vorlegen und so auf gewisse Vorwürfe antworten, aber die EG-Länder seien gegenwärtig ganz bestimmt nicht bereit, einer solchen Institution die nötigen Befugnisse zu übertragen.

Herr Ciampi ruft in Erinnerung, dass die Notenbankgouverneure schon mehrmals über die Gründe oder die Vorteile der Einführung einer internationalen europäischen Währung gesprochen haben. Wenn man der Meinung sei, dass die ECU eine solche Währung werden könnte, dürfe man sich nicht allein auf die natürliche Entwicklung des Marktes verlassen. Das Ziel des französischen und des italienischen Vorschlags sei eben genau, zur Entwicklung der ECU beizutragen, und die fehlende Einmütigkeit über diese Vorschläge sollte nicht dazu führen, dass sie nicht weiter untersucht werden.

Herr Ciampi schliesst sich weitgehend den Bemerkungen von Herrn Camdessus an, und entnimmt den Erklärungen von Herrn Pöhl, dass gewisse Schritte möglich wären. Man suche zur Zeit nicht nach grundlegenden Beschlüssen, sondern nach Massnahmen zur Förderung des privaten ECU-Marktes, der sich als sehr attraktiv erwiesen habe.

Herr Godeaux dankt dem Vorsitzenden dafür, dass er der künftigen Entwicklung der Arbeiten der Zentralbankpräsidenten eine Färbung gegeben hat, die positiver sei, als die Vorarbeiten verhiessen. Im Massnahmenbereich müsse man die Probleme aufteilen, um kleine Schritte zu machen, aber auf der theoretischen Ebene sei es schwierig, das Schicksal der offiziellen ECU vollständig von dem der privaten ECU zu trennen.

Herr Godeaux ruft in Erinnerung, dass er vor zwei Jahren, anlässlich der Diskussionen über das gesamte Massnahmenpaket zur Verbesserung der Verwendung der offiziellen ECU, drei Zusätze zu den drei Massnahmen des "kleinen Pakets" vorgeschlagen habe. Schliesslich seien dank Präsident Duisenberg vier Massnahmen verabschiedet worden; sie hätten einen Fortschritt ermöglicht, der zweifellos keine konkreten Folgen für die Transaktionen in offizieller ECU, aber einen nicht zu unterschätzenden symbolischen Wert gehabt habe. In dieser Hinsicht scheine es wesentlich, dass die Notenbankgouverneure sich gründlich mit dem Problem der intramarginalen Interventionen, ihrer Bedeutung, ihrer - gemäss Herrn Camdessus - "Quasi-Illegalität", und mit der Tatsache beschäftigten, dass sie ungeachtet ihrer Wirksamkeit zu einer Suspendierung der EWS-Kreditmechanismen führten, da diese an die Interventionen an den Interventionspunkten gebunden sind. Während langer Zeit fürchteten die Gegner der intramarginalen Interventionen, dass diese notwendige Leitkursanpassungen verzögerten. Es scheine jedoch, dass sich die Einstellung der Zentralbanken zu diesen Fragen geändert habe.

Betreffend die private ECU haben die Volkswirte der Banque Nationale de Belgique eine Studie über die möglichen Folgen der Entwicklung der privaten ECU erstellt. Diese Studie sei im Bulletin der Bank veröffentlicht und missverstanden worden; sie habe insbesondere bezweckt, die Nachteile aufzuzeigen, die man vorläufig akzeptieren könne. In Wirklichkeit resultiere der wichtigste Nachteil der spontanen Entwicklung des privaten ECU-Marktes aus der geographischen und institutionellen Asymmetrie zwischen der Bildung von Forderungen und von Verbindlichkeiten in ECU. Daher

scheine jede Massnahme, die diese Asymmetrie korrigieren könnte, ein positiver Schritt. Der pragmatische Ansatz der kleinen Schritte könne sich auf alle Fälle rechtfertigen, solange man grosso modo wisse, dass man in die richtige Richtung gehe.

Herr Russo weist darauf hin, dass man nicht vergessen dürfe, dass die Vereinbarung von Luxemburg die Frage der institutionellen Phase in dem Sinne geregelt hat, dass diese vor die nationalen Parlamente gebracht werden müsse. Jeder kleine Schritt müsse daher unter dem Gesichtspunkt geprüft werden, ob eine Genehmigung der Parlamente nötig sei oder nicht. Auch müsse man sehen, dass Umfeld und Zukunft des monetären europäischen Aufbaus ganz anders als das sein werden, was man bisher gekannt habe. Selbst wenn die Mitgliedstaaten zur Zeit nicht bereit seien, jenen Teil nationaler Souveränität abzugeben, der für eine gemeinsame monetäre Institution nötig sei, sei es nützlich, den Inhalt dieser Institution klar zu umreissen, um sicher zu sein, dass die kleinen Schritte, über die man sich einigen könnte, in die richtige Richtung gehen. Schliesslich dürfe man nicht vergessen, dass die ECU den Ländern, die grosse Anstrengungen auf dem Gebiet der Konvergenz und der Liberalisierung des Kapitalverkehrs unternehmen, eine Stütze sein könne.

Herr Duisenberg erklärt, dass er nicht gegen die Politik der kleinen Schritte sei, aber dass er wissen wolle, in welche Richtung sie gehen. Die dieses Jahr begonnene Diskussion müsse selbstverständlich fortgesetzt werden, mit beispielsweise folgenden Prioritäten:

- wie das EWS zu verstärken sei, da ja die ECU nur ein Nebenprodukt dieses Systems ist;
- die private ECU sich nach den Bedürfnissen der Wirtschaftssubjekte entwickeln zu lassen;
- wie die ECU verwendet werden könne, um das EWS so weit als möglich zu verstärken; dessen Stärkung beruhe allerdings im wesentlichen auf einer vermehrten Konvergenz, insbesondere im Bereich der öffentlichen Finanzen.

Zur Konvergenz gehörten auch der angemessene Einsatz der Geldpolitiken, die Nutzung der Schwankungsmargen und nicht allzu grosse und allzu häufige Aenderungen der Paritäten.

Die Entwicklung der privaten ECU werde in den Niederlanden nicht behindert und erfolge in gesunder Weise. Der französische und der italienische Vorschlag könnten unter dem Gesichtswinkel ihres Beitrags zur Stärkung des EWS geprüft werden, d.h. wie weit sie die durch das System geforderte Disziplin annehmbarer machen. Wie die Stellvertreter vorgeschlagen haben, könnte der Ausschuss diese Fragen im September besprechen und gleichzeitig den Inhalt des Berichts an die Minister und das eventuell der "Dalgaard-Gruppe" zu erteilende Mandat prüfen.

Herr O Cofaigh unterstreicht, dass das EWS aus zwei Säulen besteht: dem Wechselkursmechanismus und der ECU. Da der Ausbau der letzteren zu einem internationalen Reserveaktivum nicht so schnell verwirklicht werden könne, sollten sich die Zentralbanken der EG auf eine möglichst weitgehende Verwendung der ECU untereinander und auf die verschiedenen Möglichkeiten zur Verbindung der offiziellen und der privaten ECU konzentrieren. In diesem Sinne wären die Vorschläge aus Frankreich und Italien so bald als möglich zu prüfen.

Herr O Cofaigh hofft, dass der positive Ton, den der Vorsitzende den Arbeiten des Ausschusses gegeben hat, sich auch im Bericht für die Minister widerspiegeln werde.

Der Vorsitzende zieht eine kurze vorläufige Schlussfolgerung aus der Diskussion. Man müsse sehen, wo man mit dem Mandat von Palermo stehe und den Ministern einen Bericht über die erzielten Fortschritte und Ausrichtung der Ueberlegungen des Ausschusses seit dem vergangenen Jahr erstatten.

An der Septembersitzung könnten die Zentralbankpräsidenten auf den Inhalt des Berichts zurückkommen; ein erster Entwurf werde im Lauf des Sommers verteilt werden, und eine zweite Version werde vor den Sitzungen in Basel auf der Grundlage der eingegangenen Kommentare vorbereitet. Ebenfalls im September werde man die Frage eines Mandats an die "Dalgaard-Gruppe" prüfen können. Selbstverständlich seien die Arbeiten des Ausschusses damit nicht abgeschlossen; im übrigen sei die jährliche Ueberprüfung der Entwicklung des privaten ECU-Marktes schon für November oder Dezember vorgesehen.

#### IV. Liberalisierung des Kapitalverkehrs

Der Vorsitzende ruft in Erinnerung, dass er am 3. Juli eine kurze Zusammenfassung der Diskussion im Rat der Wirtschafts- und Finanzminister vom 16. Juni über die Liberalisierung des Kapitalverkehrs verteilt hat. Er weist ausserdem darauf hin, dass der Rat den Ausschuss aufgefordert hat, über den Richtlinienvorschlag der Kommission zu berichten, was für die Arbeiten der Sondergruppe des Ausschusses der ständigen Vertreter der EG (COREPER) nützlich sein dürfte, die die technischen Aspekte des Vorschlags zu prüfen hat. Die Zentralbankpräsidenten sollten sich daher zuerst auf den Richtlinienvorschlag konzentrieren, der die erste Etappe auf dem Weg zu einer Liberalisierung des Kapitalverkehrs darstellt, und anschliessend die zweite, schwieriger zu erreichende und weiter entfernt liegende Etappe einer umfassenden Liberalisierung in Angriff nehmen.

Herr Duisenberg begrüsst die Bemühungen der Kommission um Fortschritte bei der Liberalisierung des Kapitalverkehrs. Diese Fortschritte müssten auf einer Zusammenarbeit der Mitgliedsländer basieren, wobei die jüngst in Frankreich und in geringerem Masse die in Italien ergriffenen Massnahmen einen bedeutenden Anstoss zu weiteren Fortschritten in dieser Richtung gegeben hätten.

Die vorgeschlagenen Aenderungen der Richtlinie von 1960 seien zu begrüessen; aus ihnen ergebe sich allerdings ein Problem, mit dem man sich eingehender befassen müsse, bevor man schrittweise eine vollständige Liberalisierung des Kapitalverkehrs herbeiführe. Das Problem hänge mit den Auswirkungen der Liberalisierung auf die Geldpolitik der Mitgliedsländer zu einem Zeitpunkt zusammen, zu dem die Konvergenz der Wirtschaftsentwicklung und -politik noch unvollkommen sei. In diesem Zusammenhang seien vielleicht bereits jetzt die nachfolgenden Punkte erwähnenswert. Eine Ausklammerung der Geldmarktpapiere bei der vorgeschlagenen Liberalisierung ermögliche es vielleicht, die für die Geldpolitik entstehenden Probleme zu entschärfen, doch werde die Grenzlinie zwischen kurz- und langfristigen Verschuldungsformen immer fliessender. Die Gefahr nehme zu, dass Kapitalzuflüsse die interne Geldmengenregulierung konterkarieren. Es erscheine daher als gerechtfertigt, bei der Anwendung der Schutzklauseln der Artikel 108, 109 und 73 des Vertrags Symmetrie walten zu lassen. Mit anderen Worten: Nicht nur Zahlungsbilanzgründe (Kontrolle der Kapitalabflüsse),

sondern auch geldpolitische Motive (Kontrolle der Kapitalzuflüsse) müssten Berücksichtigung finden, denn in beiden Fällen schlage sich eine grössere Liberalisierung im Zusammenwirken mit einer noch unvollkommenen Konvergenz nieder.

Herr Ciampi erklärt, die Banca d'Italia messe dem Ziel der europäischen Integration ebenso wie der seit zwei Jahren bestehenden Zusammenarbeit zur weiteren Liberalisierung des Kapitalverkehrs grosse Bedeutung bei. So seien die für internationale Kapitaltransaktionen geltenden Beschränkungen verringert worden, wobei den Restriktionen, die die Konkurrenzfähigkeit der Industrie und Banken auf den europäischen Märkten beeinträchtigten, Priorität eingeräumt worden sei. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt könnte indes eine beschleunigte Liberalisierung der Transaktionen auf den Finanzmärkten, die den Sparern freie Hand bei der Anlage in Auslandsaktiva liesse, angesichts des umfangreichen öffentlichen Defizits und der hohen Staatsverschuldung die flexible Handhabung der italienischen Auslandsposition und Geldpolitik in Frage stellen. Die Banca d'Italia werde weiterhin gegenüber der Regierung nachdrücklich darauf hinweisen, wie notwendig es sei, durchgreifende Massnahmen zur Konsolidierung der öffentlichen Finanzen zu treffen. Bis dahin müsse man es hinnehmen, dass die Umstände, die die Kommission veranlasst hätten, Italien zu ermächtigen, gewisse Schutzmassnahmen beizubehalten, bestehen blieben und man die Liberalisierung nicht schneller vorantreiben könne, als unter den gegenwärtigen Umständen ratsam sei.

Was die allgemeineren Aspekte des von Herrn Delors lancierten Liberalisierungsprogramms angehe, so sei es wichtig, darauf hinzuweisen, wie notwendig es sei, parallele Fortschritte in den anderen Bereichen der europäischen Integration zu erzielen. In der Tat stelle die Liberalisierung des Kapitalverkehrs nur ein Mittel dar, um eine bessere Ressourcenallokation in der Gemeinschaft zu erreichen. In diesem Sinne dürfte es unabdingbar sein, die wirtschaftspolitische Koordinierung zu verstärken, den Kampf gegen die vollständige Beseitigung der Inflation in den europäischen Volkswirtschaften fortzusetzen und die koordinierten Anstrengungen zu intensivieren, um ein dauerhaftes und kräftigeres Wachstum zu erreichen und die zu hohen Ueberschüsse in den Leistungsbilanzen zu beseitigen.

Herr Godeaux stellt sich hinter den Richtlinienvorschlag, der ein Schritt in die richtige Richtung sei und aus geldpolitischer Sicht zu

keinerlei Einwänden Anlass gebe. Freilich sollten einige Vorsorgemassnahmen getroffen werden. Erstens müsste man, ohne dass die weiter geltenden Ausnahbestimmungen davon berührt werden, sicherstellen, dass der Liberalisierungsprozess von echter Gegenseitigkeit geprägt sei. Zweitens müsste man darauf achten, dass die Aufhebung der auf Kapitalverkehrskontrollen beruhenden Hindernisse nicht durch die Errichtung administrativer Schranken illusorisch gemacht würde. Als drittes wäre es vielleicht nützlich, sich über die derzeitige Praktik der Zentralbanken Klarheit zu verschaffen, wonach diese zur Verwendung ihrer Währung bei auf dem Markt eines anderen Landes getätigten Emissionen Stellung nehmen können. Wenn eine solche Praktik beibehalten werde, müsse man die Voraussetzungen präzisieren.

Was die Auswirkungen des Richtlinienentwurfs auf Belgien betreffe, so habe der Finanzminister bereits erklärt, dass er mit der Aenderung eines Artikels im Handelsgesetzbuch einverstanden sei, in dem Sinne nämlich, dass das Erfordernis einer vorherigen Zustimmung zur Begebung von Auslandsanleihen auf dem belgischen Markt fallengelassen werde.

Herr Russo erklärt, dass die von Herrn Godeaux angesprochene Praktik insoweit beibehalten werden müsste, als sie keine restriktive Wirkung habe; er erinnert daran, dass Frankreich die Vorbehaltsklauseln bereits aufgehoben und Italien sie in Uebereinstimmung mit den jüngsten Liberalisierungsmassnahmen aktualisiert habe.

Herr Camdessus erklärt sein Einverständnis mit dem Richtlinien-vorschlag und nimmt die Gelegenheit zum Anlass, der Kommission und seinen Kollegen für das Verständnis zu danken, das sie während so langer Zeit für Frankreich und dessen Schwierigkeiten im Bereich der Kapitalverkehrskontrollen gezeigt hätten. Die Anmerkung von Herrn Duisenberg zur Geldpolitik sei völlig zutreffend; man müsse in der Tat vermeiden, einige Probleme dadurch zu regeln, dass man andere schaffe. Das umfangreiche Staatsdefizit Italiens stelle in der Tat eine Besonderheit dar, der man Rechnung tragen müsse.

Herr O Cofaigh begrüsst die Initiative der Kommission, erinnert aber daran, dass Irland wie andere EG-Länder einigen Zwängen unterworfen sei, die, wie er hoffe, bei der Ausarbeitung des Richtlinien-textes Berücksichtigung finden.

Der Vorsitzende dankt den Zentralbankpräsidenten für ihre sehr nützlichen Diskussionsbeiträge, die als Grundlage für einen Berichtsentwurf

dienen werden, den er zusammen mit dem Sekretariat ausarbeiten und den Notenbankgouverneuren zur Stellungnahme unterbreiten werde. Die endgültige Fassung werde danach dem Rat übermittelt und sollte der Sondergruppe von "COREPER" von Nutzen sein, die am 10. Juli mit der Prüfung des Richtlinien-vorschlags beginnen werde.

Was die zweite Etappe der Verwirklichung des Programms der Kommission angehe, nämlich die vollständige Liberalisierung des Kapitalverkehrs, so liege diese noch in weiter Ferne und werfe zahlreiche Fragen auf, die die Zuständigkeit der Zentralbanken direkt berührten und denen sich der Ausschuss zu einem späteren Zeitpunkt widmen müsse.

V. Gedankenaustausch über die jüngste Entwicklung der öffentlichen Finanzen und haushaltspolitische Konsequenzen

A. Referat von Herrn Raymond

Im Jahre 1985 sind die öffentlichen Ausgaben, gemessen am Bruttoinlandsprodukt, in der Gemeinschaft insgesamt zurückgegangen, in sechs der zwölf Mitgliedsländer sind sie allerdings nochmals gestiegen. Zieht man von den öffentlichen Ausgaben die Schuldzinsen ab - deren Gewicht in Zunahme begriffen ist -, erhält man ein etwas positiveres Bild, das auf die Bemühungen zum schrittweisen Abbau der staatlichen Konsumausgaben und sozialen Transferzahlungen zurückzuführen ist.

Bei der Entwicklung der öffentlichen Einnahmen zeigen sich die ausgeprägtesten Unterschiede. Der Steuer- und Abgabendruck ist teils gestiegen, teils gesunken, je nach den kombinierten Auswirkungen der Konjunktorentwicklung, des Aussenhandels und, in einigen Fällen, neuer steuerlicher Bestimmungen.

Uneinheitlich war die Entwicklung bei den Defiziten der öffentlichen Hand in der Gemeinschaft: teils haben sie sich verringert, oft aber vergrößert.

Die Quote der öffentlichen Verschuldung am BIP ist in der Gemeinschaft als Ganzes um beinahe drei Punkte gestiegen. Mit Ausnahme von Italien und Griechenland, wo sich das Wachstum der öffentlichen Verschuldung beschleunigte, mässigte es sich im allgemeinen im Vergleich mit den Vorjahren.

Die Prognosen für 1986 zeigen für die öffentlichen Ausgaben ein langsames Wachstum als für die Einnahmen, was zu einer Reduktion des zu finanzierenden Defizits führen würde; dennoch wird die öffentliche Verschuldung weiter wachsen, wenn auch weniger schnell.

Die Defizitfinanzierung erfolgte auf geordnetere Weise. Die Finanzierung durch direkt monetäre Mittel, d.h. durch Vorschüsse der Zentralbank oder durch staatliche Kreditaufnahme im Ausland, ist beinahe überall deutlich zurückgegangen. Die Staaten haben somit hauptsächlich auf die Ausgabe von Titeln zurückgegriffen, die in den meisten Fällen die Portefeuilles der Gebietsansässigen gefüllt haben. Diese Entwicklung erklärt, wieso - ausser in Italien, Spanien und Griechenland - der Konflikt zwischen Haushaltspolitik und Geldpolitik sich 1985 gemildert hat. Uebrigens war die durchschnittliche Laufzeit der ausgegebenen Titel tendenziell länger. Hier liegt eine positive, allerdings noch ungenügende Entwicklung vor.

Aus diesen Gegebenheiten kann man folgende Schlüsse ziehen:

Bei schneller und pauschaler Lektüre der Resultate könnte man denken, dass Bemühungen zur strukturellen Anpassung im Gang sind und Früchte zu tragen beginnen. Das scheinbar Ermutigende dieser Resultate muss jedoch erheblich nuanciert werden, bedenkt man, dass 1985 das Wirtschaftswachstum sich einigermaßen gefestigt hat und die nominalen Zinssätze gesunken sind. Auf drei verbleibende Klippen sollte vielleicht mit Nachdruck hingewiesen werden:

- die wachsenden Defizite in einigen Mitgliedsländern, die damit von der Gesamtheit abweichen;
- der zunehmende Anteil der öffentlichen Verschuldung, der um so stärkere Massnahmen zur strukturellen Korrektur erfordert, als die realen Zinssätze immer noch höher sind als die Wachstumsraten;
- die Gefahr einer Destabilisierung des EWS, die sich - durch Markterwartungen - aus der fehlenden Konvergenz der Haushaltspolitiken der Mitgliedsländer ergeben kann.

#### B. Diskussion des Ausschusses

Der Vorsitzende dankt Herrn Raymond und seiner Gruppe für ihre ausgezeichnete Arbeit. Die Schlussfolgerungen dieser Arbeit seien gemischt: Neben Verbesserungen finden sich auch Schatten.

Herr Rubio beglückwünscht Herrn Raymond und seine Gruppe zu ihrem sehr interessanten Bericht. Die spanische Haushaltspolitik sei 1985 expansiv gewesen; sie sei in einem ziemlichen Widerspruch zur Geldpolitik gestanden, und es habe sich die Gefahr einer Verdrängung der privaten Investitionen gezeigt. Es gebe jedoch auch positive Faktoren; so rechne man für 1986 mit einer Verringerung des Defizits, gemessen am BIP, und des Kreditbedarfs des öffentlichen Sektors. Die Entwicklung der Ölpreise und der Rückgang der Zinssätze sollten zu erhöhten öffentlichen Einnahmen und geringeren Ausgaben führen. Dennoch bleibe ein Bedürfnis nach struktureller Anpassung bestehen, und nach den kürzlichen Wahlen sollte die Regierung ein orthodoxes Budget vorlegen.

Herr Ciampi dankt Herrn Raymond und seiner Gruppe für einen Bericht, der wie immer eine interessante Analyse und reichhaltige statistische Dokumentation bietet. Italien müsse noch einen langen Weg zurücklegen, bis das Haushaltsungleichgewicht und die dadurch verursachten Zwänge der Geldpolitik beseitigt seien. Dennoch mache es den Anschein, dass die von der Banca d'Italia immer wieder unterstrichene Notwendigkeit einer gründlichen und dauerhaften Anpassung immer mehr anerkannt werde. So habe die Regierung einen Plan zur Eliminierung des um die Zinszahlungen bereinigten Defizits in zwei oder drei Jahren vorgelegt. Auf Gemeinschaftsebene könne man sich jedoch fragen, ob es angebracht sei, in undifferenzierter Weise eine restriktive Haushaltspolitik zu verfolgen. Im Gegenteil wäre eine gewisse Stimulierung des Wachstums durch die öffentliche Hand unter bestimmten Umständen in jenen Ländern nötig, die sich auf mittlere Sicht dem ausgeglichenen Haushalt annähern. Die gesamtwirtschaftliche Entwicklung sei nämlich viel weniger günstig als erwartet, und in den meisten Ländern habe der Ölpreiserfall keinen bedeutenden Wirtschaftsaufschwung bewirkt. Wenn bis zum Herbst keine merkliche Verbesserung verzeichnet werde, müsse die Frage neu geprüft werden, ob das Ziel der Konvergenz der öffentlichen Finanzen nicht durch das einer Unterstützung des Wachstums ergänzt werden sollte.

Auch Herr Chalikias gratuliert Herrn Raymond und den Experten zu ihrer hervorragenden Arbeit. Die öffentlichen Finanzen hätten sich 1985 in Griechenland merklich verschlechtert (das Defizit der Zentralregierung stieg von 12,8% des BIP im Jahre 1984 auf 14,3% im Jahre 1985); in der Entwicklung der öffentlichen Ausgaben widerspiegelten sich haupt-

sächlich höhere Zinszahlungen. Trotz einer ständigen Erhöhung in den letzten Jahren liege die Quote der öffentlichen Verschuldung, gemessen am BIP, sehr nahe am Durchschnitt der Gemeinschaft. Das strukturelle Element der Verschuldung scheine sich mehr oder weniger meistern zu lassen, und die Finanzierungspolitik richte sich in steigendem Masse auf die Märkte aus. Der zu finanzierende Saldo sollte 1986 infolge eines Rückgangs der Ausgaben und vor allem einer Erhöhung der Einnahmen um vier Prozentpunkte des BIP reduziert werden, denn Griechenland gehöre zu jenen Ländern, die die Vorteile des Oelpreisschocks für die Konsumenten abschöpfen. Der Ertrag der zusätzlichen Besteuerung sollte 1986 1,5% des BIP ausmachen. Die Entwicklung der nichtmonetären Instrumente zur Finanzierung des staatlichen Defizits sei noch begrenzt; die Regierung zeige wenig Neigung, eine Erhöhung der Zinssätze für Schatzwechsel zu akzeptieren, was die Einhaltung der geldpolitischen Zielvorgaben erschwere.

Herr Marques ruft in Erinnerung, dass auch Portugal ein Land sei, das mit Haushaltsproblemen zu kämpfen habe. 1986 seien die Ausgaben noch gestiegen, weil überzählige Beamte vorzeitig in den Ruhestand versetzt worden seien; man sei auch daran, die staatlichen Unternehmungen zu redimensionieren, damit sie den Haushalt weniger belasten. Die Finanzierung des öffentlichen Defizits habe sich nach der Einführung von Schatzscheinen stark gewandelt; diese decken nun ca. 50% des Defizits und haben eine Reduktion der Auslandsfinanzierung ermöglicht.

Herr Pöhl bezieht sich auf die Bemerkung Herrn Ciampis über die restriktive Haushaltspolitik, die sich offensichtlich auch an Deutschland richtet. In der Tat verfolge in diesem Land die Regierung seit mehreren Jahren eine mittelfristige Finanzstrategie mit dem Ziel, das Defizit durch Bremsung des Ausgabenwachstums herabzusetzen. Diese Politik sei so erfolgreich gewesen, dass die Steuerlast vermindert werden konnte, beispielsweise 1986 für einen Betrag von DM 11 Mrd. Auch die Zinssätze konnten sinken, da der Staat den Finanzmarkt weniger in Anspruch nehmen musste, und diese Senkung habe zur Belebung der privaten Investitionen beigetragen. Schliesslich kurbele die starke Zunahme der Verbrauchereinkommen die Wirtschaft an.

Bisher habe diese Strategie gut funktioniert, und sie entspreche zahlreichen europäischen Beschlüssen oder Empfehlungen; ausserdem schliesse sie eine erneute Steuersenkung im Jahr 1988 und eine umfassende Steuerre-

vision 1990 ein. Was würde Deutschland jedoch tun, wenn sich die Konjunktur abschwächte, d.h. wenn das Wachstum deutlich unter den für 1986 vorhergesehenen 3% und einer gleichen oder gar höheren Rate in den folgenden Jahren läge? Diese Frage sei nicht leicht zu beantworten, denn das Experiment mit den expansiven Massnahmen der siebziger Jahre habe Folgen gezeitigt, die nur mit Mühe und nach längerer Zeit beseitigt werden konnten.

Der Vorsitzende erklärt, in Grossbritannien habe man sich seit sieben oder acht Jahren klar für die Kontrolle der öffentlichen Ausgaben und ihre allmähliche Herabsetzung entschieden. So seien 1985/86 gemessen am BIP die allgemeinen Ausgaben einschliesslich Zinszahlungen gesunken. Die Haushaltspolitik habe sich trotz des durch den Preiszerfall verursachten Rückgangs der Oeleinnahmen nicht geändert. Verglichen mit dem Vorjahr sollte der Finanzierungsbedarf des öffentlichen Sektors erneut niedriger ausfallen, sowohl relativ als auch absolut gesehen. Die gegenwärtige Politik bezwecke insbesondere die Stimulierung der Nachfrage und der Initiative des Privatsektors und die Verminderung der staatlichen Beanspruchung der verfügbaren Mittel.

Auf eine Frage des Vorsitzenden hin gibt Herr Russo einige Erklärungen zur Budgetdiskussion des Rates der Wirtschafts- und Finanzminister vom 7. Juli ab. Der Vorsitzende des Rates, Schatzkanzler Lawson, sei zum Schluss gekommen, dass die Ausrichtung des Jahresberichts für die Gemeinschaft nicht geändert werden sollte. Zwei andere Elemente könnten noch erwähnt werden. Zunächst einmal habe der deutsche Vertreter fast das gleiche gesagt wie Herr Pöhl, dass nämlich, sollte sich die Konjunktur spürbar abschwächen, die Regierung etwas machen könnte, aber Herr Russo hält das nicht für sehr wahrscheinlich. Andererseits hätten die Minister im allgemeinen weitere Zinssatzsenkungen, wenn möglich auf konzertierter Basis, befürwortet, womit der Ball wieder bei den Zentralbankpräsidenten liege.

Der Vorsitzende schliesst die Diskussion mit der Bemerkung, dass der Bericht über die öffentlichen Finanzen wie in den früheren Jahren nach Abschluss des üblichen Verfahrens etwaigen Korrekturen den Finanzministern zugestellt wird.

VI. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

Neues Telefonnetz mit Konferenzschaltung für die Konzertation

Herr Loehnis teilt den Präsidenten mit, dass die Stellvertreter an ihrer Sitzung vom 7. Juli einen Vorschlag der unter dem Vorsitz von Herrn Dalgaard zusammengetretenen Spezialisten und Benutzer der Konzertation zugunsten eines von einer deutschen Firma entwickelten Systems angenommen haben. Die Deutsche Bundesbank ist beauftragt worden, im Namen aller Netzteilnehmer zu verhandeln; Verhandlungsgrundlagen sind das Pflichtenheft und die von der "Konzertationsgruppe" in ihrem Bericht vom 1. Juli 1986 festgelegten Bedingungen. Ferner habe man beschlossen, das Netz Nr. 2 so bald als möglich aufzugeben und einen Anschluss der Kommission an das neue Netz vorzusehen, der vor allem bei Realignments benutzt werden soll.

Das neue Konferenztelefonsystem, das hoffentlich leistungsfähiger als das jetzige sein wird, sollte in erster Linie von den Devisenhändlern für ihre täglichen Konzertationen benutzt werden, aber es wird auch den Notenbankpräsidenten für bilaterale Gespräche oder multilaterale Konferenzen zur Verfügung stehen.

VII. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Die nächste Sitzung findet am Dienstag, dem 9. September 1986, um 10.00 Uhr in Basel statt.

KURZBERICHT UEBER DIE ENTWICKLUNG AUF DEN  
DEVISENMAERKTEN DER LAENDER DER AN DER KONZERTATION  
BETEILIGTEN ZENTRALBANKEN

-----  
Juni 1986  
-----

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 Juni und während der ersten Julitage 1986.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Die Entwicklung an den Devisenmärkten war im Juni von den folgenden Merkmalen gekennzeichnet:

- einer Kursabschwächung des US-Dollars auf annähernd das Niveau, das dieser Anfang Mai verzeichnet hatte;
- nahezu unveränderten Positionen im EWS.

Der US-Dollar wies im Juni eine rückläufige Tendenz auf und hatte am Monatsende gegenüber den meisten wichtigen Währungen im Durchschnitt rund 5% an Wert verloren. Anzeichen einer anhaltend schwachen Wirtschaftstätigkeit in den USA liess Erwartungen aufleben, dass die US-Zinsen wieder sinken würden, und zwar auch dann, wenn in den anderen Ländern die Zinsen nicht nachgeben; das zugunsten des US-Dollars bestehende Zinsgefälle verringerte sich dann auch. Der Kursrückgang des Dollars wurde im Berichtszeitraum insofern gebremst, als die Devisenmarktakteure

---

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

nach wie vor der Meinung waren, dass die Zentralbanken stärker intervenieren würden, sollte der Abgabedruck auf den Dollar zu stark werden.

Im EWS waren die relativen Positionen der Partnerwährungen nahezu unverändert.

Die D-Mark stieg gegenüber dem US-Dollar im Kurs an, und auch gegenüber den anderen EWS-Währungen befestigte sie sich etwas. Noch immer nimmt sie allerdings im EWS eine eher schwache Position ein. Einen Kursanstieg gegen D-Mark verzeichneten in der zweiten Monatshälfte der Schweizer Franken und der japanische Yen.

Als Folge ausgeglichener Währungsstransaktionen französischer Unternehmen und anhaltender ausländischer Nachfrage nach französischen Francs notierte der französische Franc während des gesamten Monats - trotz eines leichten Rückgangs der kurzfristigen Zinsen - fest. Die französische Währung blieb an der Spitze des engen Kursbandes, und Mitte des Monats erreichte sie diesen Punkt gegenüber der dänischen Krone.

Der belgische Franc festigte sich gegenüber allen EWS-Währungen mit Ausnahme der D-Mark, der gegenüber er sich leicht abschwächte.

Der holländische Gulden hielt seine Position etwas oberhalb des unteren Randes der engen Schwankungsbreite. Die stabile Kurstendenz des Guldens ermöglichte es der Nederlandsche Bank, einen Teil der nach dem Realignment erlittenen Reservenverluste wettzumachen.

Die dänische Krone verblieb in der ersten Monatshälfte nah am unteren Ende der engen Schwankungsmarge. Von der Monatsmitte an schwächte sie sich ab und erreichte gegenüber dem französischen Franc ihren Interventionspunkt.

Das irische Pfund wertete sich gegenüber dem US-Dollar stark und gegenüber dem englischen Pfund etwas auf, büsste aber einiges Terrain gegenüber den Partnerwährungen im EWS ein. Die Central Bank of Ireland nahm während des Monats Interventionen in beiden Richtungen vor. Sie senkte zudem ihren Zinssatz für kurzfristige Fazilitäten am 5. Juni von 11 auf 10,5% und am 18. Juni auf 10%.

Die italienische Lira blieb in der Nähe des oberen Randes des engen EWS-Kursbandes. Die Interventionskäufe durch die Banca d'Italia, die in den zwei vorangegangenen Monaten umfangreich gewesen waren, fielen im Juni netto viel geringer aus; dies war teilweise darauf zurückzuführen, dass die Kapitalzuflüsse nach dem Rückgang der Inlandszinsen nachliessen.

Das Pfund Sterling schloss sich während fast des ganzen Monats eng an die Bewegungen der anderen europäischen Währungen gegenüber dem US-Dollar an. Optimismus hinsichtlich einer weiteren Senkung der britischen Zinssätze führte am Monatsanfang zu einer leichten Abschwächung, aber diese verschwand, als die monetären Daten für Mai eine jähe Beschleunigung des Geldmengenwachstums anzeigten. Gemessen am Index des gewogenen Aussenwerts blieb das Pfund Sterling mit einem Monatsendstand von 76,2 praktisch unverändert.

Die spanische Peseta gewann gegenüber dem Dollar 5% an Wert; und gegenüber den EG-Währungen festigte sie sich im gewogenen Mittel um 0,3%. In der letzten Juniwoche kehrte sich infolge einer starken kommerziellen Nachfrage zum Quartals- und Halbjahresende sowie eines spekulativen Drucks aus dem Ausland die Richtung der Interventionen um. Nach den Parlamentswahlen vom 22. Juni geriet die spanische Währung aufgrund von Gerüchten am Markt über eine Peseta-Abwertung noch vor der Vorlage des neuen Regierungsprogramms, die Ende Juli erfolgen soll, unter starken spekulativen Druck, und die Euro-Peseta-Zinssätze stiegen auf über 20%.

Die griechische Drachme gewann gegenüber dem US-Dollar 2,6% und verlor gegenüber der ECU 2,2% an Wert. Der gewogene Aussenwert der Drachme sank um 1,1%.

Der gewogene Aussenwert des portugiesischen Escudo büsste 0,9% ein. Gegenüber dem US-Dollar wertete sich der Escudo um 3,1% auf, gegenüber der ECU dagegen um 1,6% ab.

Die Anspannungen auf dem schweizerischen Geldmarkt hielten - durch ein schwieriges Halbjahresultimo noch verstärkt - an, so dass sich die Zinssätze weiter erhöhten. Auf den Devisenmärkten führte dies zu einem weiteren Anstieg des gewogenen Aussenwerts des Schweizer Frankens um 2,6%.

Die schwedische Krone hielt sich über dem Richtkurs, war aber infolge eines geringen Devisenabflusses leicht schwächer als im Mai. Dieser Abfluss muss vor dem Hintergrund eines starken Zuflusses im Mai gesehen werden, der teilweise von Erwartungen einer Aufwertung der Krone getragen war.

Die norwegische Krone behauptete die starke Position, die sie nach der Abwertung im vorangegangenen Monat erreicht hatte, und die Devisenzuflüsse dauerten an.

Der kanadische Dollar schwankte im Juni gegenüber dem US-Dollar innerhalb einer relativ engen Bandbreite und notierte am Monatsende bei US-\$ 0,7234, d.h. praktisch unverändert gegenüber dem Mai-Schlusskurs. Besorgnisse über das steigende Leistungsbilanzdefizit Kanadas und der noch immer ungelöste Handelskonflikt mit den Vereinigten Staaten über kanadische Holzprodukte waren die Faktoren, die sich im Berichtsmonat ungünstig auf den kanadischen Dollar auswirkten. Eine leichte Ausweitung des Gefälles zwischen den Geldmarktsätzen in Kanada und den USA und ausländisches Interesse an kanadischen Wertpapieren glichen den Druck nach unten wieder aus.

Der japanische Yen festigte sich im Monatsverlauf gegenüber dem US-Dollar um 4,9%. Trotz einer vorübergehenden Abschwächung wegen der Wirtschaftsflaute in Japan, die sich in der BSP-Statistik für das erste Quartal niedergeschlagen hatte, gewann er weiter an Boden, als die langfristigen US-Zinssätze infolge der Verschlechterung der Auslandsschuldensituation Mexikos und ungünstigerer amerikanischer Wirtschaftsindikatoren sanken. Gegenüber den wichtigen europäischen Währungen blieb der Yen ebenfalls fest.

## II. INTERVENTIONEN

### A. Interventionen in US-Dollar

Im Juni beliefen sich die Dollarkäufe der Notenbanken netto auf US-\$ 4 Mrd., verglichen mit US-\$ 4,3 Mrd. im Mai. Die Bruttokäufe betragen US-\$ 6,4 Mrd. und die Bruttoverkäufe US-\$ 2,4 Mrd. Die wichtigsten Dollarkäufer auf Nettobasis waren die Zentralbanken Japans und Norwegens.

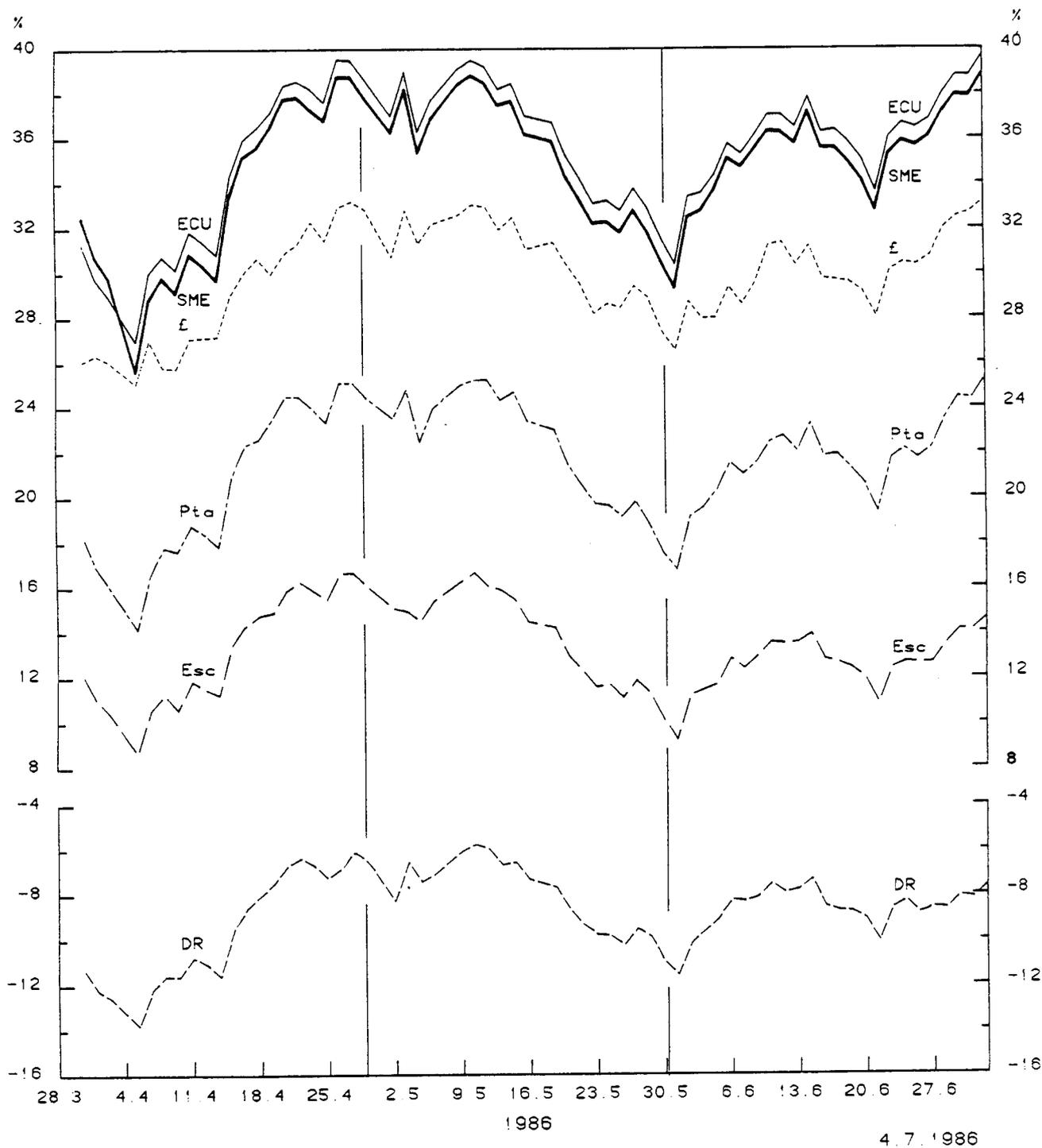
### B. Interventionen in Gemeinschaftswährungen

Im Juni beliefen sich die Interventionen in EWS-Währungen gegen andere EWS-Währungen insgesamt auf den Gegenwert von US-\$ 1,9 Mrd. und bestanden hauptsächlich aus intramarginalen DM-Käufen und -Verkäufen der Banca d'Italia und aus Verkäufen von französischen Francs gegen dänische Kronen, die von der Banque de France und der Danmarks Nationalbank getätigt wurden.

### III. DIE ERSTEN JULITAGE

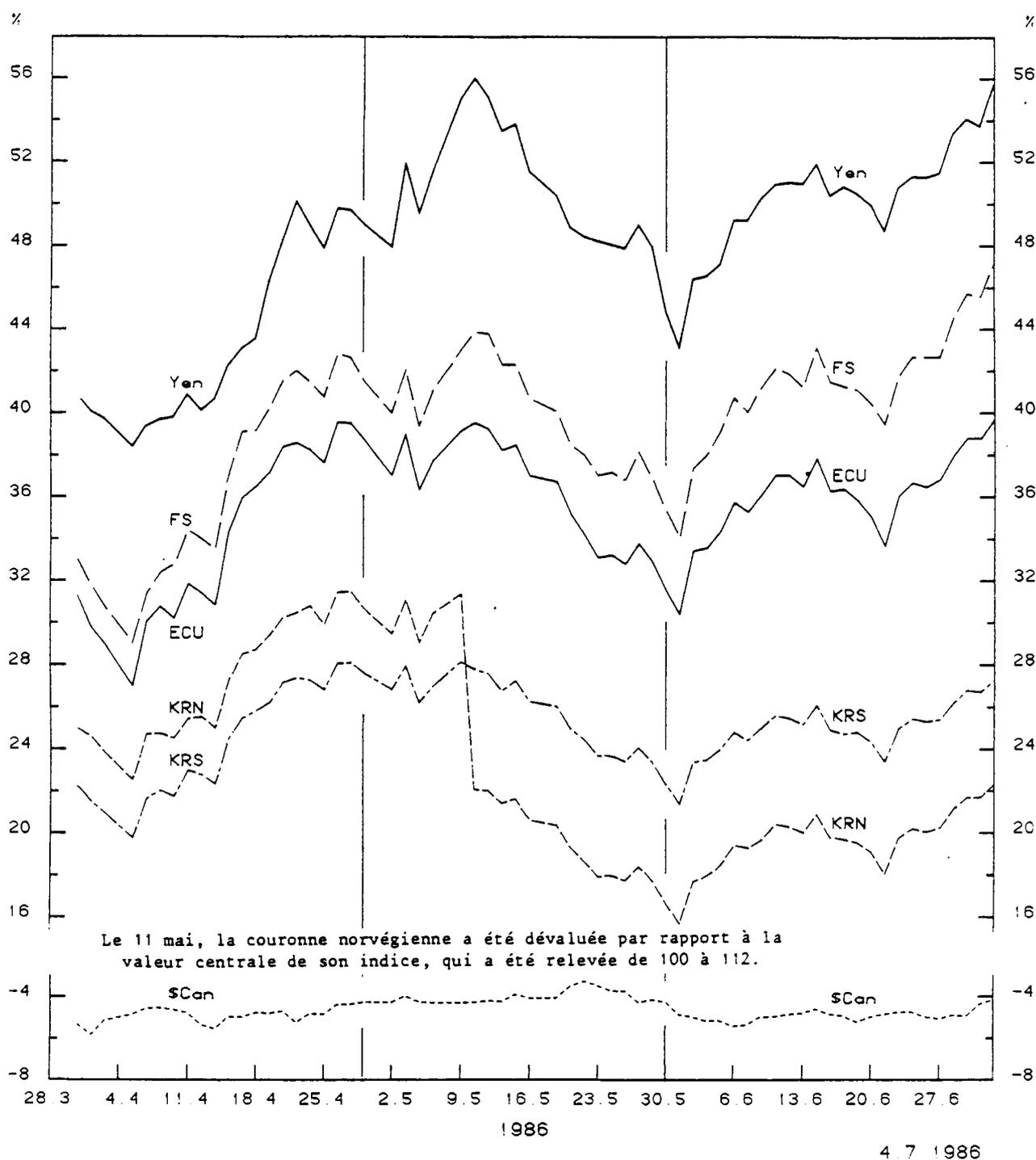
In den ersten Julitagen schwächte sich der US-Dollar gegenüber allen wichtigen Währungen weiter ab, da weitere enttäuschende Zahlen zur amerikanischen Wirtschaft bekannt wurden. Im EWS blieb die Situation praktisch unverändert. Der Druck auf die spanische Peseta liess nach.

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 31 DECEMBRE 1984 VIS-A-VIS OU \$EU \*



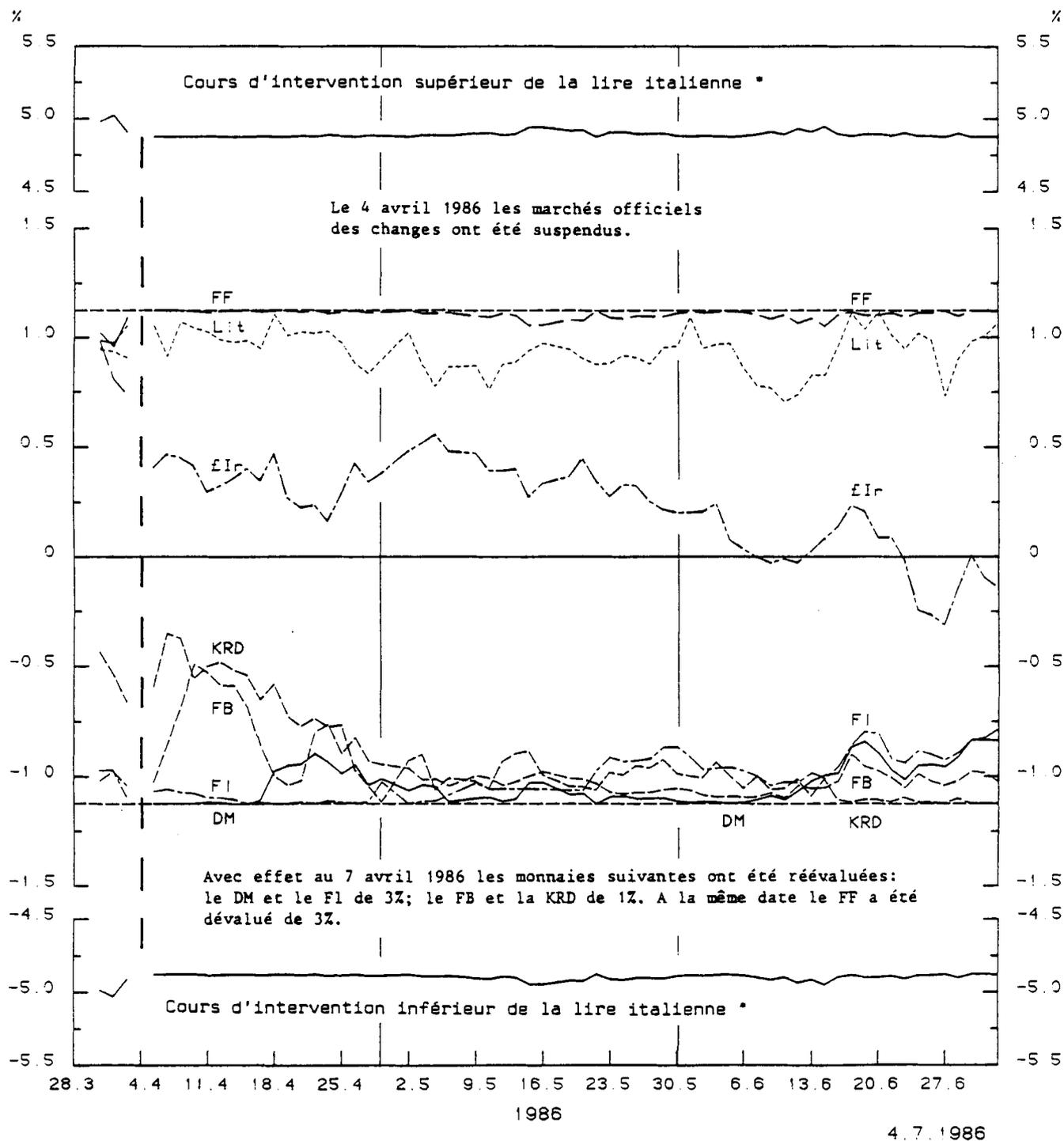
• Voir page suivante.

EVOLUTION DE L'ECU ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HORS CEE  
PARTICIPANT A LA CONCERTATION, SUR LA BASE DES COURS RELEVÉS LE  
31 DECEMBRE 1984 VIS-A-VIS DU \$EU \*



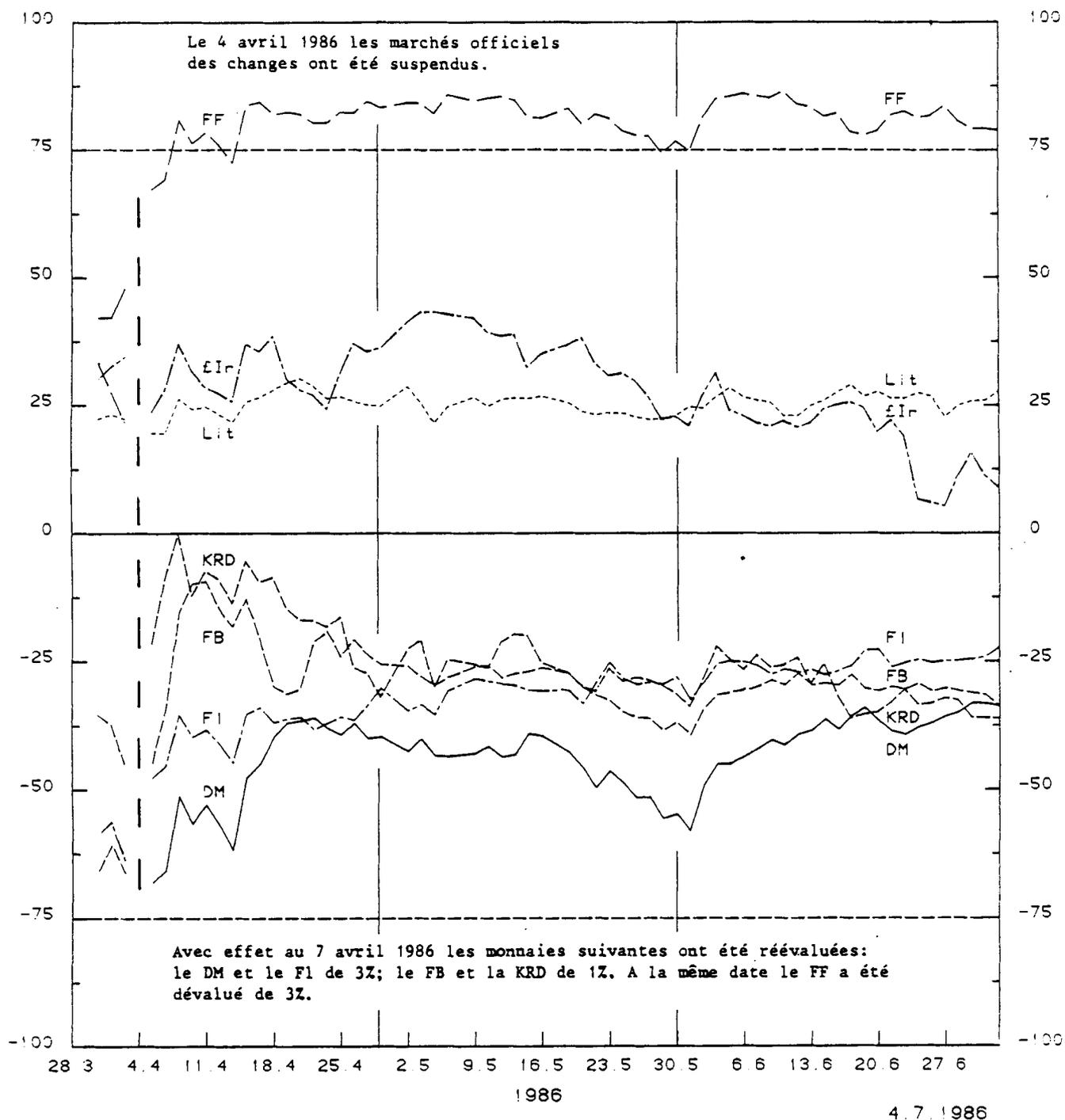
\* ECU 0,708946; £ 0,8602; DR 128,4199; PTA 173,2995; ESC 169,7506;  
\$Can 1,32; FS 2,593; Yen 251,1503; KRS 8,985; KRN 9,0875; cours  
médian des monnaies participant au SME 0,71678. Le cours médian  
des monnaies participant au SME représente la moyenne journalière  
des cours des deux monnaies à 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



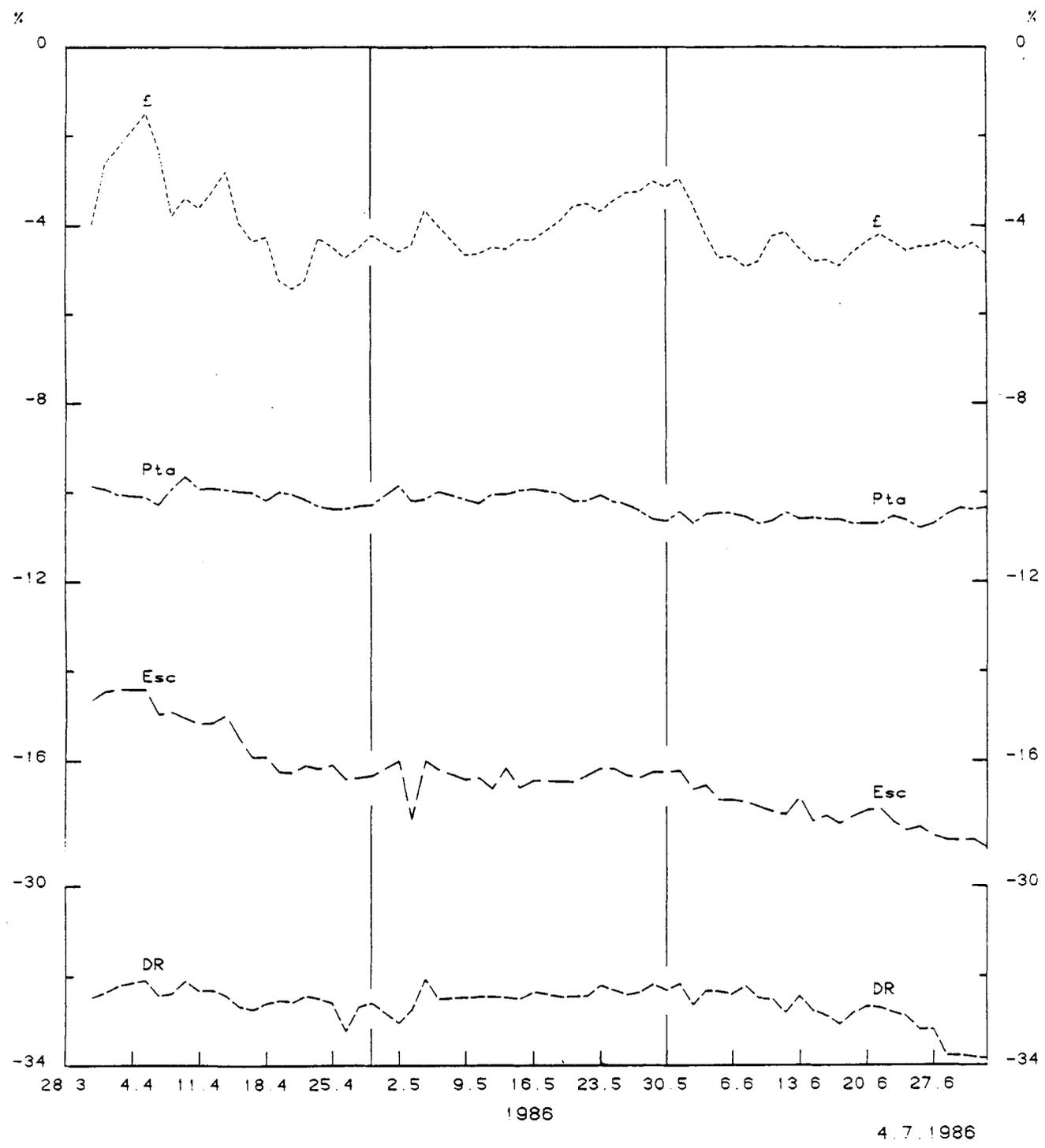
\* Les cours d'interventions supérieur et inférieur de la lire italienne représentent l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible respectivement la plus forte dans la bande de fluctuation étroite de  $\pm 2,25\%$ .

## EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE •



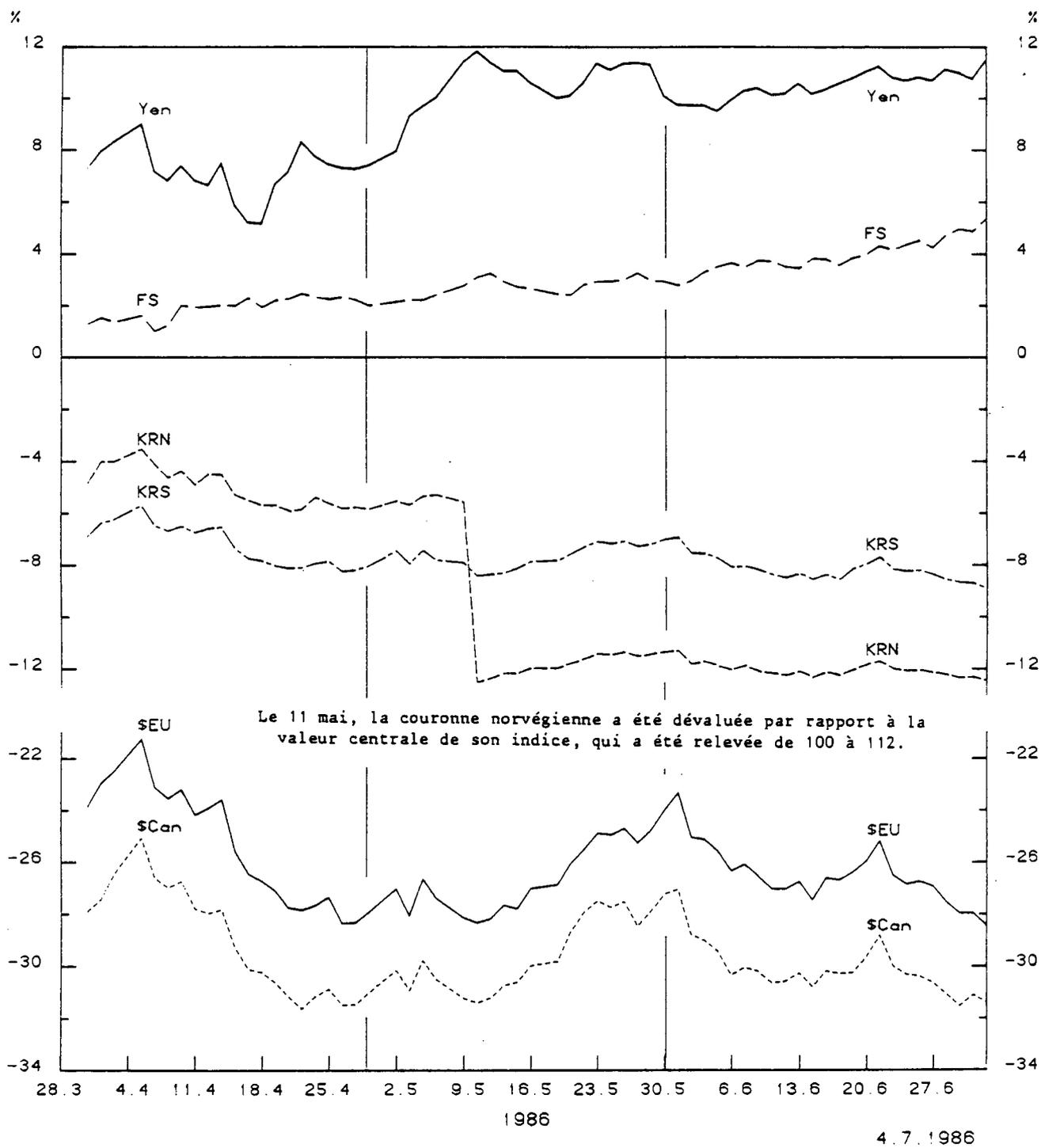
\* L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU dans chaque monnaie peut s'apprécier ou se déprécier par rapport à son cours-pivot ECU; il est exprimé par  $\pm 100$ , 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.

EVOLUTION DE LA LIVRE STERLING, DE LA DRACHME, DE LA PESETA ET DE L'ESCUDO PAR RAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU MARCHE RELEVES  
LE 31 DECEMBRE 1984 \*



\*\* £ 0,609846; DR 91,0428; PTA 122,86; ESC 120,344.

EVOLUTION DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HDRS CEE PARTICIPANT  
A LA CONCERTATION PAR RAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU  
MARCHE RELEVES LE 31 DECEMBRE 1984 \*



\*\* \$EU 0,708946; \$Can 0,935808; FS 1,8383; Yen 178,052; KRS 6,36988;  
KRN 6,44254.