

PROTOKOLL\* DER 182. SITZUNG DES  
AUSSCHUSSES DER PRAESIDENTEN DER ZENTRALBANKEN  
DER MITGLIEDSTAATEN DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT  
BASEL, DIENSTAG, 10. JANUAR 1984, 10.00 UHR

---

Anwesend sind: der Gouverneur der Central Bank of Ireland und Ausschussvorsitzende, Herr Ó Cofaigh, begleitet von den Herren Breen und Reynolds; der Gouverneur der Banque Nationale de Belgique, Herr Godeaux, begleitet von den Herren Janson und Rey; der Gouverneur der Danmarks Nationalbank, Herr Hoffmeyer, begleitet von Herrn Mikkelsen; der Präsident der Deutschen Bundesbank, Herr Pöhl, begleitet von den Herren Gleske, Rieke und Kloft; der Vizegouverneur der Bank von Griechenland, Herr Chalikias, begleitet von den Herren Papaefstratiou und Zarifopoulos; der Gouverneur der Banque de France, Herr de la Genière, begleitet von den Herren Lefort und Waitzenegger; der Gouverneur der Banca d'Italia, Herr Ciampi, begleitet von den Herren Dini, Magnifico und Saccomanni; der Präsident der Nederlandsche Bank, Herr Duisenberg, begleitet von den Herren Szász, de Boer und Brockmeijer; der Gouverneur der Bank of England, Herr Leigh-Pemberton, begleitet von den Herren Loehnis und Balfour; der Generaldirektor für Wirtschaft und Finanzen der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Herr Russo, begleitet von Herrn Mingasson; Herr Kees, Sekretär des Währungsausschusses; Herr Jaans, Generaldirektor des Luxemburgischen Währungsinstituts. Zugegen sind ferner Herr Dalgaard, Vorsitzender der Expertengruppe. Ebenfalls anwesend sind der Generalsekretär des Ausschusses, Herr Morelli, und sein Beigeordneter, Herr Bascoul, sowie die Herren Scheller und Mortby und die Herren Lamfalussy und Dagassan.

---

\* Endgültige, in der Sitzung vom 14. Februar 1984 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige Aenderungen redaktioneller Art aufweist.

I. Billigung des Protokolls der 181. Sitzung

Der Ausschuss billigt einstimmig das Protokoll der 181. Sitzung vom 13. Dezember 1983 vorbehaltlich einiger Aenderungen redaktioneller Art, die im endgültigen Text berücksichtigt werden.

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

- Vorlage des Berichts über die Entwicklung auf den Devisenmärkten der an der Konzertation teilnehmenden Länder im Dezember 1983 und in den ersten Januartagen 1984 durch Herrn Dalgaard;
- Verabschiedung des Ausschussberichts an die EG-Finanzminister;
- Monatsstatistiken.

A. Referat von Herrn Dalgaard

Herr Dalgaard fasst kurz die wesentlichen Punkte des dem Protokoll beigelegten Berichts zusammen und macht die nachstehend gekürzt wiedergegebenen Ausführungen zum Jahr 1983 als Ganzem.

Das Jahr 1983 war von einem merklichen Kursanstieg des Dollars geprägt; tatsächlich tritt die aufsteigende Tendenz seit 1979 klar zutage, wobei sich der Dollarkurs in vier Jahren gegenüber mehreren Währungen fast verdoppelt hat; gegenüber den stärksten Währungen im EWS beträgt die Aufwertung ungefähr zwei Drittel, aber nur 30-40% gegenüber dem Yen und dem Schweizer Franken. Als Folge dieser Bewegung hat der Dollarkurs an den meisten Plätzen Rekordhöhen erreicht, liegt jedoch in Deutschland, den Niederlanden, Oesterreich, Japan und vor allem der Schweiz, wo die gegenwärtige Notierung kaum mehr als die Hälfte des Kurses von 1970 ausmacht, noch unter dem Kursniveau von 1970.

Für das gesamte Jahr 1983 beliefen sich die Nettoverkäufe von Dollar etwa auf US-\$ 10 Mrd., und sie waren ziemlich gleichmässig über das Jahr verteilt. Es besteht keine feste Relation zwischen den effektiv vorgenommenen Interventionen und der Entwicklung des Dollarkurses; so hat sich der Dollar im Dezember trotz Nettoabgaben von US-\$ 3 Mrd. gefestigt, während in anderen Monaten Nettoverkäufe Hand in Hand mit einem rückläufigen Dollarkurs gingen. Diese zumindest auf den ersten Blick mangelnde Logik beruht darauf, dass die Interventionspolitik der Zentralbanken - ein

Paradebeispiel ist die Banca d'Italia - häufig zur Stabilisierung des Kurses der Landeswährung gegenüber anderen Währungen als dem Dollar vorgenommen wird.

Die Interventionen in Gemeinschaftswährungen erreichten 1983 eine sehr bedeutende Höhe, nämlich mehr als US-\$ 26 Mrd., wovon der grösste Teil vor und nach dem Realignment vom 21. März 1983 vorgenommen wurde. Die Beträge sind je nach Währung sehr unterschiedlich: So beliefen sich die zur Stützung der D-Mark getätigten Dollarnettokäufe umgerechnet auf fast US-\$ 12 Mrd., während beispielsweise die dem französischen Franken zuteil gewordene Stützung netto nur US-\$ 1,5 Mrd. (Käufe von US-\$ 14,3 und Verkäufe von 11,9 Mrd.) betrug.

#### B. Referat von Herrn Breen

Im Anschluss an die Vorlage des Berichts über die Entwicklung auf den Devisenmärkten im Dezember 1983 und während der ersten Januartage 1984 durch Herrn Dalgaard berieten die Stellvertreter über die folgenden drei wichtigen Punkte:

1. Der erste Punkt bezieht sich auf den kontinuierlichen Kursanstieg des Dollars gegenüber der Mehrheit der anderen Währungen - ein Anstieg, der am Montag, dem 9. Januar, eine neue Akzentuierung erfahren hat. Die Stellvertreter sind den Ursachen dieser Entwicklung nachgegangen; sie sind zu der Feststellung gelangt, dass angesichts der anhaltenden Wirtschaftsdynamik in den USA und fehlender Ansätze für eine Rückführung des überhöhten amerikanischen Haushaltsdefizits fürs erste keine Aussichten auf ein Sinken der amerikanischen Zinssätze bestehen. Derartige Perspektiven halten (hauptsächlich langfristige) Kapitalflüsse in den Dollar aufrecht, die die aus der deutlichen Zunahme der Fehlbeträge in der Handels- und der Leistungsbilanz resultierenden Devisenabgänge mehr als ausgleichen.

Hinsichtlich der Auswirkungen der derzeitigen Aufwärtsbewegung des Dollars haben die Stellvertreter festgestellt, dass sich hieraus negative Folgen für die Entwicklung der Leistungsbilanzen und der Preise ergeben könnten, wo doch mancherorts diese Entwicklung noch unbefriedigend ist und bedeutende Divergenzen zwischen den Ländern der Gemeinschaft bestehen - selbst dann, wenn die günstigste Phase des Konjunkturzyklus erreicht ist. Hinzu kommt, dass die Kursbewegungen des Dollars die europäischen Volkswirtschaften in unterschiedlichem Ausmass berühren und

folglich Auswirkungen auf die innerhalb der EG-Länder in bezug auf die fundamentalen Wirtschaftsfaktoren bestehenden Divergenzen haben können. Einige Stellvertreter haben freilich erklärt, dass ein kräftiger Rückgang des Dollarkurses ebenfalls ernste Folgen für die Wirtschaft der europäischen Länder nach sich ziehen könnte.

Was die Reaktion der Währungsbehörden auf die Dollarhaussiege anbelangt, haben die Stellvertreter festgestellt, dass sie bis jetzt in Gestalt beträchtlicher Interventionen, namentlich der Deutschen Bundesbank, erfolgt ist. Interventionen vermögen indes eine nachhaltige Tendenz nicht umzukehren, und ihr psychologischer Einfluss ist begrenzt, vor allem deshalb, weil sich die Federal Reserve Bank weitestgehend jeglicher Intervention enthält. Eine ergänzende oder alternative Massnahme könnte darin bestehen, dass man die Zinsen in Europa zur Herstellung eines günstigeren Zinsabstands zum Dollar nach oben anpasst. Hierfür wäre eine vorherige Konsultation zwischen den Ländern der Gemeinschaft wünschenswert, denn eine Anhebung der Zinssätze würde sich negativ auf die Wirtschaftstätigkeit in diesen Ländern (die ohnehin einen konjunkturellen Rückstand zu den USA aufweisen) und/oder auf den Zusammenhalt im EWS auswirken.

Herr Professor Lamfalussy hat erklärt, dass er in der Februarsitzung des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten eine detaillierte Untersuchung der neusten Entwicklung der amerikanischen Zahlungsbilanz und der Wechselkurse vorlegen könnte (dieser Gegenstand ist im Arbeitsprogramm des Ausschusses für 1984 erwähnt und wird unter Punkt III der Tagesordnung aufgeführt).

2. Der zweite Punkt betrifft das Funktionieren des EWS-Wechselkursmechanismus. Wie im "Konzertationsbericht" erwähnt wurde, haben sich die meisten EWS-Währungen in einer nahe dem oberen Ende der engen Schwankungsmarge gelegenen Zone angesiedelt, während der belgische Franken isoliert am unteren Rand notiert. Ein Stellvertreter hat betont, dass einige Zentralbanken eine Interventionspolitik betreiben, die ihre Währung künstlich in einer oberen Position im Kursband hält.

3. Als letztes berieten die Stellvertreter kurz über die Interventionen der EG-Zentralbanken in vom Markt geschaffenen ECU (nicht zu verwechseln mit den offiziellen ECU, die nur innerhalb der Gruppe der Zentralbanken der Gemeinschaft umlaufen). Solche Interventionen wurden jüngst von der Banca d'Italia vorgenommen (sie sind in den Tabellen zur

"Konzertation" aufgeführt) und könnten zu einer regelmässigen Praktik nicht nur der italienischen Zentralbank, sondern auch anderer Notenbanken werden. Diese Interventionen werfen Fragen auf, die eingehender untersucht werden müssten, weshalb der Ausschuss der Stellvertreter die Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Dalgaard ersucht hat, eine Studie durchzuführen und über die Ergebnisse möglichst im März Bericht zu erstatten.

### C. Diskussion des Ausschusses

Herr Lamfalussy macht einige einleitende Ausführungen, die sich um die drei nachfolgenden Punkte gruppieren:

1. Die Ursachen der gegenwärtigen Kurssteigerungen des Dollars sind vom Vorsitzenden des Ausschusses der Stellvertreter sehr klar dargelegt worden; ein einziger Faktor könnte noch hinzugefügt werden, nämlich die sehr kurzen Zeiträume, in denen die Devisenmarktakteure zu denken scheinen, was den in der ersten Januarwoche beobachteten spekulativ bewirkten Kursschub erklären könnte.

2. Die Auswirkungen der Dollarhausse sind generell negativ, aber je nach Land in recht unterschiedlichem Ausmass. In den USA beeinträchtigt die Höherbewertung des Dollars die Wettbewerbsfähigkeit der heimischen Industrie und beschwört die Gefahr protektionistischer Bestrebungen herauf; diese inflationären Auftriebskräfte könnten sich freilich als nicht so kräftig herausstellen, wie ursprünglich angesichts der Dynamik der US-Inlandsnachfrage befürchtet wurde. Die Auswirkungen auf die europäischen Volkswirtschaften laufen über zwei Kanäle, die Zinsen und die Wechselkurse, wobei die Kursentwicklung den direkten Einfluss der hohen amerikanischen Zinssätze auf die europäischen mehr oder weniger mildern kann. Alles in allem handelt es sich hierbei für die EG-Länder um negative Faktoren, denn die wirtschaftliche Erholung kann durch das Einwirken auf die Zinsen geschwächt werden, und der Einfluss auf die Wechselkurse kann einen Inflationsschub zur Folge haben. Beide Faktoren wirken sich jedoch sehr unterschiedlich auf die einzelnen Länder aus, und zwar je nach deren Lage in bezug auf die folgenden drei Aspekte: den Finanzierungsbedarf des öffentlichen Sektors, die Binneninflation, die relative Entwicklung der innereuropäischen Wechselkurse. Der Einfluss eines hohen Dollarkurses wird beispielsweise in einem Land, in dem ein relativ geringer Finanzierungsbedarf des öffentlichen Sektors und ein relativ niedriges Inflations-

tempo mit Wertsteigerungen seiner Währung gegenüber denen seiner europäischen Partner einhergehen - dies trifft auf Deutschland zu -, relativ beschränkt sein.

Die jeweilige Gewichtung dieser drei Aspekte in den einzelnen Ländern und die sich daraus für einen starken Dollar ergebende Einflussnahme spiegeln sich in den sehr unterschiedlichen Besorgnissen der einzelnen Länder wider.

3. Die Möglichkeiten für Massnahmen finden in der Praxis ihren konkreten Ausdruck in Interventionen auf den Devisenmärkten. Hierbei sollte man wohl zwei Arten des Tätigwerdens unterscheiden: zum einen sehr kurzfristige Massnahmen als Reaktion auf eine spekulative Bewegung am Markt (wie sie während der ersten Januartage stattfand); in diesem Fall müssten die Interventionen massiv ausfallen, um einen Kursrückgang des Dollars und Verluste bei den Akteuren zu bewirken; zum anderen bedeutende, aber längerfristig angelegte Interventionen, die darauf gerichtet sind, den Dollar im Sinne der Kaufkraftparität auf ein vernünftigeres Kursniveau zurückzuführen. Im letztgenannten Fall dürften wohl die Interventionen nur dann den Wechselkurs wirklich beeinflussen, wenn damit Zeichen für eine Aenderung der Politik gesetzt werden, die freilich nur eine andere Dosierung der Politik bedeuten kann. Uebersdies wäre es notwendig, dass auch die Fed mit bedeutenden Beträgen fortgesetzt interveniert und damit Erwartungen hinsichtlich einer Aenderung der Haushaltspolitik der USA weckt.

Herr Pöhl macht einige Ausführungen zu den wichtigsten Fragen, die durch die Dollarhausse aufgeworfen werden. Zunächst einmal werden die Ursachen für den starken Dollar klarer erkennbar, wenn man die amerikanische Zahlungsbilanz in ihre einzelnen Komponenten zerlegt und analysiert. In der Tat hat sich die Leistungsbilanz seit Anfang 1983 stark verschlechtert und im dritten Quartal ein Defizit von US-\$ 12 Mrd. verzeichnet; dementsprechend hat sich die Kapitalbilanz inzwischen vollständig umgekehrt, und zwar so stark, dass sogar von einer Ueberfinanzierung des Leistungsbilanzfehlbetrags in dem Sinne gesprochen werden kann, dass der steigende Dollarkurs eine Uebernachfrage nach Dollar signalisiert. Die amerikanischen Banken haben zu dieser Entwicklung beigetragen und sind in zunehmendem Masse netto zu Kapitalimporteuren geworden, wobei sie gleichzeitig in bestimmten Regionen der Erde ihre Kreditvergabe an die Entwicklungsländer

verringert oder sogar völlig eingestellt haben. Die Kapitalzuflüsse in die USA stammen nicht aus den Industrieländern, jedenfalls nicht aus Deutschland, wo vielmehr in den letzten Monaten ein leichter Ueberschuss im langfristigen Kapitalverkehr zu beobachten ist. Japan stellt allerdings eine Ausnahme dar, denn es hat 1983 netto Kapital in einer Grössenordnung von US-\$ 17 Mrd. exportiert, und zwar hauptsächlich in die USA.

Die steile Aufwärtsbewegung des Dollars und anderer wichtiger Währungen wie des Yen hat nicht nur negative Auswirkungen auf Europa und namentlich in Deutschland. So hat sich die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft spektakulär verbessert - nicht nur auf so wichtigen Märkten wie den USA und Japan, sondern auch auf zahlreichen Drittmärkten, wo die Konkurrenz dieser beiden Länder spürbar ist.

Der Einfluss des starken Dollars auf die Entwicklung der Verbraucherpreise in Deutschland ist bisher sehr gering gewesen. Abgesehen von einem Verzögerungseffekt, der sich in den nächsten Monaten verflüchtigen kann (die Preisentwicklung bei den Einfuhren ist auch weniger günstig), haben sich zwei Faktoren positiv ausgewirkt: die Quasi-Stabilität der Rohstoffpreise in Dollar und vor allem die günstige Entwicklung der Lohnstückkosten. Auf etwas längere Frist müsse allerdings mit nachteiligen Wirkungen eines zu starken Anstiegs des Dollarkurses der D-Mark auf die Preise und Kosten gerechnet werden.

Die Reaktion der Währungsbehörden auf den Kursanstieg des Dollars ist nicht leicht zu bestimmen. Was die Interventionen anbelangt, so gibt es Augenblicke, in denen eine bedeutende Zentralbank handeln und ihre Ablehnung gegenüber einer Entwicklung bekunden muss, wie dies die Deutsche Bundesbank am 10. Januar getan hat. In einem solchen Fall müssen bedeutende Beträge ins Spiel gebracht werden, ohne dass man freilich sich zu grossen Hoffnungen hingeben darf, damit die Entwicklung der Wechselkurse merklich beeinflussen zu können. In der Tat könnten einzig konzertierte Interventionen aller grossen Zentralbanken, einschliesslich der Federal Reserve Bank, die Kurse beeinflussen und den Märkten demonstrieren, dass sie nicht nach Belieben walten können. Das Untätigbleiben der Amerikaner bzw. ihre seltenen und sehr begrenzten Interventionen, die eher kontraproduktiv wirken, führen zu einer sehr reservierten Haltung gegenüber der Zweckmässigkeit regelmässiger und bedeutender Interventionen. Man kann sich daher fragen, ob die europäischen Länder nicht genötigt sein werden,

ihre Zinssätze anzuheben. Die Deutsche Bundesbank hat dies Anfang 1981 getan, aber damals war die D-Mark in einer Vertrauenskrise. Die derzeitige Lage präsentiert sich ganz anders, so dass eine grössere Gelassenheit möglich ist. Die Entwicklung der amerikanischen Leistungsbilanz müsse aber früher oder später Auswirkungen auf den Dollarkurs haben, was die Rückkehr zu ungeordneten Verhältnissen auf den Devisenmärkten und einen Kurssturz des Dollars befürchten lässt.

In Beantwortung einer Frage von Herrn Lamfalussy erklärt Herr Gleske, dass die von der Deutschen Bundesbank jüngst auf dem Terminmarkt getätigten Interventionen keine neue Technik darstellen; es hat sie bereits in der Vergangenheit in vergleichbarer Grössenordnung sowohl in Gestalt von Dollarabgaben als auch Dollarkäufen gegeben. Solche Interventionen haben einen direkten Einfluss auf den Kassamarkt, da die Banken als Gegenpart der Transaktion Deckungsgeschäfte zur Vermeidung des Wechselkursrisikos eingehen; darüber hinaus sind gewisse Vorteile mit ihnen verbunden: zum einen eine erhebliche Flexibilität, denn vor ihrem Fälligwerden können Interventionen in der umgekehrten Richtung je nach Kursentwicklung vorgenommen werden; zum anderen wird bei Interventionen in Form von Dollarterminverkäufen nicht sofort Liquidität gebunden. Allerdings ist anzumerken, dass dieser Stilllegungseffekt praktisch auch mit per Kasse vorgenommenen Interventionen eintritt, da die Banken einen nahezu unbegrenzten Zugang zum Lombardkredit haben. Entscheidend in einem solchen Fall ist, zu welchen Konditionen die Banken diese Kredite von der Notenbank erhalten können. Wie Herr Pöhl bereits ausgeführt hat, erscheint der Einsatz der Zinswaffe gegenwärtig nicht angezeigt.

Herr de la Genière macht einige Bemerkungen zur Situation des Dollars und der Geldpolitik in Frankreich. Er stellt zunächst fest, dass auch bei einer seit mehreren Monaten im Kapitalverkehr ausgeglichenen deutschen Zahlungsbilanz der Ueberschuss in laufender Rechnung bedeutet, dass auf die eine oder andere Weise Kapital aus Deutschland in die übrige Welt exportiert wird bzw. sich die Nettoreserven erhöhen. Was die Stärke des Dollars betrifft, so wird häufig zu Recht gesagt, dass sie den fundamentalen Bedingungen der amerikanischen Wirtschaft und insbesondere dem Minus in der Leistungsbilanz widerspricht. Es ist jedoch zu berücksichtigen, dass der Ausgleichsposten in der amerikanischen Zahlungsbilanz von erheblicher Bedeutung ist und vielleicht das Defizit in laufender Rechnung in

Wirklichkeit weniger hoch ist, als die offiziellen Zahlen angeben. Die fundamentalen Wirtschaftsfaktoren in Amerika dürften sich in den kommenden Monaten kaum nennenswert verändern: Das Haushaltsdefizit wird in einem Wahljahr kaum zurückgehen, und angesichts des Umfangs dieser Deckungslücke und auch aufgrund der Dynamik der amerikanischen Wirtschaftserholung gibt es keine guten Gründe für eine Lockerung der Geldpolitik. Angesichts solcher Perspektiven einer Beibehaltung des derzeitigen "policy mix" vermögen massive Interventionen an den Märkten nicht die grundlegende Tendenz der kommenden Monate zu ändern. Hingegen könnte eine solche Aktion kurzfristig einen jähen Kursanstieg des Dollars verhindern oder abmildern. Es besteht nämlich die Gefahr, dass die Aufwärtsbewegung der amerikanischen Währung so weit geht, dass im Falle einer Trendumkehrung diese ebenfalls übertrieben weit in die entgegengesetzte Richtung geht. Ein solcher Umschwung in die entgegengesetzte Richtung hätte auf das Europäische Währungssystem und die Beziehungen der Partnerwährungen nur negative Auswirkungen. Wenn die auf beiden Seiten des Atlantiks derzeit betriebene "policy mix" in nächster Zeit nicht geändert wird, müssten es sich die Zentralbanken zur Aufgabe machen, diese Wechselkursbewegungen abzumildern. Diese Aufgabe wird aber derzeit wegen des amerikanischen Fernbleibens vom Markt, das jeder konzertierte Aktion die Glaubwürdigkeit und Wirkung nimmt, nicht wahrgenommen. Es sei jedoch in diesem Zusammenhang daran erinnert, dass die steigende Tendenz des Dollars in den Monaten August bis Oktober 1983 vorübergehend umgekehrt wurde und dass hierbei von den verschiedenen Erklärungsfaktoren die konzertierte Intervention zu Anfang August eine Rolle gespielt haben dürfte.

Zur Geldpolitik in Frankreich ist zu sagen, dass das Geldmengenziel für 1984 ein Wachstum zwischen 5,5 und 6,5% (gegenüber 9% im Jahr 1983) erstmals in der Abgrenzung der Geldmenge M2 (Gebietsansässige) vorsieht. In den Jahren 1982 und 1983 ist das inländische Kreditvolumen sehr viel rascher gewachsen als die Geldmenge, doch haben die Transaktionen mit dem Ausland kompensierend gewirkt und Geld vernichtet. Für 1984 liegen hingegen die Zielvorgaben für beide Aggregate sehr nahe beieinander, und die vom Ausland ausgehende Geldvernichtung sollte nur ein Prozent der Geldmenge ausmachen. In der Tat dürfte sich die Besserung der Leistungsbilanz 1984 fortsetzen, wobei der Fehlbetrag auf weniger als 20 Mrd. veranschlagt wird, während er 1982 80 Mrd. betrug und 1983 weniger als

40 Mrd. ausmachte. Diese Vorhersagen setzen natürlich voraus, dass die Regierung in ihrer Anpassungspolitik weiterschreitet, deren Schwerpunkt vor allem im ersten Halbjahr 1984 auf dem Abbau von Arbeitskräften in wichtigen Bereichen der französischen Wirtschaft (Automobilbau, Eisen- und Stahlindustrie, Bergbau, Werften usw.) liegt. Die Regierung muss ihre Anstrengungen auch auf die Inflation, deren Tempo nur schwer zu bremsen ist und die im Dezember eine Jahresrate von 9,3% aufwies, und die Bremsung des Einkommensanstiegs richten.

Herr Ciampi stimmt weitestgehend mit den Beobachtungen der vorherigen Sprecher überein und stellt fest, dass die Gouverneure gleicher Ansicht in bezug auf die Situation an den Devisenmärkten, die daraus resultierenden Folgen und die möglichen Massnahmen sind. Ergänzend macht er einige Ausführungen zur Lage in Italien. Nach der Neuanpassung der Leitkurse im März 1983 kam es zu umfangreichen Devisenzuflüssen, die sich wider Erwarten auch noch im Herbst fortsetzten. Die Stärke des Dollars ist für Italien deshalb besonders hinderlich, weil es erstens mehr als andere EG-Länder von auf Dollar lautenden Einfuhren abhängig ist, zweitens die bereits hohe Binneninflation durch den festen Dollar tendenziell noch verstärkt wird und drittens die Terms of trade sich verschlechtern. Immerhin jedoch sind deutliche Fortschritte bei der Anpassung der Handelsbilanz zu verzeichnen, deren Defizit von US-\$ 8 Mrd. im Jahr 1982 auf US-\$ 5 Mrd. im Jahr 1983 zurückgegangen sein dürfte; die Leistungsbilanz dürfte nach den derzeitigen Vorausschätzungen im Jahr 1983 sogar ausgeglichen sein. Trotz einer restriktiven Geldpolitik bleibt die Inflationsrate hoch; sie betrug Ende Dezember 13% bei den Verbraucherpreisen und 10% bei den Grosshandelspreisen (die freilich zur Jahresmitte 1982 einen Höchstwert von 22% erreicht hatten). Die Geldpolitik muss zweierlei Rechnung tragen: der Anregung der Inlandsnachfrage und der Notwendigkeit, das öffentliche Defizit am Markt zu finanzieren. Folglich haben die Zinssätze nur ganz geringfügig nachgegeben, und der Realzins ist 1983 wegen des ausgeprägteren Rückgangs der Inflation um 2 Prozentpunkte gestiegen, so dass der auf rund Lit 90.000 Mrd. geschätzte staatliche Finanzierungsbedarf weitestgehend am Markt gedeckt werden konnte. Die Situation im Kreditsektor hat die Banca d'Italia in die Lage versetzt, das System der Begrenzung der Bankkredite aufzuheben, bei gleichzeitiger Verkündung eines Jahreswachstumsziels von 12,5% für Kredite an den privaten Sektor.

Die Zukunft der italienischen Wirtschaft hängt jedoch weiterhin stark von den Ergebnissen ab, die sich aus den Beziehungen zwischen Gewerkschaften, Arbeitgebern und der Regierung ergeben, und insbesondere von den kommenden Verhandlungen über die Einführung einer Einkommenspolitik, die einen neuen und bedeutenden Abbau des Indexierungsmechanismus beinhaltet.

Herr Duisenberg teilt die Auffassung von Herrn de la Genière, dass man in den nächsten Monaten keine radikale Veränderung der grundlegenden Wirtschaftsfaktoren in den USA erwarten kann. Gleichwohl könnten das hohe amerikanische Leistungsbilanzdefizit, das fast US-\$ 100 Mrd. erreichen wird, und die politische Unrast, die sich mit Näherrücken der Präsidentschaftswahlen entwickeln dürfte, das Vertrauen in den Dollar erschüttern und seinen Kursrückgang auslösen. Eine solche Wende wird in Europa gefürchtet, da sie starke Spannungen innerhalb des EWS nach sich ziehen wird. Die wirtschaftlichen Eckdaten der Partnerländer werden dann zweifellos keine Rechtfertigung für eine Leitkursanpassung liefern, doch könnte der Druck des Marktes so stark werden, dass sich die Währungsbehörden gegen ihren Willen zu Massnahmen veranlasst sähen. Deshalb wäre es wohl klug und zweckdienlich, sofern ausreichende Gewissheit besteht, dass es 1984 zu starken Spannungen im EWS kommen kann, rechtzeitig (etwa in der Februarsitzung) die Möglichkeiten für eine Verringerung dieser vorhersehbaren Spannungen zu erkunden, um somit später den Marktkräften nicht nachgeben zu müssen.

Herr Hoffmeyer erklärt, dass die Danmarks Nationalbank vor zwölf Jahren Interventionen am Terminmarkt vorgenommen hatte, die damals auf Kritik bei den Partnerländern gestossen waren. Ein solches Verfahren, das offenbar nunmehr nicht mehr als Makel angesehen wird, kann nützlich sein, vor allem weil es einen direkten und spürbaren Einfluss auf die Erwartungen ausübt, ohne dass Liquiditätseffekte entstehen. Was den Dollar angeht, so bestimmen drei Hauptfaktoren dessen Kurs: der Zustand der US-Leistungsbilanz zuzüglich des Ausgleichpostens, die Zinssätze und politische Einflüsse. Was letztere angeht, so kann man besonders auf die Tatsache hinweisen, dass viele Wohlhabende dieser Welt Teile ihres Vermögens in die USA verlagern. Ein solches Verhalten löst natürlich eine starke Nachfrage nach Dollar aus und treibt damit dessen Kurs nach oben; da hierin jedoch ein natürliches Vorsorgeverhalten in unserer Zeit

und kein Spekulieren zum Ausdruck kommt, kann man das gegenwärtige Dollarniveau schwerlich als unrealistisch ansehen, weshalb ein abrupter Kurssturz der amerikanischen Währung nicht in Sicht ist. Eine Arbitrage zwischen dem Zinsniveau und dem Dollarkurs ist kaum denkbar, denn man müsste die Zinssätze enorm anheben, etwa um 3 Prozentpunkte wie 1981, damit der zu zahlende Preis zu hoch wird.

Der Vorsitzende beendet die Aussprache mit der Feststellung, dass die Zentralbankpräsidenten generell darin übereinstimmen, dass breit angelegte, konzertierte und massive Interventionen das wirksamste Mittel wären, um der Festigkeit des Dollars zu begegnen, dass jedoch mangels Beteiligung des Hauptakteurs ein solches Handeln nicht stattfinden kann. Der Ausschuss kann sich im Februar erneut mit diesem Fragenkomplex befassen, wenn ihm die von Herrn Professor Lamfalussy in Aussicht gestellten statistischen Daten vorliegen. Der Ausschuss kann dann auch auf dieser neuen Diskussionsgrundlage die Anregung von Herrn Duisenberg aufgreifen, über die aktuellen Probleme hinaus auch die weiterreichenden Perspektiven für 1984 zu prüfen.

### III. Gedankenaustausch über das Arbeitsprogramm des Ausschusses für 1984

Herr Breen berichtet über die Diskussion, die die Stellvertreter über den Rahmen eines Arbeitsprogramms 1984 des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten gehabt haben; ein Exemplar dieses Entwurfs ist den Zentralbankpräsidenten übergeben worden (s. Anlage II). Im Verlauf dieser Aussprache ergaben sich die nachfolgenden drei Feststellungen:

1. Angesichts der Tatsache, dass die Experten bereits ein umfangreiches Arbeitsprogramm haben, sind die Stellvertreter nicht dafür, die Gruppe Raymond mit Sonderberichten wie in den vergangenen Jahren zu beauftragen. Wenn die Gruppe es jedoch für angezeigt und wichtig hält, für den Ausschuss der Zentralbankpräsidenten ein besonderes Thema zu untersuchen, so kann sie dies in ihren periodisch zu erstellenden Berichten tun (s. Punkte 1 und 4 des Arbeitsprogramms);

2. Zu Punkt 3 - internationale Währungsordnung - wurde den Stellvertretern mitgeteilt, dass die BIZ-Studie über die internationale Liquidität in der ersten Februarwoche verfügbar sein wird. Im übrigen haben die Stellvertreter geäußert, ohne hierbei einer etwaigen Untersuchung

der Zentralbankpräsidenten von in die Kompetenz der Zentralbanken fallenden Themen vorgreifen zu wollen, dass es zweckmässig wäre, unnötige Zweigleisigkeiten mit Vorarbeiten anderer Gruppen zu vermeiden. In diesem Sinne beabsichtigt Herr Dini, Vorsitzender der Stellvertreter der Zehnergruppe, über den Inhalt seiner Vorarbeiten vor dem Ausschuss der Zentralbankpräsidenten Bericht zu erstatten, wie er dies auch im Währungsausschuss tun wird;

3. Die Stellvertreter haben festgestellt, dass die unter Punkt 6c erwähnte Ueberprüfung des Gewichts der die ECU zusammensetzenden Währungen spätestens bis zum September 1984 vorgenommen werden muss, damit der Artikel 2.3 der Entschliessung des Europäischen Rats vom 5. Dezember 1978 eingehalten wird. Sie regen daher an, dass sich der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten mit dieser Frage im Juli befasst.

Zwei andere Punkte des Arbeitsprogramms erfordern ebenfalls zusätzliche Erläuterungen. Zum einen ist wegen des Auslaufens des erneuerbaren Swapmechanismus im EWS (Punkt 5) am 13. März 1985 und der dreimonatigen Laufzeit der Swaps ein Beschluss über die Verlängerung des Mechanismus vor dem Erneuerungsdatum von Anfang Januar 1985 vorzusehen, also praktisch während der Sitzung des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten im Dezember 1984. Zum anderen ist anzumerken, dass eine ad hoc gebildete Technikergruppe dabei ist zu prüfen, wie das von den Devisenhändlern für die Konzertation verwendete Sondertelefonnetz am besten modernisiert werden kann. Die Erkenntnisse dieser Gruppe, die möglicherweise die Einrichtung eines neuen Netzes zur Folge haben werden, dürften in den kommenden Monaten vorliegen.

Herr de la Genière macht eine Bemerkung zum Arbeitsprogramm; er räumt ein, dass man die Gruppe Raymond nicht mit zu vielen Themen belasten sollte, doch hält er es für wünschenswert, der Gruppe die Gelegenheit zu geben, eine Untersuchung der Probleme auf den Finanzmärkten vorzunehmen. Nach den Studien über die öffentlichen Finanzen und die Modalitäten der Finanzierung der Defizite, für die allein eine periodische Aktualisierung der statistischen Daten vorgesehen sei, wäre es nützlich, wenn die Experten die Entwicklung der Finanzmärkte in den EG-Ländern untersuchen würden, entweder in den periodisch zu erstellenden Berichten oder in Gestalt einer Sonderstudie.

Der Vorsitzende erklärt, dass die Stellvertreter über Sonderstudien verschiedener Themen gesprochen haben, darunter eine über Finanzmärkte (eine erste Version des Arbeitsprogramms erwähnte sie); er ist der Ansicht, dass die Gruppe Raymond diesen Themenkatalog und den Wunsch von Herrn de la Genière zur Kenntnis nehmen soll und sie in der Folge die Arbeiten in die Wege leitet, die sie für sinnvoll hält. Ohnehin ist das Arbeitsprogramm 1984 in der Fassung des vorgelegten Entwurfs nicht festgeschrieben; auch nachdem der Ausschuss es in seiner Gesamtheit angenommen hat, wird er es mit Blick auf die aktuelle Entwicklung in den Bereichen, die in die Zuständigkeit der Zentralbanken fallen, anzupassen haben.

IV. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

Es liegen keine weiteren Fragen vor.

V. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Die nächste Sitzung des Ausschusses findet am Dienstag, dem 14. Februar 1984, um 10.00 Uhr in Basel statt.

Ausschuss der Präsidenten  
der Zentralbanken der Mitgliedstaaten  
der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft

10. Januar 1984

Vertraulich  
Uebersetzung

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

---

DEZEMBER 1983

---

Der vorliegende Bericht gibt einen Ueberblick über die Entwicklung auf den Devisenmärkten der Länder der an der Konzertation beteiligten Zentralbanken\* und über deren Interventionen im Dezember 1983 und während der ersten Januartage 1984.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

In der ersten Dezemberhälfte festigten sich der US-Dollar und der Yen erneut gegenüber allen anderen Währungen, obwohl einige Zentralbanken in erheblichem Umfang Dollar verkauften. In der zweiten Monatshälfte schwächte sich der US-Dollar ab, aber für den gesamten Monat verblieben Kursgewinne zwischen 1 und 2% gegenüber allen anderen Währungen.

Im EWS befestigte sich die D-Mark erneut, wenn auch nur in begrenztem Masse, so dass der belgische Franken isoliert am unteren Rand des engen Kursbandes verblieb.

Der Kurs des US-Dollars stieg bis zur Monatsmitte unter dem Einfluss höherer US-Zinsen und politischer Entwicklungen im Ausland. Die Veröffentlichung statistischer Daten, die die anhaltende kräftige Wirtschaftsexpansion bestätigten, festigte die Erwartung auf höhere Zinsen und auf steigende Erträge aus Direktinvestitionen in den USA und trug

---

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

dazu bei, dass der Dollar gegenüber mehreren europäischen Währungen absolute Höchststände und gegenüber der D-Mark ein Zehnjahreshoch erreichte. Nachdem die Zentralbanken in einem dünnen Markt zu höheren Dollarabgaben schritten und die US-Zinsen nach der Veröffentlichung von etwas weniger günstigen Konjunkturdaten nachgaben, verlor der US-Dollar in der zweiten Monatshälfte ungefähr die Hälfte des im ersten Dezemberteil erzielten Kursgewinns. Am Monatsende notierte er gegenüber den EWS-Währungen im Durchschnitt 1,4%, gegenüber dem Pfund Sterling 0,9% und gegenüber dem Schweizer Franken 0,8% höher, während er gegenüber dem Yen 0,6% verlor.

Im EWS, sieht man vom belgischen Franken ab, verstärkte sich im Dezember etwas die Gruppierung der Währungen in der oberen Hälfte des EWS-Kursbandes, wobei sich in der letzten Woche des Monats vier Währungen in der obersten Position der engen Schwankungsmarge abwechselten. Trotz dieser Entwicklung schwächten sich die Spannungen innerhalb des EWS ab, wie in einer beträchtlichen Verringerung der Stützungsinterventionen zum Ausdruck kam.

Obwohl sich der belgische Franken weiterhin am unteren Rand des EWS-Kursbandes oder in dessen Nähe aufhielt, bedurfte es nur geringer Stützungsinterventionen, um ihn innerhalb seiner bilateralen Limite zu halten. Die Währung profitierte von einigen intramarginalen Kursstützungen und auch von der Ende November bekanntgegebenen Anhebung der Leitzinsen.

Der französische Franken behielt seine Stellung am oberen Rand des Bandes die meiste Zeit über im Monat bei und fiel lediglich zur Monatsmitte für kurze Zeit merklich vom oberen Rand zurück. Dieser Kursbewegung wurde durch Dollarverkäufe der Banque de France Einhalt geboten.

Obwohl sich die D-Mark innerhalb des EWS festigte, schwächte sie sich gegenüber dem Dollar ab. Die Deutsche Bundesbank reagierte mit umfangreichen Dollarabgaben am Kassa- und am Terminmarkt bis Mitte Dezember; danach begann sich die D-Mark wieder gegenüber dem Dollar zu befestigen.

Wenig Aenderung gab es beim holländischen Gulden, der weiterhin nahe dem oberen Rand des EWS-Kursbandes notierte.

Die dänische Krone sank zu Beginn des Monats im Kurs, als das Sparbudget der Regierung scheiterte und Neuwahlen ausgeschrieben wurden. Als Meinungsumfragen eine grössere Mehrheit für die Regierungsparteien bei den Wahlen voraussagten, erholte sich die Krone wieder.

Die italienische Lira behielt ihre Position weit oberhalb des engen Bandes bei, sank jedoch auf einen absoluten Tiefpunkt gegenüber der US-Währung, so dass sich die Banca d'Italia zu Dollarverkäufen veranlasst sah.

Das irische Pfund verblieb am oberen Rand des EWS-Kursbandes oder in dessen Nähe.

Das Pfund Sterling schwächte sich gegenüber dem Dollar ab, verbuchte jedoch gegenüber den Währungen im EWS-Wechselkursverbund leichte Kursgewinne. Die Kursbewegungen des Pfundes standen unter dem Einfluss veränderter Erwartungen hinsichtlich der internationalen Oelpreise, vornehmlich als Reaktion auf die Kämpfe im Nahen Osten und das OPEC-Treffen in Genf.

Die griechische Drachme verzeichnete gegenüber dem Dollar im Verlauf des gesamten Monats einen Kursrückgang von 1,8%.

Obwohl in Japan die Regierungspartei bei den Parlamentswahlen am 18. Dezember unerwartet hohe Verluste hinnehmen musste, notierte der Yen am Monatsende gegenüber allen Währungen höher und verzeichnete gegenüber dem Dollar einen Kursgewinn in Höhe von 0,6%. Dem Yen kam nach wie vor die starke Position Japans im Aussenhandel und die niedrige Teuerungsrate zugute, und ausserdem lockte zum Jahresende die Hausse an der Aktienbörse ausländische Käufer an.

Der Schweizer Franken schwächte sich gegenüber dem Dollar ab, festigte sich jedoch leicht gegenüber der D-Mark und den anderen EWS-Währungen.

Der schwedischen Krone gaben unter anderem günstige Aussenhandelszahlen Auftrieb; sie verbuchte gegenüber den anderen europäischen Währungen Kursgewinne und büsste gegenüber dem Dollar nur 0,7% an Wert ein.

Die norwegische Krone notierte Ende Dezember gegenüber allen anderen Währungen niedriger. Dollarkäufe auf Termin zu Monatsbeginn wurden vom Markt dahin gedeutet, dass die Behörden einen niedrigeren Aussenwert der Krone anstreben würden. Dies schien um so glaubhafter, als gleichzeitig Nachrichten über eine sich verschlechternde Wettbewerbsposition Norwegens eintrafen.

Der kanadische Dollar blieb während der ersten Dezemberhälfte unter einigem Abwertungsdruck infolge steigender US-Zinsen und des Bekannt-

werdens einer Verschlechterung in der kanadischen Leistungsbilanz. Später im Monat festigte sich jedoch die kanadische Währung etwas und verzeichnete per saldo gegenüber dem Dollar einen Kursverlust von rund 1/2% und einen etwas geringeren Rückgang gegenüber den anderen wichtigen Währungen.

## II. INTERVENTIONEN

### A. Interventionen in US-Dollar

Im Monat Dezember beliefen sich die Dollarabgaben auf netto US-\$ 3 Mrd., womit die von den Zentralbanken in Höhe von US-\$ 1,1 Mrd. getätigten Bruttokäufe von US-Dollar durch die umfangreichen, US-\$ 4,1 Mrd. betragenden Bruttoabgaben bei weitem aufgewogen wurden. Zum Vergleich: Im November glichen die Bruttoverkäufe die Bruttokäufe in Höhe von US-\$ 1,5 Mrd. gerade noch aus.

Die wichtigsten Nettoverkäufer von Dollar waren die Deutsche Bundesbank, die Banque de France, die Banca d'Italia und die Bank of Canada. Nettokäufe wurden andererseits hauptsächlich von der Norges Bank und der Sveriges Riksbank getätigt.

### B. Interventionen in Gemeinschaftswährungen

Die Interventionen in Gemeinschaftswährungen beliefen sich im Berichtsmonat brutto auf umgerechnet US-\$ 0,3 Mrd., was nur ein Bruchteil des im November verzeichneten Wertes von US-\$ 1,5 Mrd. war. Alle Interventionen erfolgten innerhalb der Bandbreite und bestanden grösstenteils aus Käufen von D-Mark seitens der Banque de France und der Banca d'Italia.

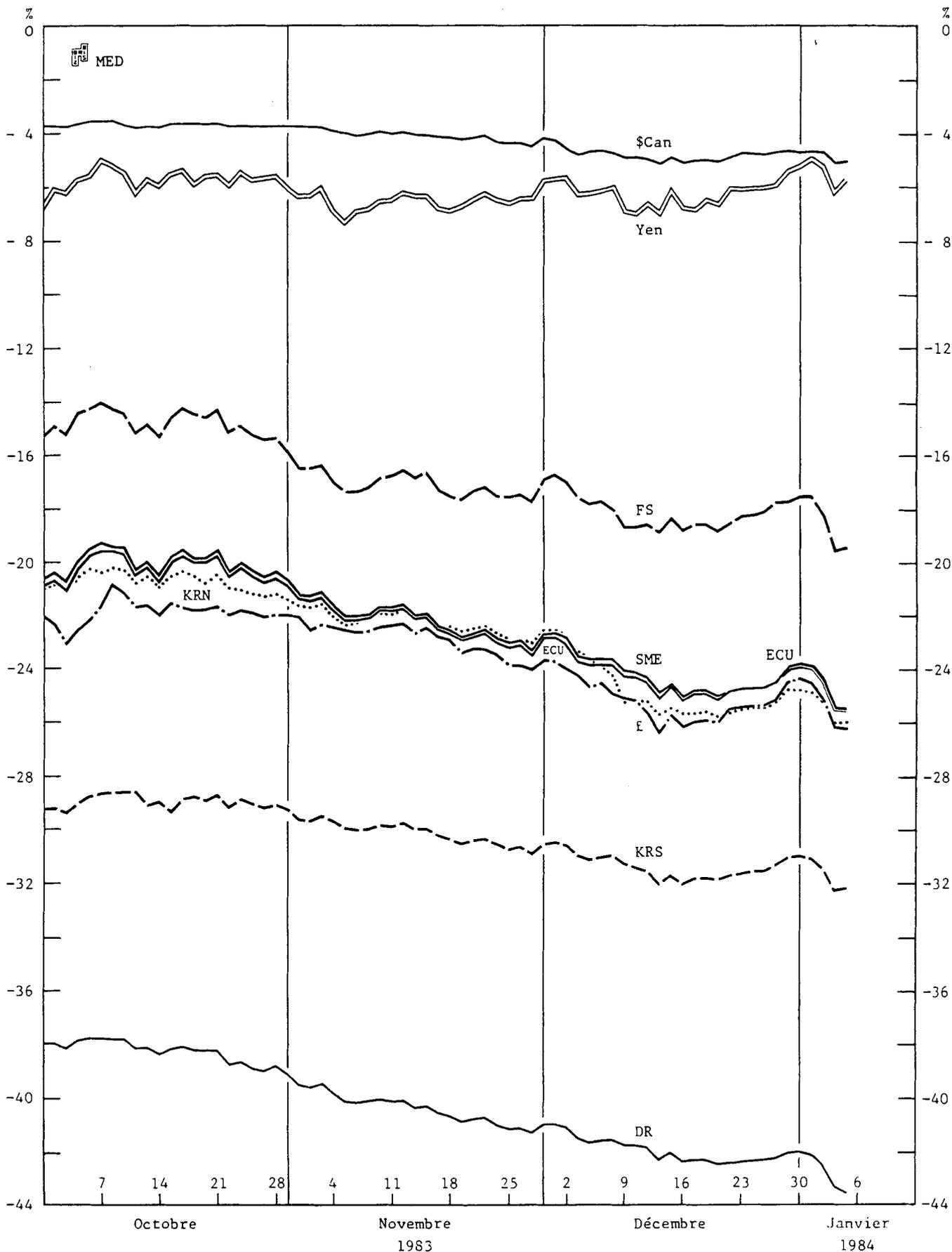
\* \* \*

Während der ersten Tage im Januar setzte der Dollar angesichts einer beträchtlichen Nachfrage seitens der Unternehmen und des Berufshandels seinen Aufwärtstrend gegenüber den meisten Währungen fort. Einzig der Yen hielt sich gegenüber dem Dollar stabil und gewann rund 2 1/2% gegenüber den

EWS-Währungen und dem englischen Pfund. Trotz dieser starken Wechselkursbewegungen war die Interventionstätigkeit in der ersten Woche des Jahres 1984 gering.

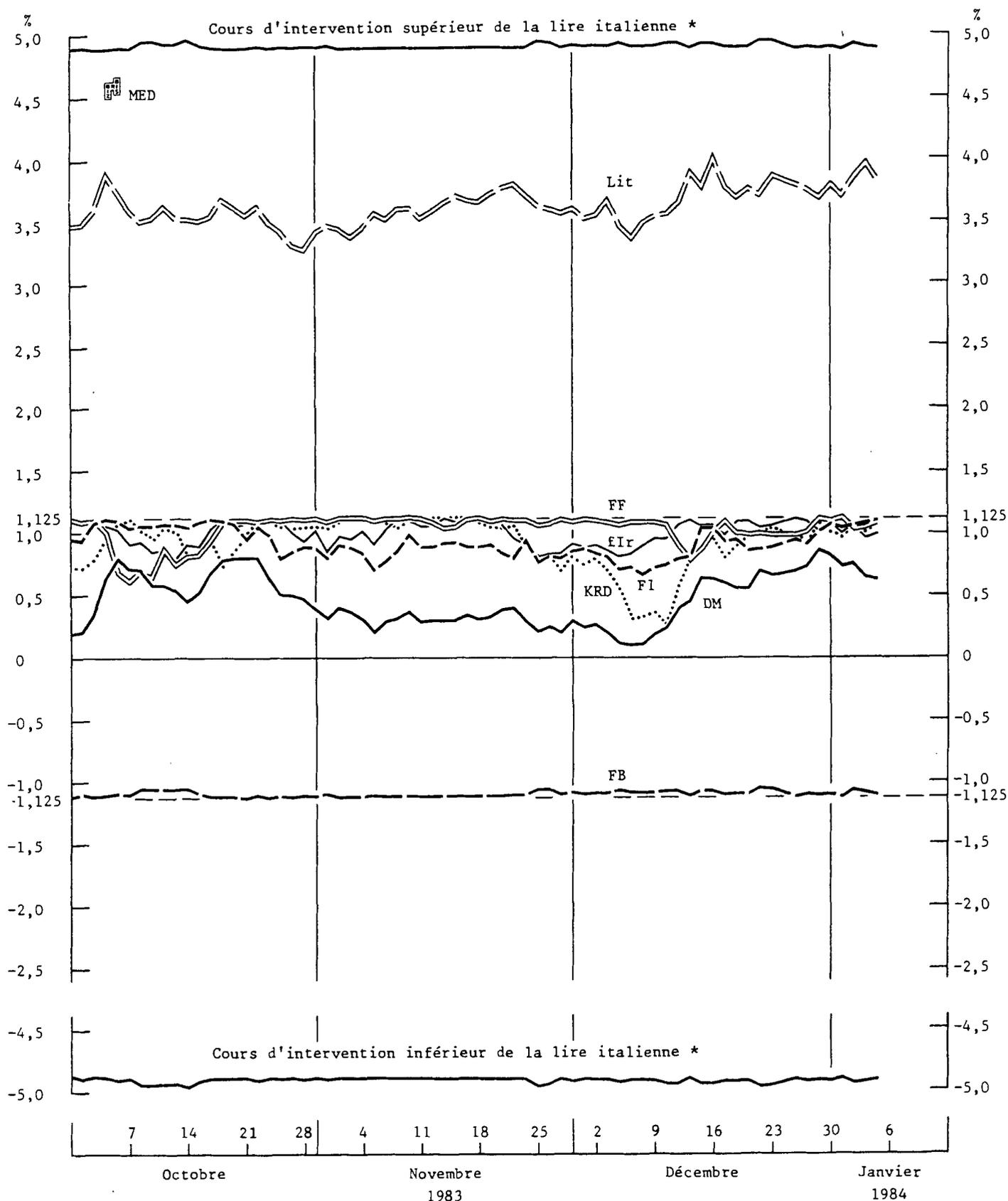
Innerhalb des EWS waren die Positionen der Partnerwährungen wenig verändert, wobei die D-Mark gegen Ende der Woche eine gewisse Tendenz zur Schwäche zeigte.

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



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

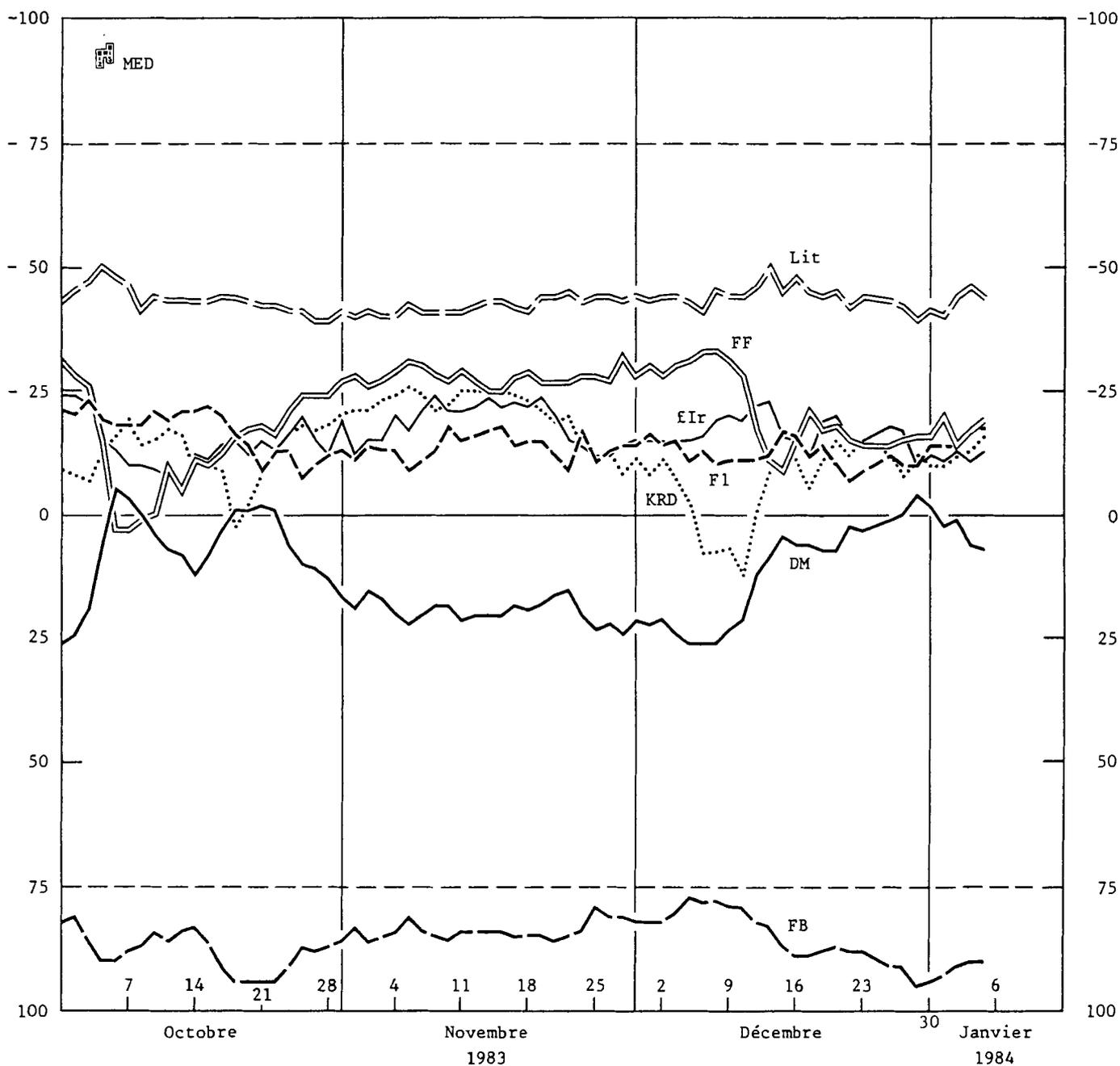
MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DE LA GRILLE DE PARITES DU SME  
 CALCULES SUR LA BASE DES COURS OFFICIELS DE L'ECU DANS LES  
 DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



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

5 janvier 1984

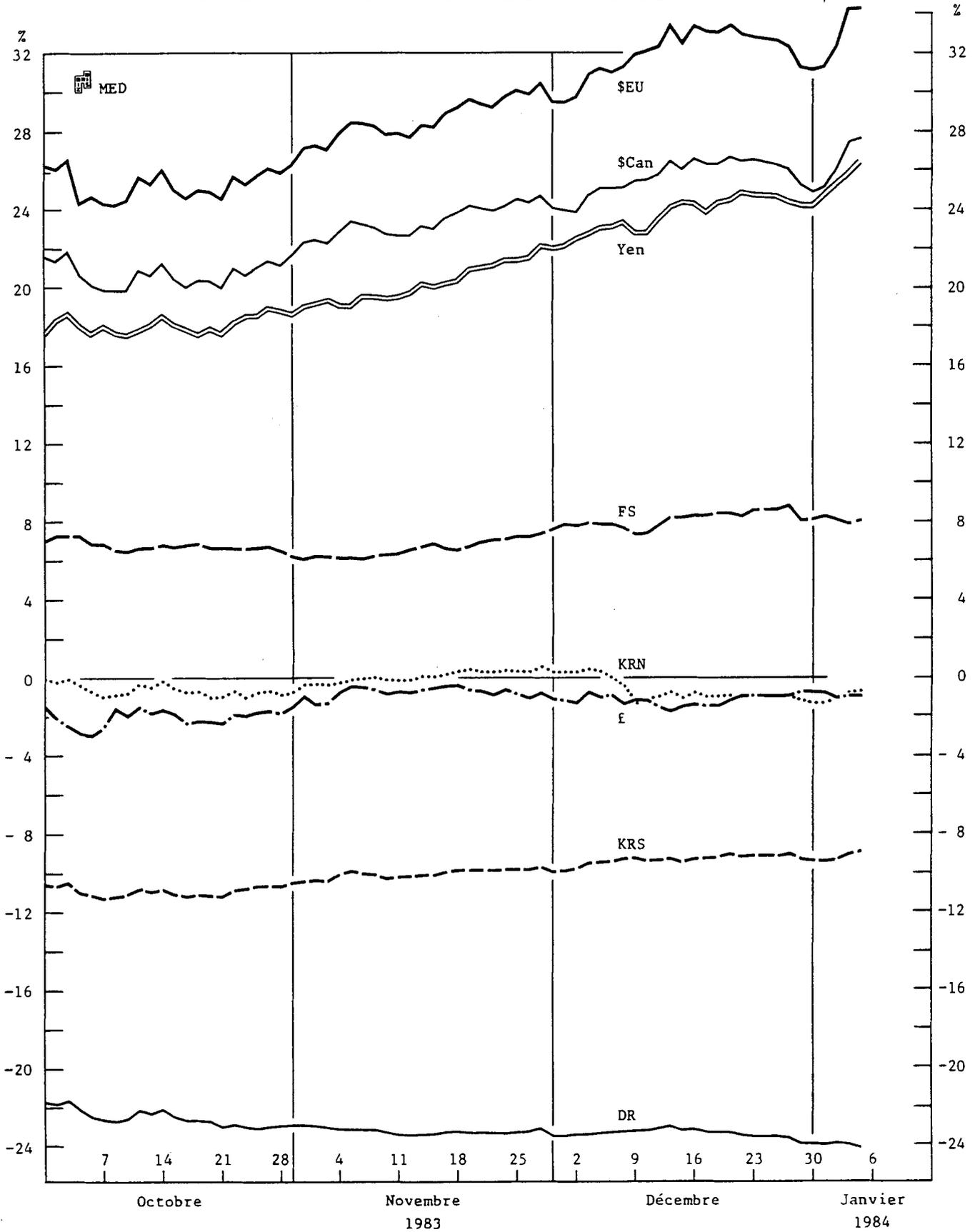
## EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE \*



\* 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.

5 janvier 1984

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 MARCHE RELEVES LE 31 DECEMBRE 1981 \*



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

OUTLINE WORK PROGRAMME FOR THE COMMITTEE OF GOVERNORS FOR 1984

The following table could be used for the exchange of views  
on the Committee's work programme for 1984

Topics to be considered	Date for examination by the Committee	Preparatory work to be done by:
1. Monetary policies in EEC member countries	May and December	Raymond Group (semi-annual reports)
2. Development of the US dollar and implications for the EMS	February	Committee of Alternates Prof. Lamfalussy
3. International monetary system	February, and possibly, following months	Various international institutions Committee of Alternates (Dalgaard Group)
4. Development and financing of public expenditure	July	Raymond Group (follow-up to the special reports of Oct. 1981 and June 1982) (1)
5. Extension of the EMS revolving swap mechanism	December	Committee of Alternates (Dalgaard Group)
6. Other questions:		
a) Preparation for - the Interim Committee meeting - the IMF Annual Meeting	April September	(Committee of Alternates) (Committee of Alternates)
b) Improvement of the concertation telephone network	Spring	Ad hoc technical working party Committee of Alternates
c) Examination of the weights of currencies in the ECU	July	Dalgaard Group Committee of Alternates
d) Study on central bank foreign-exchange intervention against private ECUs	March	Dalgaard Group Committee of Alternates

1) This follow-up is presented in the form of a short paper accompanied by updated data; it is prepared by the Secretariat with the co-operation of M. Raymond and the experts.