

PROTOKOLL\*

DER 196. SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER PRAESIDENTEN  
DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN  
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT  
BASEL, DIENSTAG, 14. MAI 1985, 10 UHR

---

Anwesend sind: der Präsident der Nederlandsche Bank und Ausschussvorsitzende, Herr Duisenberg, begleitet von den Herren Szász, Boot und Brockmeijer; der Gouverneur der Banque Nationale de Belgique, Herr Godeaux, begleitet von den Herren Janson und Adriaens; der Gouverneur der Danmarks Nationalbank, Herr Hoffmeyer, begleitet von Herrn Mikkelsen; der Präsident der Deutschen Bundesbank, Herr Pöhl, begleitet von den Herren Gleske, Rieke, Kloft und Häusler; der Gouverneur der Bank von Griechenland, Herr Chalikias, begleitet von Herrn Papademos; der Gouverneur der Banque de France, Herr Camdessus, begleitet von den Herren Waitzenegger, Cappanera und Granet; der Gouverneur der Central Bank of Ireland, Herr Ó Cofaigh, begleitet von den Herren O'Grady Walshe und Reynolds; der Generaldirektor der Banca d'Italia, Herr Dini, begleitet von Herrn Saccomanni; der Gouverneur der Bank of England, Herr Leigh-Pemberton, begleitet von den Herren Loehnis und Balfour; der Präsident der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Herr Delors, begleitet von den Herren Mingasson und Vignon; der Sekretär des Währungsausschusses, Herr Kees; Herr Guill, Direktor beim Luxemburgischen Währungsinstitut. Zugegen sind ferner die Herren Dalgaard und Raymond, Vorsitzende der Expertengruppen. Ebenfalls anwesend sind der Generalsekretär des Ausschusses, Herr Morelli, und sein Beigeordneter, Herr Bascoul, sowie die Herren Scheller und Mortby und die Herren Bockelmann und Dagassan.

---

\* Endgültige, in der Sitzung vom 9. Juli 1985 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige Aenderungen redaktioneller Art aufweist.

Der Vorsitzende eröffnet die Sitzung und heisst den Präsidenten der Kommission, Herrn Delors, willkommen. Der Ausschuss begrüsst die Anwesenheit des für Währungsfragen zuständigen Kommissionsmitglieds und hofft, dass dies zu einer ständigen Uebung wird. Der Vorsitzende freut sich auch über die Anwesenheit des neuen Volkswirtschaftlichen Beraters der BIZ, Herrn Bockelmanns, und wünscht ihm für seine neue Tätigkeit alles Gute.

I. Billigung des Protokolls der 195. Sitzung

Der Ausschuss billigt einstimmig das Protokoll der 195. Sitzung vorbehaltlich einiger Aenderungen redaktioneller Art, die im endgültigen Text Berücksichtigung finden.

II. Gedankenaustausch über das Funktionieren der innergemeinschaftlichen Konzertation:

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

Herr Dalgaard kommentiert kurz den Bericht, der dem Protokoll beigelegt ist.

Herr Szász erklärt, dass die Stellvertreter nichts zu dem Bericht zu bemerken haben und die Annahme durch den Ausschuss empfehlen.

Herr Godeaux geht kurz auf die Tragweite und die Bedeutung der von der Banque Nationale de Belgique am 8. Mai in bezug auf den Diskontsatz ergriffenen Massnahmen ein. Da der Diskontsatz im Laufe der Jahre so etwas wie einen sakrosankten Charakter erhalten habe, seien Aenderungen schwierig, vor allem wenn auf den Devisenmärkten Spannungen auftreten. Diese Starrheit sei auch im umgekehrten Sinne zutage getreten, da die Banque Nationale de Belgique - insbesondere um das seit Anfang 1984 gestiegene Vertrauen in den belgischen Franken nicht zu gefährden - bis jetzt beschlossen hatte, keine ausdrückliche und vielleicht unwiderrufliche

Senkung des Diskont- und des Lombardsatzes durchzuführen. Die Banque Nationale habe beschlossen, dass von nun an der Diskontsatz - allerdings nicht mechanisch - an den wichtigsten Geldmarktsatz, nämlich den Satz für dreimonatige Schatzscheine, gekoppelt sein soll (diesen Satz legt die Banque Nationale im übrigen selbst fest). Der Diskontsatz werde nunmehr wöchentlich vom Conseil de Régence der Banque Nationale überprüft, und deren Comité de direction habe die Befugnis erhalten, zwischen zwei Sitzungen des Conseil die Sätze innerhalb einer vorgegebenen, jedoch nicht bekanntgegebenen Spanne zu variieren.

Die Anwendung dieses neuen Mechanismus habe zu einer Ermässigung des Diskontsatzes von 11 auf 9,75% geführt, doch sei er damit immer noch prohibitiv hoch. Der Markt scheine begriffen zu haben, dass dieser neue Mechanismus keine Aenderung des geldpolitischen Kurses darstelle, sondern eine flexiblere und wirksamere Methode zur Realisierung einer unveränderten Geldpolitik sei.

Herr Camdessus führt aus, dass die Banque de France ebenfalls im Zuge der Endtabuisierung der offiziellen Leitzinsen soeben beschlossen habe, ab 14. Mai ihren Leitzins für Einmonatsgeld um 1/8 Prozentpunkt und nicht mehr um 1/4 Prozentpunkt zu ändern. Ausserdem sei dieser Satz von 10 1/4 auf 10 1/8% ermässigt worden.

Der Vorsitzende stellt die Annahme des den Finanzministern nach dem üblichen Verfahren zuzuleitenden Berichts durch den Ausschuss fest.

### III. Prüfung der gegenwärtigen Geldpolitik der EG-Länder gestützt auf:

- den Bericht Nr. 26 der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Raymond;
- die Monatsstatistiken.

#### A. Referat von Herrn Raymond

Der Bericht Nr. 26 besteht aus zwei Teilen. In den Kapiteln I und II hat die Expertengruppe, wie in jedem Halbjahr, die wirtschaftliche und monetäre Lage untersucht. Kapitel III enthält ergänzende Ausführungen zur Frage der Realzinsen, mit der sich die Expertengruppe auf Wunsch der Zentralbankpräsidenten weiter befasst.

## 1. Die jüngste wirtschaftliche und monetäre Entwicklung

### a) Das gesamtwirtschaftliche Umfeld

Seit Herbst 1984 sei das gesamtwirtschaftliche Umfeld für die Geldpolitik günstig, doch könnte durchaus eine leichte Verschlechterung eintreten. Die grössten Erfolge gab es wiederum bei der Bekämpfung der Inflation, die sich zumindest bis Ende 1984 weiter abschwächte. Gewisse Fortschritte wurden auch beim Wachstum und im aussenwirtschaftlichen Bereich gemacht, wo geringfügige Verbesserungen zu registrieren waren. Erreicht worden ist dies durch die ab 1982 gleichgerichteten stabilisierungspolitischen Massnahmen innerhalb der Gemeinschaft in Verbindung mit dem Wirtschaftswachstum in den USA. Gerade letzteres könnte 1985 an Bedeutung verlieren. Einige gesamtwirtschaftliche Eckdaten sind in den ersten Monaten des Jahres 1985 im übrigen etwas enttäuschend ausgefallen. Bei den Löhnen herrscht weiterhin Mässigung, und die Bemühungen um einen Abbau der Haushaltsdefizite wurden je nach Mitgliedsland mit unterschiedlicher Entschlossenheit und mit unterschiedlichem Erfolg in die Praxis umgesetzt.

### b) Die Wechselkurse

Kennzeichnend für die Entwicklung an den Devisenmärkten waren kräftige Kursschwankungen des US-Dollars und ein über den Erwartungen liegender Zusammenhalt im EWS. Letzteres zeigt, dass das seit zwei Jahren von der Expertengruppe vorgebrachte Argument, das derzeitige Leitkursgefüge sei angemessen und sollte verteidigt werden, berechtigt war. Da jedoch die seit dem Realignment vom März 1983 eingetretene Teuerung je nach Mitgliedsland unterschiedlich ausgefallen ist, kann die Stabilität im EWS bei einem stark ausgeprägten Nachgeben des Dollars gefährdet sein. Bis zu einem gewissen Grad dürften diese Spannungen durch eine Kombination aus Interventionen und differenzierten geldpolitischen Massnahmen zu überwinden sein. Die Expertengruppe hat sich kurz mit den geldpolitischen Auswirkungen von Interventionen in Gemeinschaftswährungen beschäftigt, sich aber, da sie keinen genauen diesbezüglichen Auftrag erhalten hat, darauf beschränkt, noch einmal einige Grundsätze der monetären Analyse in zusammengefasster Form wiederzugeben und dabei namentlich zwischen den Auswirkungen auf den Geldmarkt und die Bankenliquidität einerseits und auf die monetären Aggregate andererseits zu unterscheiden.

c) Die geldpolitische Entwicklung

Die Entwicklung geht zwar mehr in die richtige Richtung, doch gilt dies eher für die Gegenposten als für die Geldmengenaggregate. In mehreren Mitgliedsländern kam es zu einer unbeabsichtigten Ueberschreitung der Zielvorgaben. Sie hielten sich jedoch angesichts des verbesserten gesamtwirtschaftlichen Umfeldes in vertretbarem Rahmen. Die Entwicklung der Gegenposten spiegelte die allmähliche Rückkehr der europäischen Volkswirtschaften zu einer stabileren Situation wider.

Die Zinsen tendierten Ende 1984 - vor allem nominal - nach unten, und zur Zeit scheint der Markt eine abwartende Haltung einzunehmen.

Die Aussichten für 1985 lauten wie bisher: Mehr Wachstum in der Gemeinschaft wäre sicherlich im Augenblick wünschenswert, vor allem wenn man sich die Lage auf dem Arbeitsmarkt vor Augen hält. Der Handlungsspielraum ist indes im allgemeinen begrenzt, denn entweder müssen die bei den Preisen und im aussenwirtschaftlichen Bereich gemachten Fortschritte konsolidiert oder die Bemühungen um einen Abbau der Haushaltsdefizite fortgesetzt werden.

Eine Abschwächung des Dollarkurses könnte sich vor allem dann, wenn sie mit einem Sinken der Zinssätze in den USA einhergeht, günstig auswirken; allerdings wären zweifelsohne nicht alle Mitgliedsländer gleichermaßen davon betroffen, da ihre Widerstandskraft gegenüber starken Kursveränderungen des US-Dollars verschieden ist.

2. Der internationale Zinszusammenhang

Der internationale Zinszusammenhang dürfte auf folgenden drei Faktoren beruhen:

a) Verstärkte Konvergenz der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung

Zu dieser Konvergenz kam es nach der zweiten Oelkrise, als in Europa und den USA bestimmte Formen globaler Wirtschaftspolitik zum Einsatz kamen. Sie stellte sich schrittweise ein, und auch wenn sie im Moment recht deutlich zu erkennen ist, ist dieser Prozess der Annäherung zwischen Europa und den USA noch nicht an seinem Optimum angelangt, da insbesondere bezüglich der "policy mix" aus Haushalts- und Geldpolitik Unterschiede bestehen.

b) Die Arbitrage der Märkte

Diese Arbitrage hat heute eine grössere Bedeutung als früher, da die Devisenkontrollen nach und nach abgebaut werden; allerdings ist die Liberalisierung noch unvollständig. Die besonders in einigen europäischen Ländern noch anzutreffenden Devisenbeschränkungen behindern die Arbitrage nur wenig, da sie nur die Transaktionen der Gebietsansässigen und hier die Kapitalabflüsse betreffen. Die Arbitrage fördert die Angleichung der um die Wechselkursereignisse bereinigten Nominalzinsen. Innerhalb des EWS spielen diese im kurzfristigen Bereich nur eine geringe Rolle, solange das Leitkursgefüge von den Märkten als stabil angesehen wird, sie werden jedoch ohne Zweifel im langfristigen Bereich stark von der Akkumulation der Inflationsdifferenzen oder von der Wahrnehmung beeinflusst, dass die Märkte Abweichungen zwischen den realen Wechselkursen aufweisen. Was die Relationen zu Währungen ausserhalb des EWS angeht, so ist die Wirklichkeit komplexer.

c) Wirtschaftspolitische Massnahmen

Die entsprechenden wirtschaftspolitischen Massnahmen der einzelnen Staaten in und ausserhalb der EWG stellen einen internationalen Zusammenhang zwischen den Realzinsen her. Dies gilt um so mehr, als die Währungsbehörden zur Zeit, zumindest in den Industrieländern, äusserst empfindlich auf Inflationsunterschiede reagieren und ihre Inflationsraten dem Durchschnitt der anderen Länder anzunähern suchen.

Zusammenfassend ist zu sagen, dass die Expertengruppe hinsichtlich des internationalen Zusammenhangs zwischen den Realzinsen, durch den sich die derzeitige relative Übereinstimmung der Realzinsen in den grossen Industrieländern erklären lässt, einen nuancierten Standpunkt vertritt. Sie ist der Meinung, dass es einen derartigen Zusammenhang gibt und dass er sich in letzter Zeit vermutlich noch verstärkt hat, ohne dass man allerdings diesen Sachverhalt verabsolutieren könnte.

B. Diskussion des Ausschusses

Herr Szász erklärt, dass die Stellvertreter dem Bericht Nr. 26 sowie den Erläuterungen von Herrn Raymond in der Sache kaum etwas hinzuzufügen haben. Allerdings werden die Stellvertreter angesichts der Wichtigkeit,

die die Zentralbankpräsidenten der Konvergenz im Bereich der Geldpolitik beimessen, die Möglichkeiten prüfen, die Berichte der Experten auf Gouverneursebene künftig besser auszuwerten. Einige Gedanken sind bereits angesprochen, jedoch noch keine Schlussfolgerungen gezogen worden, und die Stellvertreter werden in den kommenden Monaten auf diese Frage zurückkommen.

Herr Leigh-Pemberton ist mit dem Tenor des Berichts und den an vielen Stellen geäußerten Mahnungen einverstanden, die gut zur derzeitigen Situation in Grossbritannien passten. Die gesamtwirtschaftlichen Perspektiven seien gut, doch habe sich die Inflation wieder etwas beschleunigt (Jahresrate über 6% anstelle von 5% Ende 1984). Die feste Verfassung des Pfund Sterling in der jüngsten Zeit und die Beteuerungen der zuständigen Stellen, an der antiinflationären Politik festzuhalten, dürften dazu beitragen, dass bis Ende 1985 die offiziellen Prognosen einer Inflationsrate von 5% Wirklichkeit werden. In diesem Zusammenhang sei es wichtig, dass die Lohnforderungen massvoll ausfallen, denn die Stückkosten zeigten eine steigende Tendenz. Auch an der Währungsfront sei Wachsamkeit angebracht, denn die Geldmenge (£-M3) habe sich, zum Teil unbeabsichtigt, sehr stark ausgeweitet und das Wachstum des Kreditvolumens gebe Anlass zur Sorge. Dies alles sei eine Erklärung dafür, warum die Behörden einen allzu schnellen Rückgang der Zinsen, die nominal und real hoch seien, nicht gefördert hätten.

Angesichts der gedrängten Tagesordnung beschränkt sich Herr Camdessus darauf vorzuschlagen, die Expertengruppe möge sich noch eingehender mit den monetären Auswirkungen der Interventionen an den Devisenmärkten beschäftigen. Wahrscheinlich wäre es für die Zentralbankpräsidenten ein erheblicher Vorteil, wenn sie sich mehr Klarheit über dieses Thema verschaffen und in einer späteren Sitzung auf der Basis einer Studie der Experten darauf zurückkommen könnten.

Herr Gleske unterstützt den Vorschlag von Herrn Camdessus. Er erinnert daran, dass er sich in einer der vorangegangenen Sitzungen in gleichem Sinne geäußert habe, was die "Raymond-Expertengruppe" veranlasst habe, sich mit einer Frage zu befassen, deren Bedeutung für die Deutsche Bundesbank auf der Hand liege, wenn man bedenke, in welchem Ausmass deren Währung bei Interventionen Verwendung finde. So hätten die Interventionen in D-Mark seit zwei Jahren zu keiner Aenderung der Reserveposition der

Bundesbank geführt, da die intervenierenden Zentralbanken die angekauften Beträge über die BIZ am Markt untergebracht hätten. Auswirkungen auf den deutschen Geldmarkt habe es demzufolge nicht gegeben, mit Sicherheit seien jedoch die monetären Aggregate beeinflusst worden. Es wäre interessant, die verschiedenen monetären Effekte daraufhin zu prüfen, in welcher Form die Interventionen gedeckt würden, und ausserdem die monetären Konsequenzen intramarginaler Interventionen zu untersuchen, die durch ECU finanziert würden.

Der Vorsitzende schätzt vor, dass die Expertengruppe in ihrem nächsten Halbjahresbericht auf das Problem der monetären Auswirkungen der Interventionen eingeht.

Herr Raymond weist darauf hin, dass die Expertengruppe diese Frage im Bericht Nr. 27 aufgreifen kann und dass sie sich darüber hinaus mit einem weiteren speziellen Thema befassen sollte, das von den Gouverneuren angesprochen worden sei, nämlich den Zusammenhang zwischen den kurz- und langfristigen Zinsen auf den nationalen Märkten.

Herr Dini unterstützt den Vorschlag von Herrn Camdessus und des Vorsitzenden. Er fügt hinzu, dass die "Dalgaard-Expertengruppe" in Anbetracht der Themenstellung in dieser oder jener Form an dieser Studie mitarbeiten könnte; zu denken wäre vielleicht an die Beteiligung eines Experten dieser Gruppe an den Arbeiten der "Raymond-Expertengruppe".

Der Vorsitzende schliesst die Diskussion

- mit dem Hinweis, dass man für die bevorstehenden Arbeiten auf die talentierten Mitarbeiter der Zentralbanken zählen könne,
- mit der Feststellung, dass die Zentralbankpräsidenten damit einverstanden sind, den Bericht Nr. 26 vorbehaltlich einiger Retuschen, die in den nächsten Tagen von den Zentralbanken vorgeschlagen werden könnten, dem Währungsausschuss zu übermitteln.

#### IV. Noch verbleibende Fragen im Zusammenhang mit der Aenderung des Abkommens vom 13. März 1979 zwischen den Zentralbanken der EG-Länder

Der Vorsitzende teilt mit, dass die Gouverneure entgegen den Erwartungen nicht in der Lage seien, die verschiedenen Dokumente heute zu unterzeichnen. Die Verzögerung sei im wesentlichen auf den Wunsch der

Bank von Griechenland zurückzuführen, dem Abkommen zur Errichtung des EWS beizutreten; sie sei nicht weiter schlimm, da die Unterzeichnung bereits im kommenden Monat, also im Juni, erfolgen dürfte und da in bezug auf die Sonstigen Halter das Verfahren zur Verabschiedung der Verordnung des Rates eine gewisse Zeit in Anspruch nehmen werde.

Herr Chalikias unterrichtet die Zentralbankpräsidenten davon, dass die Bank von Griechenland beschlossen hat, anlässlich der Aenderung des Abkommens zur Errichtung des EWS diesem Abkommen in der geänderten Fassung beizutreten. Demzufolge dürfte im Juni eine Beitrittsakte unterzeichnet werden, und ausserdem hat die Bank von Griechenland die Absicht, in den nächsten Monaten am Mechanismus zur Schaffung von ECU teilzunehmen. Die derzeitige Wirtschaftslage mache eine Beteiligung am Wechselkursmechanismus unmöglich, doch bleibe es das Endziel Griechenlands, uneingeschränktes Mitglied des EWS zu werden. Die Bank von Griechenland ist sich dessen bewusst, dass ihr Beitritt zum Abkommen über das EWS impliziere, dass sie sich den Grundsatz der Konvergenz sowie entsprechende politische Massnahmen und die damit angestrebten gesamtwirtschaftlichen Zielgrössen zu eigen mache.

Der Vorsitzende zeigt sich erfreut über die Entscheidung der Bank von Griechenland. Der Beitritt eines neuen Mitgliedes zum Abkommen über das EWS sei zu begrüssen. Dies sei auch eine Gelegenheit, daran zu erinnern, dass das Hauptziel des Abkommens darin bestehe, ein System engerer monetärer Zusammenarbeit zu schaffen, die in eine Zone der Stabilität in Europa einmündet. Herr Chalikias habe soeben die Absicht der Bank von Griechenland zum Ausdruck gebracht, sich diesem Ziel anzuschliessen, und dabei in Aussicht gestellt, zu gegebener Zeit auch am Wechselkursmechanismus teilzunehmen und die Sachzwänge zu akzeptieren, die sich aus einer derartigen Beteiligung für die Wirtschaftspolitik des Landes ergäben. Im Namen des Ausschusses bringt der Vorsitzende Herrn Chalikias gegenüber seine Freude zum Ausdruck und heisst schon jetzt ein neues Mitglied willkommen, das sich dem Streben nach Konvergenz, aus der das EWS seine Daseinsberechtigung herleite, anschliessen werde.

Herr Camdessus begrüsst persönlich den Beschluss der Bank von Griechenland und schlägt vor, dass die zusätzlich zur Verfügung stehende Zeit von der "Dalgaard-Expertengruppe" dazu genutzt werde, eine der für die Verwendung von ECU durch Sonstige Halter vorgesehenen Klauseln zu

überprüfen, nämlich die Bestimmung (vgl. Artikel 2 des Beschlusses (Nr. ../85) des Verwaltungsrats des EFZW über die Sonstigen Halter), dass die Sonstigen Halter ihre ECU-Guthaben nur zur Auflösung der mit einer EG-Zentralbank abgeschlossenen Käufe benutzen können. Eine derartige Einschränkung des Status des Sonstigen Halters sei wahrscheinlich nicht notwendig und entspreche nicht dem Sinn des von den Zentralbankpräsidenten gefassten Beschlusses.

Der Vorsitzende ist der Meinung, die von Herrn Camdessus vorgeschlagene Aenderung sollte von der "Dalgaard-Expertengruppe" geprüft werden, doch sollte diese Prüfung, wie Herr Camdessus hervorgehoben habe, keinen Einfluss auf den geplanten Terminkalender haben und sollte insbesondere die für die Junisitzung angesetzte Unterzeichnung der entsprechenden Dokumente nicht in Gefahr bringen.

Herr Pöhl macht den Ausschuss auf den von der Kommission ausgearbeiteten Text des Entwurfs für eine Verordnung des Rates zur Aenderung der Verordnung (EWG) 3181/78 aufmerksam, der sich auf die Verwendung von ECU durch Sonstige Halter bezieht. In der vorliegenden Fassung enthält dieser Entwurf in Artikel 1 einen Schlusssatz, der weder zweckmässig noch erforderlich sei und den man besser streichen sollte. Dieser Satz besagt, dass "die Bedingungen nicht günstiger sein können als diejenigen, die für die Währungsbehörden der Mitgliedstaaten gelten". Nun müsse man zum einen die Alleinbefugnis des Verwaltungsrats des EFZW respektieren, der für die Festlegung der Bedingungen zuständig ist, und andererseits sei klar, dass, was von den Zentralbankpräsidenten im Rahmen ihrer Arbeiten bereits eingeplant worden sei, keine EG-Zentralbank einem Sonstigen Halter günstigere Bedingungen einräumen werde, als sie zwischen den Partnerzentralbanken der Gemeinschaft Verwendung fänden.

Herr Szász führt aus, dass die Kommission bezüglich ihres ersten Entwurfs mit dem Währungsausschuss und dem Ausschuss der Zentralbankpräsidenten Rücksprache genommen habe und dass die Stellvertreter in ihrer Sitzung vom 13. Mai empfohlen hätten, den von Herrn Pöhl angeführten Satz zu streichen. Herr Mingasson habe mitgeteilt, dass die Kommission dies berücksichtigen werde.

Der Vorsitzende ist der Ansicht, dass die Angelegenheit damit beigelegt sein dürfte. Er dankt Herrn Pöhl, dass er sich für die Empfehlung der Stellvertreter eingesetzt hat.

V. Gedankenaustausch über die langfristigen Perspektiven des EWS und der ECU

Der Vorsitzende erinnert daran, dass Herr Szász den Zentralbankpräsidenten und den Stellvertretern ein Arbeitspapier übermittelt hat. Die Stellvertreter hatten einen ersten Meinungsaustausch, dem weitere Gespräche folgen dürften, über die die Gouverneure auf dem laufenden gehalten würden.

Herr Szász weist darauf hin, dass die Stellvertreter, wie in dem im Januar 1985 aufgestellten Arbeitsprogramm des Ausschusses vorgesehen, eine erste Aussprache über die langfristigen Perspektiven der ECU und des EWS hatten. Als Ergebnis dieser Diskussion liessen sich drei Punkte herausstellen. Diese könnten als Ausgangsbasis für weitere Ueberlegungen dienen.

1. Es besteht weitgehend Uebereinstimmung darüber, dass das langfristige Ziel der monetären Integration nach wie vor die Schaffung einer Wirtschafts- und Währungsunion ist, woran sich seit der Verabschiedung der Entschliessung vom März 1971 nichts geändert hat. Da jedoch der Weg dahin lang und beschwerlich ist, gehen die Meinungen über das Marschtempo und darüber, welche Massnahmen als erstes zu ergreifen sind, etwas auseinander (was vielleicht nicht überraschend ist).

Einige möchten, dass die Optionen betreffend die ECU und den Europäischen Fonds so lange wie möglich offen bleiben, und zwar mit dem Argument, die Entschliessung vom Dezember 1978 über das EWS bestimme die Ziele mit ausreichender Genauigkeit. Nach Ansicht der betreffenden Stellvertreter dürfe die Weiterentwicklung der ECU nicht aufgehalten werden, sondern die ECU könne und sollte als ein den Fortschritt förderndes Instrument eingesetzt werden. In ihren Augen sind im derzeitigen institutionellen Rahmen weitere kleine Schritte möglich, die Voraussetzungen für eine Verwendung der ECU zu verbessern.

Andere Stellvertreter äusserten den Wunsch, man solle die Marschroute genauer abstecken, bevor man sich auf den Weg mache. Sie vertreten den Standpunkt, dass die institutionellen Erfordernisse für die Integration im Bereich der Zentralbanken ausgearbeitet werden sollten, und sind der Ansicht, dass die Fortschritte zunächst in einer verstärkten Konvergenz und in der Schaffung besser integrierter und besser funktionie-

render Kapitalmärkte zu suchen seien. Diese Stellvertreter seien nicht davon überzeugt, dass die Förderung der ECU für sich allein dazu beitragen könnte, die monetäre Integration voranzubringen.

2. Es besteht ein allgemeines Interesse daran, sich eingehender mit der Frage der privaten ECU auseinanderzusetzen. Es sei vereinbart, die Gründe für die bemerkenswerte Expansion des ECU-Marktes zu untersuchen: Muss man darin einen Erfolg des EWS, einen Beweis für seine Stabilität und seine Dauerhaftigkeit, oder muss man darin im Gegenteil ein Symptom ihrer Schwäche sehen, wie z.B. die Tatsache, dass schwache und starke Währungen nebeneinander existieren und den Kapitalverkehr behindernde Beschränkungen aufrechterhalten werden? Wie gross ist somit das künftige Entwicklungspotential der ECU? Wenn die private ECU weiter an Bedeutung gewinnt, welche Konsequenzen hätte dies für die Zentralbanken des EWS? Gäbe es eine Rolle, die man den offiziellen Interventionen auf diesem Markt vorbehalten müsse, selbst innerhalb des derzeitigen institutionellen Rahmens? Auf welche Weise könnte der wachsende Gebrauch der privaten ECU dazu beitragen, dem Ziel der monetären Integration näherzukommen?

3. Die Stellvertreter haben ausserdem vereinbart, die Implikationen einer etwaigen Umwandlung der ECU in ein internationales Reserveaktivum zu prüfen. In diesem Zusammenhang wird eingeräumt, dass ihre Verwendung als internationales Reservemedium die ECU nicht daran hindern würde, sich auch in der EWG zu einer Gemeinschaftswährung zu entwickeln. Andererseits wurde die Frage aufgeworfen, wie diese internationale Verwendung zur monetären Integration in der Gemeinschaft beitragen könnte.

Man muss auch herausfinden, welches die Voraussetzungen dafür sind, dass die ECU zu einem internationalen Reserveaktivum werden kann und ob die Gemeinschaft auf diese Weise eine grössere Unabhängigkeit von den Dollarschwankungen erlangen könnte. Zu prüfen ist darüber hinaus, wie sich der Gebrauch der ECU als Reservemedium auf das internationale Währungssystem auswirkt.

4. Die Stellvertreter beabsichtigen, sich mit den oben angesprochenen Fragen auseinanderzusetzen, und sind selbstverständlich bereit, auf Wunsch der Zentralbankpräsidenten weitere Fragen in Erwägung zu ziehen. Sie werden in regelmässigen Abständen entsprechend den erzielten Fortschritten über ihre Arbeit Rechenschaft ablegen.

Der Vorsitzende erinnert daran, dass, wie auf dem informellen Treffen in Palermo vereinbart, der Vorsitzende des Ausschusses in der Junisitzung des Rates der Wirtschafts- und Finanzminister einen Zwischenbericht vorlegen muss. Es liege auf der Hand, dass die Zentralbankpräsidenten heute nicht zu einem abschliessenden Ergebnis kommen und eventuelle an die Adresse der Minister gerichtete Empfehlungen formulieren würden. Es gehe darum, den von den Stellvertretern in einem ersten Arbeitsgang zusammengestellten Fragenkatalog gegebenenfalls zu vervollständigen, sich über das weitere Vorgehen einig zu werden und später im Laufe des Jahres auf diese Fragen zurückzukommen, um dann die Auffassungen näher abzugrenzen und wenn möglich einen gemeinsamen Standpunkt auszuarbeiten.

Herr Pöhl betont, dass die Zentralbankpräsidenten in diesem Vorbereitungsstadium versuchen müssten, die für eine Prüfung in Frage kommenden Gebiete einzugrenzen und die Fragen zu formulieren, mit denen sich die Stellvertreter zuerst befassen werden. Die Ausführungen von Herrn Szász seien sehr gut und nehmen klugerweise Abstand von der Vorstellung, dass durch kleine Schritte eine Verbesserung des EWS möglich sei. Wenn das EWS bislang erfolgreich habe gehandhabt werden können, so sei dies in viel stärkerem Masse auf die hervorragende Zusammenarbeit zwischen den Zentralbanken als auf die bestehenden Vereinbarungen zurückzuführen. Aus sicherlich politischen Gründen sei der Zeitpunkt gekommen, strategische Ueberlegungen anzustellen: Wohin führt uns, langfristig gesehen, unser Weg? In dieser Hinsicht sollte man sich von den in Bremen formulierten Schlussfolgerungen lösen - die ein wenig das Ergebnis eines zufälligen Zusammentreffens von Ideen seien - und sich wieder dem Werner-Bericht zuwenden, der sich viel eingehender mit der Wirtschafts- und Währungsunion befasse und der in einigen Punkten auch heute noch uneingeschränkt Gültigkeit besitze.

Innerhalb dieses Rahmens sei ein Höchstmass an Konvergenz der Wirtschaftspolitik und der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung der einzelnen Staaten die Basis für eine Währungsunion und auf jeden Fall für eine gemeinschaftliche Geldpolitik. Letzere gebe zu mehreren Fragen Anlass: Man müsse sich darüber einig werden, wie die liquiden Mittel nicht nur auf nationaler Ebene, sondern auch auf koordinierte Weise auf einer höheren Ebene verwaltet werden könnten. Man müsse auch herausfinden, ob

die Funktion der Zentralbanken bei der Finanzierung eventuell auftretender Haushaltsdefizite nicht innerhalb der Gemeinschaft koordiniert werden sollte (gleiche Regeln, gleiche Prinzipien?). Ebenso könnte das Verhalten gegenüber Drittwährungen harmonisiert, koordiniert werden, aber dann stelle sich die Frage, in welcher Form, mit welchen Mitteln? Schliesslich tauche im Zusammenhang mit der Verwirklichung der in Bremen geäusserten Vorstellungen das gesamte Problem der institutionellen Ausgestaltung auf, das nicht ohne Aenderung des Vertrages von Rom zu lösen sein dürfte.

Weitere wichtige Fragen ergeben sich in bezug auf die ECU. Kann sie die Rolle einer internationalen Reservewährung in Konkurrenz zu den jetzigen Reservewährungen, namentlich dem Dollar und dem SZR, spielen (und wie)? Kann man sich vorstellen, dass sich die Mitgliedstaaten und die Institutionen der Gemeinschaft gegenüber den übrigen Ländern in immer stärkerem Masse in ECU verschulden, oder, wenn die EWG als Ganzes Leistungs- bilanzüberschüsse erzielen und Kapital exportieren sollte, dass ECU-Reserven gebildet und bei wem sie sich dann ansammeln würden: in den USA, Japan, den lateinamerikanischen Schuldnerländern? Worin bestünde dann der Vorteil für die EG-Länder, und schliesslich, wer sollte die Verantwortung für die Werterhaltung der betreffenden Reserven tragen?

Herr Pöhl fügt hinzu, dass es gut wäre, wenn der Vorsitzende anlässlich seiner Gespräche mit den Ministern im Juni auf die Komplexität all dieser Fragen hinweisen und davor warnen würde, sich Illusionen hinzugeben und z.B. zu glauben, dass sich die Funktionsweise des EWS dadurch verbessern liesse, dass man die private Verwendung der ECU fördere. Vielleicht wäre es ebenso angebracht, daran zu erinnern, dass die im Vertrag von Rom bereits eingegangenen und enthaltenen Verpflichtungen, wie z.B. die weitere Liberalisierung des Kapitalverkehrs, eingehalten werden sollten.

Herr Hoffmeyer ist mit der Richtung einverstanden, in der die Ausführungen von Herrn Szász zielen. Er merkt an, in politischen Kreisen werde häufig hervorgehoben, dass die Zentralbankpräsidenten ein technisches Instrumentarium entwickeln könnten, durch die Fortschritte möglich seien, ohne dass Kosten entstünden. So sei das technische Funktionieren des EWS als Erfolg anzusehen, und die geldpolitische Koordinierung sei wirksam und nützlich gewesen. Dagegen bleibe bei der Koordinierung und der Konvergenz der Haushaltspolitik der einzelnen Staaten noch viel zu tun. Auf

jeden Fall müsse man in Zukunft dem EWS als solches mehr als einem seiner Instrumente, d.h. der ECU, Vorrang einräumen.

Herr Camdessus erklärt zunächst einmal, dass das Papier von Herrn Szász mit seinem etwas provozierenden Unterton das Verdienst für sich in Anspruch nehmen könne, ohne Umwege die Diskussion in Gang zu bringen. Die Zentralbankpräsidenten müssten die Ziele und deren zeitliche Staffelung abklären. Vor allem müssten sie den Ministern klar machen, dass die Wirtschafts- und Währungsunion nach wie vor ein Ziel darstelle, das gar nicht hoch genug eingeschätzt werden könne, das jedoch bei weitem nicht so akut und dringlich sei wie der vollständige Ausbau des EWS, hinsichtlich dessen direkte und eindeutige Verpflichtungen existierten. Es sei im übrigen nur schwer vorstellbar, wie die Währungsunion dem vollständigen Ausbau der Wirtschaftsunion vorangehen könnte.

Sicherlich könne die ECU im Rahmen der internationalen Währungsbeziehungen eine stabilisierende Funktion ausüben, doch müsse geprüft werden, ob die definitive Einbringung von Reserven und die Gründung des Europäischen Währungsfonds hierfür unverzichtbare Vorbedingungen sind. In diesem Zusammenhang sei der Hinweis angebracht, dass in bezug auf den Europäischen Währungsfonds und die uneingeschränkte Verwendung der ECU als Reserveaktivum und Instrument für den Saldenausgleich diesbezügliche Verpflichtungen in den Texten von Bremen und Brüssel niedergelegt seien, die bis auf weiteres eingehalten werden müssten. Gewiss hätten einige die Meinung geäußert, dass die mit dem EWS erzielten Erfolge, insbesondere in Form der Konvergenz der europäischen Volkswirtschaften und der Stabilität der Wechselkurse, nur wenig, möglicherweise sogar nichts, mit der ECU zu tun hätten und dass man diese infolgedessen ausser acht lassen könne. Dem könne man entgegenhalten, dass es ebenso gefährlich und illusorisch sei zu meinen, man könne den Entwicklungsprozess an dieser Stelle stoppen, wie zu glauben, die Währungsunion werde schon morgen Wirklichkeit. In den Bemühungen um die Weiterentwicklung der ECU dürfe man aus zwei Gründen nicht nachlassen. Zum einen gebe es die bereits erwähnten Rechtsgrundlagen, nach denen die ECU das tragende Element des EWS darstellen solle, zum anderen sei das politische Gleichgewicht des EWS von Bedeutung. So sei letzteres die "Schlange" plus die ECU, und in einigen Ländern sei es nur akzeptiert worden, weil die ECU der wichtigste Bauteil eines europäischen Währungsgefüges gewesen sei. Z.B. würde man sich in Frankreich, unabhän-

gig davon, welche Regierung gerade am Ruder sei, kaum für ein EWS einsetzen, das nur aus der "Schlange" bestünde. Die Zentralbankpräsidenten hätten die Aufgabe, die ECU mit Leben zu erfüllen, und kleine Schritte in diese Richtung seien noch möglich. So wäre es genauso gefährlich, übereilt die langfristigen Ziele anzustreben, wie im derzeitigen Stillstand zu verharren. Sicher müsse man klären, was unter langfristig zu verstehen sei, was mittelfristig sei, müsse jedoch ganz genau definiert werden, denn es gebe noch enorm viel zu tun, bevor man in die institutionelle Phase eintreten könne. Die Liberalisierung des Kapitalverkehrs und die Schaffung eines grossen europäischen Finanzmarktes seien sicherlich nützlich, ja sogar notwendig, um weiter voranzukommen, doch dürfe man daraus keine Vorbedingungen machen, sondern die Weiterentwicklung müsse parallel verlaufen. Die französischen Behörden würden in bezug auf diese beiden Aktionsfelder ihr möglichstes tun. Erst recht sehen sie eine Teilnahme des englischen Pfundes am Wechselkursmechanismus oder den Verzicht Italiens auf die breite Schwankungsmarge nicht als eine Vorbedingung für sonstige Fortschritte bei der Vollendung des EWS an.

Was nun das Bestreben angehe, die Verwendungsmöglichkeiten der ECU zu verbessern, so sollten die Zentralbankpräsidenten schrittweise die Einschränkungen abbauen, die sie an der Entschliessung des Europäischen Rates von 1978 vorgenommen hätten. Diese Einschränkungen seien damals Ausdruck einer verständlichen, vielleicht sogar empfehlenswerten Zurückhaltung bei der Ingangsetzung des EWS gewesen, doch müsse man nun den Ministern mitteilen, auf welchem Wege die Zentralbankpräsidenten die für die ECU geltenden Einschränkungen abzubauen gedenken, insbesondere die Annahmegränze von 50% und die Tatsache, dass ihre Verwendung nur beim Saldenausgleich im Zusammenhang mit Pflichtinterventionen an den Bandgrenzen gestattet ist. Desgleichen sollten die Pläne geprüft werden, die ECU beim EFWZ und bei den Zentralbanken konvertibel zu machen und die Bandbreite von 2,25% eventuell zu verringern. Ebenso müssten die externen Aspekte der ECU in bezug auf den Schutz der Wechselkursrelationen zwischen den Währungen der Gemeinschaft untersucht und konkret geprüft werden, welche Rolle die ECU in einem dreipoligen Konzept über das internationale Währungssystem übernehmen könnte. Schliesslich müsste das Entstehen der privaten ECU, das sich zum grossen Teil aus den Kursschwankungen des Dollars erklärt, ebenfalls ein Punkt sein, mit dem sich die Zentralbanken beschäftigen.

Kurz und gut, es wäre wünschenswert, dass der Vorsitzende gegenüber den Ministern klar den eingeschlagenen Weg und die Ziele kennzeichnet, indem er zwischen den im gegenwärtigen institutionellen Rahmen möglichen Arbeiten, der Vollendung des EWS und der Verwirklichung der Währungsunion unterscheidet. Der Bericht des Vorsitzenden sollte auch eine Aufzählung der für die nächsten Monate geplanten Aufgaben enthalten.

Herr Godeaux ist der Auffassung, dass die Zentralbankpräsidenten in dieser entscheidenden Diskussion ihre eigene Zuständigkeit, insbesondere gegenüber der "institutionalistischen" Gefahr, schützen und sich zugleich davor hüten müssten, Erwartungen zu wecken, die nicht erfüllt würden. In diesem Sinne sollte man verhindern, dass sich die These ausbreite, es sei ein Rückschritt, wenn man nicht einige kleine Schritte vorwärts mache, wobei allerdings zu berücksichtigen sei, dass sich Inaktivität negativ auf die Motivation der Beteiligten auswirken könnte. Man müsse deshalb Orientierungspunkte für weitere Massnahmen aufzeigen und mit Nachdruck bekräftigen, dass das langfristige Ziel nach wie vor die Wirtschafts- und Währungsunion sei. Die Mittel, mit denen sich diese verwirklichen lasse, seien bekannt und bereits genannt worden, nämlich eine verstärkte Konvergenz der Politik der einzelnen Mitgliedstaaten und Fortschritte in Richtung der Schaffung eines grossen Finanzmarktes, innerhalb dessen der Kapitalverkehr frei sei. Man sollte sich indes nicht gegenseitig Vorbedingungen stellen, die zusammengenommen letztendlich die Inaktivität institutionalisieren würden.

In bezug auf die offizielle ECU sei zu hoffen, dass das kleine "Paket", das nicht, wie dies einige gewünscht hätten, vergrössert habe werden können, zu einem späteren Zeitpunkt ergänzt werden könne, indem man auf die vorgeschlagenen Massnahmen zurückkomme. Was die Ueberlegungen bezüglich der offiziellen ECU und der privaten ECU angingen, so sei es weder möglich noch wünschenswert, wenn die Diskussion in getrennten Bahnen verlaufe. Die voraussehbaren Konsequenzen der Weiterentwicklung der privaten ECU müssten analysiert werden, doch sollte man eine derartige Entwicklung nicht hemmen, sondern im Gegenteil vielleicht einige kurzfristige Nachteile (z.B. Kapitalabflüsse) in Kauf nehmen, um ihren symbolischen Wert zu erhalten und das in den Mechanismus der Märkte gesetzte Vertrauen deutlich zu machen. Genau diese Position hätten die belgischen und luxemburgischen Behörden gegenüber der privaten ECU eingenommen, und dies

erkläre, warum die Gebietsansässigen der Belgisch-luxemburgischen Wirtschaftsunion auf dem Markt für auf ECU lautende Vermögenswerte so aktiv seien.

Abschliessend erklärt sich Herr Godeaux bereit, an einer detaillierten Prüfung der diffizilen Probleme mitzuarbeiten, die sich aus den angesprochenen Fragen ergäben, und er hält es für nützlich, gegenüber den Ministern die Komplexität dieser Fragen und die Notwendigkeit zu unterstreichen, die Beschäftigung damit denen zu überlassen, die aufgrund ihrer technischen und juristischen Kompetenz dazu bestimmt sind, eine Weiterentwicklung herbeizuführen.

Herr Chalikias beschränkt sich auf einige vorläufige Anmerkungen, insbesondere zu dem interessanten Papier von Herrn Szász über Fragen, deren Komplexität man herausstellen müsse. Die Entwicklung des EWS und der ECU könne höchstens schrittweise vor sich gehen und setze voraus, dass gewisse Vorbedingungen wie die Konvergenz der Politik der einzelnen Mitgliedsländer und der wirtschaftlichen Entwicklung erfüllt seien. Die finanzielle Integration sei ebenfalls eine Voraussetzung, doch bestünden, was den Grad der Integration in diesem Bereich angehe, innerhalb der EG von Land zu Land erhebliche Unterschiede. Zum anderen sei das Wachstum in der Gemeinschaft schwach, zu schwach, und in einigen Ländern sei der Anpassungsprozess in der Wirtschaft noch nicht abgeschlossen. Es sei wichtig, die Voraussetzungen dafür zu schaffen, dass man dem Endziel der Wirtschafts- und Währungsunion, das von allen akzeptiert werde, näher komme.

Herr Leigh-Pemberton ist der Meinung, dass einige Schwärmer, denen das vereinte Europa vorschwebt, durch institutionelle Regelungen in der Frage der Zentralbank eine Integration herbeiführen wollten, die schneller Wirklichkeit würde als die Integration, die man auf politischer Ebene erhoffen könnte. Sollte eine derartige gemeinsame Währungsinstitution geschaffen werden, hätten die Zentralbanken zwangsläufig keinen entscheidenden Einfluss, und es bestünde die Gefahr, dass diese Institution zu einem Monstrum ohne nennenswerte Verantwortung und zugleich zu einer Art trojanischem Pferd würde, das zum Angriff auf die politische Souveränität ansetze. Deshalb müsse die Integration auf politischer, wirtschaftlicher und monetärer Ebene gleichzeitig vorangetrieben werden.

Die Minister sollten darauf hingewiesen werden, dass langfristige Entscheidungen zu treffen seien und dass diese Auswirkungen hätten, die über den Einflussbereich der Zentralbanken hinausgingen. Es wäre auch gut, wenn man zu verstehen gäbe, dass der EFZW allmählich in die Funktionen einer Zentralbank hineinwachsen und sich nicht zu einem IWF in Kleinformat entwickeln sollte, auch wenn dies dazu Anlass geben sollte, die in Bremen und Brüssel formulierten Konzepte etwas zu überdenken. In diesem Sinne könnte man sich den EFZW künftig als eine Art Hausbank der Gemeinschaft vorstellen. So könnten beispielsweise die auf ECU lautenden Budgettransaktionen der Kommission durch Ueberweisungen zwischen den Zentralbanken und Konten, die die Kommission beim EFZW eröffnen würde, erleichtert werden.

Eine verstärkte Bereitschaft, die ECU zu verwenden, werde nicht vorgeschrieben, sondern werde in sehr hohem Masse vom Verhalten der privaten Märkte abhängen. Folglich müsse man, wenn man die Entwicklung der ECU in Richtung einer gemeinsamen Währung bzw. Reservewährung fördern wolle, die ECU am privaten Markt attraktiver machen.

Herr O Cofaigh vertritt die Auffassung, dass die Bedeutung der ECU, unabhängig davon, ob man ein Schwärmer oder ganz einfach ein Realist sei, offenkundig sei und dass die Rolle, die man ihr zuweisen könne, einen gewissen Fortschritt bedinge. Dagegen dürfe man sich nicht von der ECU als Instrument zur Weiterentwicklung des EWS blenden lassen. Auf mittlerer, wenn möglich sogar auf kurze Sicht seien andere Massnahmen bzw. Fortschritte mit eindeutig politischer Zielsetzung wünschenswert. Hier gehe es namentlich darum, dass sämtliche Mitgliedstaaten der EWG sich ohne Einschränkungen am EWS mit all seinen Bestandteilen beteiligen. Andererseits könne die geldpolitische Koordination, sofern sie unerlässlich sei und zwischen den Zentralbankpräsidenten problemlos vonstatten gehe, nicht allein in der notwendigen verstärkten Konvergenz gesehen werden. Man sollte deshalb die Minister darauf aufmerksam machen, dass es ihre Aufgabe sei, wirtschafts- und haushaltspolitisch tätig zu werden.

Herr Dini ist ebenfalls der Meinung, dass das Ziel der monetären Einigung Europas nach wie vor Gültigkeit habe, ist sich jedoch auch darüber im klaren, dass dessen Verwirklichung Entscheidungen, die über die Zuständigkeit der Zentralbanken hinausgehen, und den festen Willen zur Zusammenarbeit voraussetze. Ohne eine verstärkte Konvergenz in der Wirtschaftspolitik und in der wirtschaftlichen Entwicklung der EWS-

Länder, einschliesslich der Abschaffung der Devisenkontrollen, sei eine monetäre Einigung nicht zu erreichen. Zwar sei eine Währungsunion nicht allein durch die Weiterentwicklung der ECU herbeizuführen, doch könne diese dazu beitragen, den Wechselkursmechanismus zu stärken und dadurch die Abhängigkeit Europas vom Dollar zu verringern.

Die ECU erfülle bereits jetzt eine wichtige Aufgabe, indem sie dem Wechselkursmechanismus Flexibilität verleihe und es ihm ermögliche, Belastungen standzuhalten. Die Massnahmen, die in Kürze formell verabschiedet würden, stellten einen Fortschritt in einem Bereich dar, in dem weitere Fortschritte möglich und notwendig seien, indem man die Verwendungsmöglichkeiten der ECU, sowohl was die Mitgliedstaaten des EWS als auch die Sonstigen Halter angehe, verbessere. Die Gefahr, dass eine derartige Weiterentwicklung der ECU zu einem internationalen Reserveaktivum zu einer Lockerung der Disziplin führen könne, dürfte kaum gegeben sein. Im Gegenteil, innerhalb der Gemeinschaft habe das EWS zu einer Stärkung der Disziplin beigetragen. Ausserdem habe die Erfahrung gezeigt, dass selbst in den Ländern, deren Währungen als Reserven benutzt würden, die Möglichkeit, jeweils einen anderen wirtschaftspolitischen Kurs zu verfolgen, eher gering sei.

Die Entwicklung der privaten Märkte für Wertpapiere in ECU sowie ein vermehrter Gebrauch der ECU bei der Fakturierung im Aussenhandel könnten zu einer Verringerung der Abhängigkeit Europas vom Dollar beitragen. Der unerwartete Erfolg der ECU zeige, dass hier auf seiten der privaten Wirtschaftssubjekte ein echter Bedarf bestehe. Eine Ausweitung dieses Marktes könnte den Weg für eine spätere direkte Verwendung der ECU bei Interventionen an den Devisenmärkten ebnen, und dies könnte innerhalb des bestehenden institutionellen Rahmens geschehen.

Für den Uebergang zur institutionellen Phase des EWS seien Voraussetzungen erforderlich, die noch nicht gegeben seien. Dennoch sollte man die Möglichkeiten für nichtinstitutionelle Verbesserungen prüfen, so z.B. die Frage, ob man den Aufgabenbereich des EFWZ erweitern sollte. Herr Leigh-Pemberton habe bereits diesbezügliche Vorschläge gemacht. Man könnte auch den EFWZ mit der Befugnis und den Mitteln ausstatten, die Schaffung von ECU-Aktiva und ECU-Einlagen zu überwachen und zu regeln sowie die Interventionen an den Devisenmärkten in ECU zu koordinieren. Die mit diesen Vorstellungen verbundenen juristischen und politischen

Probleme sollten die Zentralbankpräsidenten nicht davon abhalten, untereinander und mit den anderen zuständigen Organen der Gemeinschaft einen Konsens anzustreben.

Herr Delors, der zum ersten Mal an der Diskussion des Ausschusses teilnimmt, erklärt, dass er näher darauf eingehen möchte, welche Position die neue Kommission und er selbst in Währungsfragen zu beziehen gedenken. Nachdem die Kommission die Lehren aus den Geschehnissen während der letzten Monate des Jahres 1984 gezogen hätte, habe sie es dem Ausschuss der Zentralbankpräsidenten überlassen, darüber nachzudenken, wie man die EWS-Mechanismen weiterentwickeln könnte, und Vorschläge zu unterbreiten. Was die institutionellen und rechtlichen Aspekte angehe, so wolle sie einen Standpunkt an der Trennungslinie zwischen dem monetären Bereich im eigentlichen Sinne und den anderen Gebieten einnehmen und versuchen, für eine Verbindung und für den Informationsfluss zwischen beiden zu sorgen.

Herr Delors führt sechs wichtige Fragen an, denen die Zentralbankpräsidenten im Rahmen ihrer Arbeit Aufmerksamkeit schenken sollten.

1. Bei der ersten Frage gehe es darum, wie die Konvergenz der wirtschaftlichen Entwicklung in den Mitgliedstaaten weiter vorangetrieben werden könne. Seit vielen Jahren - schon in der Zeit vor dem Werner-Bericht habe es sie gegeben - stünden sich zwei Strömungen gegenüber, die man etwas irreführend als "Oekonomen" bzw. "Monetaristen" bezeichnet habe: Die ersteren behaupten, eine gewisse monetäre Einigung könne nur nach der vollständigen Konvergenz der wirtschaftlichen Entwicklung eintreten, nach Ansicht der zweiten Gruppe werde der Prozess der Konvergenz durch Fortschritte auf dem Gebiet des monetären Zusammenhalts unterstützt. Diese Unterscheidung bestehe fort, wenn man von den Vorteilen des EWS spreche, und im Extremfall fühlten sich einige zu der Äusserung veranlasst, das System habe die Konvergenz der schwachen Länder begünstigt, die starken Länder jedoch in ihrer Entwicklung behindert. Diese Frage stehe nach wie vor zur Diskussion und müsse gestellt werden, wenn man entscheiden wolle, ob das Argument, ausschliesslich realwirtschaftliche Voraussetzungen müssten erfüllt sein, Gültigkeit habe und was sechs Jahre EWS beigetragen hätten.

2. Die zweite Frage bezieht sich auf den "grossen Markt". In den mit der Währung zusammenhängenden Bereichen werde die Kommission nur

in enger Abstimmung mit dem Ausschuss der Zentralbankpräsidenten und dem Währungsausschuss Massnahmen treffen, was jedoch den "grossen Markt" angehe, so werde sie Ende Juni in Mailand seine schrittweise Schaffung bis 1992 vorschlagen. In Anbetracht insbesondere der Artikel 100 und 101 des Vertrages von Rom werfe eine derartige Massnahme institutionelle Probleme auf. Es stelle sich dann auch die Frage nach dem Beitrag, den das EWS und die ECU zur Verwirklichung eines "grossen Marktes", der Güter, Dienstleistungen und Kapital miteinschliesse, leisten können und der technische sowie politische und psychologische Aspekte aufweisen könnte.

3. Die dritte betrifft den institutionellen Teil. Selbst wenn sie in nächster Zeit (z.B. in Mailand) noch nicht akut werden könnte, müsse man gewisse Vorkehrungen treffen. So sollte man verhindern, dass die monetäre Frage nicht richtig behandelt werde und dass einige auf den Gedanken kämen, man könne mit Hilfe der Währung Hindernisse umgehen, die politischer Natur sind oder die auf den grundlegenden Unterschieden beruhen, die hinsichtlich der Bereitschaft der einzelnen Länder bestehen, Souveränität an eine europäische Union abzutreten. Die Kommission und die Zentralbankpräsidenten wären somit gut beraten, wenn sie diese Frage im Rahmen ihrer Ueberlegungen berücksichtigten.

4. Der vierte Punkt befasst sich mit der Frage, warum gehandelt bzw. gekämpft wird. Man müsse die Minister und später vielleicht auch die Regierungschefs an die Ziele erinnern, die letztere in ihrer Entschliessung vom 5. Dezember 1978 niedergelegt hätten, und man müsse sie ohne Umschweife mit Fragen konfrontieren wie: Was ist gemessen an diesen Zielen getan worden? Warum hat man nicht mehr getan? Kann man mehr tun oder muss man die Ziele ändern?

5. Die Entwicklung der privaten ECU gibt zu erheblichen Kontroversen Anlass und scheint ein Hinweis dafür zu sein, dass zwischen der offiziellen und der privaten ECU mehr Verbindungen bestehen als angenommen. Setze sich die Entwicklung der privaten ECU weiter fort, so könnte sie von Zentralbanken gehalten werden, als Zahlungsmittel dienen und somit in den Bereich der offiziellen ECU eindringen. Auf jeden Fall wäre es nützlich, wenn man eine Stellungnahme der Zentralbankpräsidenten und der Experten zur Entwicklung der privaten ECU vorliegen hätte. Handelt es sich dabei

um ein Strohfeuer im Zusammenhang mit der Schwäche einiger Währungen und der Instabilität des Dollars oder um eine dauerhafte Erscheinung?

6. Stehen die EG-Länder und die Zentralbankpräsidenten einem Währungssystem mit mehreren Reservewährungen, in dem die ECU eine bestimmte Funktion ausüben könnte, positiv gegenüber? Zwar sei klar, dass man den Status einer Reservewährung nicht staatlich verordnen könne, doch könne man einen entsprechenden Prozess fördern oder verlangsamen, indem man auf die Eigenschaften einer Reservewährung Einfluss nimmt, insbesondere die relative Sicherheit der Geldanlage, die Vielfalt der Finanzierungsinstrumente, die Grösse und Liquidität des Marktes. Diese Frage beinhaltet zwei Ebenen: Objektivität und Voluntarismus.

Zum Abschluss seiner Ausführungen betont Herr Delors, dass die ECU nunmehr zum europäischen Traum gehöre. Man könne Träume zerstören, und man sollte dies tun, wenn sie wirklich gefährlich seien. Aber im Augenblick müsse man angesichts der geringen Bereitschaft der Politiker, die Zusammenarbeit zwischen den Ländern Europas zu intensivieren, jeden Umstand nutzen, der diese Zusammenarbeit verstärken könne. Dazu könne nun die ECU beitragen.

Der Vorsitzende verzichtet auf eine Darlegung des Standpunkts der Nederlandsche Bank, da dieser im wesentlichen im Papier von Herrn Szász zum Ausdruck kommt. Er fügt hinzu, dass er in eigener Verantwortung vor den Ministern einen mündlichen Bericht abgeben wird, bei dessen Abfassung er auf die im Papier von Herrn Szász angesprochenen Fragen und die soeben gehörten äusserst nützlichen Ausführungen der Zentralbankpräsidenten zurückgreifen wird. Der Bericht müsse deutlich machen, dass die Fragen betreffend die langfristigen Perspektiven des EWS lediglich im Rahmen einer ersten Aussprache behandelt worden seien, dass sie sehr vielschichtig und dass die Zentralbankpräsidenten in einigen Punkten nicht völlig einig seien.

Der Vorsitzende schliesst die Diskussion mit dem Hinweis, dass der Ausschuss später auf diese Fragen zurückkommen wird, da die Stellvertreter für ihre Arbeit eine gewisse Zeit benötigen.

VI. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

Keine.

VII. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Wegen der Generalversammlung der BIZ findet die nächste Sitzung des Ausschusses nicht, wie üblich, am Dienstag, sondern am Montag, dem 10. Juni 1985, um 10 Uhr statt. Diese Sitzung wird kurz und im wesentlichen der Annahme des Konzertationsberichts sowie der formellen Verabschiedung und Unterzeichnung der Dokumente über den Ausbau des EWS und den Beitritt der Bank von Griechenland zum EWS-Abkommen gewidmet sein.

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

\_\_\_\_\_  
APRIL 1985  
\_\_\_\_\_

Der vorliegende Bericht gibt einen Ueberblick über die Entwicklung auf den Devisenmärkten der Länder der an der Konzertation beteiligten Zentralbanken\* und über deren Interventionen im April und während der ersten Maitage 1985.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Vor dem Hintergrund verbreiteter Zinssenkungstendenzen wies die Entwicklung auf den Devisenmärkten folgende Schwerpunkte auf:

- Der Dollar zeigte starke Kursausschläge, schloss aber am Monatsende auf dem am Monatsanfang beobachteten Kursniveau. Die Kursausschläge fielen gegenüber den europäischen Währungen deutlicher aus als gegenüber dem Yen und dem kanadischen Dollar.
- Die Verhältnisse im EWS blieben trotz der Dollarkursschwankungen stabil.

Der US-Dollar schwankte in einer Spanne von 6 bis 7% gegenüber den europäischen Währungen, während gegenüber dem Yen und dem kanadischen Dollar die Schwankungsbreite weniger als 3% betrug. Per saldo veränderte sich sein Kurs im April aber nur wenig. Anzeichen für eine Verlangsamung des Wirtschaftswachstums in den USA, sinkende Zinsen und bisweilen auch

---

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

Probleme amerikanischer Finanzinstitute bewirkten bis Mitte April eine Abschwächung. Allerdings zogen die Zinsen gegen Ende April infolge günstigerer Aussichten für das Wachstum der US-Wirtschaft im zweiten Quartal 1985 wieder an. Auf dem niedrigeren Kursniveau setzte eine lebhaftere kommerzielle und anlageorientierte Nachfrage ein, und infolgedessen schlossen der Berufshandel und einige institutionelle Anleger offensichtlich ihre zuvor eingegangenen offenen Dollarpositionen, wobei sie dadurch mehrmals einen sprunghaften Anstieg des Dollarkurses auslösten. Es setzte sich immer mehr die Auffassung durch, dass der zügige Kursrückgang im März zumindest vorübergehend zum Stillstand gekommen sei.

Die heftigen Ausschläge des Dollarkurses konnten den Zusammenhalt der EWS-Währungen nicht gefährden; letztere hielten weitgehend ihre relativen Positionen. Allerdings übernahm das irische Pfund von der dänischen Krone die Spitzenposition innerhalb des engen Kursbandes, dessen Ausdehnung die meiste Zeit weniger als 2% betrug.

Die D-Mark setzte im April ihre Kursbefestigung gegenüber dem US-Dollar zunächst weiter fort. Diese Entwicklung fand ihren Höhepunkt in einem Kurs des Dollars gegen D-Mark von DM 2,9795 am 19. April, der niedrigsten Notiz seit Ende November 1984. Anschliessend schwächte sich die D-Mark gegen Dollar unter starken Schwankungen wieder ab, wobei sich der Dollar zeitweise bis knapp DM 3,16 erholte. Im Vergleich der Monatsendstände blieb das Kursniveau des Dollars zur D-Mark (rund DM 3,09) indessen unverändert. Die meisten EWS-Währungen bewegten sich auch während der zeitweise kräftigen Kursgewinne der D-Mark gegenüber dem US-Dollar im Gleichschritt. Eine leicht festere Tendenz der D-Mark im EWS zeichnete sich erst am Monatsende nach Bekanntwerden der günstigen Handels- und Leistungsbilanzergebnisse der Bundesrepublik für den Monat März ab.

Der französische Franc hielt sich problemlos in der Mitte des engen Kursbandes. Die gute Verfassung war das Ergebnis eines stetigen Ueberschusses bei den Transaktionen Gebietsansässiger und der Nettofrankkäufe Gebietsfremder. Unter diesen Umständen ermässigte die Banque de France ihren Interventionssatz am Geldmarkt um 1/4 Prozentpunkt. Die Eurofranc-Zinsen waren im Zuge dieser Auflockerung ebenfalls rückläufig.

Nach der im März zu beobachtenden Abwärtsbewegung schwankte die italienische Lira im April innerhalb enger Grenzen und konnte ihre Position im Kursband behaupten. Die Banca d'Italia intervenierte erneut, um den

Wechselkurs zu stabilisieren, allerdings in geringerem Umfang als im März und mit dem Ziel, tägliche Kursschwankungen zu glätten.

An der Position des belgischen Franc hat sich praktisch nichts geändert, obwohl die Zinsen für kurzfristige Schatzwechsel schrittweise gesenkt wurden.

Per saldo verlor der holländische Gulden gegenüber den meisten EWS-Währungen geringfügig an Wert, so dass die im März eingetretene leichte Verbesserung wieder durch eine gegenläufige Entwicklung abgelöst wurde.

Die dänische Krone stieg von der Spitzenposition zur Mitte des engen Bandes ab, da die Zinsen nachgaben.

Im April befestigte sich das irische Pfund im EWS und rückte an die Spitze des Kursbandes. Zurückzuführen war dies auf die tendenzielle Verbesserung der Handelsbilanz und einige Kapitalzuflüsse von Gebietsfremden. Die Central Bank of Ireland senkte am 12. April ihren Satz für kurzfristige Kredite von 14 auf 13 1/2% und am 19. April auf 12 3/4%.

Das Pfund Sterling tendierte im April im allgemeinen fest und profitierte am meisten von den Mittelrückflüssen aus dem Dollar, doch Mitte April schwächte es sich vorübergehend ab. Weitere Senkungen des Basiszinses der Clearingbanken auf 12,5-12,75% wurden problemlos aufgenommen, da nicht damit gerechnet wurde, dass sich der Zinsrückgang in Grossbritannien in gleichem Umfang fortsetzen würde. Zwar kam gegen Ende April für kurze Zeit erneut Unsicherheit bezüglich der Entwicklung des Ölpreises auf, doch konnte sich das Pfund Sterling gegenüber den europäischen Währungen per saldo befestigen, und der Index des gewogenen Aussenwerts stieg um 1 1/8% auf 78,1.

Die griechische Drachme wertete sich gegenüber dem US-Dollar um 2,3% und gegenüber der ECU um 1,9% ab, verlor jedoch gemessen am gewogenen Aussenwert nur 0,18%.

In den ersten Apriltagen lag der Schweizer Franken gegenüber den europäischen Währungen relativ stabil. Eine anziehende Ultimonachfrage führte zu einer geringfügigen Höherbewertung.

Ohne dass sich die wirtschaftlichen Aussichten in Schweden grundlegend geändert hätten, tendierte die schwedische Krone wie schon in den vorangegangenen Monaten infolge der Verschlechterung der Leistungsbilanz weiterhin relativ schwach. Der Währungsindex erhöhte sich von 133,2 auf

133,7. Die Riksbank war im April des öfteren mit Dollarabgaben im Markt, um den Indexwert zu stabilisieren.

Auf der Basis ihres gewogenen Aussenwerts lag die norwegische Krone nach wie vor stabil. Oelsteuerzahlungen führten auf dem Devisenmarkt zu einem Devisenüberschuss, der durch Interventionen der Zentralbank absorbiert wurde.

Zwar kam es aufgrund der Marktenge in einigen Fällen zu erheblichen Schwankungen, doch hat sich der Kurs des kanadischen Dollars gegenüber dem US-Dollar im April insgesamt kaum verändert. Die zeitliche Abfolge der Kursschwankungen des kanadischen Dollars gegenüber dem US-Dollar deckte sich weitgehend mit der der anderen wichtigen Währungen. Der Zinsvorteil Kanadas gegenüber den USA im kurzfristigen Bereich blieb mit fast 1 1/2% bei Dreimonatstiteln im April in etwa gleich.

Der japanische Yen notierte bis Mitte April gegenüber dem US-Dollar fester und verzeichnete einen seit Anfang Dezember letzten Jahres nicht mehr erreichten Höchststand. Ursächlich war hierfür die Verringerung der Zinsdifferenz zwischen diesen beiden Ländern, die vor allem auf der Abschwächung des Wirtschaftswachstums in den USA und auf Störungen im dortigen Finanzsystem beruhte. Gegen Ende April verlor der Yen jedoch an Boden, was im wesentlichen darauf zurückzuführen war, dass die Aussichten für eine Lockerung der Geldpolitik in den USA gesunken waren. Gegenüber den wichtigsten europäischen Währungen, bei denen die Kursausschläge stärker ausfielen, gab er dagegen bis Mitte April nach und konnte sich gegen Ende April wieder erholen.

## II. INTERVENTIONEN

Im April kauften die Zentralbanken netto US-Dollar in Höhe von US-\$ 0,1 Mrd., verglichen mit Nettoverkäufen im Betrag von US-\$ 1,8 Mrd. im März. Der Nettowert für April ergab sich aus Bruttokäufen von US-\$ 1,4 Mrd. und Bruttoverkäufen von US-\$ 1,3 Mrd.

Als Käufer traten vor allem die Bank of Canada, die Norges Bank und die Bank of England in Erscheinung. Die umfangreichsten Verkäufe tätigten die Bank of Canada und die Banca d'Italia.

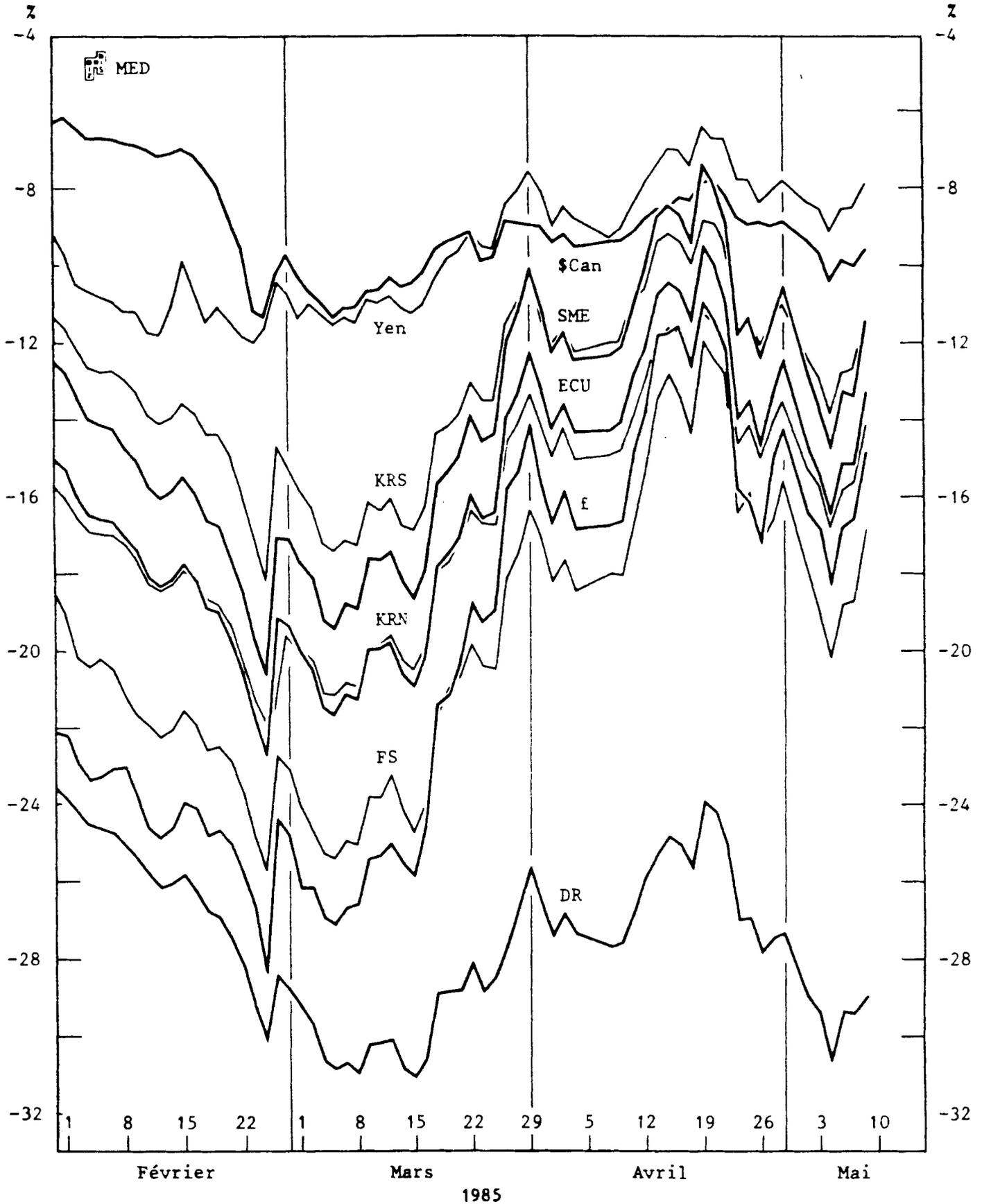
Die Interventionen in Gemeinschaftswährungen beliefen sich brutto auf umgerechnet US-\$ 1,4 Mrd. und waren damit praktisch genau so hoch wie im März. Alle Interventionen erfolgten innerhalb der Margen und bestanden in der Hauptsache aus DM-Käufen der Banque de France.

### III. DIE ERSTEN MAITAGE

Die Bekanntgabe einer Reihe von Konjunkturdaten trug in den ersten Maitagen nicht dazu bei, die Ungewissheit darüber zu zerstreuen, in welche Richtung sich die Konjunktur und die Zinsen in den USA entwickeln würden. Vor diesem Hintergrund verzeichnete der Dollar weiterhin beträchtliche Kursschwankungen, insbesondere gegenüber den europäischen Währungen: Der Gewinn betrug hier in den ersten sechs Maitagen etwa 5%, ging jedoch in den folgenden Tagen wieder verloren.

Im EWS herrschten weiterhin stabile Verhältnisse. Die Banque de France sowie die Banca d'Italia tätigten erhebliche Nettokäufe in D-Mark. Die Banque Nationale de Belgique setzte ihren Diskontsatz im Einklang mit den Marktgegebenheiten auf 9,75% fest; an letztere ist demnächst der Diskontsatz gebunden.

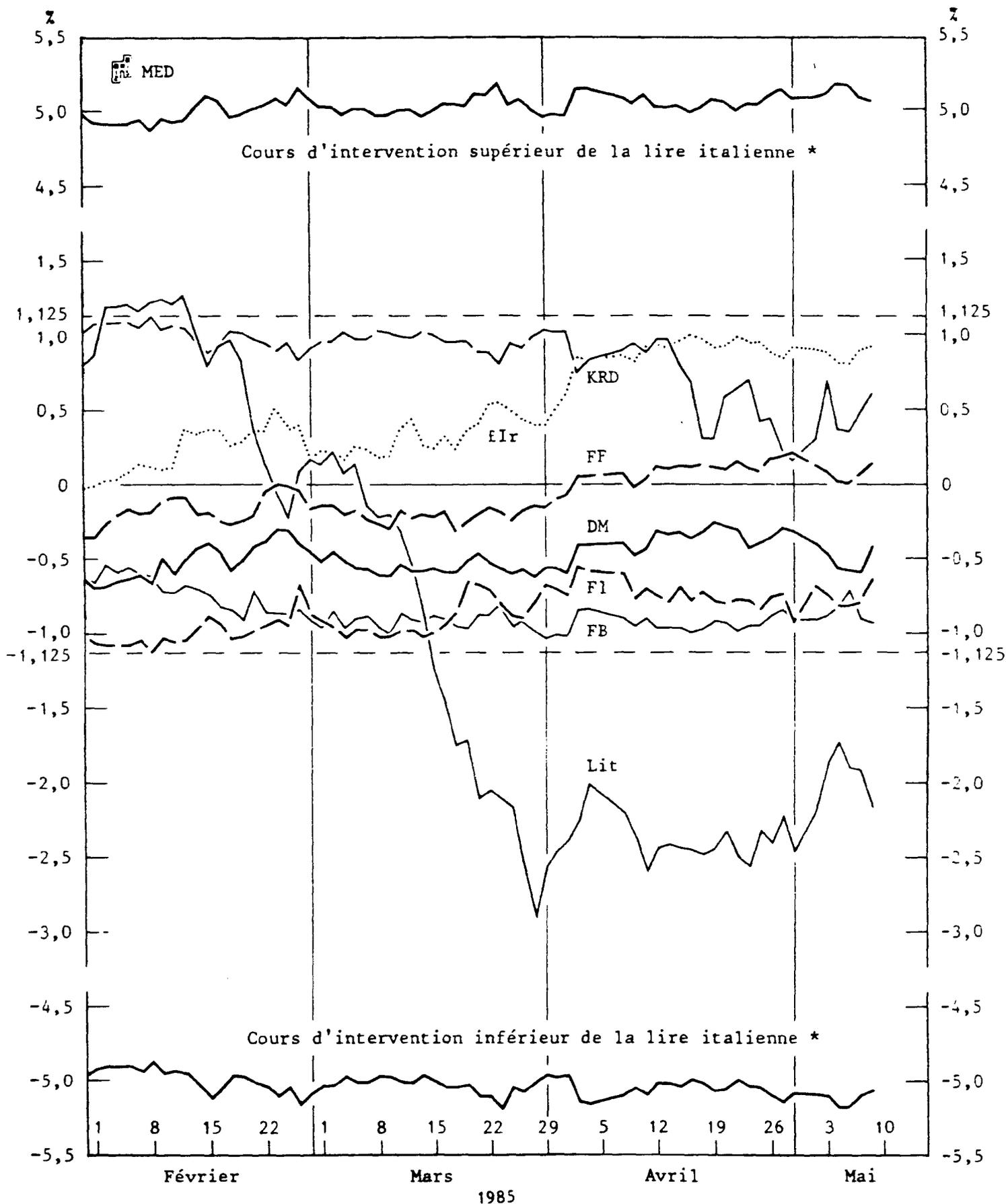
EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU SME ET  
DES MONNAIES DES AUTRES BANQUES CENTRALES PARTICIPANT A LA CONCERTATION  
SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE 30 DECEMBRE 1983 VIS-A-VIS DU \$EU \*



\* ECU 0,82737; £ 0,68970; DR 98,8401; \$Can 1,2452; FS 2,1805; Yen 231,75;  
KRS 8,0085; KRN 7,7125; cours médian des monnaies participant au SME 0,8149.  
Le cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne jour-  
nalière 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.

9 mai 1985

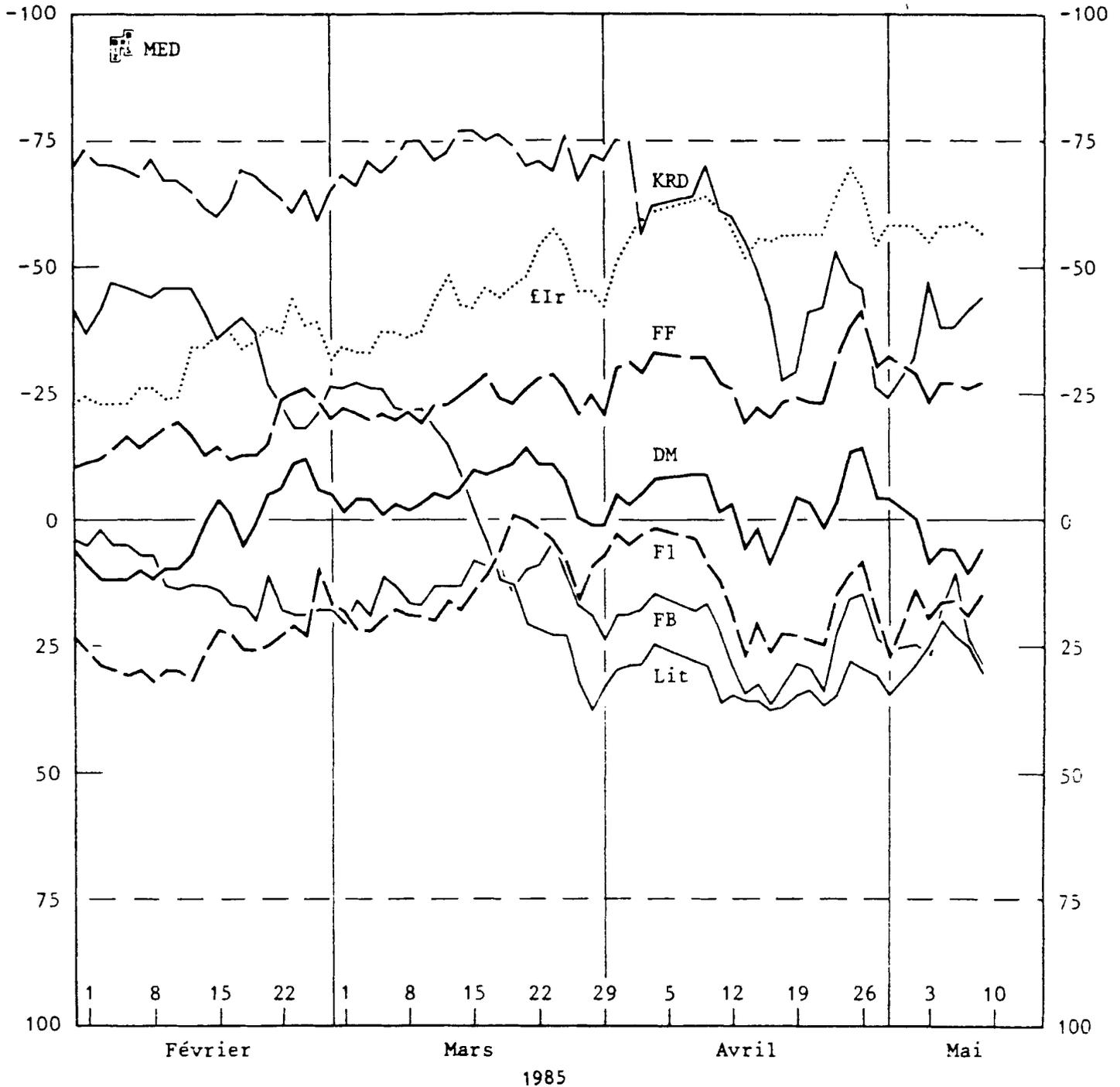
MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DE LA GRILLE DE PARITES DU SME CALCULES SUR LA BASE  
DES COURS OFFICIELS DE L'ECU DANS LES DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



\* 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  $\pm 2,25\%$ .

9 mai 1985

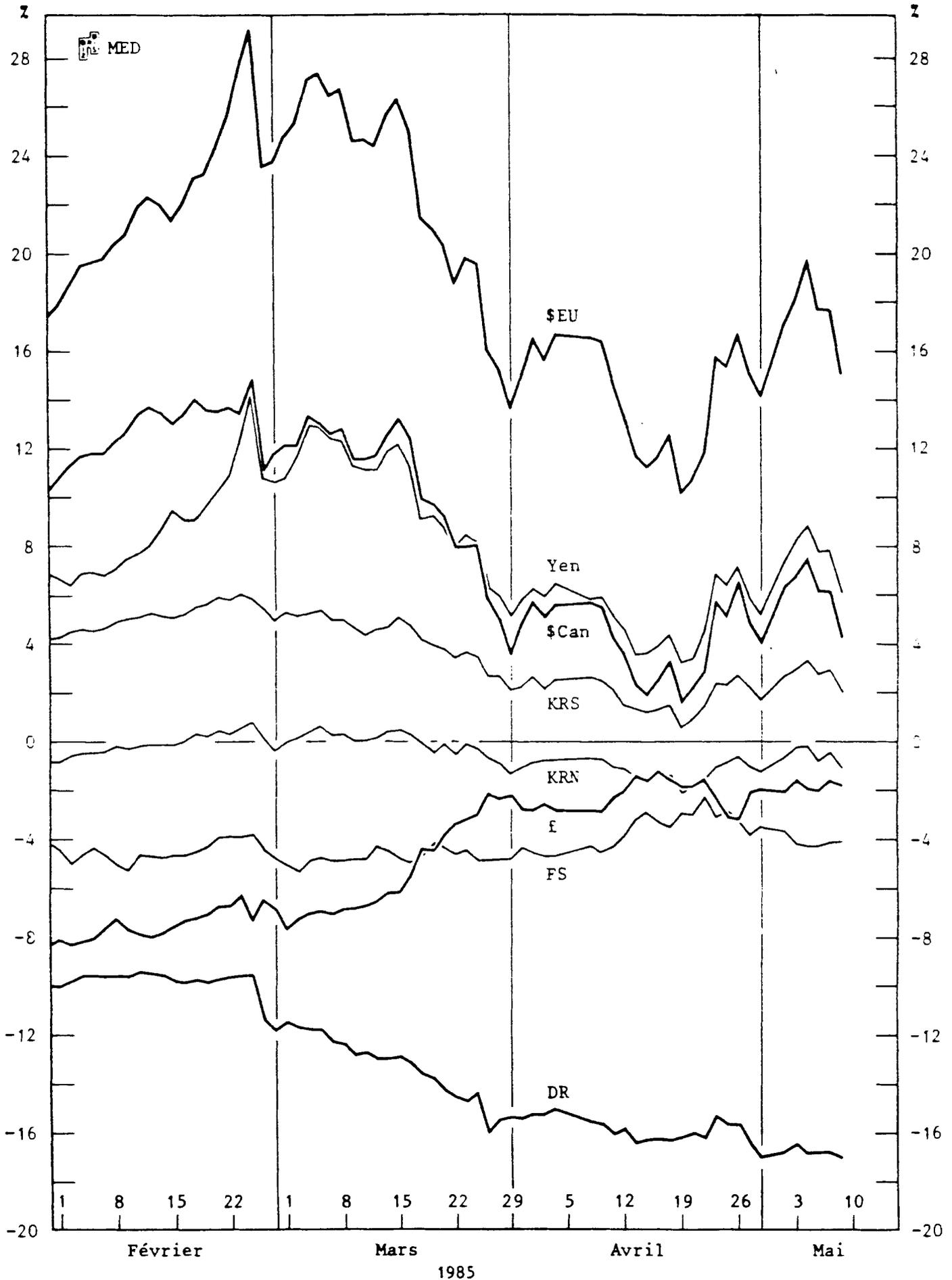
## EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE \*



\* 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.

9 mai 1985

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 30 DECEMBRE 1983 \*



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