

A. A. A.

Vertraulich  
Uebersetzung

PROTOKOLL\*

DER 188. SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER PRAESIDENTEN  
DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN  
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT  
BASEL, DIENSTAG, 10. JULI 1984, 10 Uhr

---

Anwesend sind: der Gouverneur der Central Bank of Ireland und Ausschussvorsitzender, Herr Ó Cofaigh, begleitet von den Herren Breen, Reynolds und Charleton; 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; Herr Gleske, Mitglied des Direktoriums der Deutschen Bundesbank, begleitet von den Herren Rieke und Kloft; der Gouverneur der Bank von Griechenland, Herr Chalikias, begleitet von den Herren Papademos und Papanicolaou; 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, Boot und Brockmeijer; der Gouverneur der Bank of England, Herr Leigh-Pemberton, begleitet von den Herren Loehnis und Kirby; Herr Ortoli, Vizepräsident der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, begleitet von den Herren Russo, Mingasson und Louw; Herr Kees, Sekretär des Währungsausschusses; Herr Jaans, Generaldirektor des Luxemburgischen Währungsinstituts. Zugegen sind ferner die Herren Dalgaard und Raymond, Vorsitzende der Expertengruppen. Ebenfalls anwesend sind der Generalsekretär des Ausschusses, Herr Morelli, und sein Beigeordneter, Herr Bascoul, sowie die Herren Scheller und Mortby und die Herren Lamfalussy und Dagassan.

---

\* Endgültige, in der Sitzung vom 11. September 1984 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige Aenderungen redaktioneller Art aufweist.

I. Billigung der Protokolle der 186. bzw. 187. Sitzung vom 8. Mai bzw. 18. Juni 1984

Der Ausschuss billigt einstimmig das Protokoll der 186. Sitzung vom 8. Mai 1984, dessen Billigung auf die Juli-Sitzung verschoben worden war, vorbehaltlich einiger Aenderungen redaktioneller Art, die im endgültigen Text berücksichtigt werden. Ferner billigt der Ausschuss das Protokoll der 187. Sitzung vom 18. Juni 1984 in der Fassung des Entwurfs.

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

- Vorlage des Berichts über die Entwicklung auf den Devisenmärkten der an der Konzertation teilnehmenden Länder im Juni und in den ersten Julitagen 1984;
- Verabschiedung des Ausschussberichts an die EG-Finanzminister;
- Monatsstatistiken.

Herr Dalgaard kommentiert kurz den dem Protokoll beigefügten Bericht.

A. Referat von Herrn Breen

Der Ausschuss der Stellvertreter wurde von Herrn Dalgaard über einige geringfügige Aenderungen redaktioneller Art informiert, die die "Konzertationsgruppe" für den Bericht über den Monat Juni und die ersten Julitage vorgeschlagen hat. Der Ausschuss der Stellvertreter hatte keine besonderen Bemerkungen zum Bericht selbst, doch kam es zu einer Diskussion über die feste Verfassung des französischen Franc in der letzten Zeit im EWS; diese Entwicklung wurde von den französischen Behörden durch umfangreiche DM-Käufe teilweise wieder in etwas ruhigere Bahnen gelenkt. Es wurde festgestellt, dass ein fundamentaler Wirtschaftsfaktor, nämlich die spürbare Verbesserung der französischen Leistungsbilanz, zur Befestigung des französischen Franc beiträgt. Allerdings beruht die Stärke des Franc auch auf Einflussfaktoren, die jederzeit wieder wegfallen können: dem Zustrom kurzfristiger Gelder in Zusammenhang mit beträchtlichen Kapital-

strömen im Rahmen der "leads and lags" und den Zinsen für französische Francs, die vor allem bei einem Vergleich mit den deutschen Zinssätzen recht attraktiv sind.

#### B. Diskussion des Ausschusses

Herr de la Genière möchte die Äusserungen von Herrn Breen über die Entwicklung des französischen Franc bestätigen und um einige Hinweise ergänzen. Die Befestigung der französischen Währung ist in der Tat zum Teil auf fundamentale Wirtschaftsfaktoren wie die Senkung der Inflationsrate und die Verringerung des Leistungsbilanzdefizits zurückzuführen. Die Jahresteuersatzrate ist von Ende 1983 bis Ende Mai 1984 von 9,5 auf 7,8% zurückgegangen und könnte Ende des Jahres bei etwa 7% liegen. Natürlich ist dies gemessen an der in einigen europäischen Ländern anzutreffenden Preisniveaustabilität immer noch zu hoch, doch ist die Regelmässigkeit, mit der sich die Preissteigerung abschwächt, vielleicht wichtiger als die absolute Höhe. Die Leistungsbilanz ist in den letzten Monaten aufgrund der positiven Entwicklung der Handelsbilanz deutlich besser ausgefallen. Für das zweite Quartal 1984 konnte ein Ueberschuss in Höhe von mehreren Milliarden Francs ausgewiesen werden, so dass sich der Fehlbetrag im ersten Halbjahr auf unter FF 10 Mrd. verminderte. Dieses im zweiten Quartal erzielte Ergebnis dürfte indes nicht zuletzt eine Folge positiver Saisoneinflüsse sein, die namentlich der Reiseverkehrsbilanz zugute kommen.

Des weiteren profitierte der französische Franc von einem Umstand, der nicht so sehr fundamentaler Natur war: dem Zinsgefälle zwischen Deutschland und Frankreich, das bei den kurzfristigen Zinsen etwa 5 1/2 bis 6 Prozentpunkte beträgt. Die relativ feste Verfassung des französischen Franc wurde dazu genutzt, die Interventionssätze der Banque de France am Geldmarkt im gewissen Umfang zu senken. Seit Mai hat die Banque de France ihren Satz dreimal jeweils um 1/4 Prozentpunkt zurückgeführt, so dass er sich Anfang Juli auf 11 1/4% stellte. Folgende zwei Ueberlegungen schränken jedoch den Spielraum für weitere Zinssenkungen ein:

- zum einen sind die Zinsen in den USA genauso hoch wie in Frankreich, was angesichts der in beiden Ländern unterschiedlichen konjunkturellen Entwicklung nicht normal ist;

- zum anderen - und hier handelt es sich wahrscheinlich um einen wichtigeren und dauerhafteren Faktor - ist die Banque de France entschlossen, das Geldmengenwachstum nicht über das für 1984 festgesetzte Ziel von 6% hinausschiessen zu lassen. Die Beschränkung der Kreditvergabe, die das wichtigste Instrument der Geldmengensteuerung darstellt, wirkt seit Anfang des Jahres wegen der geringen Kreditnachfrage überhaupt nicht mehr restriktiv. Die schwache Nachfrage ist nicht nur eine Folge der stagnierenden Industrieproduktion, sondern hängt auch mit den Kreditkosten zusammen (12,5-13% bei den kurzfristigen Krediten an Unternehmen). Würden die Kreditzinsen stark zurückgehen, dann könnte sich die Kreditnachfrage wieder beleben und das Geldmengenwachstum die Zielvorgabe überschreiten.

Herr Leigh-Pemberton berichtet, dass es auf dem Londoner Geldmarkt im Juni bisweilen recht hektisch zugeht. Als die Bank von England eine technische Anpassung der "dealing rates" vornahm, wurde dies von den Marktteilnehmern möglicherweise falsch verstanden. Der zu beobachtende Zinsanstieg spiegelte dann im wesentlichen die Entwicklung in den USA und ihre Rückwirkungen auf das Pfund Sterling wider. Im Juni hat sich der Sterlingkurs effektiv um 2,5% und gegenüber dem Dollar um 5% abgeschwächt. Vom Inland ausgehende Belastungsfaktoren waren z.B. der Bergarbeiterstreik, die nachgebenden Ölpreise und Befürchtungen bezüglich des Kreditwachstums und der Zunahme der Geldmengenaggregate. Da die Kohleförderung 1,5-2% des BSP ausmacht, wird das Sozialprodukt infolge des Bergarbeiterstreiks mit Sicherheit im ersten Quartal um 0,5% und im zweiten Quartal 1984 um 1% niedriger ausfallen. Dagegen hatte dieser Arbeitskampf für die übrigen Bereiche der Wirtschaft keine schwerwiegenden Konsequenzen. Der Energiebedarf kann gedeckt werden, und für das gesamte Jahr dürfte das in der mittelfristigen Planung vorgesehene Wirtschaftswachstum von 3% in etwa erreicht werden. Trotz einer kräftigen Zunahme der Importe (ohne Mineralölerzeugnisse) kann dank der Einnahmen aus den Dienstleistungen und Uebertragungen die Leistungsbilanz mit einem Plus abschliessen. Zur Zeit gibt es keine Anzeichen für eine Beschleunigung der Inflation: Auf Jahresbasis beträgt die Preissteigerungsrate seit über sechs Monaten unverändert 5%. Allerdings könnte sich die Pfundschwäche in dieser Beziehung

als Risikofaktor erweisen und ein erneutes Anziehen der Zinssätze rechtfertigen. So hat sich bereits in jüngster Zeit der Interbankensatz für Dreimonatsgelder auf 11% erhöht. Diese Entwicklung ist eindeutig eine Folge der aussergewöhnlichen Dollarstärke, da sich die Auswirkungen des Bergarbeiterstreiks in Grenzen halten und die Wirtschaftsindikatoren insgesamt nach wie vor ein zufriedenstellendes Bild vermitteln.

Herr Gleske macht einige Angaben zur Situation in Deutschland. Die deutschen Zinssätze haben sich trotz der Anhebung des Diskontsatzes und der Zinsentwicklung in den USA weiterhin als sehr stabil erwiesen. Ohne den Anstieg der US-Zinsen hätten die langfristigen Zinssätze normalerweise sinken müssen, da sich der Finanzierungsbedarf der öffentlichen Hand verringert hat. Diese relative Stabilität des deutschen Zinsniveaus hat allerdings ihren Preis, nämlich die erneute Abschwächung der D-Mark gegenüber dem Dollar. Dennoch ist festzustellen, dass diese Entwicklung bislang nur in äusserst geringem Umfang auf das Preisniveau im Inland durchgeschlagen hat, wobei allerdings die auf längere Sicht zu erwartenden negativen Auswirkungen einer anhaltenden Hausse der amerikanischen Währung nicht übersehen werden dürfen. In der Tat ist in dieser Beziehung eine höchst zufriedenstellende Entwicklung zu registrieren, da der Lebenshaltungskostenindex in den letzten sechs Monaten auf Jahresbasis umgerechnet nur um 1,5% gestiegen ist.

Somit liessen sich zinspolitische Massnahmen weder durch die Preisentwicklung noch durch die Entwicklung der Zentralbankgeldmenge rechtfertigen, deren Zuwachsrates etwas unter dem Mittelwert des Zielkorridors liegt.

Wie zu erwarten, blieb die Schwäche der D-Mark gegenüber dem Dollar auch für das EWS nicht ohne Folgen. Die deutsche Währung hielt sich an der Spitze des engen Bandes, wozu unter anderem auf die Interventionen der Banque de France und der Banca d'Italia beigetragen haben dürften, die zweckmässig zu sein scheinen und angesichts der Dollarstärke Dollarkäufen vorzuziehen sind. Die Entwicklung der Zahlungsbilanz hat möglicherweise ebenfalls in gewissem Umfang den Wechselkurs der D-Mark beeinflusst. So wies die Leistungsbilanz nach einem Defizit im April im Mai einen Ueberschuss von DM 2,8 Mrd. aus. Dies war das Ergebnis einer kräftigen Steigerung der Exporte und somit einer merklichen Verbesserung der Handelsbilanz (+ DM 5 Mrd.). Die Kapitalbilanz war weiterhin negativ, der Fehlbetrag hielt sich jedoch mit DM 1 Mrd. in Grenzen.

Im Zusammenhang mit der Anhebung des Diskontsatzes soll hier kurz erläutert werden, welches Ziel die Deutsche Bundesbank damit verfolgte. Es ging nicht darum, auf die Zinsentwicklung an den Kreditmärkten Einfluss zu nehmen, die im übrigen sowohl im kurzfristigen Bereich (der vor allem auf den Lombardsatz reagiert) als auch im langfristigen gleichgeblieben sind, sondern darum, sich von zwei Erwägungen leiten zu lassen. Zum einen hat die Deutsche Bundesbank angesichts des hohen Liquiditätsbedarfs der Banken bis zum Jahresende beschlossen, nicht mehr wie bisher in unbegrenztem Umfang Lombardkredit zu gewähren, sondern es vorgezogen, die erforderlichen Mittel auf längerfristiger Basis bereitzustellen. Sieht man einmal von Möglichkeiten wie der Senkung der Mindestreservesätze ab, die als Zeichen einer zu expansiven Geldpolitik hätte ausgelegt werden können, blieb als einzige Möglichkeit eine Aufstockung der Rediskontkontingente. Allerdings konnten diese zusätzlichen Fazilitäten nicht zu einem Satz eingeräumt werden, der die Marktzinssätze völlig ausser acht liess, was eine offenkundige Subventionierung bedeutet hätte. Deshalb wurde der Diskontsatz um 1/2 Prozentpunkt heraufgesetzt. Angesichts der Lage der Banken und des zwischen ihnen herrschenden Wettbewerbs dürfte sich diese geringfügige Verteuerung eigentlich nicht auf die Sollzinsen der Banken auswirken. Ausserdem sollte mit der Anhebung des Diskontsatzes der Bundesbank mehr Spielraum sowie die Möglichkeit gegeben werden, in Zukunft gegebenenfalls flexibler auf Entwicklungen an den Geld- und Kapitalmärkten zu reagieren.

Der Tarifkonflikt in der Druck- und in der Metallindustrie konnte beigelegt werden, indem man sich auf eine Senkung der durchschnittlichen Wochenarbeitszeit von 40 auf 38 1/2 Stunden einigte, wobei jedoch die Unternehmen diese Regelung in der Praxis sehr flexibel handhaben können. Berücksichtigt man, dass nur massvolle Lohnerhöhungen vereinbart wurden (2,5-3%), dürfte sich die daraus resultierende zusätzliche Kostenbelastung der Unternehmen 1984 in Grenzen halten. Erst ab 1985 ist mit einer stärkeren Verkürzung der Arbeitszeit zu rechnen, deren Auswirkungen allerdings davon abhängen wird, wie sehr die Unternehmen von den Möglichkeiten flexibler Kapazitätsauslastung Gebrauch machen können. Die Produktionsausfälle infolge der langanhaltenden Streiks könnten indes dazu führen, dass das BSP 1984 statt wie erwartet um 3,5 nur noch um 2,5% wächst, auch wenn es im dritten und vierten Quartal, vor allem nach dem

Auftragseingang in der verarbeitenden Industrie im Mai zu urteilen, zu einem kräftigen Aufschwung kommen könnte.

Herr Lamfalussy hat an Herrn Gleske zwei Fragen: Die erste Frage ist technischer Natur und bezieht sich auf den Unterschied zwischen den von einer Senkung der Mindestreservesätze und den von einer Aufstockung der Rediskontkontingente in Verbindung mit einer Anhebung des Diskontsatzes auf die Geldmengenaggregate ausgehenden Wachstumsimpulse. Die zweite Frage ist allgemeiner Art und hat zum Inhalt, ob sich die Arbeitskonflikte in Deutschland nachhaltiger auswirken könnten (besteht z.B. die Gefahr, dass das Vertrauen in den wirtschaftlichen Aufschwung erschüttert wird).

Die erste Frage beantwortet Herr Gleske dahingehend, dass nach überwiegender Meinung für eine Senkung der Mindestreservesätze nur wenig Spielraum bestand, da diese ohnehin sehr niedrig sind. Ausserdem liefe eine Senkung der Sätze zum einen darauf hinaus, kostenlos Liquidität bereitzustellen, während der Rediskont etwas kostet. Zum anderen beginne sie sofort zu wirken, während die Erhöhung der Rediskontkontingente erst längerfristig Wirkung entfaltet. Um ganz deutlich zu machen, dass die Anhebung des Diskontsatzes keine Einschränkung der Liquidität bedeutete, hat die Bundesbank die anderweitig von ihr zur Verfügung gestellte Liquidität erhöht und dabei den bisherigen Satz beibehalten. Zur zweiten Frage von Herrn Lamfalussy äussert Herr Gleske, dass seiner Ansicht nach die als Ergebnis der Arbeitskämpfe auf die Betriebe zukommende Mehrbelastung verkraftet werden kann und dass alles weitere davon abhängen wird, wie die Unternehmen die hinsichtlich der Wochenarbeitszeit neu geschaffene Flexibilität nutzen werden. Allerdings ist damit zu rechnen, dass sich die Streiks vom letzten Frühjahr langfristig insofern negativ auswirken werden, als das Vertrauen und die Zusammenarbeit zwischen Arbeitgebern und Gewerkschaften erschüttert worden sind.

Der Vorsitzende macht einige Ausführungen zur Lage in Irland. Die Kreditvergabe an den privaten Sektor hat sich nicht allzu stark ausgeweitet: + 0,6% von Mitte April bis Mitte Mai 1984 bzw. + 8,2% aufs Jahr gerechnet. Seit Jahresbeginn hat die Geldmenge nur geringfügig zugenommen. Die Geldmarktsätze sind im Mai und im Juni gleichgeblieben; der Satz für Dreimonatsgelder beträgt etwas weniger als 12,5%. Die Central Bank of Ireland hat ihren Satz von 11,5 auf 11% gesenkt. Die Verbraucherpreise sind von Mai 1983 bis Mai 1984 um 9,7% gestiegen, d.h. die Teuerungs-

rate ist zum ersten Mal seit langer Zeit einstellig. Produktion und Exporte der Industrie haben kräftig zugenommen (die Ausfuhren im zweiten Quartal real um + 14%). Die Freude über diese Zahlen wird jedoch durch folgenden Umstand etwas getrübt: Eine Ueberprüfung der Statistiken durch die zuständigen Stellen hat ergeben, dass vor allem wegen der Repatriierung von Unternehmensgewinnen das Leistungsbilanzdefizit 6% des BSP und nicht wie zuvor errechnet 3% beträgt.

### III. Gedankenaustausch über neuere Entwicklungen bei den öffentlichen Finanzen und haushaltspolitische Konsequenzen

#### A. Referat von Herrn Raymond

Im Oktober 1981 und im Juni 1982 hat die Expertengruppe einen Sonderbericht über die öffentlichen Finanzen vorgelegt. Im Juni 1983 und in diesem Jahr erhielten die Gouverneure die auf den neuesten Stand gebrachten statistischen Uebersichten, die diese Sonderberichte enthielten, sowie eine erläuternde Notiz, die sich im wesentlichen in folgenden vier Punkten zusammenfassen lässt:

1. Die Experten haben festgestellt, dass die öffentlichen Gesamtausgaben in allen EG-Ländern zusammen 1983 weiterhin stärker gestiegen waren als das BSP, auch wenn sich das Wachstum gegenüber 1982 insgesamt verlangsamt hat. In Belgien, Irland und Deutschland ist der Anteil der öffentlichen Ausgaben am BSP sogar zurückgegangen. Demgegenüber war in Griechenland, Italien und in geringerem Masse in den Niederlanden ein deutlicher Anstieg zu beobachten. Für die anhaltende Zunahme der öffentlichen Ausgaben ist nicht der eigentliche Staatsverbrauch verantwortlich, der abgesehen von Griechenland und Italien im allgemeinen nach wie vor wenig Veränderungen aufweist. Die staatlichen Stellen scheinen nunmehr auch die Sozialausgaben besser unter Kontrolle zu haben, jedoch müssen in zunehmendem Masse Haushaltsmittel für Zins- und Tilgungszahlungen auf die Staatsschulden eingesetzt werden.

2. Die Finanzierung der öffentlichen Ausgaben vollzog sich etwas zufriedenstellender als in den Vorjahren. Nicht wenigen Ländern ist es gelungen, die Steuereinnahmen und die Sozialabgaben zu erhöhen, so dass



sich die Abgabenquote weiter erhöht hat. Die Entwicklung der Haushaltsdefizite war von Land zu Land verschieden, in einigen gingen sie zurück, in anderen stiegen sie an. Zur Deckung des erforderlichen Mittelbedarfs wurden in verstärktem Masse die Finanzmärkte, in geringerem Umfang auch die Banken in Anspruch genommen. Ferner wurde versucht, die Staatsschulden zu konsolidieren.

3. In einigen Mitgliedsländern hat die Staatsverschuldung besorgniserregende Ausmasse erreicht, so z.B. in Belgien und in Irland mit 90-115% des BSP. Freilich lassen sich aus einem Vergleich der Staatsverschuldung, einer Bestandsgrösse, mit dem BSP, einer Stromgrösse, keine speziellen Lehren ziehen. Doch birgt eine zu hohe Staatsverschuldung erhebliche Nachteile in sich, worauf die Experten schon des öfteren hingewiesen haben, d.h. die kumulativen Effekte der Zinszahlungen, die Gefahr eines Vertrauensverlustes an den Kapitalmärkten, was dazu führt, dass in den realen Zinssätzen eine Risikoprämie einkalkuliert wird.

4. Die relative Verschlechterung der öffentlichen Finanzen insgesamt ist dem konjunkturellen Erholungsprozess nicht gerade zuträglich. Dagegen lässt sich einwenden, dass in den USA das Bestehen eines hohen Haushaltsdefizits dem Wirtschaftswachstum nicht im Wege stand, doch kann die Situation in den USA zumindest aus zwei naheliegenden Gründen nicht so ohne weiteres auf die in Europa übertragen werden. Zum ersten sind schon aus gesamtwirtschaftlicher Sicht die Haushaltsdefizite gemessen am BSP in manchen europäischen Ländern noch viel höher als in den USA. Ein zweiter Grund liegt darin, dass in den Vereinigten Staaten die Unternehmensstruktur besser, die Unternehmensfinanzierung leichter und die Unternehmenspolitik dynamischer ist als in Europa. Die Verschlechterung der öffentlichen Finanzen kann die Wiedergewinnung eines stetigen Wachstums zumindest in zweifacher Weise behindern: durch das "crowding out" auf den Finanzmärkten und dadurch, dass der Schuldendienst die öffentlichen Finanzen in Mitleidenschaft zieht, ohne dass sich dies positiv auf die produktiven Bereiche der Wirtschaft, ihre Investitionen und ihre Leistungsfähigkeit auswirkt und ohne dass von den öffentlichen Ausgaben ein Multiplikatoreffekt ausgeht.

Somit fällt die abschliessende Beurteilung der Entwicklung der öffentlichen Finanzen durch die Experten differenziert aus und führt zu

dem Schluss, dass eine Besserung der Lage angestrebt werden muss. Die Voraussagen für 1984, die der Notiz als Anlage beigelegt sind, lassen die Absichten der betreffenden Regierungen, hier Abhilfe zu schaffen, erkennen. Diese Absichten sind bereits im Rahmen der Mittelbeschaffung im Jahre 1983 ein wenig deutlich geworden und dürften 1984 in einigen Ländern zu einer gewissen Verringerung des Haushaltsdefizits führen. Allerdings erfolgt die Wiederherstellung des Gleichgewichts häufig über eine Erhöhung der Abgabenlast und nicht über eine Kürzung der staatlichen Ausgaben.

B. Referat von Herrn Breen

Die Stellvertreter diskutierten kurz über die Notiz, die sich mit der Entwicklung der öffentlichen Finanzen in der letzten Zeit befasste und die Ende Juni 1984 übersandt wurde. Sie schlossen sich voll und ganz der Schlussfolgerung der Arbeitsgruppe an, dass der derzeitige Zustand der öffentlichen Finanzen eines der Haupthindernisse für ein ausgewogenes Wirtschaftswachstum ist. Die Sanierung der öffentlichen Finanzen sollte insbesondere auf der Ausgabenseite ansetzen und dazu führen, dass der nominale Ausgabenanstieg unter dem nominalen Anstieg des BSP liegt. Es ist wichtig, das Gewicht darauf zu legen, die Ausgaben in den Griff zu bekommen, denn die Abgabenbelastung ist schon jetzt sehr hoch. Allerdings konnten die Stellvertreter beobachten, dass es in der jüngsten Zeit politische Entwicklungen gegeben hat, die die Gefahr in sich bergen, dass die Entschlossenheit der Behörden, den Anpassungsprozess fortzuführen, nachlässt.

Der Ausschuss der Stellvertreter hat auf die Äusserung hingewiesen, die unten auf Seite 6 und oben auf Seite 7 der englischen Fassung des Berichts zu finden ist und die sich auf die unterschiedlichen Erfahrungen in Europa und in den USA mit den Auswirkungen wachsender Haushaltsdefizite auf den wirtschaftlichen Aufschwung und die Rückkehr zu einem dauerhaften Wachstum bezieht. Die Stellvertreter stimmten zwar den diesbezüglichen Feststellungen in der Notiz der Experten zu, waren jedoch der Meinung, dass andere Faktoren ebenfalls eine Rolle spielen. Insbesondere bestehen zwischen der Haushaltspolitik der Vereinigten Staaten und derjenigen der europäischen Länder Unterschiede: So wird z.B. der produktive Sektor durch die Gewährung von Steuervorteilen bevorzugt behandelt. Die

Erfahrungen in den USA bestätigen, dass es selbst bei einem hohen Haushaltsdefizit in erster Linie auf das Verhältnis der öffentlichen Ausgaben zum nominalen BSP ankommt. Ausserdem scheint der Arbeitsmarkt in den USA viel flexibler zu sein und so einen Abbau der Arbeitslosigkeit zu erleichtern.

### C. Diskussion des Ausschusses

Der Vorsitzende bezieht sich auf eine Stelle in der Expertennotiz, wo davon die Rede ist, dass die Fremdwährungsverbindlichkeiten Irlands 1983 um 7% des BIP zugenommen haben, dass jedoch dieser Anstieg in erster Linie darauf zurückzuführen ist, dass die laufende Verschuldung infolge der Abwertung des irischen Pfundes, vor allem gegenüber dem Dollar, eine Höherbewertung erfuhr. Er fügt hinzu, dass die Staatsverschuldung insgesamt und der unverhältnismässig hohe Anteil der Auslandsverbindlichkeiten ein bedenkliches Ausmass erreicht haben und dass die staatlichen Massnahmen zur Lösung dieses Problems keinesfalls ausreichen. Allerdings ist festzuhalten, dass das Schatzamt seinen Kreditbedarf im Jahre 1983 unter Kontrolle bringen und sogar um fast 4 Prozentpunkte zurückführen konnte. Damit hatte Irland von allen EG-Ländern den kräftigsten Rückgang zu verzeichnen. Die ersten Zahlen für das laufende Jahr zeigen, dass die Kreditaufnahme auch 1984 weiter rückläufig sein dürfte.

Herr Ortoli schliesst sich den Schlussfolgerungen der Experten an und stellt fest, dass sich in der Gemeinschaft seit einigen Jahren das Problembewusstsein in haushaltspolitischen Fragen geschärft hat. Man hat erkannt, dass die gemessen am BSP hohen öffentlichen Ausgaben, die beträchtlichen Haushaltsdefizite und die sich verstärkende Wechselwirkung zwischen staatlicher Verschuldung und Zinsniveau im Rahmen der gegenwärtigen Entwicklung erhebliche Risikofaktoren darstellen und den künftigen Entscheidungsspielraum merklich einengen. Die von den Finanzministern vor noch nicht allzu langer Zeit geführte Diskussion über eine Ankurbelung der Wirtschaft durch Haushaltsmittel ist im Moment so gut wie verstummt. Im Bereich der öffentlichen Finanzen, vor allem bei der Finanzierung der Defizite, sind 1984 und 1985 noch kleinere Fortschritte zu erwarten. Allerdings stossen einige Länder bereits jetzt an die Grenze des Machbaren, was hauptsächlich politisch bedingt ist (Rücksichtnahme auf Koalitionsvereinbarungen, Zusammenarbeit mit den Parlamenten und der Umstand, dass

diese Vorschläge der Regierung oft abändern). Dass weitergehende Schritte nicht so ohne weiteres möglich sind, hängt auch damit zusammen, dass zur Lösung eines Teils der Probleme mittelfristige Programme und Massnahmen erforderlich sind, die sich in der Praxis gesellschaftspolitisch dahingehend auswirken würden, dass die im allgemeinen als wohlverworbene Rechte betrachteten sozialpolitischen Regelungen davon berührt würden. Somit dürften sich in einzelnen Ländern die nächsten Etappen als äusserst schwierig erweisen. Durch niedrigere Zinsen in Verbindung mit einem stärkeren Wirtschaftswachstum wäre eine spürbare Entlastung der Haushalte möglich, jedoch sollte man dies nicht sofort zum Anlass nehmen, den Konsolidierungsprozess zu stoppen.

Herr de la Genière stellt fest, dass aufgrund der Tatsache, dass viel Zeit notwendig ist, um die Struktur der öffentlichen Ausgaben, ihre Entwicklung in Prozent des BSP und die Form ihrer Finanzierung (im wesentlichen aus Steuern) zu ändern, die Expertennotiz den vor einem Jahr gegebenen Lagebericht bestätigt und ein wenig ernüchtert hinzufügt, dass in vielen Ländern die Entschlossenheit der Regierung, auf eine Besserung der Lage hinzuarbeiten, in den Zahlen für 1983 nicht generell zum Ausdruck kommt. In einigen Ländern sind in einem wichtigen Punkt, nämlich bei der Entwicklung der öffentlichen Ausgaben, keinerlei Fortschritte zu erkennen. Denn im Bereich der öffentlichen Finanzen kommt es darauf an, das Gewicht nicht zu einseitig auf die Abgaben zu legen; zuerst sollte man bei den öffentlichen Ausgaben ansetzen und sich erst danach mit der Einnahmenseite befassen. Die USA haben hier ein schlechtes Beispiel gegeben.

Herr de la Genière fragt sich, wie bereits im vergangenen Jahr, was die Gouverneure mit der Expertennotiz machen sollten, die ja sehr interessant ist, über die jedoch nach wie vor Personen diskutieren, die nicht für haushaltspolitische Fragen zuständig sind. Aus verschiedenen Gründen wurde es im Juli 1983 nicht für zweckmässig erachtet, den Finanzministern die vorangegangene Notiz zu übermitteln. Es wäre wünschenswert, diesen Standpunkt zu überprüfen und die Möglichkeit ins Auge zu fassen, die vorliegende Notiz in entsprechender Form zu übermitteln.

Herr Ciampi unterstützt den Vorschlag von Herrn de la Genière. In der Tat verfügen die Gouverneure über keine direkten haushaltspolitischen Kompetenzen, doch beeinflussen die in diesem Bereich getroffenen Beschlüsse in erheblichem Masse die Geldpolitik. So fällt es z.B. der italienischen

Zentralbank wegen der Finanzierung des enormen Haushaltsdefizits viel schwerer, ihre Aufgaben zu erfüllen. Alles spricht also dafür, den Finanzministern die Expertennotiz in geeigneter Form zur Kenntnis zu bringen und gleichzeitig zu erklären, die Gouverneure mögen sie angesichts der Bedeutung der Entwicklung der öffentlichen Finanzen für die Geldpolitik weiterleiten. Herr Ciampi fügt hinzu, dass er soeben an seinen Minister geschrieben hat, um ihm seine Besorgnis hinsichtlich des Kreditbedarfs des Schatzamtes zum Ausdruck zu bringen.

Herr Leigh-Pemberton teilt mit, dass die fortschreitende Verringerung des Kreditbedarfs der öffentlichen Verwaltung, gemessen in Prozent des BSP, Bestandteil der mittelfristigen, auf fünf Jahre angelegten Planung ist. So lassen sich derartige Ziele zwar formulieren, jedoch nicht mit Sicherheit erreichen; dies ist praktisch in dem im März 1984 abgelaufenen Haushaltsjahr eingetreten, in dem der Fehlbetrag in Prozent des BSP nicht niedriger war als im vorangegangenen Haushaltsjahr. Die Regierung bekundete im letzten Sommer ihre Entschlossenheit, Massnahmen zur Senkung der öffentlichen Ausgaben zu ergreifen, als die Vorausschätzungen für das laufende Jahr eine Erhöhung des Kreditbedarfs gegenüber dem im Budget vorgesehenen Betrag erkennen liessen. Im übrigen hat die britische Regierung, wie im Anhang zur Expertennotiz erwähnt, im Rahmen ihrer äusserst positiv zu bewertenden Öffentlichkeitsarbeit ein "green paper" herausgegeben, in dem die voraussichtliche Entwicklung der öffentlichen Finanzen in den kommenden zehn Jahren vor allem unter Berücksichtigung der gesamtwirtschaftlichen Prognosen und der demographischen Trends dargestellt wird.

Herr Duisenberg weist darauf hin, dass die Zahlen über das Haushaltsdefizit der Niederlande die tatsächlich erzielten Fortschritte wahrscheinlich nicht deutlich genug machen, da einige zuvor ausserhalb des Haushalts verbuchte Ausgaben nunmehr in diesen aufgenommen wurden. Er ist ebenfalls dafür, wie von Herrn de la Genière vorgeschlagen, die Notiz den Finanzministern zu übermitteln und sie dabei darauf aufmerksam zu machen, dass die bislang eingetretenen Verbesserungen recht bescheiden ausgefallen sind und dass es angebracht wäre, einen konsequenten haushaltspolitischen Kurs beizubehalten. So hat sich die in den meisten EG-Ländern zu verzeichnende konjunkturelle Erholung positiv auf die öffentlichen Finanzen ausgewirkt, doch müssen weitere Anstrengungen unternommen werden, um die strukturellen Ungleichgewichte zu beseitigen.

Herr Gleske weist darauf hin, dass der Haushaltsentwurf für 1985 soeben in Deutschland verabschiedet worden ist; wie schon in den Jahren 1984 und 1983 soll die Zuwachsrates der Ausgaben (+ 3%) unter der des realen BSP liegen. Der Anteil der öffentlichen Ausgaben am BSP ist zwar nur leicht, aber mit Sicherheit rückläufig und wird zum ersten Mal für die gesamten öffentlichen Haushalte die 50%-Marke unterschreiten. Erreicht werden soll dies vor allem dadurch, dass die Beamtenbezüge nicht erhöht und in einigen Bundesländern Personaleinsparungen vorgenommen werden. Die geplanten Steuererleichterungen in Höhe von DM 20 Mrd. sollen in zwei Stufen verwirklicht werden: zuerst 1986 und dann 1988, wenn durch die Senkung der öffentlichen Ausgaben der für eine gefahrlose Verringerung der Einnahmen erforderliche Spielraum geschaffen worden ist.

Herr Gleske unterstützt nachdrücklich den Vorschlag von Herrn de la Genière, den Finanzministern die Notiz über die öffentlichen Finanzen zu übermitteln. Auch wenn die Zentralbanken in diesem Bereich nicht unmittelbar über die notwendigen Kompetenzen verfügen, ist nicht zu leugnen, dass sich die staatliche Haushalts- bzw. Finanzpolitik direkt auf die Geldpolitik auswirkt. So ist das relativ niedrige Zinsniveau in Deutschland zum Teil auf die derzeitige Konsolidierung der öffentlichen Finanzen zurückzuführen.

Herr Hoffmeyer stimmt der Uebermittlung der Notiz über die öffentlichen Finanzen an die Finanzminister zu. Dieser Punkt könnte eventuell auf die Tagesordnung des informellen Treffens der Minister und Gouverneure am 15. und 16. September in Irland gesetzt werden. Die Notiz könnte den Unterlagen der Teilnehmer beigelegt werden, und der Ausschussvorsitzende könnte dann einige Worte dazu sagen.

Herr Ortoli ist der Meinung, dass man diesen Punkt wegen der Kürze des informellen Treffens und der Vielzahl der bereits für eine Diskussion vorgesehenen Themen nicht auf die Tagesordnung setzen kann.

Herr Lamfalussy fragt sich, warum in der Expertennotiz und im Referat von Herrn Raymond nicht der Unterschied zwischen einem strukturellen und einem konjunkturellen Defizit angesprochen wird. Diese Unterscheidung ist zwar mit grundlegenden Einwänden und statistischen Schwierigkeiten verbunden, sie ist jedoch in den Vereinigten Staaten und bei der OECD durchaus üblich.

Herr Chalikias äussert einige Vorbehalte hinsichtlich der Uebermittlung der Notiz über die öffentlichen Finanzen an die Finanzminister. Die Gouverneure verfügen in diesem Bereich über keine direkten Kompetenzen, und einige Politiker könnten versucht sein, die im Vergleich zu anderen Ländern günstigere Situation auszunutzen. Eine bessere Kontrolle der öffentlichen Ausgaben ist nach wie vor sicherlich notwendig, doch hängt in Griechenland das Problem in erster Linie mit den Steuereinnahmen zusammen. Diese haben in den siebziger Jahren nur in sehr geringem Umfang zugenommen. In den beiden letzten Jahren fiel die Zunahme viel stärker aus. Zur Zeit geht es nicht darum, die Steuersätze zu ändern, sondern das Steueraufkommen zu steigern und Steuerhinterziehung bzw. -flucht zu bekämpfen.

Der Vorsitzende stellt fest, dass der Vorschlag, die Notiz über die öffentlichen Finanzen, ergänzt um eine Einleitung und vielleicht unter Vornahme einiger geringfügiger Korrekturen redaktioneller Art, den Finanzministern zu übermitteln, ziemlich breite Zustimmung findet. Die Notiz könnte den Ministern entweder direkt zusammen mit einem Begleitschreiben oder indirekt über den Währungsausschuss, in dem die Finanzministerien vertreten sind, übermittelt werden, so dass die Gouverneure individuell entscheiden könnten, wie sie die Notiz im Rahmen ihrer Zusammenarbeit mit dem Minister ihres Landes verwenden möchten.

Herr Ciampi sähe es lieber, wenn die Notiz direkt den Finanzministern zugesandt würde.

Herr de la Genière ist der gleichen Meinung. Er vertritt die Auffassung, dass - entsprechende Vorkehrungen vorausgesetzt - die Mitteilung der Gouverneure an die zuständigen Personen, d.h. die Minister zu richten sei.

Der Vorsitzende stellt fest, dass sich der Ausschuss darüber einig ist, die Notiz über die öffentlichen Finanzen direkt an die Finanzminister zu senden. Zu diesem Zweck wird das Sekretariat ein schriftliches Verfahren einleiten, um eventuelle Aenderungswünsche der Gouverneure bezüglich des Textes einzuholen und ein Begleitschreiben des Ausschussvorsitzenden auszuarbeiten.

Auf die Frage von Herrn Lamfalussy erwidert Herr Raymond, dass sich die Expertengruppe nicht auseinandergesetzt hat, dass bei Haushaltsdefiziten zwischen einer konjunkturellen und einer strukturellen

Komponente unterschieden werden kann. Die Experten vertraten den Standpunkt, dass dieses Problem bereits von anderer Seite, insbesondere von der OECD, wissenschaftlich untersucht worden ist, vor allem aber hegen sie grosse Bedenken bezüglich der Bedeutung und der Fundiertheit einer derartigen Unterscheidung. Die Zentralbanken sehen sich Haushaltsdefiziten gegenüber, die, seien sie nun strukturell oder konjunkturell bedingt, finanziert werden müssen und die sich auf die Geldschöpfung, das Zinsniveau und die Geldpolitik insgesamt auswirken. Dieser Wirkungszusammenhang beruht auf dem Ausmass der öffentlichen Ausgaben und der Staatsverschuldung, und zwar unabhängig davon, ob die Einflussfaktoren struktureller oder konjunktureller Art sind. Ausserdem scheint die Unterscheidung lediglich akademischen Wert zu haben, denn zur Beseitigung eines konjunkturellen Defizits müsste quasi der Zustand der Vollbeschäftigung wieder erreicht werden, womit in den nächsten Jahren kaum zu rechnen sein dürfte. Deshalb könnten die derzeitigen Defizite, auch wenn sie sich als konjunkturell bezeichnen liessen, nur durch strukturelle Massnahmen beseitigt werden, z.B. mit Hilfe einer Aenderung der Besteuerungsgrundlagen bzw. der Steuersätze oder der Art der öffentlichen Ausgaben. Schliesslich bestünde die Gefahr, dass die Mitteilung der Gouverneure an die Minister dadurch in ihrer Aussage abgeschwächt würde, dass man allzu deutlich darauf verweist, dass die Haushaltsdefizite ausschliesslich oder in der Hauptsache konjunkturell bedingt sind.

Herr Lamfalussy räumt zwar ein, dass Herr Raymond und die Experten in ihrer Argumentation recht haben, dass er jedoch, und hier schliesst er sich der Aeusserung von Herrn Duisenberg an, der Ansicht ist, dass der konjunkturelle Aufschwung in den EG-Ländern mit Sicherheit ausreichen wird, um in den meisten Mitgliedstaaten eine Besserung der Lage der öffentlichen Haushalte herbeizuführen. Indes könnte angesichts derartiger Fortschritte der falsche Eindruck entstehen, dass sich der Zustand der öffentlichen Finanzen grundlegend gebessert habe.

Herr Ortoli weist darauf hin, dass er auf der Ministerratstagung in Brüssel vom 9. Juli 1984 eine ähnliche Auffassung vertreten hat wie Herr Duisenberg. Er wolle nicht näher auf die Unterscheidung zwischen strukturellen und konjunkturellen Defiziten eingehen, doch sei nicht von der Hand zu weisen, dass in mehreren Ländern bestimmte Positionen des Haushalts, vor allem die öffentlichen Schulden und die Zinszahlungen, in



unkontrollierbarem Ausmass anwachsen. Der Staat habe seine Ausgaben nicht mehr im Griff, und der Haushalt biete aufgrund seiner Zusammensetzung keine Möglichkeit mehr, auf die wirtschaftliche Entwicklung Einfluss zu nehmen. Es dürfte somit wichtig sein, die Aufmerksamkeit der Minister auf das Weiterbestehen gefährlicher mittelfristiger Tendenzen zu lenken. Herr Ortoli fügt hinzu, dass er, wenn die Gouverneure ihre Mitteilung übersenden, die Absicht hat, selbst ein persönliches Schreiben an die Minister zu richten und darauf hinzuweisen, dass nach der Diskussion im Ministerrat die Gouverneure ebenfalls über das Thema öffentliche Finanzen diskutiert und dabei die gleichen Ansichten und Bedenken geäußert haben, wie er sie persönlich dem Ministerrat vorgetragen hat.

Der Vorsitzende stellt fest, dass die Diskussion der Gouverneure an einem Schlusspunkt angelangt ist. Diese Diskussion hat interessante Einsichten, aber auch Bedenken zutage gefördert, die den Ministern somit zur Kenntnis gebracht werden.

#### IV. Gedankenaustausch über Möglichkeiten für eine Stärkung des EWS auf der Basis der vorläufigen Ergebnisse der von den Experten und den Stellvertretern unternommenen Studien

Der Vorsitzende erinnert daran, dass die Arbeiten über die Möglichkeiten einer Stärkung des EWS im Anschluss an das informelle Treffen der Finanzminister und Zentralbankpräsidenten der Gemeinschaft vom Mai 1984 in Angriff genommen worden waren.

##### A. Referat von Herrn Breen

Der Ausschuss der Stellvertreter hatte eine lange Aussprache über den Bericht der "Dalgaard-Gruppe" zu den Möglichkeiten einer Verstärkung des EWS. Dieser Bericht, der im Mai vom Ausschuss der Stellvertreter verlangt worden war, befasst sich mit den folgenden drei Hauptthemen:

- den Möglichkeiten für eine verbesserte Verwendung der ECU bei innergemeinschaftlichen Transaktionen zwischen den EG-Zentralbanken;
- der Möglichkeit einer Aufnahme anderer Zentralbanken in den Kreis der Verwender offizieller ECU;

- den Vorteilen einer Teilnahme des Pfund Sterling am Wechselkursmechanismus des EWS und einer möglichen schrittweisen Verringerung der erweiterten Schwankungsmarge der italienischen Lira.

Es wurde allerdings darauf hingewiesen, dass diese Themen Teil eines grösseren Fragenkomplexes sind, mit dem sich der Währungsausschuss gegenwärtig in einigen Punkten befasst, so beispielsweise mit der Liberalisierung des Kapitalverkehrs. Dieser Komplex wird Mitte September von den Finanzministern und den Zentralbankpräsidenten der Gemeinschaft auf ihrem informellen Treffen teilweise oder in seiner Gesamtheit geprüft werden.

1. Der grösste Teil der Diskussion der Stellvertreter war dem erstgenannten Thema gewidmet, also der Prüfung der Möglichkeiten für eine verbesserte Verwendung der ECU. Es wurde betont, dass das zwischen den Schuldnerländern und den Gläubigerländern unter den gegenwärtigen EWS-Vereinbarungen bestehende delikate Gleichgewicht im Falle jeglicher Aenderung erhalten bleiben muss. Die Stellvertreter befassten sich mit den folgenden Punkten:

- Aufhebung der für die ECU geltenden Akzeptanzgrenze von 50%;
- Einführung eines Kumulierungsplafonds zur Verringerung des Risikos einer übermässigen Anhäufung von ECU durch Gläubigerzentralbanken;
- Einrichtung eines Systems der Mobilisierung von Nettogläubigerpositionen in ECU;
- Einführung einer marktabhängigen Verzinsung der ECU-Nettopositionen.

Die Stellvertreter betonten, dass das gute Funktionieren des gegenwärtigen Systems mehr der engen Zusammenarbeit der Zentralbanken als dem Regelwerk zu verdanken ist. Einige Stellvertreter vertraten die Auffassung, dass eine ausgewogene Mischung der obengenannten Teilaspekte die Stellung der ECU festigen und ihre Verwendung verbessern würde. Andere sind der Auffassung, dass das Ersetzen der Akzeptanzgrenze von 50% durch ein System individueller Kumulierungsobergrenzen einige Probleme aufwerfen würde. Erstens sind verschiedene Verfahren zur Festsetzung der Kumulierungsplafonds denkbar, und keines hat bisher allgemeine Zustimmung gefunden. Zweitens könnte die Anwendung eines Systems von Kumulierungsobergrenzen komplizierte Regeln zur Umverteilung der die Plafonds übersteigenden

ECU-Nettoguthaben mit sich bringen. Schliesslich könnten diese Regeln für die Schuldner das Risiko beinhalten, dass sie ungleich behandelt würden, wenn sie ihre ECU-Guthaben einsetzen möchten, und dass sie unter gewissen Umständen grösseren Einschränkungen bei der Verwendung ihrer ECU unterworfen wären, als dies unter dem gegenwärtigen System der Fall ist.

Es wurde auch die Ansicht vorgetragen, dass eine Aufhebung der Akzeptanzgrenze von 50% nur dann wirklich eine umfassendere Verwendung der ECU nach sich zöge, wenn die ECU zum Ausgleich der intramarginalen Interventionen eingesetzt werden könnte.

Die Mehrheit der Stellvertreter sieht keine Schwierigkeiten für eine Anhebung der derzeitigen Verzinsung der ECU-Nettopositionen.

Die Stellvertreter beabsichtigen, ihre Arbeiten über mögliche Verbesserungen bei der Verwendung der ECU fortzusetzen.

2. Der Bericht, den die Stellvertreter den Zentralbankpräsidenten für ihre Sitzung am 11. September vorzulegen gedenken, behandelt demnach im wesentlichen den Punkt "Verwendung der ECU" und ferner

- die Möglichkeit einer Ausdehnung des Kreises der Verwender offizieller ECU auf nicht der Gemeinschaft angehörende Zentralbanken,
- die Vorteile, die eine Teilnahme des Pfund Sterling am Wechselkursmechanismus für das EWS haben könnte,
- die Möglichkeiten einer schrittweisen Verringerung der erweiterten Schwankungsmarge der italienischen Lira.

#### B. Diskussion des Ausschusses

Der Vorsitzende betont, dass die das EWS betreffenden Sachfragen in der Ausschusssitzung am 11. September erörtert würden; sollten indes einige Zentralbankpräsidenten im gegenwärtigen Stadium einige Ueberlegungen vorzubringen oder Akzente zu setzen wünschen, so könnten die Sommeraktivitäten davon nur profitieren.

Herr de la Genière führt aus, dass es auf der Grundlage der seit fast zwei Monaten geleisteten Expertenarbeit möglich ist, bereits jetzt einige Akzente zu setzen. Zwar mögen divergierende Ansichten über die gemachten Vorschläge bestehen, und es sei mit Sicherheit angesichts der vorgerückten Stunde und der Abwesenheit einiger Zentralbankpräsidenten

nicht mehr daran zu denken, heute einen Standpunkt festzulegen; gleichwohl müsste im September endgültig Stellungnahme bezogen werden, damit die Zentralbankpräsidenten während des informellen Treffens von Mitte September den Ministern mitteilen könnten, wozu sie innerhalb des Zuständigkeitsbereichs der Zentralbanken bereit oder nicht bereit sind. Für den Kompetenzbereich der Minister könnten sie dann ihre Vorstellungen und Wünsche zum Ausdruck bringen.

Die Erfahrungen der vergangenen fünf Jahre hätten gezeigt, dass das EWS gut funktioniert und Wechselkurs- wie Kreditmechanismus ihre Funktion selbst in Zeiten extremer Spannungen korrekt erfüllt hätten. Es sei deshalb nur folgerichtig, von einer Aenderung dieser Mechanismen abzusehen. Hingegen habe die Praxis Probleme in Zusammenhang mit der ECU zutage treten lassen, die zwar nicht schwerwiegend für das EWS seien, gleichwohl aber einige Verbesserungen rechtfertigten. Die EG-Zentralbanken verspürten offensichtlich wenig Neigung, ECU über ihre Erstzuteilung hinaus anzusammeln. Es gebe hierfür im wesentlichen zwei Gründe: erstens die Unmöglichkeit, ECU-Bestände direkt für Interventionen auf den Devisenmärkten einzusetzen, und zweitens die zu niedrige Verzinsung. Die von den Stellvertretern geprüften Vorschläge stellten ein kohärentes Ganzes dar, das Möglichkeiten aufzeige, die zwar keine beträchtlichen Veränderungen darstellten, gleichwohl aber die Verwendung der ECU erleichtern würden.

Unter Bezugnahme auf die im Expertenbericht Nr. 52 enthaltenen Vorschläge und Alternativen nennt Herr de la Genière seine Präferenzen:

- Aufhebung der Akzeptanzgrenze von 50%, wie sie für den Saldenausgleich in ECU gilt, bei gleichzeitiger Einführung individueller Kumulierungsplafonds für die ECU;
- einfache und relativ hohe Kumulierungsobergrenzen (das Dreifache der Gläubigerquoten im kurzfristigen Währungsbeistand), um zu vermeiden, dass Schuldner unter bestimmten Bedingungen nicht den Saldenausgleich zu 100% in ECU vornehmen können;
- die Möglichkeit für den Gläubiger, die die Obergrenze übersteigenden ECU-Beträge auf die anderen Zentralbanken im Verhältnis zu deren unterhalb ihres Plafonds noch nicht beanspruchten Marge zu verteilen;
- Einräumung der Möglichkeit, die unterhalb der Obergrenze kumulierten ECU beim EFWZ zu mobilisieren;

- höhere Verzinsung der ECU-Nettopositionen;
- Einräumung der Möglichkeit für den EFWZ, bei - der Gemeinschaft nahestehenden - Zentralbanken von Drittländern, die im Rahmen von Swapgeschäften mit Zentralbanken der Gemeinschaft ECU erworben haben, ECU-Konten zu eröffnen.

Herr Duisenberg schickt zunächst voraus, dass er keine Schwierigkeit sehe, die Verzinsung der ECU anzuheben, und beschränkt sich in der Folge auf die im Expertenbericht enthaltenen Ueberlegungen und Vorschläge. Der Bericht enthalte einhellig formulierte Auffassungen, die interessant seien, wie beispielsweise die folgenden: Der Qualität der Zusammenarbeit komme dieselbe Bedeutung wie den Regeln zu, und die Erfahrungen der letzten fünf Jahre seien diesbezüglich ermutigend; das derzeitige System habe in zufriedenstellender Weise funktioniert; die bestehenden Regeln über die Verwendung von ECU stellten ein delikates ausgewogenes Ganzes verschiedener Bestandteile dar, das im Falle einer Modifizierung zu erhalten sei. Die Akzeptanzgrenze von 50% weise bedeutende Vorzüge auf, der Schuldner könne immer sicher sein, ECU bei entsprechender Verwendung anderer Reserveaktiva zum Saldenausgleich verwenden zu können, während sich beim Gläubiger ECU ansammeln können, der gleichzeitig aber auch andere Aktiva erhalte. Dieses System sei einfach, enthalte ein Stabilisierungselement und gewährleiste tendenziell eine ausgewogene Zusammensetzung der Reserven der Länder der Gemeinschaft. Ein System von Kumulierungsobergrenzen erscheine komplizierter und gebe insbesondere dann für den Saldenausgleich ernste Probleme auf, wenn der Gläubiger seinen Kumulierungsoberplafond erreicht habe. Denn eine automatische Umverteilung würde den anderen Zentralbanken eine Aenderung der Zusammensetzung ihrer Reserven aufnötigen, während die Möglichkeit, von der Umverteilung ausgenommen zu werden, zur Konsequenz hätte, dass der EFWZ einen "Designierungsplan" nach dem Muster des IWF aufstelle. Dies wäre eine bedeutende, aber wenig zweckmässige Entwicklung hin zu einem europäischen IWF. Würde man die Kumulierungsobergrenzen verhältnismässig niedrig ansetzen, um sie praktikabel zu machen, so gäbe es zudem ein ständiges Drängen, diese anzuheben.

Die Stellvertreter sollten deshalb ihre Arbeit fortsetzen, um vor allem die Tragweite und Konsequenzen der Kumulierungsobergrenze zu klären.

Herr Leigh-Pemberton ist der Auffassung, dass es zwischen den Zentralbankpräsidenten beträchtliche Meinungsunterschiede hinsichtlich der Wahlmöglichkeiten gebe. Die Zahl der vorgeschlagenen Varianten sei hoch, und diese seien noch nicht ausreichend ausgefeilt. Die Stellvertreter sollten deshalb ihre Studien fortsetzen und insbesondere die Folgen und Auswirkungen der Vorschläge der Experten und der von Herrn de la Genière vorgetragene Prioritäten prüfen. Dadurch würde den Zentralbankpräsidenten eine bessere Behandlung des Fragenkomplexes im September ermöglicht.

Herr Magnifico erklärt, die Banca d'Italia sei prinzipiell für eine Stärkung des EWS mittels einer verbesserten Verwendbarkeit der ECU. Es sei freilich nicht offensichtlich, dass ein Ersetzen der Akzeptanzgrenze von 50% durch eine Kumulierungsobergrenze einen Fortschritt bedeute; es müsste gelingen, die Akzeptanzgrenze ohne die Einführung einer neuen Begrenzung aufzuheben. Eine höhere Verzinsung der ECU sei wichtig, wolle man, dass dieses Instrument einen realistischeren Status erhalte und der Kreis von ECU-Verwendern auf nicht der Gemeinschaft angehörende Zentralbanken erweitert werde.

Eine Reduzierung der breiteren Schwankungsmarge der Lira sei nicht ausgeschlossen, setze aber voraus, dass in Italien noch beträchtliche Fortschritte bei der binnenwirtschaftlichen Stabilisierung erzielt werden; sie müsse zudem innerhalb eines umfassenderen Kontextes unter Einschluss der Stärkung des EWS, der Teilnahme des Pfund Sterling am Wechselkursmechanismus und von Fortschritten bei der finanziellen Integration geprüft werden.

Herr Godeaux hält das von den Stellvertretern für die Arbeiten bis September angeregte Verfahren für zweckmässig. In der Sache selbst habe er Zweifel, ob die in Aussicht genommenen kleinen Schritte in die richtige Richtung wiesen. Zu Recht unterstrichen der Expertenbericht und Herr Duisenberg das delikate Gleichgewicht des gegenwärtigen Systems und die Gefahren, die darin bestünden, es durch ein kompliziertes und nicht erprobtes System ersetzen zu wollen. Er habe Zweifel am Wert der insgesamt vorgeschlagenen Massnahmen, ohne diese im derzeitigen Stadium bereits in vollem Umfang und endgültig gewürdigt zu haben. Im übrigen schienen ihm die Bezugnahmen auf das SZR und auf mögliche Designierungsbefugnisse des EFWZ den Rahmen rein technischer Aspekte zu sprengen.

Herr Hoffmeyer teilt die Ausführungen von Herrn Duisenberg und erklärt, dass er für eine Verbesserung der Verwendung der ECU sei, eine Verbesserung, die sich aus einer höheren Verzinsung ergeben müsste. Ansonsten erscheine es ihm unnötig, die derzeitigen, einfachen Regeln durch neuere, kompliziertere Bestimmungen zu ersetzen. Angesichts der Schwierigkeiten, die die vorgeschlagenen Verteilungs- und Mobilisierungsmechanismen aufwerfen würden, könnte man sich für den Augenblick darauf beschränken, die Akzeptanzgrenze für die ECU geringfügig von 50 auf 60% anzuheben.

Herr Gleske hebt wie Herr Duisenberg die Passagen des Berichts Nr. 52 hervor, in denen festgestellt wird, dass das EWS deshalb zufriedenstellend funktioniert habe, weil die bestehenden Regeln in sehr pragmatischer Weise und im Geiste guter Zusammenarbeit angewandt worden seien. Er erinnert daran, dass die Annahmegrenze von 50% für den Saldenausgleich in ECU von Anfang an dem deutschen Anliegen entsprach, den Gläubiger davor zu schützen, dass sich bei ihm überhöhte Bestände eines nur beschränkt verwendbaren Reserveinstruments anhäufen. Die Deutsche Bundesbank sei gleichwohl aufgeschlossen gegenüber jeder anderen Lösung, die dieselbe Ausgewogenheit gewährleisten und denselben Zweck verfolgen würde. Aus den Untersuchungen der Experten gehe hervor, dass eine anderweitige Formel zweifellos komplizierter als die gegenwärtigen Bestimmungen wäre, so dass man diesen Nachteil gegenüber dem Vorteil einer umfassenderen Verwendung der ECU beim Saldenausgleich abwägen müsste. Die Stellvertreter sollten die sich stellenden Probleme weiter untersuchen und ausleuchten; so müsste man möglicherweise genaue oder sogar automatische Regeln für den Fall vorsehen, dass die Kumulierungsobergrenze für ECU erreicht werde und ein Schuldner noch weitere Saldenausgleichstransaktionen vorzunehmen habe. Im übrigen sei es sehr unwahrscheinlich, dass der Zentralbankrat der Bundesbank sowohl eine Kumulierungsobergrenze, die dem Dreifachen der Gläubigerquote im kurzfristigen Währungsbestand gleichkomme, als auch die Möglichkeit, die Verbindlichkeiten im EWS zu 100% in ECU auszugleichen, akzeptiere.

Was die Verzinsung der ECU angehe, so sei die gegenwärtige Formel, die auf den Diskontsätzen basiere, nicht mehr zeitgemäss; sie sollte durch eine Lösung ersetzt werden, die sich an den Gegebenheiten auf dem Markt orientiere.

Herr Ortoli ist der Meinung, dass das EWS, das erfolgreicher war, als viele gedacht hätten, zwei grosse Verdienste aufzuweisen hätte: Einerseits habe es Wechselkursbeziehungen aufrechterhalten, die - differenziert betrachtet - die einzigen auf der Welt seien, die in etwa den fundamentalen Wirtschaftsgegebenheiten entsprächen; andererseits habe es ein Auseinanderbrechen des gemeinsamen Marktes verhindert, wie es sich aus einem ungeordneten Floating ergeben hätte. Folglich wäre jede, auch begrenzte Verbesserung ein weiterer Beweis für das gemeinsame Engagement und das in das System gesetzte Vertrauen. Wie vor zwei oder drei Jahren, als die Kommission bewusst keinen institutionellen Schritt vorgeschlagen habe, beziehe sie auch jetzt keine extreme Position; gleichwohl trete sie lebhaft für begrenzte Fortschritte im Rahmen einer umfassenderen Verwendung der ECU ein. Zwar komme hier dem Aspekt der Verzinsung eine wichtige Bedeutung zu, doch sei er nicht der einzige. Das Ersetzen der gegenwärtigen Beschränkungen durch eine neue Regelung in Gestalt von Kumulierungsobergrenzen sei nicht unbedingt eine schlechte Lösung. Von grosser Bedeutung sei hier die Höhe der Obergrenze; werde diese in vernünftiger Weise festgesetzt, schwinde die Furcht vor einem komplizierten Mechanismus beträchtlich, wobei eine etwaige Umverteilung der die Obergrenze übersteigenden ECU-Bestände so einfach wie möglich gestaltet werden müsste. In diesem Zusammenhang sollten die dem EFWZ eventuell zu übertragenden Aufgaben keine institutionellen Vorbehalte aufkommen lassen, denn der EFWZ sei seinerzeit nicht nur als eine bloss kontoführende Stelle geschaffen worden.

Herr Ortoli räumt ein, dass noch zusätzliche Expertenarbeit vonnöten sei, um vor allem die Tragweite und die Auswirkungen der verschiedenen Konzepte und etwaigen Änderungen zu klären. Gleichwohl sei es wünschenswert, dass der Ausschuss während des informellen Treffens der Finanzminister und Zentralbankpräsidenten am 15. und 16. September 1984 mehr als nur einen "progress report" vorlege und die Punkte angebe, über die eine Einigung möglich sei, und jene nenne, über die zum gegebenen Zeitpunkt noch eine Entscheidung getroffen werden müsse.

Der Vorsitzende stellt fest, dass der Ausschuss eine recht ausführliche Diskussion gehabt hat, in deren Verlauf den Stellvertretern von verschiedener Seite Informationen und Hinweise gegeben wurden. Der Ausschuss werde in seiner Sitzung am 11. September erneut auf diese



Angelegenheit zurückkommen und sich mit Blick auf das informelle Treffen am 15. und 16. September auf einen mehr ins einzelne gehenden Standpunkt zu einigen versuchen. Die Stellvertreter würden im Hinblick auf die Diskussion am 11. September einen Schlussbericht vorbereiten, wobei sie bestrebt wären, insbesondere die positiven Aspekte der von ihnen heute vorgebrachten Ideen herauszuarbeiten. Einige Gedanken schienen bereits jetzt eine gewisse Zustimmung zu finden, und es gebe wohl keine von vornherein ablehnende Haltung. Wenn auch nicht gewährleistet sei, dass die Zentralbankpräsidenten im September definitiv Stellung zur Verabschiedung bestimmter Massnahmen beziehen könnten, so könnte der Ausschuss zumindest seine Bereitschaft und seinen Willen bekunden, mit der Prüfung bestimmter, genau präzisierter Ideen fortzufahren.

Herr de la Genière regt an, dass die Gouverneure im Falle einer erneuten Erörterung des EWS in ihrer Sitzung am 11. September diese Frage als Punkt II unmittelbar nach der Billigung des Protokolls auf die Tagesordnung setzen.

Der Vorsitzende erklärt, dass dieser Vorschlag in die Tat umgesetzt werden kann.

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

Es liegen keine weiteren Fragen vor.

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

Die nächste Sitzung findet am Dienstag, dem 11. September 1984, um 10.00 Uhr in Basel statt.

\* \* \*

Vor Schliessung der Sitzung legt der Vorsitzende Wert darauf, Herrn Godeaux im Namen des Ausschusses zu dessen Ernennung zum Präsidenten der BIZ und Vorsitzenden des Verwaltungsrats zu beglückwünschen. Die

Zentralbankpräsidenten wünschten ihrem Kollegen viel Erfolg in seinen neuen Aemtern.

Der Vorsitzende fügt hinzu, dass Herr G. Lefort zum letzten Mal an einer Sitzung des Ausschusses teilnimmt; er bringt ihm gegenüber den Dank und die Wertschätzung der Zentralbankpräsidenten für seinen äusserst wertvollen, langjährigen Beitrag zu den Arbeiten des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten und des Ausschusses der Stellvertreter zum Ausdruck und wünscht ihm im Namen des Ausschusses alles Gute für einen glücklichen und aktiven Ruhestand.

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

—————  
JUNI 1984  
—————

Der vorliegende Bericht gibt einen Ueberblick über die Entwicklung auf den Devisenmärkten der Länder der an der Konzertation beteiligten Zentralbanken\* und über deren Interventionen im Juni und in den ersten Julitagen 1984.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Während des Monats Juni zeigten sich auf den Devisenmärkten folgende Haupttendenzen:

- Der Zinsvorsprung des Dollars vergrösserte sich trotz leichter Zinsauftriebstendenzen in verschiedenen europäischen Ländern, die am Monatsende auch in Leitzinserhöhungen einzelner Notenbanken zum Ausdruck kamen.
- Vor diesem Hintergrund und weiter nach oben gerichteter Zinserwartungen stieg der Kurs des US-Dollars gegenüber allen anderen Währungen unter starken Schwankungen erneut an, wobei er das Kursniveau des Vormonats zeitweise überschritt und in einigen Fällen neue historische Höchststände erreichte.
- Im EWS war die Kursentwicklung weiterhin frei von Spannungen, wengleich es auch wieder zu intramarginalen DM-Interventionen kam.

---

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

- Das Pfund Sterling, der Schweizer Franken und der Yen waren von der Dollarfestigkeit stärker betroffen als die am EWS-Wechselkursmechanismus teilnehmenden Währungen.

Nachdem sich der US-Dollar Anfang Juni nochmals beträchtlich abgeschwächt hatte, verzeichnete er anschliessend einen im weiteren Monatsverlauf fast ununterbrochenen Kursanstieg; dabei erreichte oder überschritt er das Kursniveau von Anfang Mai. Befürchtungen bezüglich der US-Banken traten in den Hintergrund, und die vom Markt gehegte Erwartung, dass die Federal Reserve zur Beruhigung der Kreditmärkte beträchtliche Liquidität bereitstellen würde, schwand. Anzeichen für einen stärker als erwartet ausfallenden Konjunkturverlauf (nach ersten Schätzungen stieg das Bruttosozialprodukt im zweiten Quartal 1984 um 5,7%) führten im Markt zu der Erwartung, dass die Federal Reserve in Kürze ihren geldpolitischen Kurs verschärfen würde. Diese Erwartung und der saisonbedingte Anstieg der kurzfristigen US-Zinsen im Hinblick auf den Halbjahresresultimo gaben dem US-Dollar Auftrieb. Ende Juni hatte er einen Kursgewinn von ungefähr 2% gegenüber den EWS-Währungen erzielt; noch höhere Kursgewinne ergaben sich gegenüber den anderen Währungen.

Innerhalb des EWS war die Situation weiterhin durch eine ruhige und spannungsfreie Kursentwicklung gekennzeichnet. Die Schwankungsbreite des engen Kursbandes lag, wenig verändert gegenüber dem Vormonat, zumeist zwischen 1,6 und 1,9%.

Die Position der D-Mark wurde wie üblich in starkem Masse von den Kursbewegungen des Dollars bestimmt. Bis Mitte des Monats war die D-Mark weiterhin stärkste Währung im engen EWS-Band, während sie diesen Platz danach mit dem holländischen Gulden teilte. Dass sich für den gesamten Juni betrachtet indessen ein kaum verändertes Bild ergab, dürfte neben namhaften intramarginalen DM-Käufen von Partnerzentralbanken sowie Dollarabgaben gegen D-Mark auch an der Tarifeinigung in der Metallindustrie und dem günstigen deutschen Handels- und Leistungsbilanzüberschuss im Mai gelegen haben. Der Beschluss des Zentralbankrats der Deutschen Bundesbank vom 28. Juni 1984, den amtlichen Diskontsatz um 1/2 Prozentpunkt auf 4 1/2% p.a. anzuheben, hatte dagegen keine spürbaren Rückwirkungen auf den Wechselkurs der D-Mark, zumal dieser Schritt von kompensierenden Massnahmen zur Bereitstellung von Liquidität begleitet war.

Der französische Franken tendierte weiterhin fest. Die Devisentransaktionen der Gebietsansässigen waren insgesamt gesehen ausgeglichen, und die Gebietsfremden erwarben erneut Franken. Diese Frankenkäufe wurden unter anderem durch die Nachricht angeregt, dass sich die Inflation verlangsamt hat und die Handelsbilanz wieder einen Ueberschuss aufweist.

Obwohl der belgische Franken weiterhin die schwächste Währung blieb, konnte er seine Position im EWS-Band verbessern. Innerhalb eines Monats bildete sich sein Disagio gegenüber der stärksten Währung im engeren EWS-Band von 1,80 auf 1,60% zurück. Die Banque Nationale de Belgique enthielt sich jeglicher Intervention.

Der niederländische Gulden verblieb in nächster Nähe zur D-Mark am oberen Ende des EWS-Bandes. Die Nachricht von einem beträchtlichen Leistungsbilanzüberschuss im ersten Quartal 1984 und die Abwendung einer Regierungskrise im Zusammenhang mit der Stationierung von Kernwaffen in den Niederlanden hatten keinen nachhaltigen Einfluss auf den Guldenkurs.

Die dänische Krone und das irische Pfund verharrten knapp unterhalb der Bandmitte; allerdings musste die Central Bank of Ireland in den ersten Junitagen stützend eingreifen.

Die italienische Lira tendierte im Juni unter erheblichen Schwankungen etwas fester im EWS. Die Banca d'Italia begrenzte den Kursauftrieb durch Dollar- und DM-Käufe.

Das Pfund Sterling schwächte sich zwar gegenüber dem Dollar ab, als sich die Zinsdifferenz zwischen den Vereinigten Staaten und Grossbritannien vergrösserte; gegenüber den anderen Hauptwährungen veränderte sich der Pfundkurs aber nur geringfügig. Der handelsgewogene Aussenwert des Pfundes fiel von 79,6 auf 79,1.

Die griechische Drachme verlor 2% gegenüber dem US-Dollar und 0,2% gegenüber der ECU. Ihr effektiver Wechselkurs ging um 0,5% zurück.

Gegenüber dem Schweizer Franken erreichte der Dollar den höchsten Kursstand seit sieben Jahren. Der Franken gab auch gegenüber den europäischen Währungen nach. Sein handelsgewogener Aussenwert fiel auf den niedrigsten Stand seit Juli 1983.

In den letzten Junitagen intervenierte die Norges Bank, um den effektiven Wechselkurs der norwegischen Krone um ungefähr 1% zu drücken. Diese Aktion erfolgte im Hinblick auf die mit Wirkung vom 2. Juli 1984 vorgenommene Aenderung in der Berechnungsmethode des offiziellen Wechsel-

kursindexes; anstatt des arithmetischen wird nunmehr das geometrische Mittel zugrunde gelegt.

Nachdem es in den ersten drei Juniwochen zu begrenzten Devisenabflüssen gekommen war, festigte sich die schwedische Krone am Monatsende unter anderem unter dem Einfluss der Diskonterhöhung um 1 Prozentpunkt vom 28. Juni 1984.

Der kanadische Dollar stand in der zweiten Junihälfte unter beträchtlichem Druck und gab um 1,7% gegenüber dem US-Dollar nach. Obwohl Kanada bezüglich Preisstabilität und Zahlungsbilanz weiterhin günstig abschneidet und die kanadischen Zinsen im Verlauf des Monats dem Anstieg der Zinsen in den Vereinigten Staaten folgten, kam es offensichtlich zu einem spekulativen Druck auf den kanadischen Dollar. Ursächlich waren hierfür insbesondere Befürchtungen, dass Kanada - angesichts hoher Arbeitslosigkeit - einem erwarteten Zinsanstieg in den Vereinigten Staaten, wenn überhaupt, nur mit Verzögerung folgen würde. Die Nervosität wurde noch durch politische Unsicherheitsfaktoren im Zusammenhang mit eventuellen Neuwahlen gesteigert.

Der japanische Yen fiel um 2,5% auf einen neuen Jahrestiefstand gegenüber dem US-Dollar. Ursächlich waren hierfür die Vergrößerung der Zinsdifferenz zwischen den Vereinigten Staaten und Japan und die anhaltende Besorgnis, dass es zu einer Unterbrechung der Erdöllieferungen aus der Golfregion kommen könnte. Gegenüber der ECU betrug der Kursrückgang 0,6%.

## II. INTERVENTIONEN

### A. Interventionen in US-Dollar

Im Juni betrug die Dollarabgaben der Notenbanken netto betrachtet US-\$ 1,4 Mrd., verglichen mit Nettoverkäufen von US-\$ 1,2 Mrd. im Mai. Die Juni-Nettozahl resultierte aus Bruttoverkäufen von US-\$ 2,8 Mrd. und Bruttokäufen von US-\$ 1,4 Mrd.

Die bedeutendsten Dollarverkäufer auf Nettobasis waren die Deutsche Bundesbank, die Bank of Canada und die Bank of Japan. Nennenswerte Dollarnettokäufe tätigte vor allem die Norges Bank.

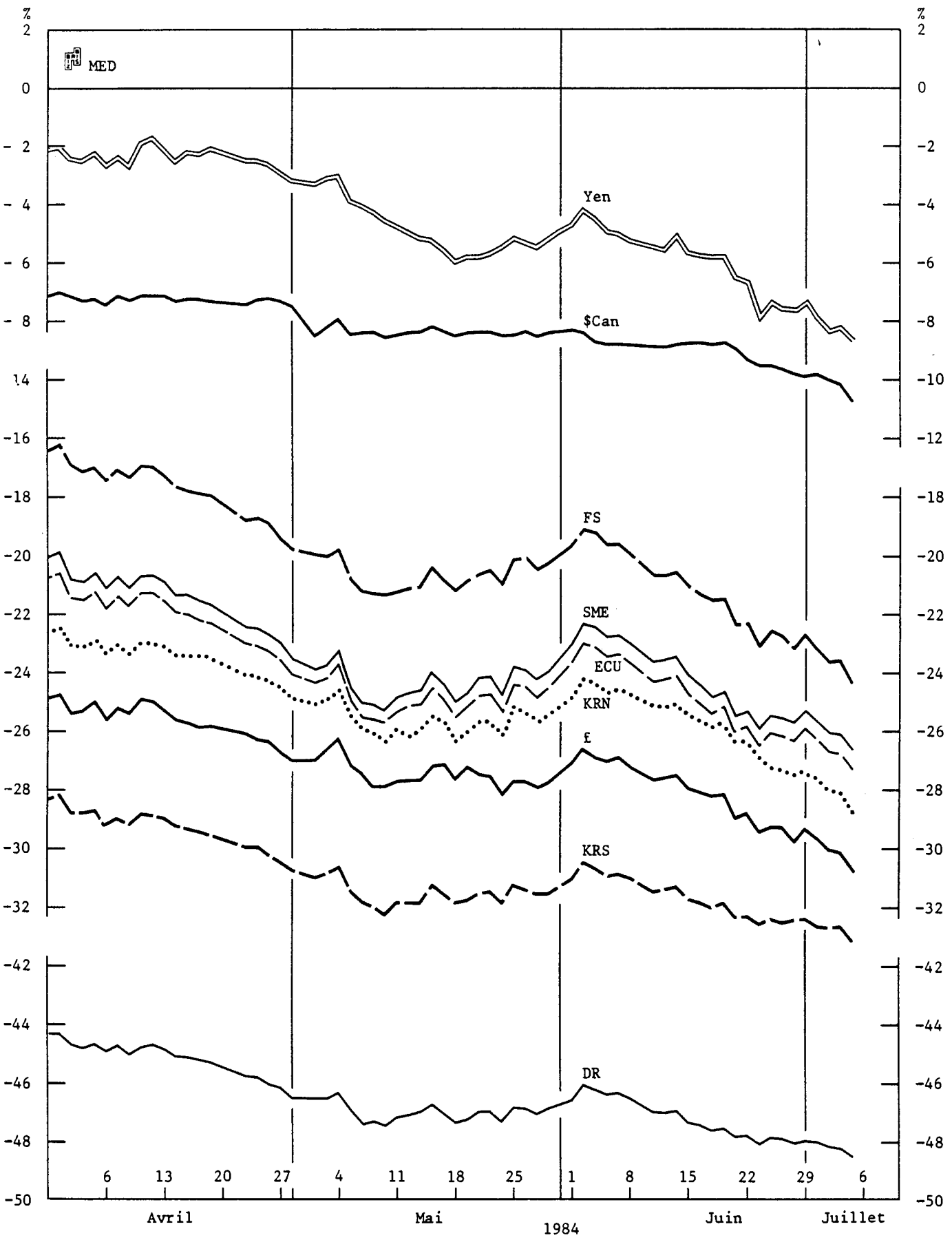
B. Interventionen in Gemeinschaftswährungen

Die Bruttointerventionen in Gemeinschaftswährungen beliefen sich im Juni auf umgerechnet US-\$ 1,1 Mrd. und waren damit um US-\$ 0,3 Mrd. niedriger als im Mai. Sie bestanden aus intramarginalen DM-Aufnahmen der Banque de France und der Banca d'Italia.

III. DIE ERSTE JULIWOCH

Die Dollarbefestigung setzte sich in der ersten Juliwoche verstärkt fort. Der Kursanstieg verlief abermals besonders ausgeprägt gegenüber dem Pfund Sterling und dem Schweizer Franken. Die EWS-Währungen bewegten sich im Verhältnis zum US-Dollar weitgehend im Gleichschritt. Es kam weiterhin zu nennenswerten intramarginalen DM-Aufnahmen durch die Banque de France und die Banca d'Italia. Die Bundesbank und die Norges Bank waren die bedeutendsten Dollarverkäufer.

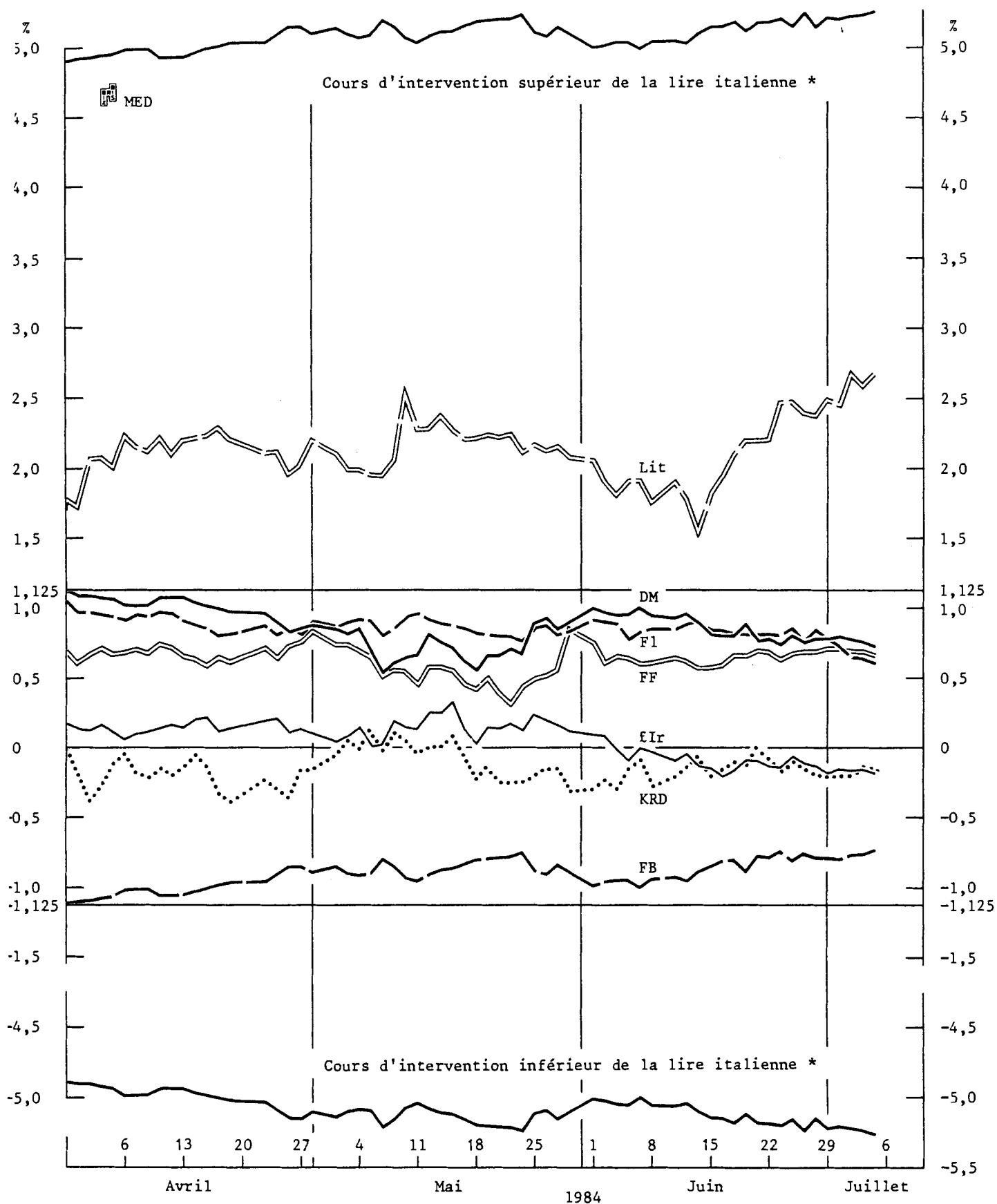
EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU SME  
 ET DES MONNAIES DES AUTRES BANQUES CENTRALES PARTICIPANT A LA  
 CONCERTATION SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE 31 DECEMBRE 1981  
 VIS-A-VIS DU \$EU \*



\* 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.



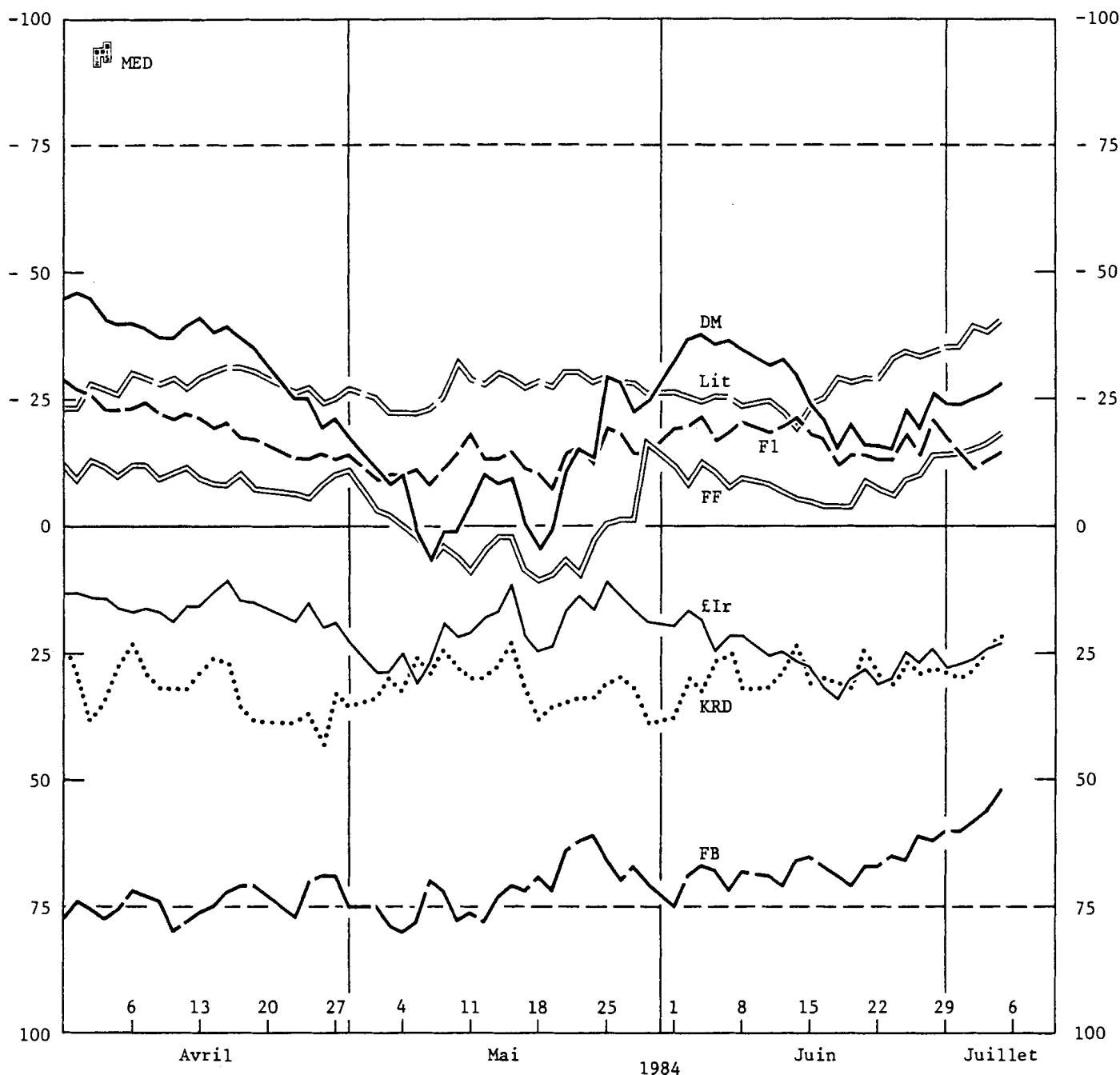
MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DE LA GRILLE DE PARITES DU SME  
 CALCULES SUR LA BASE DES COURS OFFICIELS DE L'ECU DANS LES  
 DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



\* 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 juillet 1984

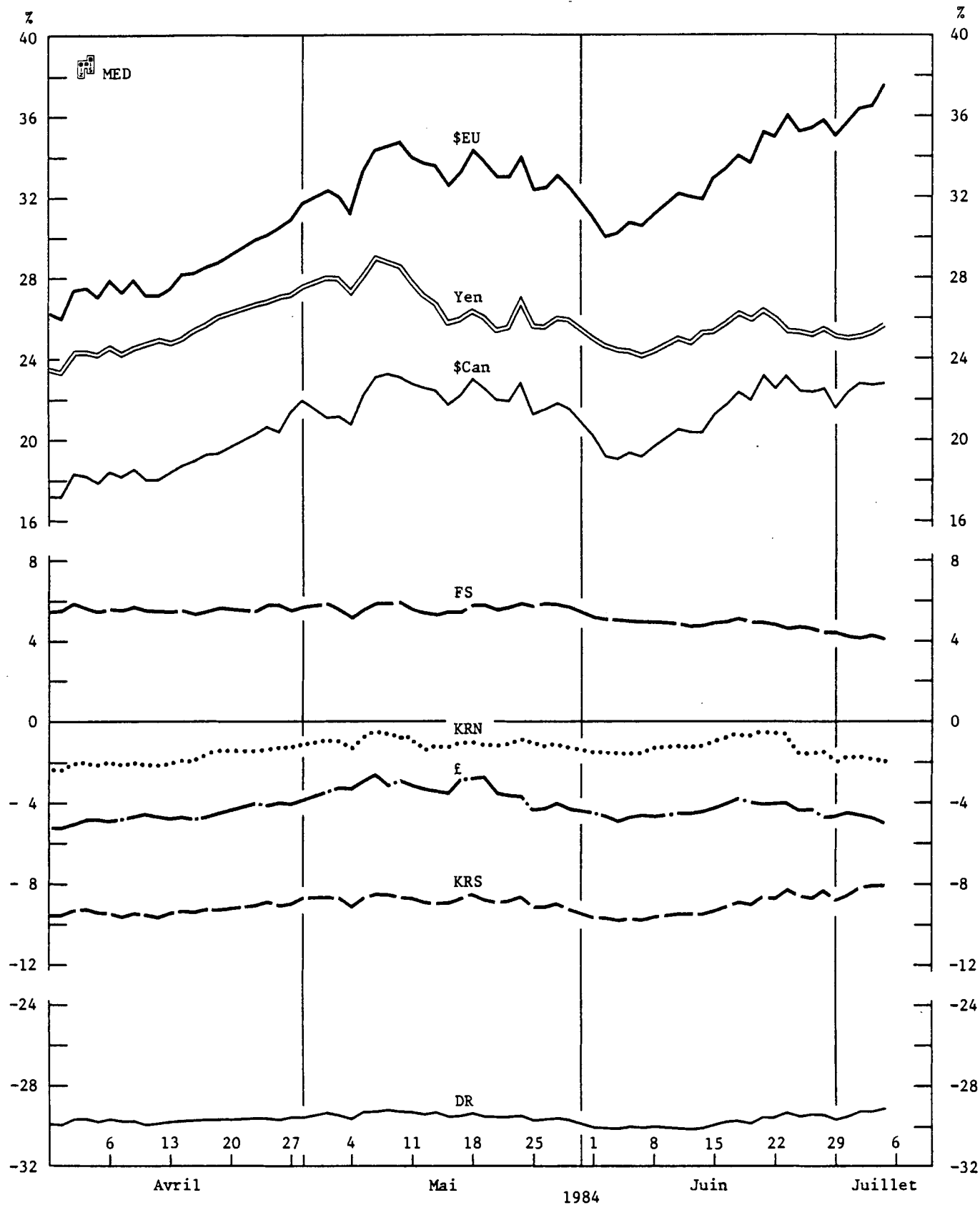
## EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE \*



\* 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 juillet 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 MARCHÉ RELEVÉS LE 31 DECEMBRE 1981 \*



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

5 juillet 1984