

12. März 1991

Vertraulich

Übersetzung

Endgültige Fassung

PROTOKOLL
DER 252. SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER PRÄSIDENTEN
DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT
BASEL, DIENSTAG, 12. FEBRUAR 1991, 9.30 UHR

Inhaltsverzeichnis

	<u>Seite</u>
I. Billigung des Protokolls der 251. Sitzung	1
II. Überwachung der wirtschafts- und währungspolitischen Entwicklung in den EG-Ländern	1
1. Referat von Herrn Dalgaard	1
2. Referat von Herrn Rey	4
3. Diskussion des Ausschusses	6
III. Verabschiedung des Ausschussberichts an die EG-Finanzminister über die Entwicklung an den Devisenmärkten der neunzehn an der Konzertation beteiligten Länder im Januar und in den ersten Februartagen 1991	12
IV. Wirtschafts- und Währungsunion	13
1. Fertigstellung des Statutentwurfs	13
2. Regierungskonferenz	14
V. Neueste Entwicklungen bei der Verwendung der privaten Ecu und damit zusammenhängende währungspolitische Fragen	19
1. Referat von Herrn Dalgaard	19
2. Referat von Herrn Rey	20
3. Diskussion des Ausschusses	21
VI. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses	22
1. Multilaterale Überwachung (Sitzung des ECOFIN-Rats vom 28. Januar 1991)	22
VII. Zeit und Ort der nächsten Sitzung	22

I. Billigung des Protokolls der 251. Sitzung

Der Ausschuss billigt das Protokoll der 251. Sitzung, vorbehaltlich der im endgültigen Text zu berücksichtigenden Änderungen redaktioneller Art.

II. Überwachung der wirtschafts- und währungspolitischen Entwicklung in den EG-Ländern auf der Grundlage:

- der Vorbereitung durch den Unterausschuss "Devisenpolitik" (Überwachung) und der Diskussion durch den Ausschuss der Stellvertreter;
- von Graphiken und Tabellen

1. Referat von Herrn Dalgaard

Die Überwachungsgruppe widmete ihre Aufmerksamkeit in erster Linie dem erneuten Kursrückgang des US-Dollars und der Lage im EWS-Wechselkursmechanismus nach der Erhöhung der deutschen Leitzinssätze am 1. Februar 1991.

Im zweiten Halbjahr 1990 hatte der US-Dollar gegenüber der D-Mark rund 15 Prozentpunkte eingebüsst. Im Dezember 1990 und Anfang Januar 1991 erholte er sich etwas, aber seit Beginn des Golfkrieges hat er sich wieder abgeschwächt und Anfang Februar neue historische Tiefststände erreicht; zeitweise notierte er unter DM 1,45. Für diesen Rückgang gibt es eine ganze Reihe von Gründen: erstens weitere Anzeichen einer Rezession in der US-Wirtschaft, zweitens die Auswirkungen des Golfkrieges und drittens die Probleme im Bankensystem der USA. Anfang Februar hat die Erhöhung der deutschen Leitzinssätze und die Senkung der US-Zinssätze das Gefälle zwischen den kurzfristigen Sätzen vergrößert, so dass der Zinssatz für dreimonatige US-\$-Anlagen nun 2,5 Prozentpunkte unter jenem für D-Mark liegt. Diese Entwicklung liess den Dollarkurs gegenüber der D-Mark am 4. Februar 1991 auf unter DM 1,46 sinken. Infolgedessen griff der Federal Reserve Board zu Interventionen, um die Märkte zu beruhigen. In der darauf folgenden Woche betrugen die Interventionskäufe rund US-\$ 2,25 Mrd., wovon der Federal Reserve Board etwa US-\$ 1 Mrd. kaufte und der Rest sich auf vierzehn Zentralbanken in der Konzertationsgruppe verteilte. Praktisch sämtliche Interventionen erfolgten gegen D-Mark. Die Ursache für das Vorgehen des Federal Reserve Board war die Annahme, dass der US-Dollar ein Niveau erreicht

hatte, das die Wettbewerbsfähigkeit der USA gewährleistete, und dass weitere Kurseinbussen nur den Inflationsdruck verstärken würden; im Einklang mit der Erklärung der Siebenergruppe war der Federal Reserve Board der Ansicht, es müsse versucht werden, die Finanzmärkte zu stabilisieren. Einige Zentralbanken der Gemeinschaft waren ebenfalls besorgt über die Auswirkungen des schwachen US-Dollars und stimmten zu, dass es besser wäre, wenn der US-Dollar nicht weiter absinken würde. Überdies waren sie der Meinung, dass der US-Dollar durch andere Massnahmen gestützt werden sollte. Diesbezüglich war die Lage jedoch insofern etwas widersprüchlich, als die US-Behörden die inländischen Zinssätze gesenkt hatten und in Erklärungen die Möglichkeit weiterer Senkungen angedeutet worden war. Nach den Erklärungen amtlicher Stellen in den USA, einschliesslich des Finanzministers, zu urteilen, scheinen die US-Behörden nicht sonderlich besorgt über den Wechselkurs des US-Dollars zu sein. Trotz dieses Handicaps haben die Interventionen auf den Märkten eine gewisse Wirkung gezeitigt, und der US-Dollar konnte in der folgenden Woche auf dem gleichen Stand gehalten werden. Hätten die Zentralbanken nicht interveniert, hätten die Märkte diese Tatenlosigkeit als Einverständnis mit dem Kursverfall des US-Dollars auslegen können.

Die Interventionen fanden vorwiegend nach Eröffnung der US-Märkte statt, somit nach mitteleuropäischer Zeit am Nachmittag. Die Überwachungsgruppe ist sich einig, dass es wahrscheinlich von Vorteil gewesen wäre, wenn die Interventionen nicht ganz so vorhersehbar gewesen wären. Man hat die Chancen, den Dollar ausschliesslich durch Interventionen zu stabilisieren, diskutiert: Dies wäre vielleicht möglich, wenn die Märkte zur Erkenntnis gelangten, dass der US-Dollar seine Talsohle schon fast erreicht hat, dass sich die US-Wirtschaft erholen wird - aufgrund eines raschen Sieges im Golfkrieg - und dass daraufhin die US-Zinssätze infolge erhöhter Verbraucherausgaben wieder ansteigen werden. Überdies dürfte es nicht dazu kommen, dass US-Amtsträger weitere wenig dienliche Erklärungen abgeben und europäische Zinssätze weiter ansteigen. Würden andererseits solche Interventionen nicht erwartet, bestünde die Gefahr, dass der US-Dollar weiter nach unten rutscht.

Der japanische Yen ist in letzter Zeit gegenüber der D-Mark relativ stabil geblieben; gegenüber dem US-Dollar hat er sich demzufolge gefestigt. Dass die Bank von Japan an den konzertierten Interventionen nicht teilgenommen hat, ist berechtigt, da man ja ein Anziehen des Yen nicht

verhindern wollte; dieser ist im Verhältnis zu den europäischen Währungen weit unter seinem Stand von 1988/89 geblieben.

Im EWS-Wechselkursmechanismus war die Lage im Januar relativ ruhig. Anfang Februar dehnte sich das schmale Kursband geringfügig aus. Das wichtigste Ereignis war die Erhöhung - um 0,5 Prozentpunkte - der Leitzinssätze der Deutschen Bundesbank mit Wirkung vom 1. Februar 1991. Im Gegensatz zur Situation Anfang November blieb insgesamt eine Wirkung auf die deutschen Marktzinssätze aus; diese verzeichnen seit Mitte Januar einen Rückgang, der im Februar anhält. Infolgedessen gibt es auch kaum Änderungen in den relativen Positionen innerhalb des Wechselkursmechanismus. Der belgische Franc ist nach wie vor die stärkste Währung, und der holländische Gulden ist nahe seiner DM-Parität geblieben. Die Spanne zwischen diesen drei und den übrigen Währungen des Wechselkursmechanismus hat sich jedoch minim vergrößert.

Die Stabilität im Wechselkursmechanismus ist erreicht worden, obwohl die meisten anderen Länder des Wechselkursmechanismus zuließen, dass ihr Zinsgefälle gegenüber Deutschland sich verringerte. Nur die Nederlandsche Bank hat ihre Leitzinssätze angehoben, aber die Geldmarktsätze sind wie in Deutschland gesunken. Die Wirkung des Anstiegs der deutschen Zinssätze wurde hauptsächlich in Italien und Grossbritannien spürbar. In Italien sah sich die Banca d'Italia genötigt, dem Markt zu zeigen, dass sie bei ihrer straffen Geldpolitik bleiben wird; sie hat daher die kurzfristigen Sätze ansteigen lassen. Dies hat sich als genügend erwiesen, um die Lira zu stabilisieren, ohne dass Interventionen nötig waren. In Grossbritannien musste die Bank of England vorübergehend intervenieren, da die Erhöhung der deutschen Zinssätze zu einer Reihe von Faktoren hinzukam, die das Pfund Sterling tendenziell schon geschwächt hatten, nämlich dem sinkenden US-Dollar, den niedrigeren Ölpreisen und starken Erwartungen niedrigerer inländischer Zinssätze.

Die spanische Peseta ist relativ stark geblieben. Der Abstand zwischen der Peseta und dem Pfund Sterling hat sich vergrößert und übersteigt nun 5,0 Prozentpunkte. Die Banco de España hat beschlossen, die amtliche Kursfestsetzung in Madrid ab März 1991 einzustellen; sie folgt damit dem Beispiel der Nederlandsche Bank und der Banque Nationale de Belgique. Der gewogene Aussenwert der griechischen Drachme ist seit Ausbruch des Golfkrieges beträchtlich gesunken, zum Teil wegen Befürchtungen hinsichtlich der Auswirkungen auf den Fremdenverkehr. Der portugiesische

Escudo schwankte in Übereinstimmung mit der flexibleren Wechselkurspolitik der Behörden, aber die Schwankungen haben sich innerhalb vertretbarer Grenzen gehalten.

2. Referat von Herrn Rey

Die Stellvertreter haben die Entwicklungen auf den Devisenmärkten und in der Währungspolitik vor dem Hintergrund der politischen Ereignisse diskutiert, die kurzfristig das Verhalten der wichtigsten Währungen sehr stark beeinflusst haben.

Vier Bereiche geben vor allem Anlass zur Sorge:

Erstens ist hinsichtlich des US-Dollars bemerkt worden, dass die Instrumente, die zur Beeinflussung des Wechselkurses eingesetzt werden können, in verschiedene Richtungen zogen. Das Gefälle der kurzfristigen Zinssätze gegenüber den europäischen Währungen hat sich sehr stark in eine Richtung entwickelt, die den US-Dollar schwächt, und Kommentare aus dem US-Finanzministerium haben Erwartungen geweckt, dass es zu weiteren Bewegungen in die gleiche Richtung kommen könnte. Nach den jüngsten Kurseinbussen haben sich die US-Behörden besorgt über das Niveau des Wechselkurses des US-Dollars geäußert, und mehrere Stellvertreter stimmen zu, dass ein weiterer Wertverlust dieser Währung kaum von Vorteil wäre, vor allem angesichts des derzeitigen Wettbewerbsvorteils der Vereinigten Staaten; jegliches Vorgehen - vor allem mittels Interventionen - kann jedoch nur wirksam sein, wenn von jenseits des Atlantik kohärente Signale kommen.

Aus diesem Punkt ergibt sich die zweite besorgniserregende Frage, nämlich die der Wirksamkeit des internationalen Koordinierungsverfahrens, wie es namentlich in der Siebenergruppe verkörpert ist. Ein Kommentar lautete dahin, dass, wenn die Behörden nicht bereit seien, ihre Finanzpolitik in einer Zeit zu ändern, in der die Geldpolitik sich auf inländische Ziele ausrichtete, nur sehr wenig Spielraum für eine internationale Politikkoordination bestehe. Dadurch sind den Möglichkeiten der Siebenergruppe, die Erwartungen auf den Devisenmärkten zu beruhigen, sehr enge Grenzen gesetzt. Andere Bemerkungen bezogen sich auf die Wirksamkeit der konzertierten Interventionen, die in der Vorwoche stattgefunden hatten. Es wurden Zweifel an ihrer Zweckmäßigkeit angesichts der inkohärenten Signale aus den USA geäußert. Mehrere Stellvertreter verwiesen auf die Möglichkeit, die technischen Bedingungen, unter denen solche konzertierte Interventionen durchgeführt werden, zu verbessern, vor allem hinsichtlich des Timing; andere

waren der Ansicht, solche Faktoren seien gegenüber den umfassenderen Fragen in diesem Zusammenhang von geringerer Bedeutung. Das Fernbleiben Japans bei diesen konzertierten Interventionen wird als bis jetzt gerechtfertigt angesehen; diese Einschätzung wäre jedoch zu überdenken, wenn der US-Dollar wieder unter Druck gerät.

Der dritte Anlass zu Sorge ist die Lage im EWS-Wechselkursmechanismus. Obschon sie recht zufriedenstellend geblieben ist, haben sich die konjunkturellen Unterschiede eher vergrößert und könnten Druck auslösen, der die Wechselkursstabilität einer Belastungsprobe aussetzen würde.

Einmal mehr zog die Lage in Deutschland die Aufmerksamkeit auf sich, und obschon man im allgemeinen Verständnis für die Anpassung der Leitzinssätze zeigte, wurden einige Zweifel am Ausmass des Aufschwungs der deutschen Wirtschaft geäußert. Der deutsche Stellvertreter wies darauf hin, dass die neusten Zahlen bis jetzt kein Nachlassen des Nachfragedrucks auf die Produktionskapazitäten erkennen lassen. Aus diesem Grund ist erneut die Forderung nach einer vorsichtigen Finanzpolitik in Deutschland laut geworden; die Stellvertreter haben gehört, dass in diesem Bereich Fortschritte zu erwarten seien, zumindest auf Bundesebene.

Unter den anderen Möglichkeiten, konjunkturelle Divergenzen zu handhaben, ohne die Relationen im Wechselkursmechanismus zu stören, nannte der britische Stellvertreter den positiven Beitrag, der sich aus der vermehrten Ausnutzung des Bandes ergibt, wie dies kürzlich zu beobachten gewesen ist. Dies war sehr nützlich, um den Druck wenigstens teilweise zu mildern, ohne die Glaubwürdigkeit der Wechselkurspolitik zu gefährden.

Der letzte Bereich, der Sorge bereitet, bezieht sich auf die nicht am Wechselkursmechanismus teilnehmenden Länder der Gemeinschaft. Die griechische Drachme ist in letzter Zeit unter starken Druck gekommen, und ihr gewogener Aussenwert ist trotz wiederholter Interventionen um rund 2 % gesunken; als Gründe sind Erwartungen eines negativen Einflusses des Golfkrieges auf die Fremdenverkehrseinnahmen und umfangreiche Rückzahlungen fällig werdender Ecu-Anleihen an Gebietsfremde genannt worden.

In Portugal hat der 1990 verzeichnete Leistungsbilanzüberschuss die Behörden veranlasst, einen Wertzuwachs des Escudo, wie er in den letzten Monaten zu beobachten war, hinzunehmen.

3. Diskussion des Ausschusses

Herr Hoffmeyer stellt fest, man könne zwischen Interventionen an gestörten Märkten und jenen unter Marktbedingungen, die sich aus Differenzen in den Fundamentalfaktoren ergeben, unterscheiden. In der Vorwoche habe man nicht von gestörten Märkten reden können, es handle sich somit um eine Frage der Fundamentalfaktoren. In diesem Fall können Interventionen das Problem nicht lösen, wenn sie nicht von angemessenen Politikmassnahmen begleitet werden. Er stellt daher die Zweckmässigkeit der jüngsten Interventionen in Frage.

Der Vorsitzende erklärt in seiner Eigenschaft als Präsident der Deutschen Bundesbank, er habe auf dem jüngsten Treffen der Siebenergruppe davon abgeraten, Erwartungen zu wecken, die die Mitglieder nicht erfüllen können, weil sich die Fundamentalfaktoren eher auseinanderentwickelten. Vor diesem Treffen seien die Märkte trotz des Golfkrieges und trotz des wachsenden Zinsrückstands des US-Dollars ziemlich ruhig gewesen. Das Treffen der Siebenergruppe und das darauf folgende Kommuniqué hätten vielleicht zur Unruhe an den Märkten beigetragen, indem sie die Besorgnis der Behörden über die Wechselkursentwicklungen signalisierten. Es sei interessant zu beobachten, dass sich das Zinsgefälle zwischen dem US-Dollar und der D-Mark nur am kurzen Ende des Marktes vergrössert hat; am langen Ende hat es sich verringert. Es gebe immer noch eine Reihe von Faktoren, die den US-Dollar weiterhin stützen: erstens die politische Lage in Osteuropa, zweitens die Lage in Deutschland, die ein wachsendes Defizit der öffentlichen Hand im Gefolge des Haushaltsplans und aufgrund des Beitrags zum Golfkrieg einschliesse, und drittens der offensichtlich überverkaufte Dollar.

Die Deutsche Bundesbank habe sich an den Interventionen beteiligt und werde es auch weiterhin tun. Ihr Handlungsspielraum sei jedoch recht begrenzt. Der beträchtliche Umfang ihrer derzeitigen US-Dollar-Bestände mache es schwierig, diese um grosse Beträge aufzustocken. Überdies könnte ein Zuviel an Interventionen zu Schwierigkeiten bei der Steuerung der Geldmärkte und der Geldmenge führen. Die US-Behörden ihrerseits hielten DM-Reserven in der Grössenordnung von DM 50 Mrd. Der Vorsitzende vermerkt, dass praktisch sämtliche in letzter Zeit durchgeführten US-Dollar-Interventionen gegen D-Mark erfolgt seien. Dies habe es den Partnerländern erleichtert, ihre Position gegenüber der D-Mark zu halten und direkte Auswirkungen auf die Marktbedingungen zu vermeiden.

Die Anhebung der deutschen Leitzinsen, die nicht zu höheren Marktsätzen geführt habe, sei nicht erfolgt, um die Geldpolitik zu verschärfen, sondern um die Geldmärkte wieder unter Kontrolle zu bekommen, wo die Sätze über den Lombardsatz hinaus angestiegen seien. Man habe auch den Diskontsatz erhöhen müssen, weil der Abstand zwischen ihm und dem Lombardsatz zu gross war. Nach der Anpassung der amtlichen Sätze habe die Deutsche Bundesbank Pensionsfazilitäten zum festen Satz von 8,5 % angeboten, um damit die gewünschte Position der Geldmarktsätze anzuzeigen. Die Deutsche Bundesbank habe ferner sowohl der Regierung als auch beiden Tarifpartnern ein Signal hinsichtlich der Höhe der Lohnforderungen und -vereinbarungen geben wollen. Er sei etwas verwirrt und überrascht über die Reaktionen ausserhalb Deutschlands gewesen, wo einige Länder offenbar die Komplexität der Lage in Deutschland nicht begriffen hätten und wo man nicht immer verstehe, dass die der deutschen Geldpolitik zugrundeliegende Philosophie sich eher an der Geldmenge als am Wechselkurs orientiere. Die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik in Deutschland könne nur gewahrt werden, wenn man das Geldmengenziel einhalte.

Herr Verplaetse legt dar, der belgische Franc sei dank der guten Entwicklung der Wirtschaft und des Vertrauens der Finanzmärkte in die belgische Geldpolitik ziemlich stark geblieben. Angesichts der Grösse der belgischen Wirtschaft und ihrer Offenheit wäre es von geringem Nutzen, ein Geldmengenziel festzusetzen. Stattdessen verfolge man die Politik, den Franc auf die starken europäischen Währungen auszurichten.

Kürzlich hätten die belgischen Behörden ihre Reform des geldpolitischen Instrumentariums abgeschlossen. In Belgien betrage der Bargeldumlauf rund bfr 400 Mrd. Die Banque Nationale de Belgique halte zwei Drittel ihrer Aktiva in Form von Auslandsforderungen und einen Drittel in Form von Inlandsforderungen. Letztere hätten sich bis vor kurzem hauptsächlich aus Forderungen gegenüber dem Schatzamt zusammengesetzt, das überdies über eine dem Fonds des Rentes eingeräumte Kreditlinie Zugang zu Zentralbankkredit im Höchstbetrag von bfr 110 Mrd. habe. Mit der kürzlich durchgeführten Reform sei die direkte Kreditgewährung an das Schatzamt auf einen Höchstbetrag von bfr 20 Mrd. reduziert worden, wovon seit Inkrafttreten der neuen Politik erst bfr 2 Mrd. beansprucht worden seien. Dies bedeute, dass die Banque Nationale de Belgique nun die monetäre Finanzierung auf praktisch Null reduziert habe und somit das Erfordernis für die späteren Stufen der Wirtschafts- und Währungsunion vorweggenommen habe.

Innerhalb dieses Rahmens sei der Satz für Vorschüsse - der schon als zu hoch gegolten habe - um 0,5 Prozentpunkte angehoben worden. Während die Reform es an sich nicht mehr erforderlich mache, dass die Zentralbank amtliche Sätze publiziert, habe man es nötig gefunden, den Satz für Vorschüsse wieder festzusetzen, um Verwirrung hinsichtlich des grundsätzlichen Kurses der Geldpolitik zu vermeiden. Die Sätze am Geldmarkt seien jedoch nicht gestiegen, sie haben im Gegenteil zu sinken begonnen. Das Vertrauen in die Politik der Behörden habe sogar dazu geführt, dass der Satz, zu welchem die Zentralbank dem Markt Mittel zuführe, innerhalb von zwei Wochen um 0,5 Prozentpunkte zurückgegangen sei. Die Erhöhung der deutschen Zinssätze habe den belgischen Behörden keine übermässigen Probleme bereitet. Die Deutsche Bundesbank sollte gebeten werden, eine straffe Geldpolitik beizubehalten und weiterhin sowohl bei der Regierung als auch bei den industriellen Tarifpartnern auf Mässigung zu drängen, da eine erfolgreiche Inflationsbekämpfung in Deutschland auch dessen europäischen Partnern zugute käme.

Herr Chalikias erklärt, die Drachme sei im Januar unter verstärkten Druck gekommen und habe trotz wiederholter Interventionen der Bank von Griechenland ziemlich kräftige Einbussen erlitten. Der Druck habe teilweise negative Erwartungen infolge des Golfkrieges und der wahrscheinlichen ungünstigen Auswirkungen auf die Einnahmen aus dem Fremdenverkehr widerspiegelt. Er sei jedoch auch auf umfangreiche Rückzahlungen von an die Ecu geknüpften staatlichen Schuldtiteln im Besitz von Gebietsfremden zurückzuführen gewesen. Die jüngsten Entwicklungen zeigten keine Änderung der Wechselkurspolitik an; die Werteinbusse der Drachme werde das Inflationsgefälle nicht vollständig ausgleichen, und die Wechselkurspolitik werde weiterhin antiinflationärer Natur sein. Die nominalen Zinssätze seien hoch geblieben, während die Realzinssätze gestiegen seien. Die Jahresteuersatzrate habe im Dezember 1990 einen Höhepunkt erreicht (22,8 %) und sei im Januar 1991 um rund 1 Prozentpunkt auf 21,7 % zurückgegangen. Es gebe Anzeichen dafür, dass sich die Inflation in den kommenden Monaten verlangsamen werde. Die erwartete hohe Realverzinsung von staatlichen Wertpapieren habe die Nachfrage hoch gehalten und es der Regierung ermöglicht, gleichmässige Beträge von Drachmen-Schuldverschreibungen direkt an das Publikum zu verkaufen. Diese Entwicklung habe zur weiteren Verlangsamung des Geldmengenwachstums beigetragen.

Der "policy mix" in Griechenland sei sehr schlecht gewesen; während etlicher Jahre sei die Geldpolitik immer restriktiver geworden, während die Finanzpolitik übermässig expansiv war. Die Regierung habe dies nun geändert, und diese Änderung spiegle sich im Dreijahresplan für die Haushaltstabilisierung wider, mit welchem das Haushaltsdefizit erheblich gesenkt werden sollte. Die Zinssätze für Überziehungen bei der Bank von Griechenland lägen nun bei 30 %, und dies habe eine beträchtliche Reduktion der Liquidität des Privatsektors zur Folge gehabt. Herr Chalikias ist der Ansicht, die Geldpolitik habe ihre Grenzen erreicht, und das Hauptproblem bleibe daher, dass die Regierung das Haushaltsdefizit senken müsse.

Herr Leigh-Pemberton findet, man könne argumentieren, dass die Märkte ohne angemessene Lenkung oder Intervention der Behörden sich in Exzesse hineinsteigern oder auf eine gegebene Situation überreagieren können; in solchen Umständen hätten die Behörden diesbezüglich eine Funktion.

In Grossbritannien wachse die Sorge, dass sich die Rezession beschleunige und vertiefe und länger dauern werde als ursprünglich erwartet. Das Wachstum der Geldmengenaggregate sei ziemlich kräftig zurückgegangen; M0 liege wieder in seiner Zielspanne und M4 zeige im letzten aufgezzeichneten Monat ein negatives Wachstum. Die Arbeitslosigkeit nehme zu, und Berichte aus der Industrie sprächen von schwindender Zuversicht. Unter solchen Umständen könne man vernünftigerweise den Standpunkt vertreten, dass die Binnenwirtschaft Grossbritanniens von einer Senkung der Zinssätze profitieren würde. Der Grund, von einer solchen Senkung abzusehen, liege in der Verpflichtung der britischen Behörden gegenüber dem EWS-Wechselkursmechanismus und der enttäuschenden Position des Pfund Sterling in diesem Mechanismus. Diese könnte jedoch darauf zurückzuführen sein, dass die Märkte einen Rückgang der Zinssätze schon vorweggenommen haben. Bis sich diese Erwartung erfülle, werde das Pfund Sterling am untern Rand des Kursbandes bleiben; dieses Dilemma mache es schwierig, die eigentlich angebrachte Zinssenkung auch durchzuführen. Die Behörden warten eine Gelegenheit ab, eine Zinssenkung innerhalb der vom Wechselkursmechanismus vorgegebenen Grenzen vorzunehmen. Vor zwei Wochen habe sich eine solche Gelegenheit ergeben, aber das Ansteigen der Zinssätze in Deutschland und der Rückgang in den USA hätten ein entsprechendes Vorgehen verhindert. Bekanntlich bewege sich das Pfund Sterling in engerer Relation zum US-Dollar als zu den übrigen europäischen Währungen, und man könne wahrscheinlich mit Recht sagen, dass die Schwäche des US-Dollars die Probleme des Pfund

Sterling noch verschärft habe. Die Gleichgültigkeit der US-Behörden gegenüber dem Kursverfall des US-Dollars habe daher Grossbritannien besonders zu schaffen gemacht.

Im Zusammenhang mit der deutschen Zinssatzänderung wirft Herr Leigh-Pemberton die Frage auf, ob es nicht ein besseres System für die Durchführung der Geldpolitik gebe, als drei verschiedene Zinssätze gleichzeitig gelten zu lassen. Unbestreitbar habe eine Änderung des deutschen Lombardsatzes internationale Bedeutung, namentlich hinsichtlich der Wechselkurse.

Herr de Larosière hält fest, die Erhöhung der deutschen Zinssätze habe bis zu einem gewissen Grad die Restriktivität der deutschen Geldpolitik demonstriert. Sie habe jedoch auch das Ungleichgewicht zwischen den Komponenten der deutschen Wirtschaftspolitik beleuchtet. Ein derart zusammengesetztes wirtschaftspolitisches Instrumentarium, das bei der Durchführung einer Anpassung zuviel Gewicht auf die Geldpolitik lege, könnte sich auf den europäischen Zusammenhalt negativ auswirken. Das Land einer jeglichen Währung, die als Anker fungiere und bei der das wirtschaftspolitische Instrumentarium unausgewogen sei, laufe Gefahr, den Zusammenhalt der Partnerwährungen zu schwächen. Was Frankreich angehe, so bestehe kein binnenwirtschaftlicher Anlass, die Erhöhung der deutschen Zinssätze nachzuvollziehen. Das zwischen den beiden Währungen bestehende Zinsgefälle sowie die moderate Entwicklung der französischen Geldmenge bedeuteten, dass keinerlei Erhöhung der Zinssätze sich rechtfertige und dass überdies kein fundamentales Ungleichgewicht in der Wirtschaft bestehe. Grosse Aufmerksamkeit sei der Wahrung der Position des französischen Franc im EWS-Wechselkursmechanismus und der Fähigkeit der Behörden, von Tag zu Tag flexibel zu reagieren, gewidmet worden.

Der US-Dollar habe unter den deutschen und amerikanischen Zinsänderungen um das Monatsende herum gelitten. Herr de Larosière ist der Auffassung, dass es keine fundamentale Ursache für die sinkende Tendenz des US-Dollars gebe. Die Bedingungen, unter denen das US-Finanzministerium seine Finanzierung organisiert habe, wiesen darauf hin, dass keine dramatischen Kapitalabflüsse stattfänden. Der US-Dollar habe schon genügend Einbussen erlitten, dass der Markt die Lage akzeptieren könne. Unter bestimmten Umständen seien jedoch Leitplanken zu errichten, damit die Märkte nicht glauben, es bestehe nur wenig oder keine Kontrolle. Gewisse Zweifel könnten hinsichtlich des Werts von Interventionen geäußert werden, aber wenn man

beschlossen habe zu intervenieren, sei es am besten, dies professionell und konzertiert zu tun und die Reaktion nicht völlig den Märkten zu überlassen. Diesbezüglich sei er Herrn Dalgaard für seine Bemühungen dankbar, die Techniker näher an die Devisenmärkte zu bringen; die Techniken seien besser geworden. Wenn das heisse, dass die Zentralbanken intervenieren können, ohne Übermässig hohe Beträge einzusetzen, dann wäre das allerdings ein glückliches Ergebnis. Überdies wäre es ungünstig, den Märkten im voraus die geplante Interventionspolitik bekanntzugeben. Leider sei eine solche Erklärung von einem hochrangigen Beamten eines Mitgliedstaates am Tag vor der Sitzung der Zentralbankpräsidenten abgegeben worden.

Herr Ciampi meint, offenbar bestehe weitgehend Übereinstimmung, dass die Zentralbanken unter Absprache mit der Federal Reserve weiterhin zur Stützung des US-Dollars intervenieren sollten. Die Markttendenz könne nicht umgedreht werden; es sei daher wichtig, nicht mit grossen Beträgen zu intervenieren, sondern sorgfältig den geeignetsten Moment zu wählen, um das richtige Signal zu geben. Es sei wahrscheinlich unvermeidlich, dass Spekulanten von den Interventionen der Zentralbanken profitierten. Es sei jedoch sowohl aus sachlichen als auch aus Image-Gründen wesentlich, den Märkten zu zeigen, dass ein solches Vorgehen koordiniert ist.

Was Italien betreffe, so habe die Banca d'Italia nach der Erhöhung der deutschen Zinssätze rasch reagiert, und die Lira sei nach dem Anstieg der Marktsätze ohne Interventionen stabilisiert worden. Im Inland sei in der realen Wirtschaft eine Verlangsamung eingetreten. Die Zunahme der Inlandkredite und der Geldmenge im Dezember sei teilweise auf die "window-dressing"-Transaktionen der Banken zum Jahresende und teilweise auf einen abnormal starken Anstieg der Bargeldnachfrage, dessen Ursache man nachgehen werde, zurückzuführen.

Herr Tavares Moreira gibt bekannt, dass die Leistungsbilanz in Portugal entgegen den Prognosen 1989 und 1990 einen Überschuss ausgewiesen habe. Dies habe die seit August 1990 geltende neue Wechselkurspolitik unterstützt. Im Oktober sei der Währungskorb für die Berechnung des Wechselkursziels für den Escudo geändert worden. Die Produktivitätszuwächse im Sektor der handelsfähigen Güter seien bedeutend gewesen und hätten von einer kräftigen Investitionstätigkeit in den letzten fünf Jahren profitiert. Die Wirksamkeit der neuen Wechselkurspolitik lasse sich anhand der unterschiedlichen Preisentwicklung in den Sektoren der handelsfähigen und der nicht handelsfähigen Güter nachweisen. Ende 1990 sei der Preisanstieg

im letzteren Sektor mehr als doppelt so hoch gewesen wie bei den handelsfähigen Gütern. Trotz der beiden Wahlen, die 1990 stattfanden, beabsichtige die Banco de Portugal, in Zusammenarbeit mit dem Finanzministerium, die monetären Bedingungen fest im Griff zu behalten. Man rechne damit, dass die Inflation 1991 bedeutend unter der Rate von 1990 liegen werde.

Der Vorsitzende antwortet auf die im Zusammenhang mit der Lage in Deutschland aufgeworfenen Fragen, indem er darauf hinweist, dass die langfristigen Zinssätze jetzt niedriger als im Mai 1990 seien. Dies sei bemerkenswert, wenn man das starke Wirtschaftswachstum und die Auswirkungen der Vereinigung bedenke. Zu den Bemerkungen von Herrn Leigh-Pemberton erklärt er, die Möglichkeit, ähnlich wie in der Schweiz einen flexiblen Lombardsatz einzuführen, sei geprüft worden; aus institutionellen Gründen habe sich aber der Zentralbankrat der Deutschen Bundesbank dagegen ausgesprochen. Das wirtschaftspolitische Mischungsverhältnis in Deutschland sei vom Ausschuss schon erörtert worden, und der Standpunkt der Deutschen Bundesbank sei den meisten schon bekannt. Die Finanzpolitik stehe jedoch wegen des Vereinigungsprozesses, des Golfkrieges und der Hilfe für die osteuropäischen Länder unter erheblichem Druck. Gleichzeitig dürfe man nicht übersehen, dass der derzeitige "policy mix" beträchtliche Vorteile für die Volkswirtschaften der Handelspartner Deutschlands mit sich bringe.

III. Verabschiedung des Ausschussberichts an die EG-Finanzminister über die Entwicklung an den Devisenmärkten der neunzehn an der Konzertation beteiligten Länder im Januar und in den ersten Februartagen 1991

Der Ausschuss billigt den Bericht, der wie üblich den Finanzministern der EG-Länder zugestellt werden wird.

IV. Wirtschafts- und Währungsunion

1. Fertigstellung des Statutentwurfs

a) Referat von Herrn Rey

Die Stellvertreter haben in Übereinstimmung mit dem Mandat des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten die Arbeit an der Fertigstellung des Statutentwurfs wiederaufgenommen. Kernpunkt der Erörterungen waren die Bestimmungen über die Verteilung des Ertrags (Artikel 32), deren Ergänzung die Zentralbankpräsidenten auf einen späteren Zeitpunkt verschoben hatten.

Die Verteilung des Ertrags ist ein komplexer Sachverhalt und bedarf weiterer Untersuchungen. Einige Stellvertreter warfen in Anbetracht des Tempos der Veränderungen und der Tatsache, dass jegliches für die Zuteilung des Ertrags entworfene System erst in einigen Jahren wirksam werden wird, die Frage auf, ob es denkbar ist, Artikel 32 so zu formulieren, dass eine Entscheidung hierüber auf später verschoben werden kann. Die Stellvertreter vertraten allgemein die Auffassung, dass die Regierungskonferenz kaum einen Entwurf akzeptieren wird, der eine Vereinbarung über wesentliche Bestimmungen der Ertragsverteilung lediglich aufschiebt. Allerdings wurde erkannt, dass es klug wäre, einen gewissen Grad an Flexibilität zu bewahren. Dies könnte dadurch erreicht werden, dass man dem Rat ein gewisses Ermessen bei der Anwendung der Bestimmungen einräumt und sicherstellt, dass diese Bestimmungen selbst - vielleicht im Wege des für andere Artikel des Statutentwurfs geltenden vereinfachten Abänderungsverfahrens - abgeändert werden können.

Die Stellvertreter waren bestrebt, eine Einigung über die Grundprinzipien der Arbeitsweise des Systems und darüber zu erzielen, wie die zukünftige Arbeit organisiert werden kann, damit diese Grundsätze in anwendbare Bestimmungen umgesetzt werden können. Die beiden wichtigsten Grundsätze, die der Ertragsverteilung zugrunde liegen sollten, sind Vereinbarkeit und Billigkeit. Der erste Grundsatz bedeutet, dass Erwägungen zur Ertragsverteilung die wirksame Durchführung einer an Preisstabilität ausgerichteten Geldpolitik nicht behindern sollten. Der zweite Grundsatz bedeutet, dass ein Verfahren zur fairen Verteilung des Ertrags gefunden werden muss. In diesem Zusammenhang wurde darauf hingewiesen, dass zwischen dem

Gewinn aus der Geldschöpfung (Seigniorage) und sonstigen Erträgen, etwa dem Einkommen aus Kapitalerträgen, unterschieden werden könnte.

Was das einzuschlagende Verfahren angeht, haben sich die Stellvertreter darauf geeinigt, dass der Generalsekretär einen Vermerk anfertigt, der die wesentlichen Grundsätze und die wichtigsten operationellen Merkmale des Systems in bezug auf die Verteilung des Ertrags aufzeigt. Dieser Vermerk dient dann als Grundlage einer sorgfältigen Untersuchung durch eine eigens hierfür eingesetzte Arbeitsgruppe, deren Zusammensetzung noch durch den Ausschuss der Stellvertreter nach Rücksprache mit dem Generalsekretär zu bestimmen ist.

b) Diskussion des Ausschusses

Der Ausschuss stimmt den Vorschlägen der Stellvertreter zu und ersucht diese, ihre Arbeit zur Vervollständigung des Statutentwurfs fortzusetzen. Der Vorsitzende bringt die Hoffnung zum Ausdruck, dass der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten ein hohes Mass an Konsens bezüglich der noch fehlenden Bestimmungen erreichen kann.

Herr Leigh-Pemberton erklärt, Artikel 32 sei für die Regierung und den Fiskus des jeweiligen Landes von grossem Interesse. Für die Zentralbanken käme es hingegen darauf an, zu untersuchen, wie der Seigniorage-Gewinn und ähnliche Ertrags Elemente die Wirksamkeit und Effizienz des Systems berühren.

2. Regierungskonferenz

Der Vorsitzende nimmt den vom Generalsekretär vorbereiteten schriftlichen Bericht über die Regierungskonferenz zur Kenntnis und bittet Herrn Delors, über den Stand der Beratungen zu berichten.

a) Referat von Herrn Delors

Auf der letzten Sitzung der Regierungskonferenz unterbreiteten die britische, spanische und französische Delegation Vertragsentwürfe. Die Regierungskonferenz äusserte sich befriedigt über die vom Ausschuss der Zentralbankpräsidenten geleistete Arbeit und kam überein, den Statutentwurf zur Grundlage ihrer Beratungen zu machen. Es wurden zwei Arbeitsmethoden in Betracht gezogen: Die Minister könnten entweder jene Punkte prüfen, über

die keine Einigkeit erzielt wurde, oder jeden einzelnen Artikelentwurf erörtern. Man entschied sich für das zweite Verfahren. Er selbst, Delors, hätte das erste Verfahren vorgezogen, da es den Ministern ermöglicht hätte, sich auf jene Punkte zu konzentrieren, die noch nicht gelöst sind.

Die Beratungen bezogen sich im wesentlichen auf sechs Themen:

i) Der Inhalt der Wirtschaftsunion: Die Politiker bestanden auf einer Parallelität von Währungs- und Wirtschaftsunion. Uneinigkeit bestand hinsichtlich des Grades der Strenge der Regeln im Wirtschaftsbereich, und hier wurden eine Reihe unterschiedlicher Vorschläge gemacht. Erörtert wurden auch Massnahmen betreffend den Wettbewerb ebenso wie allgemeine Strategien, die unter institutionellen Gesichtspunkten im Rahmen des Vertrags über die politische Union gestärkt werden könnten.

ii) Wirtschaftlicher und sozialer Zusammenhalt: Hier handelt es sich um ein in der Einheitlichen Akte enthaltenes Konzept; es ist zu einem psychologischen Eckpfeiler der Einigung zwischen den zwölf Mitgliedstaaten geworden. Der Ausschuss zur Prüfung der Wirtschafts- und Währungsunion war zu der Schlussfolgerung gelangt, dass die WWU die zwischen den Ländern und Regionen bestehenden Disparitäten nicht verstärken würde. Allerdings dürfte die Frage der sozialen und wirtschaftlichen Kohäsion erhebliche politische Diskussionen auslösen, wenn Anfang 1992 die finanziellen Perspektiven der Gemeinschaft für den Zeitraum 1993 bis 1997 geprüft werden.

iii) Währungspolitik: Hier bestanden offensichtlich beträchtliche Meinungsverschiedenheiten zwischen den Mitgliedstaaten, und zwar namentlich hinsichtlich der geteilten Verantwortung für die Devisenpolitik.

iv) Die Rolle der Ecu auf dem Weg zur WWU: Die Aufmerksamkeit der Zentralbankpräsidenten wurde auf die Veröffentlichung einer Reihe jüngst unterbreiteter Vorschläge gelenkt. Zwischen den Mitgliedstaaten bestanden nach wie vor deutlich unterschiedliche Auffassungen, und eine Reihe schwieriger technischer Fragen blieb ungelöst. Dies könnte vielleicht ein Hauptpunkt der Erörterungen sein.

v) Zweite Stufe der WWU: Nach dem Bericht des Ausschusses zur Prüfung der Wirtschafts- und Währungsunion könnte es sich hierbei um eine kurze Phase handeln, während der das Europäische Zentralbanksystem errichtet wird. Dies setzt voraus, dass während der ersten Stufe die Wirtschaftspolitiken stärker konvergieren, die multilaterale Überwachung erfolgreich ist und der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten der zentrale Ort für

währungspolitische Beratungen wird. Überraschend für ihn, Delors, war in diesem Zusammenhang, dass die erste Stufe kein Diskussionsgegenstand mehr auf der Regierungskonferenz war; es wurde der Eindruck vermittelt, die EWU werde am 1. Januar 1994 in Kraft treten. Wenn dieser Eindruck anhält, könnte dies die Debatte völlig verfälschen und eine erfolgreiche Arbeit der Regierungskonferenz erschweren.

vi) Die Institutionen und das Thema der demokratischen Verantwortlichkeit: Hier gab es eine enge Verbindung zu der Konferenz über die politische Union. Derzeit bestehen Differenzen zwischen den Mitgliedstaaten bezüglich der Prinzipien, die den Institutionen zugrunde liegen sollen. Die Positionen sind dogmatisch und doktrinär verhärtet, und es wird erheblicher Anstrengungen bedürfen, um das Problem zu lösen. Dies war der letzte von der Regierungskonferenz erörterte Punkt.

Was die Rolle des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten auf der Regierungskonferenz anbelangt, so kommt es für die Zentralbankpräsidenten darauf an, ihr Engagement fortzusetzen, Optionen klären zu helfen, die Aufmerksamkeit auf wichtige Punkte zu lenken und der Diskussion eine Richtung zu geben. Der Ausschuss ist ein integraler Bestandteil des Gemeinschaftsgefüges. Er, Delors, hofft, dass der Ausschuss weiterhin sehr aktiv ist und dabei hilft, den Beratungen eine Richtung zu geben, ohne deren Ergebnisse vorwegzunehmen.

b) Referat von Herrn Rey

Der Ausschuss der Stellvertreter hat dem Generalsekretär seinen Dank für den schriftlichen und mündlichen Bericht über die erste Arbeitstagung der Regierungskonferenz ausgesprochen und zur Fortsetzung dieser Art von Berichterstattung ermutigt.

Anhand des Berichts sind die Stellvertreter zu dem Schluss gelangt, dass für den Ausschuss der Zentralbankpräsidenten kein sofortiger Handlungsbedarf gegeben ist.

Die meisten Stellvertreter halten es jedoch für angezeigt, dass der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten die Themen einer Prüfung unterziehen, die durch die zweite Stufe aufgeworfen werden, und namentlich die von Grossbritannien, Spanien und Frankreich gemachten Vorschläge. Es fiel auf, dass der Zeitplan der Regierungskonferenz das Risiko beinhaltet, dass diese Themen zu einem Zeitpunkt politisch verhandelt werden, an dem der

Ausschuss der Zentralbankpräsidenten nicht mehr die Zeit hat, die technischen Fragen einer sorgfältigen Prüfung zu unterziehen. Die Stellvertreter halten es deshalb für wünschenswert, dass der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten unabhängig davon, ob er die Initiative ergreift oder von der Regierungskonferenz darum ersucht wird, Stellung beziehen kann. Nach Meinung des französischen Stellvertreters ist es jedoch schwierig, Fragen der zweiten Stufe zu prüfen, ohne eine politische Orientierung bezüglich des Konzepts, der Art und der zeitlichen Länge der Stufe zu haben.

c) Diskussion des Ausschusses

Herr Duisenberg erklärt, die Nederlandsche Bank habe klare Vorstellungen, wie die zukünftige Regelung aussehen soll. Sie habe aktiv an den Diskussionen auf nationaler Ebene und an den Vorbereitungen für die Tagung der Regierungskonferenz teilgenommen und innerhalb der holländischen Delegationen auf beiden Ebenen mitgewirkt. Er hoffe, andere Zentralbanken verführen auf ähnliche Weise, was bisher noch nicht der Fall gewesen sei.

Der Vorsitzende schlägt vor, der Ausschuss solle abwarten, bis ihn die Regierungskonferenz um zusätzliche Arbeit bitte. Es sei schwierig, der Regierungskonferenz Vorschläge zu unterbreiten, die sich von den Positionen unterscheiden, die die einzelnen Regierungen der Ausschussmitglieder einnehmen.

Herr de Larosière erklärt, die Diskrepanz zwischen den Vorschlägen der französischen Regierung und denen des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten sei bezeichnend für die geistige Unabhängigkeit der Banque de France, die als Institution nicht an den Verhandlungen der Regierungskonferenz beteiligt gewesen sei. Es sollte die Aufgabe der Regierungen bleiben, die notwendigen Verhandlungen zu führen. Er sei damit einverstanden, dass der Ausschuss die unvollendeten Artikel vervollständige und sich darauf einrichte, etwaige Fragen der Verhandlungsführer zu beantworten. Er wäre allerdings wenig geneigt, ohne angemessene politische Richtlinien für die Regierungskonferenz Paper zu erstellen. Es sei notwendig, dass sich die Zentralbankpräsidenten mit den Instrumenten beschäftigen, die die Gemeinschaft zu einer gemeinsamen Geldpolitik hinführen, beispielsweise mit einem einheitlichen Geldmengenaggregat der Gemeinschaft.

Herr Jaans hält es nicht für angebracht, dass der Ausschuss eine Synthese der verschiedenen für die zweite Stufe gemachten Vorschläge zu erstellen versuche, auch wenn diese Vorschläge nicht ignoriert werden

könnten. Es sei durchaus möglich, dass die Regierungskonferenz den Ausschuss der Zentralbankpräsidenten bittet, sich zu den operationellen Auswirkungen dieser Vorschläge beizeiten zu Äussern.

Herr Ciampi weist darauf hin, dass mehrere Abschnitte im Statutentwurf unvollendet geblieben seien, beispielsweise jene über die Finanzvorschriften und die Übergangsbestimmungen. Am dringlichsten sei, diese beiden Abschnitte zu vervollständigen.

Der Vorsitzende ist auch der Meinung, dass die Regierungskonferenz den Ausschuss der Zentralbankpräsidenten - vielleicht auch den Währungsausschuss - auffordern werde, sich zu einigen Vorschlägen zu Äussern; deshalb könnte es notwendig sein, sich damit zu beschäftigen und eine Antwort zu koordinieren. Was den von Herrn Ciampi angesprochenen Punkt angehe, erkenne er dessen Berechtigung an, doch glaube er vornehmlich aufgrund von politischen Erwägungen, dass es besser wäre, ein offizielles Ersuchen der Regierungskonferenz abzuwarten, bevor man sich mit den Übergangsvorschriften befasse. Er pflichte auch Herrn de Larosière bei, dass der Ausschuss weiter daran arbeiten müsse, die Koordinierung der Geldpolitik zu verbessern und untereinander stimmige Indikatoren, Zielvorgaben und Instrumente der Geldpolitik zu schaffen.

Herr Duisenberg hält es nicht für sinnvoll, die einzelnen Vorschläge zu prüfen, denn es sei für ein Mitglied des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten sehr schwierig, den Vorschlag seiner eigenen Regierung objektiv zu betrachten. Sollte beschlossen werden, auf der zweiten Stufe eine Institution zu schaffen, so wäre es Äusserst nützlich, vielleicht anhand der jüngsten Ausarbeitung des Sekretariats zu prüfen, ob der Statutentwurf sinnvoll auf eine solche Institution der zweiten Stufe angewendet werden könne. Diese Ansicht wird von Herrn de Larosière geteilt, der noch einmal betont, dass sich der Ausschuss auf seine Hauptaufgaben konzentrieren sollte.

V. Neueste Entwicklungen bei der Verwendung der privaten Ecu und damit zusammenhängende währungspolitische Fragen

1. Referat von Herrn Dalgaard

Der Unterausschuss "Devisenpolitik" hielt eine Sitzung ab, um den Bericht zu erörtern; dessen Schlussfolgerungen waren mittels Telekonferenz

endgültig festgelegt worden. Die übrigen Berichtsteile wurden unter eigener Verantwortung des Vorsitzenden vorgelegt.

Der Bericht umfasst den Zeitraum von Ende Juni 1989 bis Ende Dezember 1990. In Kapitel I wird ein kurzer Überblick über das Finanzmarktgeschehen gegeben, wobei als wichtigstes Ereignis die anhaltend kräftige Expansion des Ecu-Finanzmarktes und besonders des Wertpapiermarktes herausgestellt wird. Keine Geschäftsausweitung gab es bei den kurzfristigen öffentlichen Wertpapieren; die Verwendung der Ecu bei der Fakturierung und Begleichung von Handelsgeschäften hat sich nicht wesentlich geändert und blieb weiterhin sehr gering. Der Bericht befasst sich auch mit dem Ecu-Clearing und der zukünftigen Schaffung eines Intermediärs; es wurde darauf hingewiesen, dass die vorübergehend ad hoc eingesetzte Arbeitsgruppe für Zahlungsverkehrssysteme dieser Frage im einzelnen nachgehen wird.

Kapitel II enthält eine Untersuchung über die Transaktionen der Zentralbanken, die sich kräftig ausgeweitet haben. Das grössere Volumen der Ecu-Interventionen wurde in erster Linie durch Situationen verursacht, in denen der Einsatz herkömmlicher Interventionswährungen nicht angebracht war.

In Kapitel III wird die Entwicklung der Ecu-Zinsen und der Ecu-Wechselkurse - ein besonders interessantes Thema des Berichts - untersucht. Ein Vergleich der Entwicklung des Marktzinses der Ecu mit der ihres theoretischen Zinssatzes und die sich verstärkende Wechselkursdivergenz zeigen, dass die am Markt gehandelte Ecu eine grössere Unabhängigkeit gegenüber ihrer Korbdefinition zeigt als früher. Die Schlussfolgerung war, dass es keine institutionelle Verbindung zwischen der privaten Ecu und ihrem Korb gibt und dass die private Ecu sich mehr wie eine unabhängige Währung verhält. Es besteht keine Institution, die ihre Entwicklung verfolgt, so dass grundsätzlich der Marktkurs der Ecu von ihrem theoretischen Wert ohne Begrenzung abweichen könne.

In Kapitel IV werden die Hindernisse beschrieben, die der Verwendung der privaten Ecu noch entgegenstehen; insgesamt gesehen sind diese Hemmnisse nicht sehr gravierend und behindern nicht die Entwicklung der privaten Ecu. Kapitel V untersucht die Folgen, die sich möglicherweise für die private Ecu durch die Vorschläge, die Ecu zu "härten", ergeben. Es spricht vieles für einen Verzicht auf künftige Korbrevisionen und die Aufgabe der Korbdefinition.

Herr Dalgaard geht auch noch kurz auf die wichtigsten Schlussfolgerungen und Empfehlungen des Berichts ein. Er erwähnt, dass die Graphiken für die Überwachung nun auch eine Seite enthalten, auf der die Abweichungen der Wechselkurse und der Zinssätze und auch die Interventionen gezeigt werden. Er erwähnt auch den Vorschlag, den gesonderten statistischen Überblick interessierten Dritten zugänglich zu machen.

2. Referat von Herrn Rey

Die Stellvertreter haben den Unterausschuss "Devisenpolitik" für seinen ausgezeichneten Bericht gelobt. Die Schlussfolgerungen des Berichts wurden grösstenteils gutgeheissen; es wurden jedoch zwei Vorbehalte geäussert. Der deutsche Stellvertreter vermochte sich nicht mit Ziffer 1.7 der Schlussfolgerungen zu identifizieren, weil er es vor allem nicht für richtig hält, die beiden Vorschläge, die Ecu zu härten, zu dem Zweck zusammenzufügen, damit deren Folgen für den privaten Ecu-Markt erörtert werden können. Der britische Stellvertreter wandte sich gegen einige Schlussfolgerungen betreffend die britischen Vorschläge zur Härtung der Ecu. Er war der Auffassung, dass diese Vorschläge die bestehenden Ecu-Märkte nicht vor unüberwindbare Probleme stellen, und widersprach der Auffassung, die harte Ecu würde nicht in der Lage sein, mit den stärksten EWS-Währungen zu konkurrieren.

Eine Reihe von Stellvertreter legten Wert, auf die im Bericht enthaltene Bemerkung hinzuweisen, dass erst jetzt die Teilnehmer am Ecu-Markt und die Zentralbanken es voll zu würdigen wissen, dass die fehlende institutionelle Verbindung zwischen der offiziellen und privaten Ecu bedeutet, dass der theoretische Wert und der Marktwert der Ecu voneinander abweichen können, ohne dass es offensichtliche Grenzen gebe. Diese Entwicklung sollte beobachtet werden, da die Vergrösserung der Abweichung zwischen dem Marktwert und dem theoretischen Wert der Ecu darauf hinausläuft, dass sich die Ecu zu einer Parallelwährung ohne Führung entwickelt; nach Meinung einiger Marktteilnehmer könnte sich dies als Hemmnis für eine umfassendere Verwendung der Ecu erweisen.

Bezüglich des weiteren Vorgehens billigten die Stellvertreter die Empfehlungen des Berichts. Ein Stellvertreter schlug vor, dass der Unterausschuss auf zwei Gebieten zusätzlich tätig werden sollte, nämlich in Zusammenhang mit

- der Beseitigung von Hemmnissen bei der Verwendung der privaten Ecu,
- dem Beitrag, den eine effiziente Organisation des 'Ecu-Clearing-systems zu Verringerung der Reduzierung der Abweichung zwischen dem theoretischen und dem Marktwert der Ecu leisten würde, indem sie die Arbitrage wirksamer macht.

Die Stellvertreter einigten sich darauf, den Zentralbankpräsidenten zu empfehlen, den Teil des Berichts interessierten Dritten zugänglich zu machen, der als Statistical Review bezeichnet wird. Weiter wurde empfohlen, den Bericht wie üblich dem Währungsausschuss zugänglich zu machen.

3. Diskussion des Ausschusses

Herr Hoffmeyer führt aus, dass der grösste Teil der Zunahme der Bankeinlagen in privater Ecu den Zentralbanken zuzuschreiben sei, denen diese Aktiva als Ergebnis der Verschuldung des Staates auf dem Ecu-Wertpapiermarkt zuflossen. Die Zentralbanken verwendeten einen Teil ihrer Ecu-Guthaben dann für Interventionen, wenn andere geeignete Interventionswährungen nicht verfügbar waren. Er schliesse aus dem Bericht, dass es einen Zusammenhang gebe zwischen Zentralbanktransaktionen und den bei der Ecu festgestellten Zinsabweichungen.

Herr Dalgaard erklärt, es gebe auch einen Zusammenhang zwischen der starken Zentralbanknachfrage nach Ecu-Bankeinlagen und dem Aufgeld der Ecu am Devisenmarkt. Andererseits beruhe die grössere Verwendung der privaten Ecu auf der gestiegenen Nachfrage nach Ecu-Anleihen, die marktorientiert sei und nicht von der Zentralbank ausgehe.

Der Ausschuss stimmt zu, dass der Bericht dem Währungsausschuss zur Verfügung gestellt wird. Ferner ist man sich einig, den statistischen Überblick interessierten Dritten zugänglich zu machen.

VI. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

1. Multilaterale Überwachung (Sitzung des ECOFIN-Rats vom 28. Januar 1991)

Der Vorsitzende erklärt, er habe an der Sitzung des Rates der Wirtschafts- und Finanzminister am 28. Januar 1991 in Brüssel teilgenommen,

bei der es um die multilaterale Überwachung gemäss Artikel 1 des Beschlusses (90/11/EWG) vom 12. März 1990 ging. Die Überwachung begann mit Ausführungen der EG-Kommission, des Währungsausschusses und des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten. Um Wiederholungen zu vermeiden, habe er seine Bemerkungen gekürzt, wie er hoffe, in ausgewogener Weise. Leider habe sich keine wirkliche Diskussion entwickelt, und auch auf die verschiedenen Darlegungen sei nicht wirklich eingegangen worden. Mehrere nationale Vertreter hätten Erklärungen abgegeben, doch habe es keine Aussprache gegeben. Positiv sei zu vermerken, dass die Kriterien, anhand deren die Finanzminister die wirtschaftliche Entwicklung bewerten, offenbar klarer definiert waren als in der Vergangenheit. Alles in allem habe es sich um eine nützliche Übung gehandelt, die sich mit der Zeit verbessern werde.

VII. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Die nächste ordentliche Sitzung des Ausschusses findet am Dienstag, dem 12. März 1991, um 9.30 Uhr in Basel statt.

252. SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER ZENTRALBANKPRÄSIDENTEN

12. FEBRUAR 1991

Anwesend sind:

Vorsitzender des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten	Herr Pöhl
Banque Nationale de Belgique	Herr Verplaetse Herr Rey Herr Michielsens
Danmarks Nationalbank	Herr Hoffmeyer Frau Andersen
Deutsche Bundesbank	Herr Tietmeyer Herr Rieke
Bank of Greece	Herr Chalikias Herr Papademos Herr Karamouzis
Banco de España	Herr Rubio Herr Linde Herr Durán
Banque de France	Herr de Larosière Herr Lagayette Herr Cappanera
Central Bank of Ireland	Herr Doyle Herr Coffey Herr Reynolds
Banca d'Italia	Herr Ciampi Herr Dini Herr Santini
Institut Monétaire Luxembourgeois	Herr Jaans
De Nederlandsche Bank	Herr Duisenberg Herr Szász
Banco de Portugal	Herr Tavares Moreira Herr Borges Herr Bento
Bank of England	Herr Leigh-Pemberton Herr Crockett Herr Foot
Kommission der Europäischen Gemeinschaften	Herr Delors Herr Pons
Vorsitzender des Unterausschusses "Devisenpolitik"	Herr Dalgaard
Sekretariat des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten	Herr Baer Herr Scheller Herr Guiomard