

Vertraulich
Uebersetzung

PROTOKOLL* DER 160. SITZUNG DES
AUSSCHUSSES DER PRAESIDENTEN DER ZENTRALBANKEN
DER MITGLIEDSTAATEN DER EUROPAEISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT
BASEL, DIENSTAG, 10. NOVEMBER 1981, 10.00 UHR

Anwesend sind: der Gouverneur der Bank of England und Ausschussvorsitzende, Herr Richardson, begleitet von den Herren Loehnis und Balfour; der Gouverneur der Banque Nationale de Belgique, Herr de Strycker, begleitet von Herrn Janson; der Gouverneur der Danmarks Nationalbank, Herr Hoffmeyer, begleitet von den Herren Mikkelsen und Dalgaard; der Präsident der Deutschen Bundesbank, Herr Pöhl, begleitet von den Herren Gleske, Rieke, Kloft und von Rosen; der Vize-Gouverneur der Bank von Griechenland, Herr Chalikias, begleitet von den Herren Papageorgiou und Papanicolaou; der Gouverneur der Banque de France, Herr de la Genière, begleitet von den Herren Lefort und Waitzenegger; der Gouverneur der Central Bank of Ireland, Herr Ó Cofaigh, begleitet von Herrn Breen; der Gouverneur der Banca d'Italia, Herr Ciampi, begleitet von den Herren Sarcinelli und Magnifico; der Präsident der Nederlandsche Bank, Herr Zijlstra, begleitet von den Herren Szász, de Boer und de Beaufort Wijnholds; der Vizepräsident der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Herr Ortoli, begleitet von den Herren Padoa-Schioppa, Boyer de la Giroday und Kees; der Kommissar für die Bankenaufsicht des Grossherzogtums Luxemburg, Herr Jaans. Zugegen sind ferner die Herren Heyvaert, Raymond und Kjaer, 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.

Der Vorsitzende eröffnet die Sitzung und heisst Herrn Ó Cofaigh, den neuen Gouverneur der Central Bank of Ireland, und Herrn Chalikias, der kürzlich zum Vize-Gouverneur der Bank von Griechenland ernannt worden ist, herzlich willkommen.

* Endgültige, in der Sitzung vom 8. Dezember 1981 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Text des Entwurfs nur einige Aenderungen redaktioneller Art aufweist.

I. Billigung des Protokolls der 158. Sitzung

Der Ausschuss billigt einstimmig das Protokoll der 158. Sitzung vom 8. September 1981 vorbehaltlich einiger Aenderungen redaktioneller Art, die im endgültigen Text berücksichtigt werden.

Der Vorsitzende weist darauf hin, dass ein Kurzprotokoll über die 159. Sitzung in London vom 30. Oktober 1981 später bereitgestellt wird.

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

- Vorlage des Berichts über die Entwicklung an den Devisenmärkten der an der Konzertation beteiligten Länder im September und Oktober und in den ersten Novembertagen 1981 durch Herrn Heyvaert
- Verabschiedung des Ausschussberichts an die EG-Finanzminister
- Monatsstatistiken

Herr Heyvaert fasst kurz die wesentlichen Punkte des dem Protokoll beigelegten Berichts zusammen und kommentiert sie. Er bemerkt ferner, dass - entsprechend dem von den Zentralbankpräsidenten in ihrer Sitzung vom 8. September 1981 geäußerten Wunsch, die Untersuchung über die technischen Möglichkeiten der Verwendung des Sondertelefonnetzes Nr. 2 zu multilateralen Konferenzgesprächen untereinander fortzusetzen - auf Devisenhändler-Ebene neue Tests ausgeführt worden seien. Trotz der Bemühungen seitens der Zentralbanken von Italien und Irland seien die Verbindungen mit Rom und Dublin qualitätsmässig weiterhin unbefriedigend geblieben. Infolgedessen sei das Netz Nr. 2 für multilaterale Konferenzgespräche zwischen den Zentralbankpräsidenten bis auf weiteres nicht geeignet.

Der Vorsitzende dankt Herrn Heyvaert für seine Ausführungen und stellt die Annahme des Berichts an die EG-Finanzminister durch den Ausschuss fest.

Herr de la Genière macht den Ausschuss darauf aufmerksam, dass der französische Wirtschafts- und Finanzminister eine Lockerung der Devisenkontrollmassnahmen angekündigt habe, mit denen am 15. September 1981 die Devisentermindeckungsgeschäfte für sämtliche Einfuhren unter-

bunden worden waren. Die am 9. November 1981 beschlossene Lockerung lasse für eine begrenzte Anzahl von Rohstoffen wieder Termindeckungsgeschäfte zu.

III. Prüfung des Sonderberichts der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Raymond über die Zentralbankfinanzierung von Staatsdefiziten in den EG-Ländern

A. Referat von Herrn Raymond

Herr Raymond erklärt einleitend, dass es die Gruppe für angezeigt erachtet habe, die Beziehungen zwischen Notenbank und Schatzamt in den Zusammenhang der Finanzierung der öffentlichen Defizite zu stellen und sowohl die politischen als auch die institutionellen und technischen Aspekte dieses Fragenkomplexes zu behandeln. Er gibt anschliessend einen zusammenfassenden Ueberblick über den Bericht, wobei er die nachstehend wiedergegebenen Ueberlegungen anstellt.

1. Die tendenzielle Ausweitung der Staatsdefizite in den letzten Jahren wurde von den Regierungen eher wohl oder übel hingenommen, als dass sie von diesen gewollt war. Diese Feststellung bedarf freilich der Nuancierung: Zum einen war die Zunahme der Defizite mitunter das Ergebnis gezielter Massnahmen der Behörden zur Stützung der Konjunktur. Zum anderen beruht die Verschlechterung der öffentlichen Finanzen, auch soweit die Zunahme des Defizits ungewollt ist, teilweise auf dem erklärten Willen der Regierungen, dem Verlangen der Oeffentlichkeit nach mehr staatlichen Transferleistungen und höheren Zuwendungen im Erziehungs- und Gesundheitswesen nachzugeben. Gleichwohl stellt man fest, dass die Behörden der meisten EG-Länder darum bemüht sind, die Tendenz einer weiteren Verschlechterung der Staatsdefizite umzukehren.

2. Zunächst führt jede öffentliche Ausgabe, die nicht durch das Steueraufkommen oder durch langfristig bei Nichtbanken plazierte Anleihen gedeckt ist, zu Geldschöpfung; in der Folge kann sich automatisch wieder ein Gleichgewicht dadurch einstellen, dass der Finanzierungsbedarf des privaten Sektors zurückgeht, doch tritt dieser spontane Ausgleich nie sofort ein und bleibt ungewiss und unvollständig.

3. Die dritte Ueberlegung, die in der ersten Schlussfolgerung des Berichts enthalten ist, bezieht sich auf die Tatsache, dass es das derzeitige Ausmass der Deckungslücken und der öffentlichen Verschuldung ist, welches die Währungsbehörden vor ernsthafte Probleme stellt. Ist erst einmal eine gewisse Schwelle überschritten, die in keinem der Mitgliedsländer auf einfache Weise bestimmt werden kann, dann wird es unmöglich, einen masslosen Finanzierungsbedarf des öffentlichen Sektors bei der Verfolgung der Geldpolitik zu berücksichtigen. Dieses Problem stellt sich sowohl bei der Festsetzung von Geldmengenzielen als auch während des Jahres, wenn das öffentliche Defizit den vorgegebenen Rahmen erheblich überschreitet.

4. Wie in der zweiten Schlussfolgerung des Berichts betont wurde, schlägt sich eine unangemessen hohe monetäre Finanzierung der öffentlichen Hand nicht zwangsläufig in den derzeit als geldpolitische Ziele verwendeten Aggregaten nieder. So ist beispielsweise in Kapitel III, Abschnitt 3 des Berichts dargelegt, dass sich in einer Reihe von Ländern der Gemeinschaft insbesondere eine Wechselbeziehung "öffentliches Defizit/Leistungsbilanzdefizit" herauszubilden beginnt, ohne dass dadurch die Einhaltung des Geldmengenziels gefährdet wird.

5. Die Weigerung, die geldpolitischen Züge angesichts eines übergrossen oder ausserplanmässigen Finanzierungsbedarfs des öffentlichen Sektors zu lockern, stellt für die Zentralbanken schon deshalb eine heikle Entscheidung dar, weil die Zunahme der Defizite mit einer gesamtwirtschaftlichen Situation in der Gemeinschaft in Verbindung steht, die von schwachem Wachstum und hoher Arbeitslosigkeit gekennzeichnet ist. Kurzfristig kann sich nämlich durch eine "unnachgiebige" Geldpolitik die Situation schwachen Wirtschaftswachstums nur noch verschlimmern. Infolgedessen laufen die Zentralbanken Gefahr, von den Regierungen oder der öffentlichen Meinung stark unter Druck gesetzt zu werden.

6. Die als letzte angestellte Ueberlegung betrifft den heiklen politischen Punkt des Verhältnisses zwischen der Notenbank und der Exekutive. Die technischen Aspekte der direkten oder indirekten Interventionsarten der Zentralbank zugunsten des Schatzamtes sind in Kapitel III und in der nach Ländern gegliederten Anlage beschrieben. Aus politischer Sicht wird der Grad der Autonomie der Zentralbank bei der Formulierung ihrer Geldpolitik behandelt. Keine Schwierigkeit entsteht, wenn die politischen

Instanzen ihre Ziele in ein herkömmliches Konzept der Geldmengenregulierung einbauen, an dem die Zentralbank mitwirken kann, ohne von ihrer Hauptaufgabe ablassen zu müssen. Ist dies nicht der Fall, dann variiert von Land zu Land der Spielraum, den die Zentralbank bei ihrer Weigerung hat, ihre Geldpolitik zu lockern. Aus dieser Situation ergibt sich für alle Länder die Notwendigkeit einer guten Koordinierung der Haushalts- mit der Geldpolitik.

B. Diskussion des Ausschusses

Der Vorsitzende bezeichnet den Bericht der Gruppe als von grösstem Interesse. Das behandelte Thema habe grosse Bedeutung erlangt, als die erhöhten Staatsausgaben nicht mehr mit einem sich selbst alimentierenden Wachstum einhergingen. Seit zehn Jahren hätten die Defizite ständig zugenommen, wenn auch in den vier grössten Ländern der Gemeinschaft, wie sich aus dem statistischen Anhang des Berichts ergebe, die - gemessen in Relation zum BSP - grössten Deckungslücken 1975 aufgetreten seien.

Drei Punkte dürften besonderer Ueberlegung wert sein:

- Die Frage der institutionellen Beziehungen zwischen dem Schatzamt und der Zentralbank: Sind die besten Ergebnisse in den Ländern erzielt worden, in denen die Zentralbank ein entscheidendes Wort bei den Beratungen über die Finanzierung der Haushaltsdefizite mitredet, oder in jenen Ländern, in denen beide Behörden zueinander Distanz halten?
- Die Möglichkeiten, mittelfristig ein Gleichgewichtsniveau für die Haushaltsdefizite festzusetzen, also für das Defizit, das auf Dauer durch das Sparaufkommen finanziert werden könne.
- Der Umstand, dass die Schwierigkeiten, auf die die USA bei der Finanzierung ihres Haushaltsdefizits stossen, eher auf die zu schwache Ersparnisbildung in diesem Land zurückzuführen seien als auf ein zu hohes Defizit; gemessen am Verhältnis zum BSP sei das amerikanische Defizit nämlich nicht sehr hoch, während die Presse im allgemeinen von einer sehr bedeutenden Deckungslücke spreche.

Herr Lamfalussy stellt die Frage, ob die Gruppe erörtert habe, inwieweit das Zusammentreffen einer expansiven Haushaltspolitik mit einer relativ konservativen Geldpolitik eine Anhebung des realen Zinsniveaus zur Folge habe. Er würde es begrüßen, wenn die Gruppe sich mit diesem sehr interessanten Thema beschäftigen könnte.

Herr Raymond führt aus, dass nach Auffassung der Gruppe eine angesichts des hohen Finanzierungsbedarfs der öffentlichen Hand unnachgiebige Geldpolitik zu einem Anstieg der Nominal- und damit der Realzinsen führe. In der Tat lasse eine verstärkte Inanspruchnahme des Finanzmarktes seitens der öffentlichen Hand die Zinsen auf diesem Markt steigen. Dieser Zinsanstieg veranlasse die privaten Unternehmungen, ihren Finanzierungsbedarf bei den Banken zu decken; weigere sich die Zentralbank, diese gesteigerte Nachfrage des privaten Sektors nach Bankkrediten zu akkommodieren, so müsse es zwangsläufig zu einem Anstieg der Sollzinsen der Banken kommen. Auf der anderen Seite stärke ein steigendes Zinsniveau den Aussenwert einer Währung und begünstige daher einen Rückgang der Einfuhrpreise. Alles in allem übten all diese Faktoren einen Druck auf die Binneninflation und auf die Wirtschaftstätigkeit aus, und zwar nach einem sehr klassischen Verlaufsmuster.

Herr de la Genière äussert sich positiv zur Arbeit der Experten, insbesondere zu dem reichhaltigen statistischen Material über die einzelnen Länder sowie zu den von Herrn Raymond soeben zusammengefassten Erläuterungen.

Was Frankreich betreffe, so gebe der Bericht zu einer paradoxen Fragestellung Anlass. Frankreich gehöre nämlich nicht zu jenen Ländern, in denen es in den letzten Jahren mit der monetären Stabilität gut bestellt gewesen sei, wohingegen das Haushaltsdefizit sowohl der öffentlichen Haushalte insgesamt als auch jenes der Zentralregierung im betrachteten Zeitraum sowohl absolut als auch gemessen am Bruttosozialprodukt recht gering gewesen sei. Selbst die für 1981 und 1982 eingeplante Verschlechterung dürfte diese Deckungslücke nicht so gross werden lassen, dass sie sich mit jener in den meisten anderen europäischen Ländern vergleichen liesse. Ausserdem sei dieses relativ kleine Defizit im wesentlichen durch das langfristige Sparaufkommen gedeckt worden, während die Zentralbank und die Geschäftsbanken nur mässig in Anspruch genommen worden seien. Gleichwohl dürften die öffentlichen Hände nicht aus ihrer Verantwortung

für die unzureichenden Ergebnisse im Bereich der Inflationsbekämpfung entlassen werden. Bei der Prüfung, welche Auswirkungen das öffentliche Finanzgebaren auf das wirtschaftliche Gleichgewicht hat, dürfe nämlich nicht nur allein auf die Höhe des Defizits abgestellt werden, sondern es müsse auch das Tempo der Steigerungen der öffentlichen Ausgaben berücksichtigt werden; in Wahrheit stelle letzteres das Kernproblem bezüglich der Auswirkungen der öffentlichen Finanzen auf das wirtschaftliche Gleichgewicht dar. In den letzten zehn Jahren seien die öffentlichen Ausgaben in Frankreich nahezu ständig schneller gestiegen als das nominale Bruttoinlandsprodukt. Eine unangemessen starke Zunahme des Haushaltsdefizits konnte nur durch eine gleichzeitige Erhöhung der Steuerquote von 35% zu Beginn der siebziger Jahre auf derzeit 45% vermieden werden. Dieses Anziehen der Steuerschraube und die Tatsache, dass die öffentlichen Ausgaben massgeblich auf den Verbrauch und Interventionen mit geringer Produktivitätswirkung abstellten, haben zweifelsohne das Inflationstempo negativ beeinflusst.

Es wäre daher angezeigt, dass die "Raymond-Gruppe" in einem zweiten Stadium der Ueberlegungen die Folgen prüfe, die das Wachstum der öffentlichen Ausgaben auf das ökonomische Gleichgewicht habe.

Herr de la Genière schlägt darüber hinaus vor, dass die Gruppe Statistiken erstellt, aus denen die Grössenordnung der Haushaltsdefizite und deren Finanzierung aus Ersparnisbildung und Geldschöpfung in Relation zu den monetären Aggregaten und der Grösse der Finanzmärkte hervorgeht. In Frankreich beispielsweise könne man das Haushaltsdefizit, das 1982 etwa FF 100 Mrd. erreichen werde, auf etwa 6,5% der Geldmenge veranschlagen, das sei fast die Hälfte der in den letzten Jahren jeweils verzeichneten Geldschöpfung oder nahezu das Gesamtvolumen der am Primärmarkt aufgelegten Wertpapiere. Es sei daher unmöglich, ein Defizit dieser Grössenordnung ohne Verdrängung anderer Emittenten vom Kapitalmarkt oder ohne eine zu starke Verschuldung über Geldschöpfung zu finanzieren.

Herr Ciampi äussert sich ebenfalls anerkennend zur Arbeit der Gruppe. In Italien sei das Defizit des öffentlichen Sektors besonders hoch. 1981 habe das Defizit 60% der Ausweitung der gesamten Inlandskredite betragen, verglichen mit 40% am Anfang der siebziger Jahre. Unter diesen Verhältnissen bleibe der Spielraum der Zentralbank trotz der Aenderung der institutionellen Beziehungen zwischen dem Schatzministerium und der

Notenbank und der technischen Vervollkommnung der Geldpolitik sehr eng. Das Haushaltsdefizit selbst müsse verringert werden, und es sei zu hoffen, dass die dem Parlament seitens der Regierung in bezug auf den Haushaltsentwurf von 1982 vorgeschlagenen Massnahmen verwirklicht werden könnten.

Mit Bezug auf den Zusammenhang zwischen den öffentlichen Defiziten und den geldpolitischen Vorgaben unterstreicht Herr Ciampi, dass die italienischen Behörden bei der Festlegung des Ziels für die Ausweitung der gesamten Inlandskredite (ECIT) eine geplante offizielle Kreditaufnahme im Ausland und deren Auswirkungen auf die Binnenliquidität in Rechnung stellten.

Als wesentliches Fazit des Sonderberichts ergebe sich, dass die geldpolitische Autonomie der Zentralbank infolge der übersteigerten Kreditnachfrage des öffentlichen Sektors, die in der Vergangenheit auf die Kreditkosten wenig reagiert habe, immer stärker in Frage gestellt werde. Die in diesem Jahr in Italien eingeführten technischen Neuerungen hätten zutage treten lassen, welche starke Inkohärenz zwischen dem Ausmass der öffentlichen Defizite und der internen Ersparnisbildung bestehe. Seit Juli 1981 sei die Banca d'Italia nicht mehr verpflichtet, alle Papiere des Schatzamts, die nicht am Finanzmarkt untergebracht werden konnten, aufzukaufen; die unmittelbare Folge sei ein Ansteigen der Zinsen gewesen, was wiederum das Schatzamt vor Probleme stelle.

Herr Ciampi äusserte abschliessend seine Sorge über das hohe und anhaltende Haushaltsdefizit, das die Wirksamkeit der Geldpolitik in Frage stelle und das wirtschaftliche Gleichgewicht ernsthaft gefährde.

Herr Ortoli weist ebenfalls auf das hohe Niveau des von der Expertengruppe vorgelegten Sonderberichts hin. Er teile die Ansicht von Herrn de la Genière, dass eine ergänzende Analyse nützlich wäre, um über sämtliche Fakten zu verfügen, die für eine Urteilsbildung wesentlich seien. Schon die vorgelegten Zahlen seien beunruhigend, insbesondere jene über den Zinsendienst, der in einigen Ländern die Grössenordnung von 6 bis 9% des BSP erreiche.

Seit einigen Jahren sehe es so aus, als ob sich die öffentlichen Finanzen in einer Reihe von EG-Ländern jeglicher Kontrolle entzögen, ja sogar nicht mehr voraussagbar wären. Diese Sachlage beruhe auf drei Faktoren: dem Einfluss, der von einer schwachen Konjunktur und hohen Zinssätzen auf das Budget ausgehe; den Mängeln der haushaltspolitischen

Verfahren sowie dem Unvermögen, an den Ursachen wachsender Ausgaben für Transferleistungen und Verbrauch etwas zu ändern. Angesichts dieser Sachlage erscheine es nahezu unabdingbar, dass die Zentralbank gegenüber der öffentlichen Hand ein ausreichendes Mass an Autonomie besitze, die unangetastet bleiben müsse und die auch in das EWS beim Uebergang zur institutionellen Phase Eingang finden müsse.

Herr de Strycker erklärt, der Bericht lege klar die verschiedenen Verfahren der monetären Finanzierung dar und weise insbesondere auf die Bedeutung hin, die in einigen Ländern die Aussenfinanzierung erlangt habe. Bei letzterem Verfahren sei die Möglichkeit der Zentralbank, sich einer Finanzierung durch Geldschöpfung zu widersetzen, besonders eingeschränkt, da sich die öffentlichen Hände bei einer Kreditaufnahme im Ausland nicht mit der Notenbank ins Benehmen setzen müssten.

Im übrigen frage er sich, inwieweit die Organe der Gemeinschaft, namentlich die Kommission, den Zentralbanken Hilfestellung leisten könnten in dem Bemühen, dem vielfachen politischen Druck stärker widerstehen und damit die Geldwertstabilität besser gewährleisten zu können.

Herr Ortoli erklärt, die Kommission könne sich nur im persönlichen Gespräch an die Regierungen wenden und dabei ihre Ansicht über die Entwicklung der öffentlichen Finanzen äussern. In schwierigen Situationen sei sie mehrfach mit Empfehlungen an die Regierungen herangetreten. Freilich müssten die der Kommission zur Verfügung stehenden Instrumente mit Vorsicht gehandhabt werden, dies sowohl aus politischen Gründen und insbesondere auch deshalb, weil sich dieses Instrumentarium andernfalls zu rasch abnütze.

Herr Ortoli spricht sich dafür aus, die haushalts- und geldpolitischen Zielsetzungen zusammen zu diskutieren. Er erinnert daran, dass er über die Haushaltsfragen eine Reihe von Unterredungen mit dem Präsidenten des Rates der Wirtschafts- und Finanzminister sowie mit den Finanzministern gehabt habe. Im monetären Bereich kann in der gegenwärtigen Lage nicht die Rede davon sein, Zielvorgaben anzuordnen, sondern man könne nur einen offenen Gedankenaustausch über die gegenwärtige Lage und die damit verbundenen Risiken führen. In diesem Zusammenhang müsse darauf hingewiesen werden, dass sich die EG-Länder in der realen Orientierung ihrer Wirtschaftspolitik eher voneinander entfernen, als dass sie sich annähern. In einigen Ländern sehe es so aus, als hätten die Behörden jegliche haushalts-

politische Kontrolle verloren, und in diesen Fällen werde die Kommission nicht zögern, ihre Befugnisse im Rahmen des Gegebenen auszuüben.

Aus griechischer Sicht macht Herr Chalikias einige Bemerkungen zu den Schlussfolgerungen am Ende des Berichts.

Wie in anderen westlichen Ländern habe sich in Griechenland das Haushaltsdefizit in den letzten Jahren nicht nur absolut, sondern auch gemessen am BIP ausgeweitet. 1981 dürfte der öffentliche Finanzierungsbedarf um 70% zunehmen und im Verhältnis zum BIP 12% übersteigen. Zwar betone die Gruppe, dass das Entstehen einer Deckungslücke von solcher Grössenordnung die Zentralbanken stärker in die Pflicht nehme, gleichwohl bleibe zu fragen, wie die Geldpolitik unter solchen Umständen weiter greifen könne, zumal die Defizite direkt oder indirekt auf monetärem Wege finanziert würden.

Die Gruppe habe die Ursachen für das Anwachsen der Defizite und die Art der öffentlichen Ausgaben untersucht. Diese Differenzierungen hätten auch im Falle Griechenlands ihren Wert. Ein Teil der Haushaltsdefizite sei konjunkturbedingt; die Steuereinnahmen hätten sehr viel schwächer zugenommen als das nominelle BIP. Ein wesentlicher Teil der öffentlichen Ausgaben werde für die Infrastruktur, für Energie u.ä. verwendet. Es wäre falsch, aus der Lektüre des Berichts den simplen Schluss zu ziehen, dass die produktivitätssteigernden öffentlichen Ausgaben ohne Wert seien. Es wäre wünschenswert gewesen, dass der Bericht der Frage nachgegangen wäre, auf welche Weise die Haushaltsdefizite finanziert würden und welchen Einfluss diese Verfahren auf die Geldpolitik hätten. In der Tat sehe es so aus, dass Mängel bei den Finanzierungsmethoden sehr viel negativere Auswirkung hätten als das hohe Niveau der Defizite als solches.

Herr Chalikias teilt die Auffassung der Experten, dass das Erreichen der von der Geldpolitik vorgegebenen Zwischenziele nicht zwangsläufig bedeute, die monetären Bedingungen seien mit den wirtschaftlichen Endzielen vereinbar. Dieser Punkt sei es wert, vertieft zu werden. Insbesondere müsste aufgezeigt werden, wie sehr diese Ziele unsachgemässe Finanzierungsmethoden verschleierten; zudem müsste geprüft werden, ob man je nach Sachlage unterschiedliche Zwischenziele wählen könnte. Eine Studie über das geldpolitische Instrumentarium wäre ebenfalls nützlich, wemngleich sie ein wenig den Rahmen des Berichts und der Expertengruppe

sprengen würde. In Griechenland sei es mehr das Gefüge als das Niveau der Zinsen, welches zu wirtschaftlichen Verzerrungen führe, so dass die Geldpolitik Gefahr läuft, ineffizient zu werden.

Abschliessend beglückwünscht Herr Chalikias Herrn Raymond und seine Gruppe zu dem Bericht, dessen Schlussfolgerungen aufmerksam gelesen werden sollten.

Herr Ó Cofaigh dankt dem Vorsitzenden für seine freundlichen Begrüßungsworte und drückt seine Befriedigung darüber aus, an den Diskussionen des Ausschusses teilnehmen zu können, zumal es sich bei seiner erstmaligen Anwesenheit in Basel um eine Frage handle, die ihm durch seine vorangegangenen Tätigkeiten vertraut sei.

In dem äusserst aufschlussreichen und anregenden Bericht werde festgestellt, dass die unaufhaltsame Verschlechterung der Staatsfinanzen im wesentlichen strukturbedingt sei. Unter diesen Voraussetzungen stelle die Weigerung, die Geldpolitik an die Haushaltsdefizite anzupassen, keinen gangbaren Weg dar, da die Fortsetzung einer doktrinären Politik die Glaubwürdigkeit der Behörden untergraben könnte.

Diese Feststellung treffe vor allem auf Irland zu, wo das starke Bevölkerungswachstum seinen Niederschlag in rasch steigenden Ausgaben im Bildungs-, Gesundheitswesen und im sozialen Bereich gefunden habe. Hingegen akkommodiere die Zentralbank von Irland nicht direkt den Finanzierungsbedarf des Schatzamtes; sie gewähre nur kurzfristigen Beistand und keine langfristige Finanzierung der Defizite.

Bei einem strukturell bedingten Defizit, das nicht kurzfristig beseitigt werden könne, müssten Zwischenlösungen gefunden werden. Es treffe zu, dass sich mit einer Akkommodierung des öffentlichen Finanzierungsbedarfs nur vorübergehend ein Ansteigen der Zinsen verhindern lässt, während längerfristig die Auswirkungen auf Inflation und Wechselkurs nicht auf sich warten lassen würden. Eine nichtmonetäre Finanzierung wiederum könne den Anstieg der Zinsen, deren Niveau bereits Strafcharakter trage, nur noch beschleunigen. Höhere Zinsen würden die Konjunktur noch weiter schwächen und die Zinslast der öffentlichen Verschuldung noch verstärken - beides Entwicklungen, die die Haushaltsdefizite nur noch weiter verschlimmern würden.

Eingedenk dieser Sachlage bestehe die wichtigste Aussage des Berichts in der Feststellung, dass der Entscheidung, ob die Geldpolitik

nachgeben sollte oder nicht, eine klare Analyse der Gründe und/oder des Zwecks der öffentlichen Defizite voranzugehen habe. In der Tat sei diese Entscheidung nicht eine einfache Rechenaufgabe und könne auch nicht aus der gesetzlichen Grundlage der Notenbank gefolgert werden.

Der Vorsitzende meint, alle Gouverneure seien sich bewusst, dass die Haushaltsdefizite im wesentlichen struktureller Natur seien und dass kurzfristig die Deckungslücken des Haushalts nicht beseitigt werden könnten. Die Zentralbanken, die sich gehalten sehen, diese Entwicklung zu bremsen, meinen jedoch, dass die Glaubwürdigkeit der Regierenden eher dadurch beeinträchtigt wird, dass keine Aussichten auf eine Besserung auf mittlere Sicht bestehen.

Herr Gleske äussert sich ebenfalls anerkennend über die Verfasser des Berichts. Letzterer rege zum Nachdenken an und enthalte Schlussfolgerungen, die die Deutsche Bundesbank weitgehend teile. Es sei auch hervorzuheben, dass mit dem Bericht in vollem Umfang dem Auftrag entsprochen wurde, eine Studie über die "Zentralbankfinanzierung von Staatsdefiziten in den EG-Ländern" zu erstellen. Die Forderung von Herrn de la Genière dürfte über dieses ursprüngliche Mandat hinausgehen und die Auswirkungen betreffen, die von einer raschen Zunahme der öffentlichen Ausgaben, insbesondere jener für Verbrauchszwecke, auf die Geldpolitik ausgehen. In den meisten Ländern habe sich diese Ausweitung in einem Anwachsen der Haushaltsdefizite niedergeschlagen; eine Ausnahme sei Frankreich, wo die Deckungslücke gemessen am BSP klein geblieben sei. Aber selbst in einer solchen Lage dürften sich die Rahmenbedingungen der Geldpolitik spürbar ändern, so dass diese an Wirksamkeit einbüsse.

In der Tat würden andere Gesamtgrössen der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen naturgemäss durch den zunehmenden Anteil des Staates am Volkseinkommen beeinträchtigt, so etwa die Investitionen, was unweigerlich Folgen für die Wirtschaftsproduktivität, die Leistungsbilanz, und damit die Wechselkursentwicklung, sowie für das private Sparaufkommen habe. Deshalb könne eine rasche Ausweitung der vornehmlich auf den Verbrauch gerichteten öffentlichen Ausgaben das wirtschaftliche Gleichgewicht auch dann berühren, wenn das Haushaltsdefizit gering bleibe. Man könne deshalb mit Recht sagen, dass die öffentlichen Defizite im Lichte der Sparneigung gesehen werden müssten. In den USA seien die Defizite niedriger als in Europa, aber auch die Sparquote sei geringer, so dass die Finanzierung

der Haushaltsdefizite die Geldpolitik vor schwerwiegende Probleme stelle. In Europa seien die öffentlichen Defizite höher, aber gemessen an der privaten Ersparnisbildung im allgemeinen niedriger.

Zur Entwicklung in Deutschland sei zu sagen, dass die Zentralbank 1982 in neuer Weise zur Finanzierung der öffentlichen Defizite beitrage. Der hohe Reingewinn, den die Bundesbank im Jahre 1981 aufgrund von Sonderfaktoren (die sich im übrigen in künftigen Geschäftsjahren kaum wiederholen dürften) erzielt habe, werde zur teilweisen Deckung des Haushaltsdefizits herangezogen. Dieser Zugriff auf die Erträge der deutschen Notenbank, der Gegenstand heftiger Diskussionen in den letzten Monaten gewesen sei, dürfte indes die Steuerung von Geldmenge und Bankenliquidität nicht gefährden, habe jedoch den Willen zur Wiederherstellung der Haushaltsdisziplin geschwächt, so dass sich in den kommenden Jahren die Probleme noch verschärfen dürften.

Herr de la Genière führt aus, dass die vorgeschlagene Weiterführung des Sonderberichts sich mit der Entwicklung der öffentlichen Ausgaben und der steuerlichen Belastung befassen sollte. Ferner sollten die Zusammenhänge zwischen einerseits den Haushaltsdefiziten und deren Finanzierung und andererseits der Geldschöpfung und dem Kapitalmarkt behandelt werden. Diese statistischen Unterlagen, ergänzt durch Erläuterungen der Experten, würden es erleichtern, die öffentlichen Finanzen wieder besser in die monetären und finanziellen Rahmenbedingungen einzubinden.

Herr Ciampi unterstützt den Vorschlag von Herrn de la Genière; er hätte zudem auch gerne Informationen über die Fälligkeitsverteilung der bei Banken plazierten öffentlichen Schuldtitel.

Herr Raymond erklärt, dass die von den Herren de la Genière und Ciampi angeregten weiterführenden Studien Gegenstand eines dritten Sonderberichts sein könnten. Er weise jedoch darauf hin, dass die Mitglieder seiner Gruppe keine Haushaltsexperten seien.

Der Vorsitzende erklärt, dass die Studie sich mit den monetären Auswirkungen der Entwicklung der öffentlichen Finanzen befassen sollte, und er stelle fest, dass der Ausschuss damit einverstanden ist, dass die Expertengruppe diese Frage untersuche.

Was eine etwaige Uebermittlung dieses Sonderberichts an den Währungsausschuss angehe, so sei er der Meinung, dass dieser Bericht für die Mitglieder des Währungsausschusses von Interesse sei. Er schlage

demnach vor, ihn nach dem üblichen Verfahren zu übermitteln, wodurch alle Zentralbanken die Möglichkeit hätten, schriftlich eine Bereinigung des zu übermittelnden Wortlauts zu verlangen.

Herr Zijlstra erklärt sich hiermit einverstanden, sofern an den dem Bericht beigefügten Statistiken noch Aenderungen vorgenommen werden. Einige dieser Statistiken bedürften nämlich der Erläuterung und Korrektur.

Der Vorsitzende bekräftigt, dass das übliche schriftliche Verfahren sowohl auf den Text als auch auf die Statistiken Anwendung finden werde. Da der Währungsausschuss die Frage der monetären Finanzierung der Staatsdefizite im Dezember behandeln werde, könne das schriftliche Verfahren ordnungsgemäss abgewickelt werden.

IV. Prüfung des Berichts der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Kjaer über die technischen Probleme aufgrund der Koexistenz von monetären Zielen und Wechselkurszielen innerhalb des EWS und Leitlinien für die künftigen Arbeiten der Gruppe

A. Referat von Herrn Kjaer

Herr Kjaer erinnert daran, dass der vorliegende Bericht entsprechend dem zweiten Punkt des neuen, der Arbeitsgruppe im Februar 1981 übertragenen Mandats erarbeitet worden sei. Das in diesem Mandat beschriebene Problem sei offensichtlich ein konkretes Beispiel für das Dilemma, dem die für die Wirtschaftspolitik Verantwortlichen stets gegenüberstünden, wenn die Anzahl der ihnen zur Verfügung stehenden Instrumente niedriger sei als die Anzahl der Ziele.

Die Schwere dieses Dilemmas hänge zunächst vom Grad der Verpflichtung gegenüber den beiden Zielen, danach aber auch davon ab, ob es Methoden gebe, die sich zur Dämpfung der nachteiligen Auswirkungen auf das eine Ziel heranziehen lassen, wenn das einzig verfügbare Instrument in der Hauptsache für das andere Ziel eingesetzt werden muss.

Was die Verpflichtung gegenüber den Zielen anbelange, so habe die Gruppe festgestellt, dass einerseits die Zugehörigkeit zum Wechselkursmechanismus des EWS die Einhaltung fester Wechselkurse bei begrenzter Bandbreite bedingt. Andererseits werden anerkanntermassen im Bedarfsfalle, wenn solche Massnahmen angesichts der relativen Entwicklung des

fundamentalen Wirtschaftsgeschehens der Teilnehmerländer geboten seien, Leitkurs-Anpassungen vorgenommen.

Trotz der Möglichkeit, die Leitkurse anzupassen, gebe es jedoch gewisse Situationen, in denen eine Anpassung ausgeschlossen sei, entweder weil der Konflikt vorübergehender Natur ist oder weil aus politischen oder anderen Gründen die Voraussetzungen für eine wirksame Leitkurs-Anpassung nicht gegeben sind. In solchen Fällen sei es daher angezeigt, geeignete Massnahmen zur Entschärfung des Konflikts zu finden.

Die Untersuchung der Ereignisse in den zweieinhalb Jahren seit dem Bestehen des EWS habe zu dem Schluss geführt, dass während dieser Periode kaum ernsthafte Konflikte zwischen diesen beiden Arten von Zielen bestanden hätten. Die monetären Ziele seien mit ziemlich grosser Genauigkeit eingehalten worden, und der EWS-Wechselkursmechanismus sei aufrechterhalten worden, womit er ungeachtet der vier Leitkurs-Anpassungen, von denen allerdings nur zwei generellen Charakter hatten, einen stabilisierenden Einfluss auf die Wechselkurse ausgeübt habe.

Dass spekulative Kapitalbewegungen innerhalb des EWS weitgehend ausblieben, lasse sich zum Teil mit bestimmten aussergewöhnlichen Faktoren erklären, wie z.B. mit dem wettbewerbsfähigen Wechselkurs, den die Länder mit hoher Inflation bei Eintritt in das System aufwiesen, und mit den Auswirkungen des Oelpreisschocks, die auch die Länder mit traditionsgemäss starker Währung wie der D-Mark zu spüren bekamen, was die Erwartungen auf eine Leitkurs-Anpassung gedämpft habe. Die Währungsbehörden hätten indes grosse Flexibilität bei dem Einsatz der Techniken bewiesen und versucht, die Folgen der Konflikte zwischen ihren Wechselkurszielen und ihren monetären Zielen auszuschalten oder möglichst gering zu halten. Obwohl diese Techniken bei besonderen Gegebenheiten nützlich gewesen seien und dazu beigetragen hätten, dass das EWS ernsthaften Erschütterungen Widerstand zu leisten vermochte, werde von der Arbeitsgruppe unterstrichen, dass der Handlungsspielraum, den diese Techniken bieten, sowohl umfangmässig als auch zeitlich begrenzt sei.

Die Arbeitsgruppe sei indes nicht in der Lage gewesen, andere Methoden als Ersatz für die von den Mitgliedsländern in den vergangenen zweieinhalb Jahren bereits angewendeten und getesteten Methoden aufzuzeigen. Ueberdies habe die Gruppe darauf hingewiesen, dass es in Anbetracht der Unterschiede hinsichtlich der Ursachen, der Art und der Intensität

der künftigen Konflikte nicht möglich zu sein scheine, im voraus festgelegte Regeln für deren Lösung bzw. Entschärfung aufzustellen.

Was die Zukunft anbelange, so habe sich die Arbeitsgruppe deshalb darauf beschränken müssen, die schon fast traditionelle Empfehlung aktiver Abstimmung unter den Währungsbehörden der EWS-Länder auszusprechen mit dem - ebenso traditionellen - Vorbehalt, dass selbst die Koordinierung der monetären Ziele nicht aus sich selber heraus die Konvergenz der Stabilitätsbemühungen im EWS garantieren könne. Eine solche Konvergenz verlange unterschiedene Anstrengungen in allen Bereichen der Wirtschaftspolitik.

B. Diskussion des Ausschusses

Der Vorsitzende dankt Herrn Kjaer für den sehr interessanten Bericht der Expertengruppe und eröffnet die Diskussion.

Herr Sarcinelli teilt dem Ausschuss mit, Herr Ciampi habe abreisen müssen und lasse sich entschuldigen, und bemerkt, dass der überaus interessante Bericht die Möglichkeit biete, innerhalb des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten die Diskussion über die Wechselkurspolitik der einzelnen Länder nach der zweiten, generellen Leitkurs-Anpassung im EWS zu erweitern. Auch unter Berücksichtigung der Stärke der endogenen Faktoren seien anerkanntermassen die meisten Einflüsse, die sich destabilisierend auf das EWS ausgewirkt hätten, externen Ursprungs gewesen. Die Festigkeit des US-Dollars habe gewisse latente Spannungen innerhalb des EWS verschleiert, doch habe gleichzeitig die - je nach Land unterschiedliche - Auswirkung der Höherbewertung des Dollars auf die Inlandspreise dazu beigetragen, die Divergenzen zwischen den Teilnehmerländern hinsichtlich der wirtschaftspolitischen Endziele zu vertiefen. Unter diesen Umständen seien die grossen europäischen Währungen unter einen Anpassungsdruck gelangt, sobald die amerikanischen Zinssätze nachzugeben begannen.

Herr Sarcinelli teilt auch die Auffassung der Experten, dass es unmöglich sei, im voraus festgelegte Regeln für die Lösung bzw. Entschärfung der Konflikte innerhalb oder ausserhalb der Landesgrenzen zu entwickeln. Aus diesem Grunde bedürfe es einer engen Zusammenarbeit zwischen den Zentralbanken sowie zwischen den Regierungen - einer engeren Zusammenarbeit jedenfalls, als dies bei der letzten Leitkurs-Anpassung im EWS der Fall

gewesen sei. Eine verstärkte Zusammenarbeit innerhalb des EWS werde um so zwingender sein, als kaum damit zu rechnen sei, dass die günstigen Erfahrungen der Vergangenheit sich in Zukunft wiederholen werden. Ueberdies garantierten die in diesem Bericht analysierten Techniken nicht aus sich selber heraus die Konvergenz und die Stabilität des EWS. Man müsse daher zu einer besseren Koordinierung der Geld-, der Haushalts- und der Einkommenspolitik der einzelnen Länder gelangen, um die Inflation zu bekämpfen, ohne dabei übermässige Verluste im Bereich der Produktion und des generellen wirtschaftlichen Gleichgewichts hinnehmen zu müssen.

Herr Ortoli erkundigt sich, ob die Stellvertreter ein Arbeitsprogramm und einen Terminkalender für die künftigen Arbeiten der Experten-Gruppe aufgestellt hätten und zu welchem Zeitpunkt die Gruppe die beiden anderen im Mandat vom 11. Februar 1981 vorgesehenen Untersuchungen, nämlich die quantitative Analyse einiger Erfahrungen mit Stabilisierungspolitiken und die Definition und Analyse von Indikatoren für die Ausrichtung der Währungspolitik innerhalb des EWS, vorlegen werde.

Herr Loehnis erklärt, dass die Stellvertreter diese Frage kurz erörtert hätten, dass sie aber keine konkreten Empfehlungen unterbreiten könnten.

Herr Kjaer erinnert daran, dass der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten im vergangenen Februar übereingekommen wäre, die Arbeitsgruppe zu ersuchen, sich zunächst mit dem Punkt nach dem zweiten Gedankenstrich im Mandat zu befassen, und nach Entgegennahme dieses Berichts über die weiteren Untersuchungen der Gruppe eine Entscheidung zu fällen. Eine Tischumfrage innerhalb der Arbeitsgruppe habe ergeben, dass weder der Punkt hinter dem ersten noch derjenige hinter dem dritten Gedankenstrich Begeisterung erwecke. Die nach dem ersten Gedankenstrich genannte Analyse werde als zu weit gefasst angesehen, während einige Experten hinsichtlich des Wortlautes des nach dem dritten Gedankenstrich genannten Punktes eine gewisse Ratlosigkeit bekundet hätten. Es sei darauf hingewiesen worden, dass einerseits Statistiken dieser Art bereits regelmässig zusammengestellt werden und dass es andererseits nicht möglich scheine, Indikatoren zu definieren, die quasi automatisch anzeigten, wann innerhalb des EWS geldpolitische Massnahmen geboten seien. Angesichts der Tatsache, dass die im Punkt nach dem dritten Gedankenstrich enthaltene Themastellung weitgehend von der Kommission ausgehe, seien deren Dienststellen darum ersucht worden, ihre Vorstellungen zu diesem Punkt zu verdeutlichen.

Herr Pöhl unterstreicht die Nützlichkeit des von der Arbeitsgruppe vorgelegten Berichts, meint aber, dass es nicht zweckmässig sei, die Arbeiten unverzüglich fortzusetzen. Einerseits scheine das Mandat erschöpfend behandelt worden zu sein; andererseits brächten die Sitzungen der Arbeitsgruppe für die nationalen Vertreter, die dieser Gruppe angehörten, eine zu starke Arbeitsbelastung mit sich. In der Zwischenzeit könne die Kommission ihre Vorstellungen über die verbleibenden Punkte präzisieren, damit die Zentralbankpräsidenten zu einem späteren Zeitpunkt eine Entscheidung über die eventuelle Fortsetzung der Arbeiten dieser Gruppe treffen können.

Herr Hoffmeyer ist der Meinung, dass die von der Gruppe vorgelegte Untersuchung sehr nützlich und interessant sei, spricht sich aber, wie Herr Pöhl, dagegen aus, die Arbeitsgruppe um Untersuchung der Fragen nach dem ersten und dem dritten Gedankenstrich zu bitten. Diese Themenkreise seien entweder zu weit bzw. so gefasst, dass sie zu Doppelspurigkeiten führen, oder aber zu ungenau umrissen. Die Arbeiten der Gruppe sollten sich vielmehr auf das geldpolitische Instrumentarium konzentrieren; es wäre daher nützlich, die Frage der künftigen Arbeiten wieder aufzugreifen, wenn sich eine Notwendigkeit dazu ergebe.

Herr Sarcinelli erinnert daran, dass die Arbeitsgruppe unter dem Vorsitz von Herrn Kjaer sowohl dem Ausschuss der Zentralbankpräsidenten als auch dem Währungsausschuss unterstehe. Es wäre abzuklären, ob der Währungsausschuss ebenfalls bereit sei, den Arbeitsrhythmus der Expertengruppe zu verlangsamen.

Der Vorsitzende erwidert darauf, dass sich die Zentralbankpräsidenten des von Herrn Sarcinelli aufgeworfenen Problems bewusst seien. Die Zentralbankpräsidenten wünschten, dass die Expertengruppe ihre Arbeiten nicht auf Gebiete ausdehne, die nicht in den Bereich ihres ursprünglichen Auftrags falle. Die Gruppe sollte sich auf die Untersuchung von eindeutig abgegrenzten und konkreten Themen beschränken; beispielsweise könnte sie die Indikatoren der Geldpolitik untersuchen, die in den verschiedenen EG-Ländern Verwendung finden.

Der Vorsitzende stellt fest, dass der Ausschuss damit einverstanden ist, hinsichtlich der kommenden Arbeiten, die der "Gruppe Kjaer" zu übertragen seien, keine unmittelbare Entscheidung zu treffen. Im übrigen beabsichtige auch der Währungsausschuss, diese Frage zu erörtern,

und wenn sich aus dieser Debatte neue Elemente ergäben, könne der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten die Frage im Dezember oder zu einem späteren Zeitpunkt wiederaufnehmen.

V. Eventuelles weiteres Vorgehen im Anschluss an die informelle Konferenz der Finanzminister und der Zentralbankpräsidenten der EG

Der Vorsitzende ist der Auffassung, dass diese Konferenz nicht zu einem genau umrissenen Mandat für den Ausschuss geführt habe, und er stellt fest, dass die anderen Zentralbankpräsidenten zu diesem Punkt der Tagesordnung keine Bemerkungen anzubringen haben.

VI. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

- Gedankenaustausch über die Festsetzung einer künftigen Quote für Spanien und Portugal im kurzfristigen Währungsbeistand

Herr Loehnis fasst die Resultate der diesbezüglichen Debatte der Stellvertreter vom 9. November kurz zusammen. Die in Prozent ausgedrückten Quoten, die im Dokument der Kommission vom 2. September 1981 vorgeschlagen seien, gäben zu keinerlei Bemerkungen seitens der Stellvertreter Anlass und könnten von den Zentralbankpräsidenten für den kurzfristigen Währungsbeistand übernommen werden. Hinsichtlich der Frage, ob es angezeigt sei, die maximale Ausnutzung der Spanien und Portugal zuzuteilenden Quoten zu begrenzen, solange diese beiden Länder nicht am EWS-Wechselkursmechanismus beteiligt seien, erinnern die Stellvertreter an das Verfahren anlässlich des Beitritts der Bank von Griechenland zum System des kurzfristigen Währungsbeistands. Bei der Unterzeichnung der Akte über den Beitritt der Bank von Griechenland vom 9. Dezember 1980 hatten die Zentralbankpräsidenten niedergelegt, dass:

- "die Festsetzung der Schuldnerallongen nicht quasi-automatisch wie bei den Schuldnerquoten erfolgt, sondern den einstimmigen Beschluss der im Ausschuss der Zentralbankpräsidenten zusammengeschlossenen EWG-Notenbankgouverneure erfordert",

- "zum Zeitpunkt der Festlegung der Wirkungsweise des EWS eine Vereinbarung getroffen wurde, die unter anderem vorsieht, dass für die nicht am Wechselkursmechanismus des EWS teilnehmenden EWG-Zentralbanken die Schuldner- und Gläubigerrallongen maximal 3.600 Mio. ECU nicht überschreiten dürfen".*

Die Stellvertreter schlagen vor, im Falle der beiden neuen Teilnehmerländer in entsprechender Weise zu verfahren. Solange diese Länder nicht am Wechselkursmechanismus des EWS beteiligt seien, könnten sie normalerweise im Rahmen der Schuldnerallonge also nur den Gegenwert von ECU 1.800 Mio. in Anspruch nehmen. Gemäss Art. II Ziffer 4 des Abkommens zur Errichtung eines Systems des kurzfristigen Währungsbeistands könne nämlich im allgemeinen keine Zentralbank mehr als die Hälfte der Summe der Schuldnerallongen erhalten. Die maximalen Ziehungsmöglichkeiten würden sich somit auf ECU 2.525 Mio. für Spanien und auf ECU 1.945 Mio. für Portugal stellen.

Die Zentralbankpräsidenten erklären sich mit den Empfehlungen der Stellvertreter einverstanden. Herr Padoa-Schioppa weist darauf hin, dass der Währungsausschuss in seiner nächsten Sitzung die Vorschläge der Kommission hinsichtlich der Bereitstellungsplafonds Spaniens und Portugals im mittelfristigen finanziellen Beistand billigen dürfte.

- Gedankenaustausch über mögliche Regeln und Verfahren für künftige Ernennungen des Vorsitzenden des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten

Wegen Zeitmangels beschliesst der Ausschuss, diesen Gedankenaustausch bis zur nächsten Sitzung im Dezember zu vertagen.

VII. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Die nächste Sitzung des Ausschusses findet am Dienstag, dem 8. Dezember 1981, um 10.00 Uhr in Basel statt.

* Vergleiche Ziffer VI des Protokolls der 150. Sitzung vom 9. Dezember 1980.

Ausschuss der Präsidenten
der Zentralbanken der Mitgliedstaaten
der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft

10. November 1981

Vertraulich
Uebersetzung

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

SEPTEMBER UND OKTOBER 1981

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 September, im Oktober sowie in den ersten Novembertagen 1981.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Die beiden letzten Monate hindurch herrschte an den Devisenmärkten rege Tätigkeit und Nervosität. Sie standen hauptsächlich im Zeichen der

- Abwertung der schwedischen Krone,
- Anpassung der Leitkurse im Europäischen Währungssystem (EWS),
- anhaltenden Höherbewertung des Schweizer Frankens,
- Abschwächung des japanischen Yen, des US-Dollars und des Pfund Sterling. Die beiden letztgenannten Währungen schwankten übrigens sehr stark; häufig betrug die Kursausschläge, bei mehrmaligen Richtungsänderungen, an einem Tag mehr als 1 oder sogar 2%.

Wie in den vorangegangenen Monaten war das Verhalten des US-Dollars vornehmlich von dem der Dollarzinsätze und von den für deren Schwankungen ausschlaggebenden Faktoren bestimmt.

In den ersten Septemberwochen war aufgrund von Aeusserungen aus zuständigen amerikanischen Regierungskreisen, die damit auf die einschlägige

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

Kritik antworteten, mit einer allmählichen Entspannung der amerikanischen Zinssätze zu rechnen, die dann auch mehrmals hintereinander zurückgingen. Danach gewann man vermehrt den Eindruck, in den Vereinigten Staaten habe die Aufwärtsbewegung der Zinssätze ihren Höhepunkt erreicht und es sei in den kommenden Monaten mit einer gegenläufigen Bewegung zu rechnen. Aufmerksam wurde überdies die Verschlechterung der amerikanischen Leistungsbilanz verfolgt, die sich im nächsten Jahr erneut stark passivieren könnte. Unter diesen Umständen schwächte sich der Dollar beträchtlich und allgemein ab. Er verlor gegenüber den EWS-Währungen 8% und lag somit am 21. September 13% unter den Höchstkursen der ersten Augushälfte.

Als am 22. September der Zuschlag auf den amtlichen Diskontsatz für Kredite, die in grossem Umfang und wiederholt in Anspruch genommen werden, lediglich von 4 auf 3% gesenkt wurde, waren die Märkte enttäuscht und reagierten mit einem eindeutigen Kursanstieg des Dollars.

Anfang Oktober nahmen die amerikanischen Zinssätze ihre Abwärtsbewegung wieder auf, und anschliessend kam es - vor allem als am 9. Oktober der Diskontsatzzuschlag erneut um 1% gesenkt wurde - zu einer spürbaren Abschwächung des Dollars. In Frankfurt notierte die amerikanische Währung zu diesem Zeitpunkt DM 2,17, was ihrem niedrigsten Niveau seit dem 22. April 1981 entsprach.

In den folgenden Wochen zog der Dollar merklich an, besonders weil davor gewarnt worden war, aus dem Rückgang der Kreditzinsen in den USA vorschnelle Schlüsse hinsichtlich der weiteren Entwicklung zu ziehen. Da zudem die politische Lage in Polen und im Nahen Osten zu gewisser Besorgnis Anlass gab, befestigte sich der Dollar erheblich und gewann seit dem 9. Oktober gegenüber den EWS-Währungen wieder 6%. Gegen Ende des Monats allerdings wies der Dollar parallel zur Rückbildung der amerikanischen Zinssätze, die vor der Herabsetzung des Diskontsatzes von 14 auf 13% einsetzte, erneut eine sinkende Tendenz auf.

Für die beiden letzten Monate zusammengekommen ergaben sich an den einzelnen Märkten sehr unterschiedliche Dollarkursbewegungen, worin sich zum Teil die Paritäts-Änderungen der lokalen Währungen widerspiegelten. Diese Änderungen scheinen übrigens die allgemeine Entwicklung des Dollars weder in der einen noch in der anderen Richtung beeinflusst zu haben. Der effektive Wechselkurs des Dollars ging um etwa 1 1/4% zurück. Gegenüber den EWS-Währungen allein fiel die Einbusse mit durchschnittlich 5% deutlicher aus.

Die Entwicklung der Wechselkurse im Europäischen Währungssystem stand im Zeichen der am 4. Oktober beschlossenen Leitkurs-Anpassungen. Der Anpassung gingen starke Spannungen zwischen der D-Mark und - in geringerem Ausmass - dem Gulden einerseits und den übrigen EWS-Währungen andererseits voraus, so dass die betroffenen Zentralbanken in erheblichem Umfang in Dollar und in Gemeinschaftswährungen intervenieren mussten, wobei die Interventionen meist knapp vor Erreichen der Interventionskurse stattfanden. Nach der Aenderung der Leitkurse rückte der französische Franken - und kurz danach auch die dänische Krone - an die erste Stelle im Gemeinschaftsband. Dabei kamen dem französischen Franken Kapitalrückflüsse auf Kosten des Guldens und vor allem der D-Mark zugute. Die zwei letztgenannten Währungen fielen darauf an den unteren Teil des Bandes zurück und lagen rund 2% unter den bilateralen Leitkursen der dänischen Krone und dem französischen Franken. Damit betrug die Aufwertung der D-Mark und des holländischen Guldens gegenüber dem französischen Franken, gemessen an den Kursen vor der Anpassung der Leitkurse, am Markt nur rund 5%.

Im September wiedererstarbte das Vertrauen in die D-Mark in Europa und anderorts beträchtlich, da in der Bundesrepublik die Politik der Inflationsbekämpfung entschlossen weitergeführt wurde und sich das Leistungsbilanzdefizit allmählich verringerte. Die Interventionen zugunsten der meisten anderen EWS-Währungen und die Dollarkäufe, die die Deutsche Bundesbank erstmals seit sechs Monaten wieder tätigte, konnten nicht verhindern, dass die D-Mark ihre Abweichungsschwelle überschritt (Abweichung nach oben Anfang Oktober: 80). Nach der Leitkurs-Anpassung vom 4. Oktober setzte die Deutsche Bundesbank ihren Sonderlombardsatz, der seit Februar 1981 bei 12% lag, um 1% herab. Sie gab auch Devisen ab, namentlich französische Franken und Dollar, zumal sich ein vorübergehender Zinsanstieg in den Vereinigten Staaten auf die D-Mark auswirkte. Danach bewegte sich die deutsche Währung ständig im unteren Teil des anhand der neuen Leitkurse festgelegten Gemeinschaftsbandes. Ihr Abweichungsindikator zeigte nunmehr ständig eine deutliche Abweichung nach unten an; am Monatsende betrug der Indikatorwert 65.

Der holländische Gulden entwickelte sich insgesamt gesehen ähnlich wie die D-Mark. Allerdings fielen hier die Interventionen in beiden Richtungen eindeutig geringer aus. Zu Ende der Berichtszeit wurde

der Gulden in Frankfurt mit einem Aufpreis von 1/4% gehandelt. Sein Abweichungsindikator lag bei 33 (Abweichung nach unten). Auch die Niederländische Bank ist dem allgemeinen Abwärtstrend der Zinssätze gefolgt.

Der Abwärtsdruck auf den französischen Franken verstärkte sich im September, als sich die Erwartungen auf eine Anpassung der EWS-Leitkurse festigten. Die französischen Behörden unternahmen beträchtliche Interventionen. Sie hoben auch die Zinsen an und setzten die Termindeckungsfazilität für Importeure aus. Anfang Oktober wurden anlässlich der Paritäts-Anpassung verschiedene flankierende Massnahmen, insbesondere auf dem Gebiet der Haushalts-, Preis- und Einkommenspolitik, ergriffen. In der Folge wurden - zur Hauptsache von Gebietsfremden - wieder vermehrt französische Franken gekauft. Da die D-Mark und der holländische Gulden in Paris in der Nähe ihrer neuen unteren Interventionskurse gehandelt wurden, konnte die Bank von Frankreich regelmässig Devisen zurückkaufen und damit ihre EFWZ-Verbindlichkeiten um mehr als die Hälfte abtragen. Gleichzeitig liess sie eine Entspannung der Zinssätze am französischen Geldmarkt zu: der Satz für Tagesgeld ging auf knapp 16% zurück, nachdem er sich einige Wochen zuvor auf 18 1/2% gestellt hatte.

Die italienische Lira, die noch Anfang August an oberster Stelle im EWS-Band lag, schwächte sich im September und Anfang Oktober so stark ab, dass sie sich von der stärksten Währung um 3,5% entfernte. Nach der Leitkurs-Anpassung konnte sie sich nur deshalb im Kielwasser der stärksten Währungen halten, weil sie weiterhin von der Bank von Italien durch Interventionen gestützt wurde. Diese Interventionen standen im Zusammenhang mit der Rückzahlung von Handelskrediten, die zum gleichen Datum fällig wurden, wie das Depotsystem, das in Italien die Devisenkäufer benachteiligt. Dieses System wurde verlängert, soll aber stufenweise abgeschafft werden.

Im September mussten auch das irische Pfund, der belgische Franken und die dänische Krone durch verhältnismässig umfangreiche Interventionen gestützt werden. Die irische und die belgische Währung lagen in Frankfurt, wie der französische Franken, nur knapp über ihren unteren Interventionskursen, während die dänische Krone sich im Mittelfeld des Gemeinschaftsbandes bewegte. Die Leitkurs-Anpassung kam allen drei Währungen zugute, löste aber keine erheblichen Kapitalrückflüsse aus. In der Folge stellte sich die dänische Krone ungefähr auf ihren

neuen oberen Interventionskurs gegenüber der D-Mark, während der belgische Franken - zum Teil infolge von Devisenverkäufen am Markt aus dem Anleiherlös halbstaatlicher Stellen - und das irische Pfund in Frankfurt 1 bzw. 1/2% über ihren Leitkursen notierten.

Das Pfund Sterling war sowohl gegenüber dem Dollar als auch gegenüber den europäischen Währungen starken Schwankungen unterworfen. Trotz Stützung durch die Bank von England gab das Pfund angesichts der wirtschaftlichen Schwierigkeiten Grossbritanniens, der Entspannung der Erdölpreise sowie der relativ niedrigen Realzinssätze zunächst stark nach (um 9% gegenüber dem EWS). Nach dem Anstieg der britischen Zinssätze, die sich am Euromarkt fast so hoch stellten wie die Dollarzinsätze, hielt sich das Pfund bedeutend besser. Die Basisrate der englischen Banken wurde in zwei Etappen von 12 auf 16% erhöht und Mitte Oktober auf 15 1/2% zurückgenommen. Nachdem der effektive Wechselkursindex des Pfundes mit einem Stand von 85,7 ein Zweijahrestief erreicht hatte, stieg er zu Ende der Berichtszeit wieder auf 88,6, womit jedoch für die beiden letzten Monate zusammengenommen eine Einbusse von nahezu 3% verbleibt. Während sich die britische Währung gegenüber dem Dollar nur um 1/2% abschwächte, verzeichnete sie gegenüber den EWS-Währungen einen Kursrückgang von durchschnittlich 5,5%.

In den Monaten September und Oktober stieg der Index des effektiven Wechselkurses der griechischen Drachme um 1,5%. Im gleichen Zeitraum befestigte sich die Drachme gegenüber dem Dollar um 4,6%, während sie sich gegenüber der D-Mark um 2,9% abschwächte. Gegenüber den EWS-Währungen gab die Drachme im September um durchschnittlich 1,1% nach und blieb im Oktober auf diesem Stand.

Schon in den ersten Septembertagen bekundete die Schweizerische Nationalbank ihren festen Entschluss, den zunehmenden inflationären Tendenzen in der Schweiz entgegenzuwirken. In diesem Sinne hob sie ihre Zinssätze um 1% an und handhabte die Liquiditätshilfe in Form von "Swaps" restriktiver. In der Folge hat sich der Schweizer Franken entschieden befestigt und ist im Endergebnis gegenüber der D-Mark um 6% und gegenüber dem Dollar um 15% angestiegen. Somit hat er sich seit Jahresanfang gegenüber der D-Mark um 10% verbessert, während gegenüber dem Dollar nur noch ein Rückgang von 3% verbleibt.

In Schweden beschlossen die Behörden Mitte September, den effektiven Wechselkurs der schwedischen Krone um 10% herabzusetzen. Einige Tage lang konnte die Schwedische Reichsbank dann umfangreiche Dollarrückkäufe tätigen. Einige Wochen später senkte sie ihre Zinssätze um 1%. Seit Bestehen des EWS blieb der Kursrückgang der schwedischen Krone gegenüber der D-Mark auf 5% beschränkt.

Gegenüber dem US-Dollar schwankten die norwegische Krone, der japanische Yen und der kanadische Dollar in unterschiedlichem Ausmass, jedoch weniger stark als die EWS-Währungen. Zu Ende der Berichtszeit hatte die norwegische Krone um 2% angezogen, der japanische Yen um 2% nachgegeben. Der kanadische Dollar in New York war praktisch unverändert. Die günstige Entwicklung des Zinsgefälles gegenüber den Vereinigten Staaten und die Konversion des Erlöses von Auslandsanleihen haben praktisch die negativen Effekte kompensiert, die sich aus dem Leistungsbilanzdefizit und den anhaltenden inflationären Tendenzen ergaben.

II. INTERVENTIONEN IN US-DOLLAR

Die Interventionen in US-Dollar waren verhältnismässig umfangreich. In den meisten Fällen wurden sie von den Zentralbanken Europas und Kanadas zwecks Kurspflege ihrer nationalen Währung getätigt, während zur Stabilisierung des US-Dollar-Kurses nur dann interveniert wurde, wenn das mit diesem Hauptanliegen vereinbar war.

Im September stellten sich die Bruttokäufe auf US-\$ 3,2 Mrd. und die Bruttoverkäufe auf US-\$ 6,2 Mrd. Die bedeutendsten Interventionen entfielen per saldo auf Käufe seitens der Schwedischen Reichsbank sowie auf Verkäufe seitens der Bank von Frankreich und, in geringerem Umfang, der Bank von England.

Im Oktober betragen die Käufe brutto nur US-\$ 2,5 Mrd. und die Verkäufe US-\$ 4,7 Mrd. Die Bank von Frankreich und die Schweizerische Nationalbank waren die aktivsten Käufer, während die Schwedische Reichsbank, die Bank von Italien und insbesondere die Deutsche Bundesbank die bedeutendsten Nettoabgaben tätigten.

In den beiden vergangenen Monaten zusammengenommen führten die Interventionen in US-Dollar zu einer Nettoabgabe von US-\$ 5,2 Mrd.

III. INTERVENTIONEN IN EUROPÄISCHEN WÄHRUNGEN

Die Interventionen in europäischen Währungen waren zahlreich und weitgestreut. Insgesamt erreichten sie einen Gegenwert von US-\$ 4,2 Mrd.

Knapp die Hälfte dieser Interventionen fand vor der Anpassung der Leitkurse statt. Zum grösseren Teil wurden sie zu intramarginalen Kursen in D-Mark zur Stützung anderer EWS-Währungen, insbesondere des französischen Frankens und des belgischen Frankens, getätigt. Finanziert wurden sie ausschliesslich durch Rückgriff auf die amtlichen Reserven der betreffenden Länder.

Die nach der Anpassung der Leitkurse vorgenommenen Interventionen beinhalteten im wesentlichen Käufe von D-Mark und, in geringerem Umfange, von holländischen Gulden gegen französische Franken. Der Erlös aus diesen Interventionen, die zu etwas mehr als 25% an den Interventionspunkten stattfanden, wurde zur Verringerung früherer Schulden der Bank von Frankreich gegenüber dem EFWZ verwendet.

* * *

Der US-Dollar schwächte sich in den allerersten Novembertagen in Verbindung mit der Herabsetzung des amtlichen Diskontsatzes in den USA weiterhin ab, zeigte sich jedoch in der Folge wieder fester. Während der gesamten ersten sechs Tage des Monats betrug sein Rückgang schliesslich nur durchschnittlich 1% gegenüber den EWS-Währungen.

Innerhalb des Europäischen Währungssystems schwächten sich der belgische Franken und der französische Franken im Vergleich zum gemeinschaftlichen Mittelkurs um etwas mehr als 1/4% ab, während sich der holländische Gulden im Gegenteil um 1/4% verbesserte. Die dänische Krone und die D-Mark liegen sich seither als einzige an den jeweiligen Grenzen des Gemeinschaftsbandes gegenüber. Der Abstand zwischen diesen beiden Währungen hat sich etwas verringert und liegt nun bei knapp 2%.

Der Schweizer Franken verbesserte sich weiterhin, und zwar um 2 3/4% gegenüber dem Dollar und um 1 3/4% gegenüber der D-Mark.

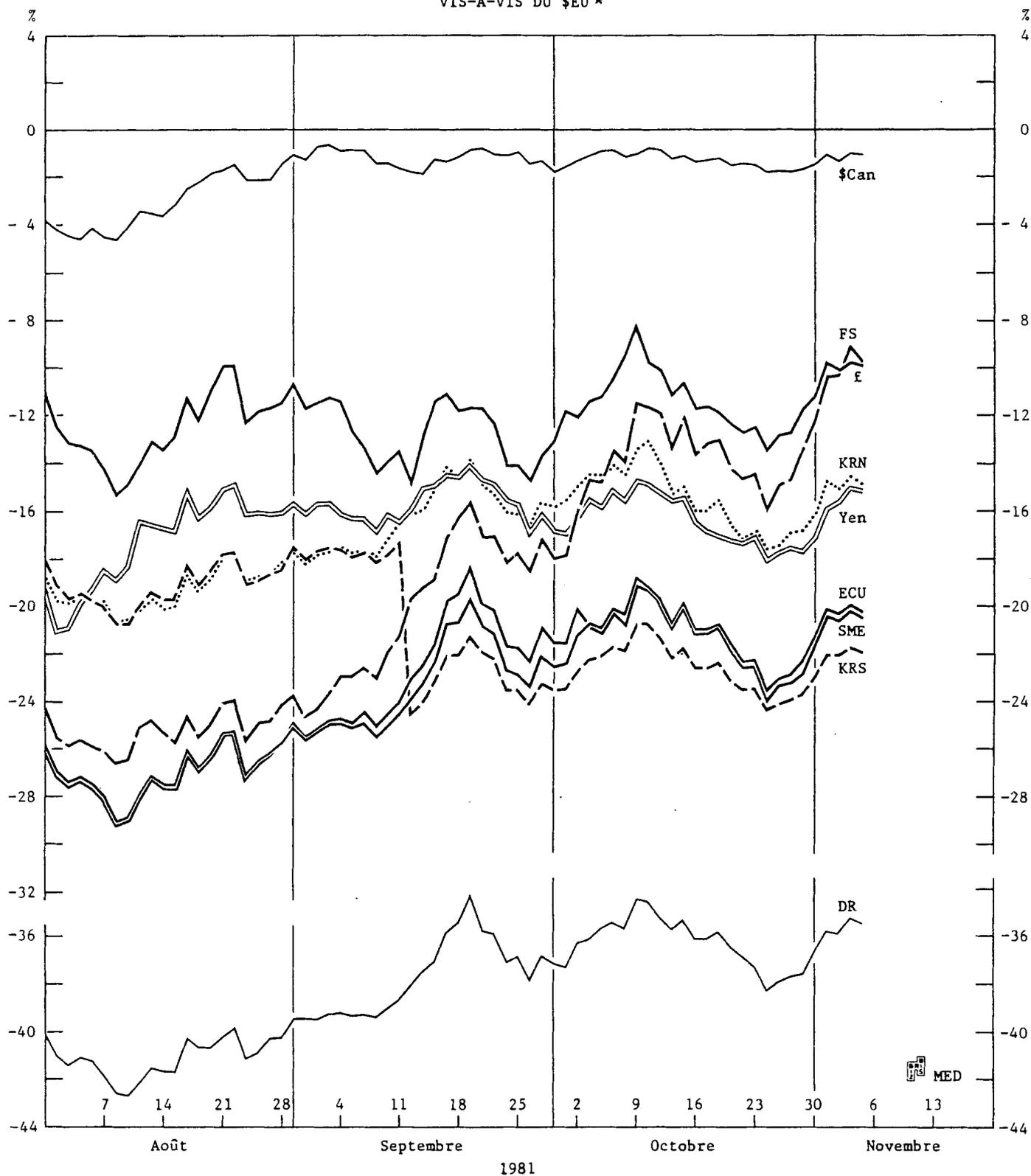
Der japanische Yen liess eine Erholung erkennen: er befestigte sich gegenüber dem US-Dollar um 2%.

Die Interventionen in US-Dollar führten zu einer Nettogesamt-
abgabe von US-\$ 0,2 Mrd. Dabei waren die Zentralbanken Italiens und
Schwedens die aktivsten Verkäufer und die Zentralbanken Kanadas und der
Schweiz die aktivsten Käufer.

Die Interventionen in europäischen Währungen - im Gegenwert von
US-\$ 0,3 Mrd. - beinhalteten lediglich DM-Käufe seitens der Schweizerischen
Nationalbank und insbesondere der Niederländischen Bank. Letztere konnte
damit ihre im Oktober eingegangenen EFWZ-Verbindlichkeiten vollständig
zurückzahlen.

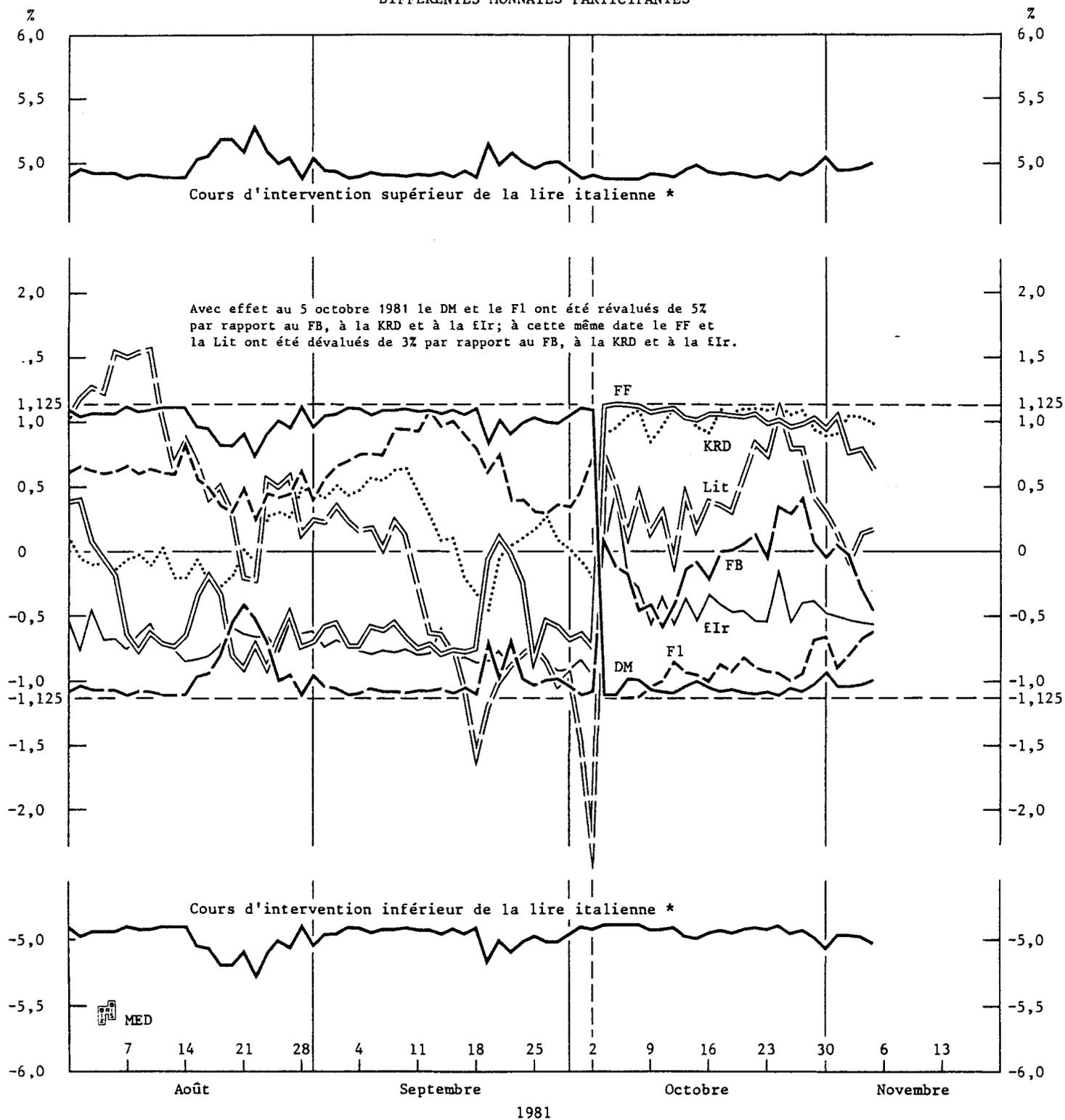
EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU SME
 ET DES MONNAIES DES AUTRES BANQUES CENTRALES PARTICIPANT A LA
 CONCERTATION SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE 28 DECEMBRE 1978

VIS-A-VIS DU \$EU *



* ECU 1,37773; £ 0,48040; \$Can 1,18652; FS 1,6215; Yen 193,30; KRS 4,2850; KRN 4,9910; DR 36,0500; cours médian des monnaies participant au SME 1,3806. 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.

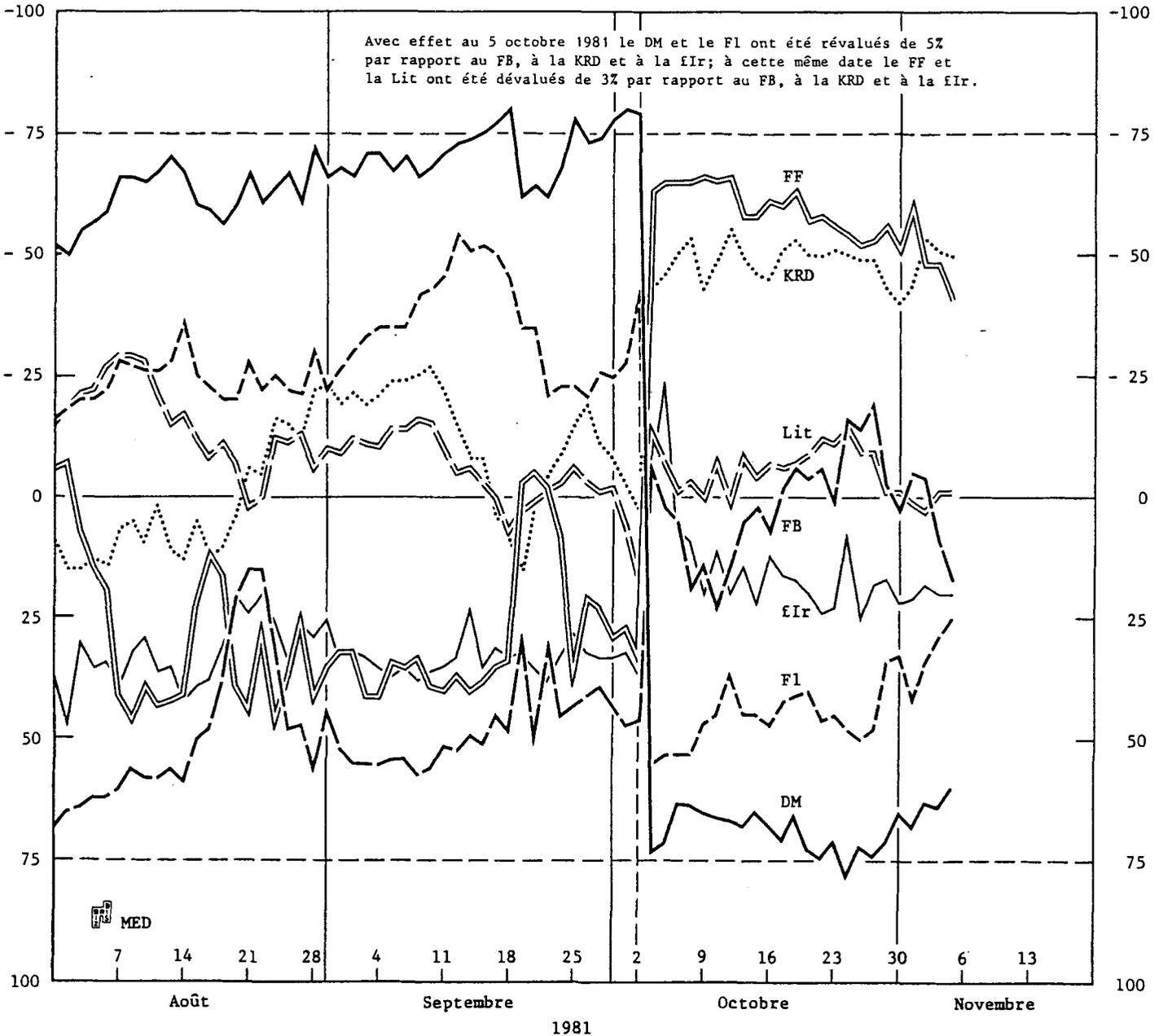
MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DE LA GRILLE DE PARITES DU SME
 CALCULES SUR LA BASE DES COURS OFFICIELS DE L'ECU DANS LES
 DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



* 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 novembre 1981

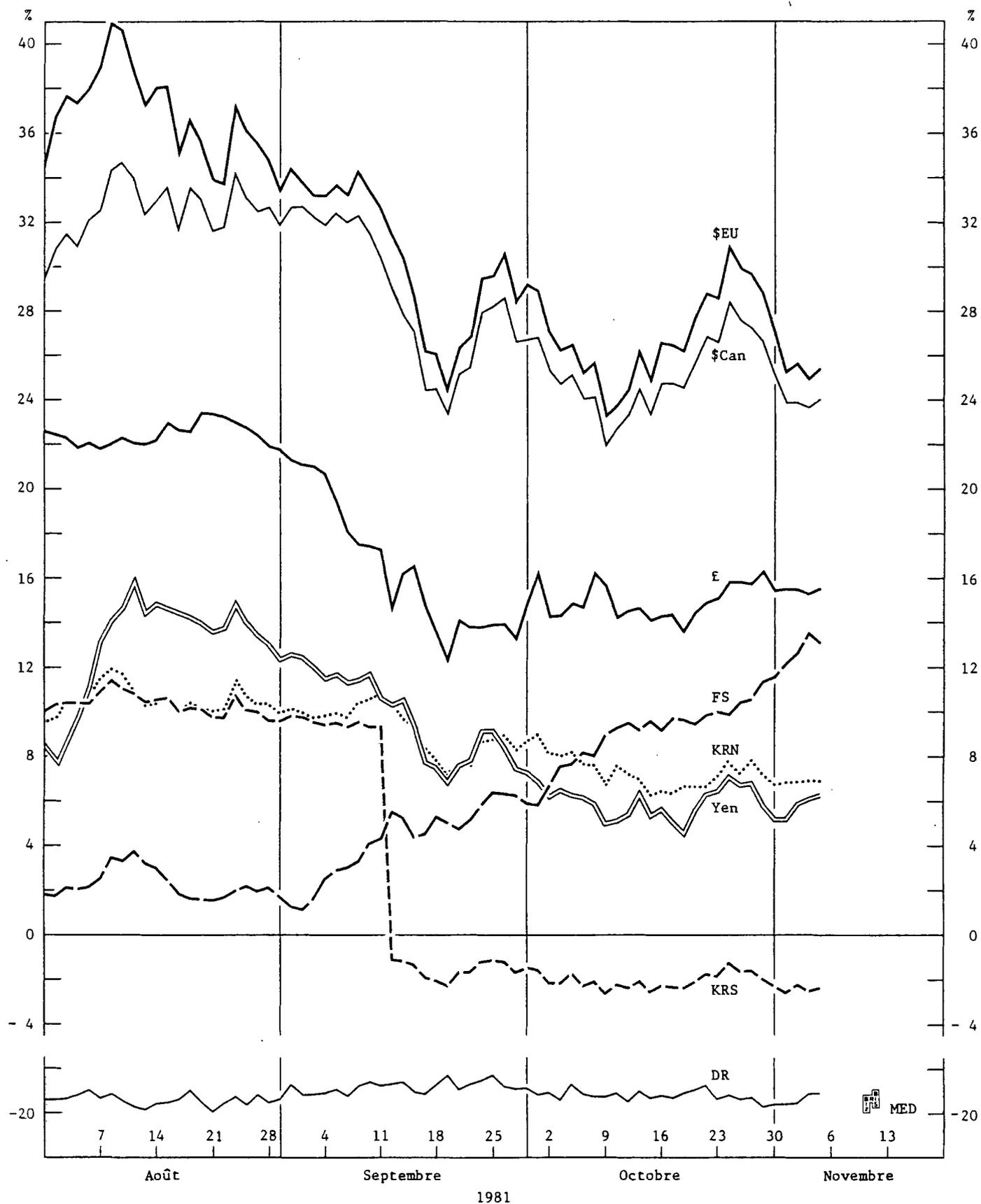
EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE *



* 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 ± 100 , le seuil de divergence étant ± 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 novembre 1981

EVOLUTION DE LA LIVRE STERLING ET DES MONNAIES TIERCES DES BANQUES
CENTRALES PARTICIPANT A LA CONCERTATION PAR RAPPORT A L'ECU
SUR LA BASE DES COURS DU MARCHE RELEVES LE 28 DECEMBRE 1978 *



* £ 0,677119; \$EU 1,37773; \$Can 1,63377; FS 2,23280; Yen 266,00; KRS 5,88910; KRN 6,88210; DR 49,6672.

5 novembre 1981