

20. Dezember 1990

Vertraulich

Übersetzung

Entwurf

PROTOKOLL
DER 250. SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER PRÄSIDENTEN
DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT
BASEL, DIENSTAG, 11. DEZEMBER 1990, 9.30 UHR

Inhaltsverzeichnis

	<u>Seite</u>
I. Billigung des Protokolls der 249. Sitzung	1
II. Mandate für den Unterausschuss "Geldpolitik", den Unterausschuss "Devisenpolitik" und den Finanzausschuss	1
III. Wechselkursvereinbarungen mit Drittländern	2
IV. Fragen im Zusammenhang mit dem EWS-Abkommen.....	3
1. Grundsätze betreffend die vorherige Zustimmung zu Interventionen in Gemeinschaftswährungen	3
2. Verlängerung des Mechanismus der erneuerbaren Swaps im EWS	4
3. Interventionszeiten	5
V. Überwachung der wirtschafts- und währungspolitischen Entwicklung in den EG-Ländern auf der Grundlage:	
- der Vorbereitung durch den Unterausschuss "Devisenpolitik" und der Diskussion der Stellvertreter;	
- von Graphiken und Tabellen	6
1. Referat von Herrn Dalgaard	6
2. Referat von Herrn Rey	8
3. Diskussion des Ausschusses	10
VI. Verabschiedung des Ausschussberichts an die EG-Finanzminister über die Entwicklung an den Devisenmärkten der neunzehn an der Konzertation beteiligten Länder im November und in den ersten Dezembertagen 1990	16

VII.	Gemeinsames Konzept für die Überwachung der Geldpolitik	17
1.	Referat von Herrn Raymond	17
a)	Schwierigkeiten bei der Vorbereitung des Ex-ante-Verfahrens	17
b)	Strategien für 1991	18
c)	Schluss	19
2.	Referat von Herrn Rey	19
3.	Die derzeitige Arbeit des volkswirtschaftlichen Stabs	21
4.	Diskussion des Ausschusses	22
VIII.	Wirtschafts- und Währungsunion	26
1.	Gedankenaustausch über den britischen Vorschlag zur Einführung der harten Ecu	26
2.	Die Regierungskonferenz	26
IX.	Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses	27
1.	Ecu-Clearing	27
2.	Jährlicher Bericht des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten gemäss Artikel 3 des Ratsbeschlusses (90/142/EWG)	27
X.	Zeit und Ort der nächsten Sitzung	27

I. Billigung des Protokolls der 249. Sitzung

Der Ausschuss billigt das Protokoll der 249. Sitzung.

II. Mandate für den Unterausschuss "Geldpolitik", den Unterausschuss "Devisenpolitik" und den Finanzausschuss

Herr Rey erklärt, der Ausschuss der Stellvertreter habe die vom Sekretariat vorbereiteten Entwürfe der Mandate für die Unterausschüsse "Geldpolitik" und "Devisenpolitik" leicht abgeändert und empfehle die Annahme der überarbeiteten Mandate.

Hinsichtlich der Schaffung eines Finanzausschusses schlossen sich die Stellvertreter den Vorschlägen des Sekretariats an. Der Mandatsentwurf sei hinsichtlich zweier Punkte geringfügig überarbeitet worden. Erstens hätten die Stellvertreter empfohlen, den Betrag einmaliger, im Jahresbudget nicht vorgesehener Ausgaben, die der Vorsitzende des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten ohne Konsultierung des Finanzausschusses bewilligen kann, auf den Gegenwert von Ecu 20.000 festzusetzen. Zweitens sei ein Verweis auf Artikel 10.2 der Geschäftsordnung eingefügt worden, der einen jährlichen Voranschlag für die zu erwartenden Kosten für Rechnung des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten vorsehe.

Die Stellvertreter haben zur Kenntnis genommen, dass der Finanzausschuss aus drei Mitgliedern des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten bestehen werde. Da ja die Zentralbankpräsidenten im allgemeinen unter starkem Zeitdruck stehen, empfehlen die Stellvertreter die Annahme des Beschlusses in dem Sinne, dass es den Mitgliedern des Finanzausschusses überlassen bleibe zu entscheiden, wie weit sie sich bei ihrer Arbeit von ihren jeweiligen Stellvertretern unterstützen lassen.

Der Ausschuss genehmigt:

- die Mandate der Unterausschüsse "Geldpolitik" und "Devisenpolitik" (s. Anhang);
- den Beschluss über Finanzfragen (s. Anhang).

Hinsichtlich der Zusammensetzung des neugeschaffenen Finanzausschusses billigt der Ausschuss den Vorschlag des Vorsitzenden, dass zur Vermeidung von Interessenkonflikten die drei Zentralbankpräsidenten nicht Mitglieder des Verwaltungsrats der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich sein sollen und dass die Gouverneure Rubio, Hoffmeyer und Doyle für

eine Amtszeit von drei Jahren, beginnend am 1. Januar 1991, in diesen Ausschuss berufen werden.

III. Wechselkursvereinbarungen mit Drittländern

Herr Rey erklärt, der Unterausschuss "Devisenpolitik" habe einen ausgezeichneten Bericht (FXP/90/03 Schlussfassung) erstellt; innerhalb von zwölf Monaten sei dies der dritte Bericht dieses Ausschusses über Fragen im Zusammenhang mit Verbindungen zu Drittländern. Die Stellvertreter stimmen den Vorschlägen weitgehend zu und empfehlen sie zur Annahme, vorbehaltlich einiger geringfügiger Änderungen am Entwurf der gemeinsamen Pressemitteilung. Überdies haben die Stellvertreter angeregt:

- alle Zentralbanken der Gemeinschaft sollten zur bilateralen Zusammenarbeit mit der Norges Bank bereit sein;
- der Gesamtbetrag der bilateralen Swapgeschäfte sollte sich auf Ecu 2 Mrd. belaufen;
- der Gesamtbetrag könnte unter die Zentralbanken der Gemeinschaft gemäss einem Schlüssel verteilt werden, der auf dem Mittelwert zwischen den Ecu-Gewichten und den Quoten des kurzfristigen Währungsbeistands beruhen würde;
- das Abkommen mit der Norges Bank sollte am 1. Januar 1991 abgeschlossen werden.

Der Vertreter der Norges Bank hat dem Modellentwurf einer bilateralen Swapvereinbarung mit der Norges Bank und dem Entwurf der gemeinsamen Pressemitteilung zugestimmt.

Herr de Larosière findet, der Bericht schlage eine gute, pragmatische Vereinbarung vor, die einen einseitigen Beschluss Norwegens, sich an das EWS anzubinden, zusammen mit bilateralen Swap-Vereinbarungen zwischen den einzelnen Zentralbanken in ein multilaterales System zusammenfasse. Mit dieser Lösung vermeide man, dass zu viele komplexe politische Probleme auftauchten.

Der Vorsitzende begrüsst die Vereinbarung ebenfalls; sie könnte die Tür für andere öffnen, die an einseitigen Wechselkursanbindungen an das EWS interessiert seien.

Die Zentralbankpräsidenten beschliessen, in der von Herrn Rey beschriebenen Weise vorzugehen (s. oben). Der Ausschuss billigt die Vorschläge des Unterausschusses "Devisenpolitik" betreffend:

- die einvernehmliche Festlegung der koordinierten Handhabung der Swapvereinbarungen und namentlich das Verfahren im Fall ihrer Aktivierung (s. Kapitel III, Abschnitt 4b des Berichts FXP/90/03);
- die Regeln für Konsultationen mit der Norges Bank (s. Kapitel IV, Abschnitt 1 des Berichts FXP/90/03);
- die Versorgung mit regelmässigen statistischen Informationen über Norwegen durch das Sekretariat (s. Kapitel IV, Abschnitt 1 des Berichts FXP/90/03). Das Sekretariat wird ersucht, mit der Norges Bank die nötigen Vorkehrungen für die regelmässige Meldung dieser Daten zu treffen.

Der Ausschuss ersucht den Vorsitzenden,

- mit der Norges Bank Verfahren und Zeitpunkt für die Veröffentlichung der Pressemitteilung zu vereinbaren;
- den Präsidenten des ECOFIN-Rats über die Beschlüsse der Zentralbankpräsidenten zu unterrichten.

IV. Fragen im Zusammenhang mit dem EWS-Abkommen

1. Grundsätze betreffend die vorherige Zustimmung zu Interventionen in Gemeinschaftswährungen

Herr Rey stellt fest, es sei den Stellvertretern nicht gelungen, sich über den Entwurf der Grundsatzklärung zu einigen. Im Mai 1990 hatten alle Stellvertreter mit Ausnahme desjenigen der Banco de España dem Text zugestimmt. An der gestrigen Sitzung der Stellvertreter habe es sich jedoch gezeigt, dass nach den Erfahrungen der letzten Monate auch die Banque de France und die Banca d'Italia Vorbehalte gegenüber dem vorgeschlagenen Text haben. Infolgedessen schlagen die Stellvertreter vor, die Frage erneut zu erörtern, und sie haben den Unterausschuss "Devisenpolitik" um Vorbereitung der Diskussion ersucht. Mangels einer Einigung über die Grundsätze der Interventionen in Gemeinschaftswährungen sollte die formelle Abschaffung der Obergrenze für die Annahme offizieller Ecu im innergemeinschaftlichen Saldenausgleich verschoben werden.

Der Vorsitzende erklärt sich enttäuscht, dass keine Einigung erzielt worden sei, da sie ja dem Sinn der Übereinkunft von Basel/Nyborg entspreche. Es müsse eine Lösung gefunden werden, um den Koordinierungs-

prozess zu fördern und zu stärken. Es sei ihm recht, dass die Sache vom Unterausschuss "Devisenpolitik" geprüft werde.

Herr Ciampi meint, es liege ihm sehr daran, die volle Durchführung der Übereinkunft von Basel/Nyborg zu erleben. Er drängt den Unterausschuss "Devisenpolitik", zu einer Einigung zu gelangen; es wäre im Interesse aller, eine Lösung zu finden. Nach Ansicht von Herrn Rubio sollte der Unterausschuss "Devisenpolitik" der neuen Rolle der D-Mark im EWS Rechnung tragen. Herr de Larosière findet, nach den jüngsten Erfahrungen sei eine Überprüfung der Lage notwendig und es sei nun unerlässlich, die wesentlichen Fragen nochmals zu behandeln. Es sei von entscheidender Bedeutung, über die nötige Flexibilität zu verfügen, um das reibungslose Funktionieren des Alltagsbetriebs des Systems zu gewährleisten.

2. Verlängerung des Mechanismus der erneuerbaren Swaps im EWS

Der Ausschuss beschliesst, gemäss dem in der Note des Sekretariats vom 5. Dezember 1990 vorgeschlagenen Verfahren vorzugehen und folgenden Text in das Protokoll der Sitzung aufzunehmen: "Um das Fortbestehen des Mechanismus der erneuerbaren Swaps im EWS über das im Beschluss der Zentralbankpräsidenten vom 13. Dezember 1988 festgelegte Auflösungsdatum vom 13. März 1991 hinaus zu gewährleisten, beschliessen die Zentralbankpräsidenten gemäss Artikel 20.1 des Abkommens vom 13. März 1979 zwischen den EWG-Zentralbanken über die Funktionsweise des EWS (im folgenden das "EWS-Abkommen" genannt), in der durch die Akten vom 10. Juni 1985 bzw. 10. November 1987 geänderten Fassung:

- dass die in Artikel 17.3 und 18a.4 des EWS-Abkommens erwähnten Swaps am 13. März 1991 nicht aufgelöst werden;
- dass dieser Swapmechanismus für weitere zwei Jahre fortgesetzt wird, an deren Ende die Swaps, sofern nicht einstimmig ein entgegengesetzter Beschluss gefasst wird, aufgelöst werden. Während dieses Zeitraums, also bis zum 13. März 1993, gelten für diesen Mechanismus die gleichen Bestimmungen des EWS-Abkommens, jedoch unter dem Vorbehalt, dass die Zentralbankpräsidenten einstimmig beschliessen können, diesen Zeitraum zu verkürzen und den Mechanismus zu modifizieren, sollten vor dem 13. März 1993 institutionelle Veränderungen im Währungsbereich stattfinden."

Überdies ersucht der Ausschuss den Vorsitzenden, den Präsidenten des ECOFIN-Rats berieflich über den Beschluss der Zentralbankpräsidenten zu

unterrichten; der Text dieses Briefs ist der erwähnten Note des Sekretariats beigeheftet.

3. Interventionszeiten

Herr Dalgaard erläutert, bisher hätten die Zentralbanken des Wechselkursmechanismus Interventionen zwischen 9.00 und 16.00 Uhr Ortszeit Brüssel durchgeführt. Nach Anschluss des Pfund Sterling an den Wechselkursmechanismus habe die Bank of England darauf hingewiesen, dass dies für sie wegen des Zeitunterschieds einer Schliessungszeit von 15.00 Uhr entspreche, was sehr früh sei. Der Standpunkt Grossbritanniens sei von allen anderen teilnehmenden Zentralbanken akzeptiert worden, und die "Überwachungsgruppe" habe beschlossen, die Interventionszeiten um eine Stunde zu verlängern, was eine Schliessungszeit von 17.00 Uhr Brüsseler Zeit (16.00 Uhr in Grossbritannien, Irland und Spanien) bedeute. Das neue Verfahren werde am 2. Januar 1991 beginnen.

Diese Änderung schaffe keine grossen Probleme; aus praktischen Gründen sei jedoch vereinbart worden, dass die normale Nachmittagskonzertation weiterhin um 16.00 Uhr stattfinden solle, dass hingegen um 17.00 Uhr eine spezielle Konzertation stattfinde, sofern die Umstände es erforderten. Das Verfahren für Leitkursanpassungen werde davon nicht ganz unberührt bleiben, da ja gemäss den geltenden Regeln das Land, welches die Leitkursanpassung wünsche, kurz nach Abschluss der offiziellen Interventionen informieren müsse. Man sehe dies jedoch nicht als sehr grosses Problem an.

Nachdem der Ausschuss diesen Änderungen zugestimmt hat, äussert Herr Leigh-Pemberton seine Dankbarkeit und Wertschätzung für das gezeigte Verständnis.

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

- der Vorbereitung durch den Unterausschuss "Devisenpolitik" und der Diskussion der Stellvertreter;
- von Graphiken und Tabellen.

1. Referat von Herrn Dalgaard

Im November kam der seit sechs Monaten anhaltende Rückgang des US-Dollars zum Stillstand. Die Situation war namentlich durch die Golfkrise und die Rezession der US-Wirtschaft beeinflusst worden; letztere löste einen Zinsrückgang und Erwartungen weiterer Zinssenkungen aus. Diese Faktoren sowie ein Haushaltskompromiss, der als schwach beurteilt wurde, und Probleme mit dem Finanzsystem dürften zu einer weiteren Schwächung des US-Dollars führen. Sollte im Nahen Osten eine friedliche Lösung gefunden werden, dürfte deren unmittelbare Auswirkung eine Schwächung des US-Dollars sein, da dieser dann nicht mehr so sehr als Zufluchtwährung dienen würde. Auf längere Sicht jedoch könnten die Ölpreise dazu beitragen, dass sich der US-Dollar wieder festigt.

Seit Mitte Oktober hat der japanische Yen sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch gegenüber der D-Mark Einbußen von 6-7 % erlitten, und zwar hauptsächlich wegen der sinkenden langfristigen Zinssätze in Japan.

Seit dem ersten Quartal 1990 verharren die Währungen im schmalen Kursband des EWS-Wechselkursmechanismus in einer Bandbreite von 1 %, mit Ausnahme der italienischen Lira, die sich erst im August den anderen Währungen anschloss. Im September und Oktober schrumpfte die Schwankungsbreite auf weniger als 0,5 %. Seit November hat sie sich wieder auf 1,0 % ausgeweitet und sich in den ersten Dezembertagen weiter ausgedehnt.

Der Hauptgrund für diese schmale tatsächliche Schwankungsmarge vor November 1990 war die im Anschluss an die deutsche Vereinigung schwach notierende D-Mark. Während dieser Zeit haben andere Währungen die Gelegenheit benutzt, um ihre Zinssätze zu senken oder, wenn die Umstände es erlaubten, Devisenkäufe zu tätigen.

Die Lage änderte sich Anfang November, als der deutsche Lombardsatz um 0,5 Prozentpunkte erhöht wurde. Obschon die Deutsche Bundesbank dies als eine technische Anpassung ansah, fasste der Markt es als Zeichen einer weiterhin straffen Geldpolitik auf. Infolgedessen haben die kurzfristigen Geldmarktsätze anzusteigen begonnen, und man rechnet mit weiteren

Anstiegen. Der Anstieg der deutschen Zinssätze hatte erhebliche Auswirkungen auf andere Länder des Wechselkursmechanismus; in mehreren Mitgliedsstaaten wurden die Leitzinssätze ebenfalls angehoben. In einigen Ländern wurde der Anstieg durch Interventionsverkäufe gebremst. Dennoch saldierte sich diese Entwicklung in Einbussen aller anderen Währungen des Wechselkursmechanismus gegenüber der D-Mark.

Die "Überwachungsgruppe" ist zum Schluss gekommen, dass die Situation nicht ganz so ruhig ist wie früher, aber dass die Spannungen bescheiden bleiben und dass die Empfehlung, eine flexible Politik mit Einsatz des gesamten Instrumentariums zu betreiben, weiterhin gilt. Sollten die Zinssätze in Deutschland weiter ansteigen, müssten die anderen Länder des Wechselkursmechanismus sich entscheiden, ob sie ihre Zinssätze ebenfalls steigen lassen wollen, selbst wenn die Wirtschaft schon in einer Schwächephase ist, oder ob sie massiv intervenieren oder den Wechselkurs innerhalb der erlaubten Marge schwanken lassen wollen.

In Deutschland sind zwar die kurzfristigen Zinssätze seit Anfang November um mehr als 0,5 Prozentpunkte gestiegen, die langfristigen Sätze hingegen sind leicht zurückgegangen. Saisonale Faktoren haben zum Anstieg der kurzfristigen Sätze beigetragen, aber eine Senkung der deutschen Zinssätze in naher Zukunft scheint eher unwahrscheinlich. Angesichts des kräftigen Wachstums der deutschen Wirtschaft und der bevorstehenden neuen Runde von Lohnverhandlungen hat man es als wichtig angesehen, den Verhandlungspartnern zu signalisieren, dass kein Raum für Nachgiebigkeit gegenüber übermäßigen Lohnforderungen vorhanden sei. Das hohe Haushaltsdefizit ist ein weiterer Faktor, aber es steigt nicht mehr weiter an, und man rechnet damit, dass es 1991 auf dem derzeitigen monatlichen Stand bleiben und 1992 abnehmen wird.

Die niederländischen Zinssätze und der Gulden spiegelten die Geschehnisse in Deutschland wider. In Belgien hat der Wechselkurs etwas nachgegeben, trotz einiger Interventionen und Erhöhungen der kurzfristigen Zinssätze. In Frankreich sind die kurzfristigen Zinssätze im November stabil geblieben, während die langfristigen Sätze weiter gesunken sind. Infolgedessen ist das Zinsgefälle gegenüber der D-Mark auf 1,0 Prozentpunkt zurückgegangen, was den Wechselkurs leicht absinken liess. Seit kurzem sind die kurzfristigen Zinssätze jedoch wieder am Steigen. Die italienische Lira ist im November etwas unter Druck gekommen, dem mit Interventionen und einer Erhöhung der kurzfristigen Zinssätze entgegengewirkt wurde. Das Zins-

gefälle gegenüber der D-Mark hat sich beträchtlich ausgeweitet. Anfang Dezember hat sich die Lira abgeschwächt, was wieder eine Folge der Festigung der D-Mark war.

Das Pfund Sterling schwankte relativ stark als Folge der politischen Lage. Ohne die Mitgliedschaft beim Wechselkursmechanismus wären die Schwankungen wahrscheinlich noch ausgeprägter gewesen. Ein interessanter Zug war die Parallele zwischen der Entwicklung des Pfund Sterling und jener der spanischen Peseta. Dies könnte darauf zurückzuführen sein, dass beide Währungen hochverzinslich sind und daher bis zu einem gewissen Grad auf ähnliche Faktoren an den internationalen Kapitalmärkten reagieren. Der gewogene Wechselkurs des portugiesischen Escudo ist in den letzten beiden Monaten um mehr als 1,5 Prozentpunkte gestiegen, anstelle der sonst durchgeführten Abwertung um rund 0,5 Prozentpunkte. Es hatten seit einiger Zeit keine Interventionen mehr stattgefunden, aber seit Ende November sind Interventionskäufe wieder aufgenommen worden, um den Kursanstieg des Escudo zu bremsen.

2. Referat von Herrn Rey

Die Stellvertreter haben die höchst ungewissen Aussichten für den US-Dollar hervorgehoben. Einerseits deuten die Schwäche der US-Wirtschaft und die allgemeine finanzielle Instabilität auf mögliche weitere Zinssenkungen hin, wodurch das negative Zinsgefälle gegenüber der D-Mark grösser würde und der Wert des US-Dollars auf den Devisenmärkten ausgehöhlt werden könnte. Andererseits ist argumentiert worden, dass angesichts der anderen beträchtlichen Probleme, denen sich die US-Behörden immer noch gegenübersehen, der Spielraum für weitere Zinssenkungen beschränkt ist und dass dem kurzfristigen Druck auf den US-Dollar längerfristige Erwartungen eines Kursanstiegs entgegenwirken könnten. Überdies sind die Auswirkungen der Ereignisse am Golf und der Entwicklung der Ölpreise, die an sich schon unvorhersehbar sind, äusserst schwierig abzuschätzen und haben zur Unsicherheit der Perspektiven für den Dollar beigetragen. Es sind Befürchtungen geäussert worden, dass nach Auflösung der bilanzoptischen Transaktionen zum Jahresende der Druck auf den Dollar wieder zunehmen werde. Einige Stellvertreter vertraten die Ansicht, diese Gefahr erfordere eine Überprüfung des Prozesses der wirtschaftspolitischen Koordinierung. Andere Stellvertreter äusserten Zweifel daran, dass ein solches Vorgehen unter den derzei-

tigen Umständen konstruktiv wäre. Die Situation ist sehr genau zu verfolgen.

Der Wechselkursmechanismus leidet nun deutlicher als zuvor unter dem wachsenden Konjunkturgefälle zwischen den EG-Ländern. Während die Inlandsnachfrage in Deutschland infolge der Wiedervereinigung boomt, ist in anderen Ländern immer klarer eine Verlangsamung festzustellen. Die Stellvertreter haben die Implikationen dieser Tendenz für die Aussichten im Wechselkursmechanismus und für einen zweckdienlichen "policy mix" diskutiert. Man ist allgemein der Ansicht, dass der jüngste Anstieg der kurzfristigen Zinssätze wohl von saisonalen Faktoren beeinflusst wurde, sich jedoch kaum umkehren dürfte. Es wäre auch unter den derzeitigen Umständen nicht wünschenswert, dass die Deutsche Bundesbank von ihrer unnachgiebigen Geldpolitik abgeht. Man hat zur Kenntnis genommen, dass 1991 die Zielvorgabe für M3 möglicherweise auf 4-6 % festgelegt wird, d.h. eine Bandbreite, die die Absicht der Deutschen Bundesbank signalisiert, ihren jetzigen geldpolitischen Kurs beizubehalten. Auch in Frankreich dürfte die derzeitige Ausrichtung der Geldpolitik beibehalten werden.

Der Anstieg der deutschen Zinssätze hat andere EG-Länder vor die schwierige Wahl gestellt, ihre Geldpolitik trotz rückläufiger oder schwacher Inlandsnachfrage zu verschärfen oder den Wechselkurs im EWS-Band nach unten gleiten zu lassen. Im Band ist es zwar in letzter Zeit zu einigen Verschiebungen gekommen, es wurde jedoch betont, dass es gefährlich wäre, die volle Ausdehnung des Bandes zu benutzen, da damit unerwünschte Erwartungen geschaffen werden könnten. Auf der anderen Seite ist die Festigung der D-Mark insofern erwünscht, als sie die nötige Leistungsbilanzanpassung Deutschlands erleichtern und es anderen Ländern ermöglichen wird, von der durch die deutsche Vereinigung ausgelösten zusätzlichen Nachfrage zu profitieren.

Obschon es keinen einfachen Weg gibt, um mögliche Spannungen zu vermeiden, sind zwei wichtige Feststellungen getroffen worden. Erstens ist es wichtig, Verhaltensweisen zu vermeiden, welche Prioritätenkonflikte zwischen den Mitgliedstaaten ins Licht der Öffentlichkeit rücken; schliesslich soll eine stabilitätsorientierte Politik das gemeinsame Ziel bleiben. Zweitens ist es wichtig, die richtige Abstimmung des wirtschaftspolitischen Instrumentariums zu überprüfen, insbesondere hinsichtlich der Haushaltspolitik, und es wird allgemein betont, dass es von grösster Bedeutung ist, dass die neue deutsche Regierung sichtbare Schritte in Richtung eines Ab-

baus des Haushaltsdefizits ergreift und so die Geldpolitik von einer sonst erhöhten Bürde entlastet.

Die Stellvertreter haben ferner kurz über die Position der Lira und des Pfund Sterling im Wechselkursmechanismus gesprochen. Der italienische Stellvertreter äußerte sich befriedigt über die derzeitige Position der Lira, die sich nach umfangreichen Interventionen und einem sehr deutlichen Anstieg der kurzfristigen Zinssätze jetzt stabilisiert hat. Der britische Stellvertreter zeigte sich ermutigt durch die Entwicklung des Pfunds, das die jüngsten politischen Ereignisse recht gut überstanden habe, wahrscheinlich besser, als wenn es noch nicht Mitglied des Wechselkursmechanismus gewesen wäre. Die britische Wirtschaft zeige nun Anzeichen einer bedeutenden Abschwächung, aber die Preisindizes würden in den nächsten Wochen besser aussehen. Dies könnte den Forderungen nach Zinssenkungen Nachdruck verleihen, aber jeglicher diesbezügliche Beschluss werde der Position des Pfunds im Wechselkursmechanismus Rechnung tragen müssen.

Der portugiesische Stellvertreter kommentierte die Vereinbarung zwischen den Banken, der Regierung und der Zentralbank, die eine Abschöpfung überschüssiger Liquidität im Bankensystem und eine Abschaffung aller direkten Kreditplafonds anstrebt. Er betonte die zunehmende Schwierigkeit, Kapitalzuflüsse zu liberalisieren, merkte hierzu jedoch an, dass Massnahmen in diesem Bereich zu gegebener Zeit zu erwarten seien.

Der griechische Delegierte stellte die geldpolitischen Leitlinien seines Landes für 1991 vor, vor dem Hintergrund des sehr ehrgeizigen fiskalischen Stabilisierungsplans, der zur Zeit vom griechischen Parlament diskutiert wird.

3. Diskussion des Ausschusses

Der Vorsitzende stellt fest, offenbar bestehe ein Dilemma hinsichtlich etwaiger Massnahmen. Die Zinssätze in Deutschland würden aus wohlbekanntem Gründen relativ hoch bleiben. Der jüngste Anstieg der kurzfristigen Zinssätze sei in Tat und Wahrheit dem saisonalen Faktor zuzuschreiben, der im Januar wieder verschwinden würde. Die Geldpolitik müsse jedoch straff bleiben, und zum jetzigen Zeitpunkt bestehe wenig zinspolitischer Spielraum. Dadurch könnten sich zwei Probleme ergeben. Erstens nehme das Zinsgefälle zwischen dem US-Dollar und der D-Mark zu, und in diesem Zusammenhang könnte der US-Dollar gegenüber der D-Mark noch stärkere Kurseinbussen erleiden. Ferner stelle sich die Frage der Koordinierung im

Rahmen der Siebenergruppe. Die Frage, die beantwortet werden müsse, sei jedoch, was denn genau zu koordinieren sei. In den einzelnen Ländern der Siebenergruppe herrschten zur Zeit sehr unterschiedliche Verhältnisse, und seiner Ansicht nach werde man die derzeitige Zunahme des Zinsgefälles in Kauf nehmen müssen. Eine Möglichkeit wären Interventionen, aber diese müssten von den US-Behörden beschlossen werden, und bisher hätten diese keinerlei Schritte getan. Zweitens sei da die Frage des Wechselkursmechanismus. Die Stabilität, die dieser in den letzten Jahren genossen habe, sollte nicht als selbstverständlich angesehen werden. Es gebe Länder, die - aus guten Gründen - ihre Zinssätze senken wollten; was wäre die Reaktion der Märkte auf bedeutende Änderungen bei den Wechselkursen?

Herr de Larosière erklärt, das Kernproblem sei die Notwendigkeit, ein erfolgreiches wirtschaftspolitisches Mischungsverhältnis zu erzielen, das dann eine grössere Stabilität innerhalb des Wechselkursmechanismus bewirken würde. Die jüngsten Entwicklungen im Bereich der Antiinflationpolitik hätten schon die Glaubwürdigkeit des Wechselkursmechanismus gestärkt und einen gewissen Abbau des Zinsgefälles ermöglicht. Kurzfristige Entwicklungen könnten allerdings von den fundamentalen Prinzipien abweichen, und man sollte daher sorgfältig darauf achten, allzu jähre Veränderungen zu vermeiden, da diese die längerfristige gesamthafte Stabilität aus dem Gleichgewicht bringen könnten. Werde überdies zuviel Gewicht auf die Geldpolitik gelegt, um angesichts hoher Haushaltsdefizite die Inflation zu bekämpfen, ergäbe sich automatisch eine Neigung, die Zinssätze einzusetzen. In der derzeitigen Situation, in der die Konjunkturlage sehr unterschiedlich sei - die deutsche Wirtschaft erlebt einen Aufschwung, die Volkswirtschaften anderer Länder hingegen eine Verlangsamung - würde ein weiterer Anstieg der deutschen Zinssätze die Lage sehr komplizieren, selbst bei rückläufiger Inflation. Er lege daher der neuen deutschen Regierung ans Herz, Verständnis für die gegenseitigen Abhängigkeiten aufzubringen und sie vollumfänglich zu berücksichtigen, namentlich im Zusammenhang mit dem grossen Haushaltsdefizit Deutschlands. Sollte eine Währungsunion geschaffen werden, so müsste die Frage des gesamthaften "policy mix" und der gesamtwirtschaftlichen Ausrichtung der Gemeinschaft als ein einziger Fragenkomplex behandelt werden. Die Frage des "policy mix" zwischen Deutschland und der übrigen Gemeinschaft, den USA und Japan sei von grundlegender Bedeutung.

Herr Leigh-Pemberton unterstützt die Bemerkungen von Herrn de Larosière. Die Konjunktur in Grossbritannien verlangsame sich stark, und es bestehe ein starker Druck, die nominalen Zinssätze zu senken, um die reale Wirtschaft vor einem gefährlichen Schrumpfprozess zu bewahren. Wären den britischen Behörden nicht schon durch andere Zwänge die Hände gebunden gewesen, so hätten sie gerne die Zinssätze sinken lassen, um der realen Wirtschaft zu helfen. Die andere Erwägung sei die hohe Inflation, die aber bald nachlassen werde und daher ein weniger zwingender Grund als bisher sein werde. Das Pfund Sterling habe sich jedoch im erweiterten EWS-Kursband abgeschwächt. Seine Position lasse sich erstens als Ergebnis des Drucks aus der realen Wirtschaft und der Annahme erklären, dass die Behörden die Zinssätze senken würden, was dazu führte, dass der Wechselkurs nachgab. Zweitens sei an den Londoner Märkten eine lästige unterschwellige Empfindung festzustellen, dass die Regierung nicht voll hinter dem Wechselkursmechanismus stehe und zu einer Leitkursanpassung bereit wäre, um eine lockerere inländische Geldpolitik zu ermöglichen. Er halte das aber für gar nicht wahrscheinlich. Das Dilemma sei, dass angesichts der Position des Pfund Sterling im Wechselkursmechanismus die Möglichkeiten für eine Senkung der nominalen Zinssätze beschränkt seien. Es bestehe die Besorgnis, dass Druck aus anderer Richtung im Wechselkursmechanismus es immer schwieriger machen werde, die Zinssätze zu senken, selbst wenn sie eigentlich gesenkt werden sollten. Die Position Grossbritanniens gleiche jener Frankreichs.

Herr Ciampi erklärt, die Lockerung der Geldpolitik in den Vereinigten Staaten dürfte zu einer weiteren Abschwächung des Dollars führen, selbst wenn die Märkte zum Schluss kämen, dass der Dollar zur Zeit von einem kommerziellen Gesichtswinkel aus unterbewertet sei. Im Zusammenhang mit der D-Mark müssten sich die Märkte darüber im klaren sein, dass die Deutsche Bundesbank nicht die Absicht hege, die Zinssätze zu erhöhen. Jegliche Ausweitung des Zinsgefälles Dollar/D-Mark würde wahrscheinlich zusätzliche Spannungen im Wechselkursmechanismus auslösen; in diesem Zusammenhang nehme er die Aussage des Vorsitzenden zur Kenntnis, dass die derzeitigen Erhöhungen teilweise saisonalen Einflüssen zuzuschreiben seien, die sich Anfang nächsten Jahres auflösen würden. Die Situation sei äusserst instabil; beispielsweise habe die Bekanntgabe einer bevorstehenden Pressekonferenz der Deutschen Bundesbank genügt, um Spannungen auszulösen, insbesondere in Italien. Dies alles müsse besprochen werden, wenn sich die Siebenergruppe in nicht allzu ferner Zukunft treffe. In Italien sei der Aus-

gang der Golfkrise ein entscheidender Faktor, da das Land sehr erdölabhängig sei. Überdies sei Italien in letzter Zeit auf den Devisenmärkten unter wachsenden Druck gekommen; in den ersten zwanzig Novembertagen hätten die Kapitalabflüsse US-\$ 5 Mrd. betragen. Die unmittelbare Auswirkung auf die inländische Liquidität habe in einem Anstieg der kurzfristigen Zinssätze bestanden, worauf die Spannungen etwas nachgelassen hätten. Sie hätten Anfang Dezember wegen der starken D-Mark wieder zugenommen. Die Situation in Italien werde labil bleiben, bis die neue Haushaltsvorlage vom Parlament verabschiedet worden sei. Er hoffe, die Vorlage werde spätestens Ende des Jahres genehmigt werden; ihre Genehmigung wäre ein erster Schritt für einen Abbau des Haushaltsdefizits. Ein weiteres Problem seien die Lohnverhandlungen, und diesbezüglich hätten die Gewerkschaften soeben für den 20. Dezember einen Streik angekündigt; wiederum werde es unbedingt nötig sein, während dieser Zeit den Wechselkurs stabil zu halten.

Herr Hoffmeyer stellt fest, Dänemark befinde sich in einer ähnlichen Lage wie Frankreich und Grossbritannien. Die Erhöhung der deutschen Zinssätze sei nicht mitgemacht worden. Das Zinsgefälle habe sich auf rund 1 Prozentpunkt halbiert; man halte es jedoch für unwahrscheinlich, dass der Abstand noch mehr verkleinert werden könne. Daher werde sich Dänemark wahrscheinlich jeglichem weiteren Anstieg der deutschen Zinssätze anschliessen müssen, und dies wäre nicht unproblematisch.

Herr Doyle äussert sich ähnlich wie Herr Hoffmeyer. Die Märkte hätten sich an die jüngsten Tendenzen zur Konvergenz gewöhnt, und die Zentralbanken der Gemeinschaft seien diesbezüglich allzu sorglos geworden, und jegliche scheinbare Änderung in die entgegengesetzte Richtung könnte zu einer übermässigen negativen Reaktion der Märkte führen. Es sei zum jetzigen Zeitpunkt schwierig, die volle Ausnutzung des Bandes im Wechselkursmechanismus in Betracht zu ziehen, da dies von den Märkten falsch ausgelegt würde. Angesichts der hohen Arbeitslosenrate in Irland wäre überdies jegliche Erhöhung der Zinssätze unwillkommen. Noch besorgniserregender, vor allem vom Standpunkt des Handels aus, sei der derzeitige Kursrückgang des Pfund Sterling, namentlich angesichts seines grossen Spielraums im Wechselkursmechanismus.

Herr Rubio erklärt, auch die Peseta habe in den letzten Wochen nachgegeben, aber dies hänge nicht speziell mit dem Anstieg der deutschen Zinssätze zusammen. Die sinkende Kurstendenz dürfte sich in nächster Zukunft fortsetzen, ganz gewiss jedenfalls, solange die derzeitigen Ein-

schränkungen für Einlagen von Gebietsfremden in Kraft seien. Man rechne damit, dass eine Reihe dieser Einschränkungen zum Jahreswechsel aufgehoben werde, worauf sich dann die Peseta positiver entwickeln dürfte. Das derzeitige Ziel sei, die Peseta in der oberen Hälfte des Kursbandes des Wechselkursmechanismus zu halten und so zur antiinflationären Politik beizutragen. Die Wirtschaftslage habe sich verschlechtert, und es könne eine Zeit kommen, wo die Zinssätze gesenkt werden müssten, um die Wirtschaft anzukurbeln. Die Lohnverhandlungsrunde im Frühjahr werde sehr wichtig sein und direkte Auswirkungen auf die Wirtschaft zeitigen; man hoffe, dass eine Einigung bei etwa 6-7 % erzielt werde.

Herr Duisenberg schliesst sich den Kommentaren seiner Vorredner an. Er fragt an, ob der Zinsanstieg zum Saisonende in Deutschland in der gleichen Grössenordnung liege wie in früheren Jahren und ob der Deutschen Bundesbank technische Massnahmen zur Verfügung stehen, um solche Effekte zu begrenzen?

Herr Tavares Moreira erklärt, der gewogene Aussenwert des Escudo sei in den letzten Monaten gestiegen. Die portugiesische Wirtschaft sei nach wie vor sehr stark und in ihrem sechsten Wachstumsjahr, wobei das Wachstum im Jahresdurchschnitt 4,5 % des BSP betrage. Die Inflation sei eindeutig das Hauptproblem, mit dem die Wirtschaft zu kämpfen habe; sie werde jedoch als Teil des Preises für das Wirtschaftswachstum angesehen, was durch die günstige Leistungsbilanzposition bestätigt werde. Wie im Fall Spaniens sei es nötig gewesen, Kontrollen auf die kurzfristigen Kapitalströme einzuführen, um die Wirtschaft vor grossen Kapitalzuflüssen zu schützen. Zusammen mit dem Finanzministerium und den inländischen Banken habe die Banco de Portugal kürzlich rund US-\$ 8 Mrd. mittels Emission von staatlichen Schuldtiteln vom Markt abgezogen. Drei Viertel des Erlöses würden zur Rückzahlung der gesamten von der Zentralbank gehaltenen Staatsschuld dienen, der Rest zur vorzeitigen Rückzahlung von Auslandsschulden des öffentlichen Sektors. Dadurch werde sich die von den Banken gehaltene Liquidität vermindern und die Geldpolitik wirksamer werden. Im Januar 1991 werde ein neues System zur indirekten Geldmengensteuerung eingeführt werden.

Herr Verplaetse hält fest, dass die Lage in Belgien recht zufriedenstellend sei. Aus Vereinbarungen für die nächsten beiden Jahre gehe hervor, dass die Löhne real nur um 0,3 % ansteigen würden. Die Leistungsbilanz für das Benelux-Gebiet weise einen Überschuss von 2 % des BIP auf. Die

Behörden hätten nicht angemessen auf die jüngsten Erhöhungen der deutschen Zinssätze reagiert, da man nicht zwischen technischen und saisonalen Phänomenen zu unterscheiden vermochte.

Herr Chalikias erklärt, die Geldmengenziele der Bank von Griechenland seien zwei Monate früher als üblich bekanntgegeben worden, um den Märkten frühzeitig ein Signal zu geben und die Kohärenz der Geldpolitik mit der Finanz- und Einkommenspolitik zu unterstreichen. Die Zielvorgaben für Geldmenge und Kreditvolumen im Jahr 1991 stehen in Einklang mit dem Ziel der Regierung, die Inflation bis Ende 1991 auf eine Jahresrate von weniger als 17 % zurückzuführen, verglichen mit schätzungsweise 23 % für 1990. Die Wachstumsrate für M3 sei auf 14-16 % festgelegt worden, verglichen mit einem geschätzten Ergebnis von 17 % für 1990. Die Expansion des inländischen Kreditvolumens für den Privatsektor sei auf 14 % veranschlagt; insgesamt erwarte man, dass sich die Expansion des inländischen Kreditvolumens beträchtlich verlangsamt, auf 12,5-13,5 %, verglichen mit schätzungsweise 18 % in den zwölf Monaten bis November 1990. Der Finanzierungsbedarf der öffentlichen Hand sollte gemäss Prognosen um 5 Prozentpunkte auf 13,5 % des BIP zurückgehen, und die nominalen Lohnerhöhungen im öffentlichen Sektor würden unter 10 % liegen; dies bedeute einen starken Rückgang der Reallöhne der Angestellten des öffentlichen Sektors. Die nominalen Lohnerhöhungen im Privatsektor werden vermutlich nicht nennenswert von jenen des öffentlichen Sektors abweichen. Die Ausrichtung der Geld- und Wechselkurspolitik werde zu einem solchen Ergebnis beitragen. Damit wäre eine beträchtliche Verminderung der Gesamtsteuerung für 1991 infolge einer strafferen Finanzpolitik und auch der günstigen Entwicklung der Arbeitskosten machbar. Bei den Geldmengenzielen seien auch die Wirkungen der Nachfrage auf die weit definierte Geldmenge, der neuen Finanzinstrumente, die zur Finanzierung des staatlichen Defizits eingeführt worden seien, und der zunehmenden Abkehrung vom klassischen Bankkreditgeschäft berücksichtigt worden. Herr Chalikias kündigt an, dass die griechische Regierung um ein Gemeinschaftsdarlehen zur Stützung der Zahlungsbilanz ersucht hat; dieses Darlehen sei zur Stärkung der Glaubwürdigkeit des Dreijahresplans für die Stabilisierung und Anpassung erforderlich.

Der Vorsitzende erklärt, die Situation hinsichtlich der Finanzpolitik in Deutschland werde allmählich auch zu einem Problem für Deutschland, nicht nur für das EWS. Seiner Meinung nach sei es nötig, dass sich die politischen Instanzen Deutschlands völlig darüber im klaren seien,

welche Wirkung ein so bedeutendes Defizit (5 % des BIP) auf die Partner Deutschlands und für das Funktionieren des Systems habe. Solche Kommentare müssten auch an den ECOFIN-Sitzungen und jenen der Siebenergruppe gemacht werden. Die Hauptelemente des gestiegenen Defizits seien laufende Zahlungen im Rahmen der Arbeitslosenunterstützung, für Renten etc. und Infrastrukturausgaben im östlichen Deutschland. Die Importe nach Deutschland nähmen zu, was zwar für die anderen Gemeinschaftsländer günstig sei; wenn dies jedoch anhalte, könnte die erhebliche Zunahme des Defizits die gesamte Wirtschaft Deutschlands verändern. Ein weiterer Faktor seien Lohnvereinbarungen, und die Forderungen gingen bis zu 10 %. Dies müsse vor dem Hintergrund des Transfers realer Ressourcen nach Ostdeutschland gesehen werden, wo die Löhne um 20 bis 30 % anstiegen, wenn auch von einem niedrigen Ausgangsniveau aus.

Auch das Wachstum der Geldmengensaggregate beschleunige sich. Die geplante Erhöhung des Geldangebots infolge der Wiedervereinigung betrage rund 10 %, aber in Wirklichkeit liege sie näher an 15 %. Trotzdem sei die Inflation immer noch niedrig; schliesse man den Ölfaktor aus, so läge die Teuerung bei etwa 2,5 %; dazu habe teilweise der Rückgang der Importpreise beigetragen. Trotz der Gesamtsituation hätten die langfristigen Zinssätze kürzlich leicht nachgegeben, da die Märkte offenbar nach wie vor nicht an der Entschlossenheit der Behörden zweifeln, die Inflation zu bekämpfen. Der Hauptgrund für den Anstieg der kurzfristigen Marktzinsen könnte in den bilanzoptischen Transaktionen der Banken für ihre Jahresabschlüsse liegen; diese hätten schon in früheren Jahren zu Unruhe und Missverständnissen geführt. Daneben sei jedoch auch der Einfluss der Deutschen Bundesbank zu nennen, der keine andere Wahl bleibe, als eine restriktive Geldpolitik zu betreiben.

Wenn man davon ausgehe, dass sich das Wirtschaftswachstum in allen anderen EWS-Ländern verlangsamt und dass alle anderen Zentralbanken gute Gründe für eine Senkung der Zinssätze haben, sehe man sich in einer echten Zwickmühle. Die Verminderung des Zinsgefälles sei gerechtfertigt, wenn man annehme, dass es beim Wechselkurs keine Änderung gebe. In diesem Fall schliesse er die Möglichkeit nicht aus, dass die Zinssätze anderswo in der Gemeinschaft tiefer als in Deutschland seien, namentlich angesichts des grossen Haushaltsdefizits. Allerdings könne sich die Haltung des Marktes hinsichtlich der Möglichkeit einer Leitkursanpassung ändern.

VI. Verabschiedung des Ausschussberichts an die EG-Finanzminister über die Entwicklung an den Devisenmärkten der neunzehn an der Konzertation beteiligten Länder im November und in den ersten Dezembertagen 1990

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

VII. Gemeinsames Konzept für die Überwachung der Geldpolitik

1. Referat von Herrn Raymond

Herr Raymond erklärt, dass dies das erste Ex-ante-Koordinationsverfahren ist. Die Aufgabe sei vom Unterausschuss "Geldpolitik" auf der Grundlage der Schlussfolgerungen des Sonderberichts der Expertengruppe vom Mai 1990 über "die Schaffung eines gemeinsamen Systems der Überwachung der Geldpolitik" und auch auf der Grundlage der Schlussfolgerungen einer Note des volkswirtschaftlichen Stabs vom September 1990 an den Ausschuss der Zentralbankpräsidenten übernommen worden. Er hebt hervor, dass der Bericht das erste Beispiel einer Zusammenarbeit zwischen dem Unterausschuss und dem volkswirtschaftlichen Stab ist und dass er zeigt, wie die beiden Gremien einander ergänzen.

a) Schwierigkeiten bei der Vorbereitung des Ex-ante-Verfahrens

Der Unterausschuss sah sich bei der Vorbereitung des Berichts zwei Schwierigkeiten gegenüber. Erstens gab es eine ganze Reihe von aussergewöhnlichen Unsicherheiten. Die Vereinigung Deutschlands hat zu Zweifeln hinsichtlich des Wachstums, der Zahlungsbilanzentwicklungen und weiterer Preisstabilität im Jahr 1991 geführt. Hinzu kam die Erschütterung der Weltwirtschaft durch die Krise im Golf und den kürzlichen Anstieg der Ölpreise. Ferner bestehen Unsicherheiten im Zusammenhang mit der Interpretation der Geldmengenaggregate. In mehreren Ländern (z.B. Frankreich und Spanien) werden Definition und Inhalt der Geldmengenaggregate revidiert. Die Vorbereitung der Prognosen für 1991 hat sich als schwieriger als erwartet erwiesen. Zweitens hat der Unterausschuss eine Anzahl methodischer Unzulänglichkeiten festgestellt. Deren Hauptursache ist die Haltung der EG-Zentralbanken, die mehr oder weniger unabhängig vorgehen, und dies hat zu den

heterogenen Informationen geführt. Auf der anderen Seite hatten die Teilnehmer die Basis der von ihren Zentralbankkollegen erhältlichen Informationen nicht eingehend genug geprüft. Beispielsweise bestehen mehrere unkoordinierte Hypothesen hinsichtlich der Entwicklungen ausserhalb der Gemeinschaft. Diese Mängel sollten korrigiert werden, und Herr Raymond empfiehlt, diesbezüglich im Herbst nächsten Jahres eine Fachsitzung abzuhalten, bei der eine Reihe von Arbeitshypothesen vereinbart werden. Überdies schlägt er vor, dass jede Zentralbank die erwartete Wachstumsrate und Teuerung in den Nachbarländern bei der Vorbereitung ihrer Prognosen berücksichtigt.

b) Strategien für 1991

Was die Analyse der Strategien für 1991 betrifft, sind die Zentralbanken hinsichtlich ihrer geldpolitischen Absichten sehr gewissenhaft gewesen. Keine Zentralbank zieht für 1991 eine Lockerung ihrer Geldpolitik in Betracht. Dem Ölpreisschock gegenüber zeigt man sich unnachgiebig, ebenso z.B. in Deutschland den Kosten der Wiedervereinigung. Überdies wird man sich mehr und mehr der Gefahren grosser Haushaltsdefizite bewusst. Herr Raymond erinnert daran, dass die Absicht besteht, die 1989/90 in einigen Ländern, z.B. Griechenland, Italien und Portugal, eingetretene Lage zu korrigieren. Spanien hat schon beträchtliche Anstrengungen in dieser Richtung unternommen. Auf der anderen Seite ist nun in Deutschland ein sehr viel grösseres Haushaltsdefizit zu verzeichnen, auf welches die Deutsche Bundesbank in sehr orthodoxer Weise reagiert hat. Was das Gesamtergebnis der Geldpolitik betrifft, so werden dennoch in einigen Ländern Verbesserungen, in anderen Verschlimmerungen festzustellen sein. Nach Ansicht des Unterausschusses wird der Druck der Haushaltsdefizite in der Gemeinschaft 1991 gleich stark wie 1990 sein.

Es gibt Anzeichen dafür, dass die Konvergenz 1991 besser sein wird als 1990, was eine Trendumkehr bedeutet. Eine bessere Konvergenz fördert grössere Wechselkursstabilität. Es besteht jedoch ein labiler Schwebeszustand. In den Ländern mit hoher Inflationsrate hängt eine Senkung dieser Rate von der erwarteten Korrektur der Finanzpolitik ab. Überdies reagieren solche Länder empfindlicher auf Ölpreisschocks, namentlich wenn Indexierungsvereinbarungen bestehen.

Die in den vier grössten kontinentaleuropäischen Volkswirtschaften angekündigten Zielvorgaben scheinen mit einer besseren Konvergenz in den Bereichen Preisniveau und Wechselkursstabilität in Einklang zu stehen.

1991 werden bei der Verminderung der Inflationsrate für die Gemeinschaft als Ganzes Fortschritte erzielt werden, hauptsächlich weil es in den Ländern mit hoher Inflation zu einem Rückgang kommen wird. Es bleibt jedoch noch viel zu tun, bevor echte Konvergenz erreicht ist. In den Ländern mit niedrigen Teuerungsraten dürfte sich die Lage 1991, verglichen mit 1990, verschlechtern. Beim Rückgang der Gesamtinflationsrate ist die Zurücknahme der Hypothekarzinserhöhungen von 1990 in Grossbritannien berücksichtigt worden. Ein weiterer Faktor ist, ob die ehrgeizigen Ziele, die sich die Hochinflationländer für 1991 gesetzt haben, auch erreicht werden.

c) Schluss

Herr Raymond zieht die folgenden Schlüsse:

- Der Unterausschuss möchte seine Methodik und Technik verbessern; diesbezüglich sollte die Zusammenarbeit mit dem volkswirtschaftlichen Stab ausgebaut werden.
- In den vier grössten Volkswirtschaften wird zur Zeit an der Verbesserung der quantitativen Indikatoren gearbeitet. Dies ist auch das Thema einer jüngst vom volkswirtschaftlichen Stab versandten Note. Der volkswirtschaftliche Stab und eine kleine Zahl von Experten aus dem Unterausschuss sollten sich im Frühling mit dieser Frage befassen.
- Hinsichtlich der Durchführung der Geldpolitik besteht die Gefahr, dass nicht alle Länder ihre Ziele erreichen werden. Es besteht eine Reihe von Unsicherheiten, wie z.B. der Ölpreis, die deutsche Vereinigung und die Finanzpolitik in einigen Ländern. Der Bericht regt an, mehrmals im Jahr Ex-post-Beurteilungen vorzunehmen.

Schliesslich erkundigt sich Herr Raymond, ob die Zentralbankpräsidenten wie im Sonderbericht vorgeschlagen erwägen, eine Erklärung oder Pressemitteilung zu veröffentlichen.

2. Referat von Herrn Rey

Herr Rey dankt im Namen der Stellvertreter Herrn Raymond und dem Unterausschuss für den qualitativ hochstehenden Bericht, der in einem

schwierigen und höchst unsicheren globalen Umfeld erstellt worden sei; dies macht regelmässige Ex-post-Prüfungen der Ziele und Durchführung der Geldpolitik besonders notwendig. Die Stellvertreter sprechen sich für Ex-post-Beurteilungen alle drei oder vier Monate aus.

Sämtliche Stellvertreter schliessen sich der Empfehlung eines unnachgiebigen geldpolitischen Kurses an. Es ist ermutigend, dass der Bericht von einem Rückgang der durchschnittlichen Teuerungsrate der Gemeinschaft im Jahr 1991 ausgeht und trotz des Ölpreisschocks grössere Konvergenz in diesem Bereich in Aussicht stellt. Aus drei Gründen ist jedoch Vorsicht geboten:

- Die Konvergenz der Inflationsraten ist der Kombination besserer Ergebnisse in den Ländern mit hoher Inflation und einer geringfügigen - und hoffentlich vorübergehenden - Verschlechterung der Ergebnisse in den Ländern mit niedriger Inflation zuzuschreiben.
- Die vorhergesagte Konvergenz hängt stark davon ab, ob die Länder mit hoher Inflation eine angemessene finanzpolitische Disziplin üben. Es wird betont, wie wichtig es ist, dass die in diesen Ländern angekündigten ehrgeizigen finanzpolitischen Programme auch wirklich durchgeführt werden.
- Selbst wenn sich die Prognosen für 1991 erfüllen, ist unbedingt zu betonen, dass innerhalb der Gemeinschaft ein beträchtliches Teuerungsgefälle bestehen bleibt; dieses ist weiter abzubauen, wenn schnelle Fortschritte auf die WWU zu erzielt werden sollen.

Einige Stellvertreter finden den Bericht hinsichtlich der Wachstumsaussichten für die Gemeinschaft im Jahr 1991 zu optimistisch, und die von einigen seit Anfang November nachgereichten Aufarbeitungen deuten in der Tat auf einen Rückgang des realen BIP-Wachstums hin. Dies gilt ganz besonders, wenn die US-Wirtschaft sehr schwach werden sollte, und unter solchen Umständen wäre mit Druck auf die Zentralbanken zu rechnen, damit sie ihre Geldpolitik lockern. Ferner ist vermerkt worden, dass sich das Wachstumsgefälle in der Gemeinschaft noch ausweiten könnte, wenn Deutschland weiterhin ein rasches Wachstum verzeichnet, während die Aussichten andernorts nicht so rosig sind.

Was die Methodik angeht, so haben die Stellvertreter die vom Unterausschuss festgestellten Mängel, wie z.B. die stark divergierenden Ölpreishypothesen in den nationalen Prognosen, zur Kenntnis genommen. Die im Bericht empfohlenen methodischen Verbesserungen für das Verfahren im

nächsten Jahr sind gebilligt worden. Die Arbeit von Zentralbanken und dem volkswirtschaftlichen Stab an der Verbesserung und Harmonisierung der Geldmengenaggregate wird begrüsst; ferner wird die Notwendigkeit hervorgehoben, analytische und ökonomische Forschung, unter Berücksichtigung der laufenden Finanzinnovationen, zu unterstützen. Ein Stellvertreter hat betont, dass in einer Welt mit semifixierten Wechselkursen und freiem Kapitalverkehr die Geldmengenaggregate eher als Indikatoren denn als Ziele anzusehen sind. Ferner ist unterstrichen worden, dass der Analyse der Gegenposten der Liquiditätsschöpfung ein grosser Informationswert zukommt. Der volkswirtschaftliche Stab untersucht diese Themen: Ein Papier über die Harmonisierung der weit definierten Geldmengenaggregate steht jetzt zur Verfügung, und ein Papier über die Rolle der Gegenposten soll bald fertig sein. Die Stellvertreter werden an ihrer nächsten Sitzung die Folge behandeln, die diesen Arbeiten gegeben werden soll.

Die Stellvertreter möchten den Rat der Zentralbankpräsidenten zu der von Herrn Raymond erwähnten Frage des Kommuniqués hören sowie zur Weiterführung der Praxis, den Bericht nach Diskussion durch die Zentralbankpräsidenten und Änderung seitens der Zentralbanken dem EG-Währungsausschuss zuzustellen. Als erster Bericht über die Ex-ante-Koordination legt er deutlich mehr Gewicht auf die Beurteilung und Evaluierung von Aussichten und bricht mit den früheren, mehr konjunkturellen Berichten der ehemaligen Raymond-Gruppe; er enthält auch vertraulicher Material. Es wird vermerkt, dass einerseits die Herausnahme der vertraulichen Informationen aus dem Bericht den Inhalt stark aushöhlen würde, während es andererseits nicht mit dem Ziel, dem Ausschuss der Zentralbankpräsidenten ein stärkeres Profil zu geben, vereinbar wäre, den Bericht gar nicht zu verschicken. Es ist auch angeregt worden, der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten solle den Bericht vielleicht an den ECOFIN-Rat anstatt an den Währungsausschuss senden.

3. Die derzeitige Arbeit des volkswirtschaftlichen Stabs

Herr Baer bemerkt, dass schon Herr Raymond und Herr Rey auf die Arbeit des volkswirtschaftlichen Stabs hingewiesen haben. Bevor er darüber Bericht erstattet, umreisst er das zwischen den Unterausschüssen und dem Stab erwogene Verhältnis. Seiner Ansicht nach ist der volkswirtschaftliche Stab als die analytische Denkfabrik des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten anzusehen, der das analytische Fundament für Arbeiten legt, die dann

eventuell von den Unterausschüssen vorgenommen werden. Wendet man dies auf das Ex-ante-Koordinationsverfahren an, so besteht die Rolle des volkswirtschaftlichen Stabs darin, den analytischen Rahmen vorzubereiten. Die einzelnen Zentralbanken steuern die dazu notwendigen Daten bei, und der Bericht wird dann vom Unterausschuss "Geldpolitik" verfasst. Der Stab hat schon ein Papier über die gegenseitige Vereinbarkeit der Geldpolitik vorbereitet, das die Arbeit des Unterausschusses "Geldpolitik" im Zusammenhang mit der Ex-ante-Koordination erleichtern soll. Die Absicht dieses Papiers war, eine Reihe von Fragen zu stellen, um die Diskussion im Hinblick auf ein zukunftsgerichtetes Verfahren zu strukturieren. Das Papier ist von den Stellvertretern schon besprochen worden; sie begrüßen es zwar, schlagen aber vor, stärkeres Gewicht auf die Harmonisierung der Geldmengenaggregate und die Analyse der Gegenposten der Geldschöpfung zu legen. Kürzlich ist den Stellvertretern ein Papier über die Harmonisierung der Geldmengenaggregate zugestellt worden; darin wird aufgeführt, was vorhanden ist, wo Unterschiede bestehen und was man tun könnte, um die Aggregate einander anzugleichen, vorausgesetzt natürlich, dass die wirtschaftlichen Merkmale nicht stark darunter leiden.

Herr Baer macht den Ausschuss auf die Schlussfolgerungen des Papiers aufmerksam und weist darauf hin, dass es sehr nützlich wäre, wenn der volkswirtschaftliche Stab engere Kontakte mit den entsprechenden Stellen in den Zentralbanken knüpfen könnte, angesichts der Tatsache, dass schon umfangreiche Arbeiten im Gang sind, und der Grösse und Kapazität des Stabs. Ein drittes Papier wird demnächst versandt werden; es untersucht die Rolle der Gegenposten zur Geldmenge und den Prozess der geldpolitischen Koordinierung.

4. Diskussion des Ausschusses

Der Vorsitzende findet die bisher vom Unterausschuss "Geldpolitik" und vom volkswirtschaftlichen Stab geleistete Arbeit äusserst wertvoll. Die ganze Frage der Ex-ante-Koordinierung sei für Stufe II von eminenter Bedeutung, und er dankt allen, die an der Arbeit in diesem Bereich mitwirken. Der Ausschuss dankt Herrn Raymond und dem Unterausschuss "Geldpolitik" für den sehr guten Bericht, der einen ausgezeichneten Ausgangspunkt für das Ex-ante-Verfahren bildet.

Herr Ciampi erklärt, er schätze die bisher geleistete Arbeit äusserst hoch ein und begrüsse die gute Zusammenarbeit zwischen dem volks-

wirtschaftlichen Stab und dem Unterausschuss "Geldpolitik". Er möchte nicht, dass der volkswirtschaftliche Stab nur die Arbeit anderer unterstützt, vielmehr sollte der Stab auch Dokumente direkt für den Ausschuss der Zentralbankpräsidenten vorbereiten. Was den heterogenen Charakter der verfügbaren Informationen betreffe, so sollten die Zentralbanken ihre zuständigen Abteilungen anweisen, darauf zu achten, dass sich die Situation verbessere, so dass vollständige und kohärente Informationen abgegeben würden. Dies bedeute wahrscheinlich, dass einige Zentralbanken ihre internen Verfahren ändern und straffen müssten, und dies sollte rechtzeitig für die nächste Ex-post-Prüfung erreicht werden. Was die Frage des Kommuniqués betrifft, spricht sich Herr Ciampi grundsätzlich dafür aus und schlägt vor, dass die Erklärung auch einen Hinweis auf die zugrundeliegenden Annahmen einschliessen könnte. Dies würde dem Publikum die Notwendigkeit von Kohärenz und Konvergenz näherbringen. Nach Ansicht von Herrn Ciampi sollte der Bericht des Unterausschusses "Geldpolitik" eher an den ECOFIN-Rat als an den Währungsausschuss gesandt werden.

Herr Rubio ist mit Herrn Ciampi einig, dass Anfang nächsten Jahres ein Kommuniqué veröffentlicht werden sollte. Eine Erklärung, in der die Lage beschrieben und die Probleme der Geldpolitik und der Konvergenz im Jahr 1991 genannt würden, sei sowohl für das Publikum als auch für die Notenbankgouverneure wesentlich. Seiner Meinung nach sollte der Bericht an den ECOFIN-Rat und nicht an den Währungsausschuss gesandt werden, sofern dies nicht zu viele Verfahrensprobleme aufwirft.

Herr Hoffmeyer stimmt zu, dass wegen der beträchtlichen institutionellen Unterschiede der volkswirtschaftliche Stab sich nicht zu sehr darauf konzentrieren sollte, die Geldmengendaten zu perfektionieren. Wegen des Konzepts der Parallelität würde es sich jedoch lohnen zu erklären, warum die Vorgaben oder Ziele nicht erreicht worden sind. Auch er findet, der Bericht sollte an den ECOFIN-Rat gesandt werden; ein Kommuniqué für die breite Öffentlichkeit lohne sich aber nicht.

Herr de Larosière findet, der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten sollte nächstes Jahr in der Lage sein, auf der Grundlage von gemeinsamen Hypothesen und Annahmen zu arbeiten. Daher sollten der Unterausschuss und der Stab ihre Arbeiten zur Methodik und zu den Aggregaten fortsetzen. Ex-post-Prüfungen werden erforderlich sein, aber er sei nicht imstande, einen Vorschlag zu ihrer Häufigkeit zu machen. Seiner Ansicht nach sollte im Januar ein Kommuniqué veröffentlicht werden; der Bericht sollte an den

ECOFIN-Rat gesandt werden mit einem Begleitbrief, in dem der allgemeine wirtschaftliche Rahmen und die Basis für die Zielvorgaben beschrieben werden. Der Bericht sollte auch dem Währungsausschuss zugestellt werden. Der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten sollte sich auf eine einzige Meinung darüber einigen, was Geldpolitik sein sollte, um die bei der Inflationsbekämpfung gesetzten Ziele zu erreichen.

Herr Duisenberg erklärt, er sei weniger optimistisch als der Bericht, was die Aussichten bei der Inflation und für die Wechselkursstabilität betreffe. Die Inflation scheine in mehreren Ländern selbst vor dem Ölpreisschock eine steigende Tendenz aufzuweisen. Ferner sei da die Frage der Löhne und ob das Ausmass der Verschärfung der Finanzpolitik in einigen Ländern genüge, um den Inflationsdruck zu mindern. Seiner Ansicht nach könnten die Inflation und ihre Konvergenz sich 1991 durchaus verschlimmern, mit möglichen Folgen für die Wechselkursstabilität. Sollte der Nachfrage- druck in Deutschland anhalten und das wirtschaftspolitische Instrumentarium unausgewogen bleiben, käme die zinspolitische Koordination unter starken Druck. Hinsichtlich der Geldmengenziele für 1991 sei klar, dass die für die Erreichung dieser Ziele nötige Höhe der Zinssätze in einer Reihe von Ländern stark von der tatsächlichen Entwicklung der Finanzpolitik abhängen, und diese müsse im Auge behalten werden. In den Niederlanden habe sich die Basiswachstumsrate der Geldmenge von 14 % im Jahr 1989 auf rund 9 % in den ersten neun Monaten von 1990 verlangsamt. Während des gleichen Zeitraums habe sich die inländische Geldschöpfung durch die Banken jedoch stark beschleunigt, von 4 % 1989 auf, aufs Jahr gerechnet, 14 % im dritten Quartal 1990. Diese Entwicklung erzeuge Besorgnis, und wenn sie anhalten sollte, werde sie zweifellos zu Kapitalabflüssen führen.

Hinsichtlich der künftigen Berichte des Unterausschusses meint Herr Duisenberg, es sollte den Zinsentwicklungen und insbesondere auch der Entwicklung der in- und ausländischen Quellen des Geldmengenwachstums mehr Aufmerksamkeit geschenkt werden. Dies wäre ein Mittel, um die Vereinbarkeit der in Betracht gezogenen Politiken genauer beurteilen zu können. Er begrüsst den Bericht des Generalsekretärs und erklärt, das Sekretariat sollte ermutigt werden, mit den Forschungsabteilungen der Zentralbanken in Verbindung zu treten und zusammenzuarbeiten. Was die Veröffentlichung betreffe, sollte der Bericht an den Währungsausschuss und mit einem Begleitbrief an den ECOFIN-Rat gesandt werden.

Herr Leigh-Pemberton meint, der Ausschuss sollte gut über die Hauptziele seiner Arbeit nachdenken und darauf achten, dass jegliche Publizität mit diesem Ansatz in Einklang stehe. Diesbezüglich sollte der Ausschuss auch erwägen, wie am besten Einfluss auf die Regierungen genommen werden könnte. Seiner Ansicht nach sollte die Publizität in zwei Kategorien eingeteilt werden. Erstens, Information der breiten Öffentlichkeit, womit man öffentliche Glaubwürdigkeit für die Zukunft gewinne; in diesem Zusammenhang sollte sich das Kommuniké an allgemeine Grundsätze halten. Er sei dagegen, dass das öffentliche Dokument auf quantitative Einzelheiten eingeehe. Wenn zweitens der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten Einfluss auf die Finanzbehörden nehmen wolle, wäre es seiner Meinung nach zweckmässiger, dies privat, fern von den Blicken der Öffentlichkeit, in Angriff zu nehmen. Der Bericht sollte nicht zu einem öffentlichen Dokument werden; er sollte aber an den ECOFIN-Rat und den Währungsausschuss gehen. Der Bericht sollte eine Einflussquelle auf die jeweilige Regierung der Zentralbankpräsidenten sein.

Der Vorsitzende erklärt, vom Standpunkt der Deutschen Bundesbank aus sollte der Bericht als Arbeitspapier angesehen und daher nicht veröffentlicht werden. In der Tat enthalte der Bericht eine Reihe von Einzelheiten, die er nicht veröffentlicht sehen wolle, z.B. die Annahmen zu den Ölpreisen und die Inflationsprognosen für Deutschland. Er könne allenfalls befürworten, dass der Bericht auf vertraulicher Basis dem Währungsausschuss und mit einem Begleitbrief dem ECOFIN-Rat zugänglich gemacht werde. Im grossen und ganzen sei er jedoch gegen ein solches Vorgehen, da der Bericht seiner Ansicht nach noch nicht ausgereift sei. Er schlage daher vor, ihn dieses Mal als internes Dokument zu behandeln und die Frage nächstes Jahr erneut zu prüfen. Wenn Veröffentlichung in irgendeiner Form erforderlich sei, dann vielleicht in jener des jährlichen Berichts, der eine angemessene Grundlage wäre.

VIII. Wirtschafts- und Währungsunion

1. Gedankenaustausch über den britischen Vorschlag zur Einführung der harten Ecu

Herr Leigh-Pemberton meint, der Vorschlag sei dem Ausschuss bekannt, und es genüge ihm, wenn der Unterausschuss "Devisenpolitik" zu gegebener Zeit an diesem Thema arbeite. Er möchte Gewissheit haben, dass klar sei, dass der Vorschlag an der Regierungskonferenz als Beitrag zur Übergangsphase zur Sprache kommen werde.

Der Vorsitzende schlägt vor, der Vorschlag zur harten Ecu solle ein integrierender Bestandteil der Debatte der Notenbankpräsidenten über Stufe II sein, die an der Januar- oder Februarsitzung des Ausschusses stattfinden könnte.

2. Die Regierungskonferenz

Herr Rey berichtet, dass die Stellvertreter im Zusammenhang mit der Folgetätigkeit zum informellen ECOFIN-Treffen drei Bereiche identifiziert haben, die zu diskutieren wären. Der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten:

- sollte den Statutentwurf bis zu weiterer Besprechung fertigstellen;
- sollte Kontakte zur Regierungskonferenz herstellen, um deren Arbeit mitverfolgen und wenn nötig antworten zu können - obschon die Informationen über die praktische Organisation der Konferenz es schwierig machen, die richtige Vorgehensweise zu bestimmen;
- angesichts der Bedeutung und des politischen Gewichts der Übergangsphase sollte der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten seine Ansichten zu den monetären Aspekten von Stufe II frühzeitig formulieren.

Nach Bemerkungen mehrerer Zentralbankpräsidenten beschliesst der Ausschuss, sich vom Sekretariat vertreten zu lassen, das der Regierungskonferenz als Beobachter beiwohnen soll. Ein entsprechender Brief wird vom Vorsitzenden an den Präsidenten des ECOFIN gesandt werden.

Der Vorsitzende stimmt zu, dass die Zentralbankpräsidenten sich an der nächsten Sitzung eingehend Gedanken zu Stufe II machen sollten.

IX. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

1. Ecu-Clearing

Der Vorsitzende erklärt, der Verwaltungsrat der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich habe die BIZ ermächtigt, mit dem Ecu-Bankenverband ein revidiertes Abkommen abzuschliessen. Die wichtigsten Änderungen betreffen die Schaffung einer Anlagefazilität und die Kriterien für die Zulassung neuer Clearingbanken.

2. Jährlicher Bericht des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten gemäss Artikel 3 des Ratsbeschlusses (90/142/EWG)

Der Ausschuss beschliesst, dass der Generalsekretär Anfang 1992 dem Ausschuss einen Entwurf des Berichts für die 18 Monate seit Beginn von Stufe I der WWU vorlegen solle. Sollte jedoch die Lage im EWS kritisch werden, könnte der Ausschuss eine Ad-hoc-Erklärung an den ECOFIN-Rat senden. Diese Erklärung könnte die Frage des Politikdilemmas behandeln und die Kernpunkte des Jahresberichts enthalten.

X. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Die nächste ordentliche Sitzung des Ausschusses findet am Dienstag, dem 8. Januar 1991, um 9.30 Uhr in Basel statt.

250. SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER ZENTRALBANKPRÄSIDENTEN

11. DEZEMBER 1990

Anwesend sind:

Vorsitzender des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten	Herr Pöhl
Banque Nationale de Belgique	Herr Verplaetse Herr Rey Herr Michielsen
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 Herr Boot
Banco de Portugal	Herr Tavares Moreira Herr Borges Herr Amorim
Bank of England	Herr Leigh-Pemberton Herr Crockett Herr Foot
Kommission der Europäischen Gemeinschaften	Herr Vons
Vorsitzender des Unterausschusses "Geldpolitik"	Herr Raymond
Vorsitzender des Unterausschusses "Devisenpolitik"	Herr Dalgaard
Sekretariat des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten	Herr Baer Herr Scheller Herr Jenkinson